



Народна банка Србије

2019
носембар

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

2019
носембар

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.

Новембарски *Извештај о инфлацији* размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 7. новембра 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**

БДП – бруто домаћи производ
б.п. – базни поен
д.с. – десна скала
дсз. – десезонирано
ЕЦБ – Европска централна банка
ЕИБ – Европска инвестициона банка
ЕМВИ – индекс обвезница тржишта у успону
ЕУ – Европска унија
ИПЦ – индекс потрошачких цена
л.с. – лева скала
МДТ – међубанкарско девизно тржиште
млн – милион
млрд – милијарда
мг. – међугодишње
ММФ – Међународни монетарни фонд
НДВ – непољопривредна додата вредност
NPL – проблематични кредити
ОРЕС – Организација земаља извозница нафте
П – полугодиште
п.п. – процентни поен
РЗС – Републички завод за статистику
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
ЦРСО – Централни регистар обавезног социјалног осигурања

Не наводе се друге општепознате скраћенице.

Садржај

I. Резиме	1
II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији	7
III. Кретање инфлације	11
IV. Детерминанте инфлације	15
1. Кретања на финансијском тржишту	15
2. Новац и кредити	21
<i>Осврт 1: Актуелни трендови у кредитној активности</i>	26
3. Агрегатна тражња	30
<i>Осврт 2: Потрошња домаћинства – трендови и изгледи за наредни период</i>	32
<i>Осврт 3: Кретање извоза Србије у условима успоравања глобалног раста</i>	36
4. Економска активност	40
5. Кретања на тржишту рада	42
<i>Осврт 4: Позитивни трендови на домаћем тржишту рада</i>	45
6. Међународно окружење	48
<i>Осврт 5: Нове мере монетарних политика ЕЦБ-а и ФЕД-а и потенцијални утицај на Србију</i>	54
V. Пројекција инфлације	61
Табела А. Показатељи екстерне позиције Србије	77
Табела Б. Основни макроекономски показатељи	78
Списак графикана и табела	79
Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе	82
Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије	83

I. Резиме

Глобални привредни раст је наставио да успорава, тако да су процене раста за ову годину за водеће светске економије, укључујући и зону евра, која је наш најважнији спољнотрговински партнер, поново кориговане наниже. Релевантне међународне институције кориговале су наниже и прогнозу глобалног раста за наредну годину, уз оцену да ће се он ипак постепено убрзавати у наредном периоду. Међународно финансијско и робно тржиште у великој мери су под утицајем протекционистичких мера и неизвесности у погледу трговинских политика водећих светских економија, што се негативно одражава на пословно поверење и спремност инвеститора за улагања. С друге стране, подршку глобалном привредном расту, у условима ниских инфлаторних притисака, пружају експанзивне монетарне политике водећих централних банака, што би требало да ублажи преливање већих негативних ефеката на међународно робно и финансијско тржиште, а истовремено да смањи притиске у правцу поштравања монетарних политика земаља у успону или пак да отвори простор за њихово ублажавање. Додатни монетарни подстицаји од стране водећих централних банака резултирали су и нижом премијом ризика за већину земаља у успону, при чему је пад премије ризика Србије био најизраженији у поређењу с другим земљама у региону, што указује на то да су на тај пад, поред глобалних фактора, деловали и домаћи фактори. Током септембра, премија ризика Србије нашла се испод 50 базних поена, што је најнижи ниво откад се прати. Томе у прилог говори и повећање кредитног рејтинга Србије од стране агенције *Fitch* и приближавање инвестиционом рејтингу, као и поправљање изгледа за раст рејтинга од стране агенције *Moody's*.

Као и у другим земљама у окружењу, услед смањења доприноса цена хране, пре свега поврћа с доласком нове пољопривредне сезоне, као и цена енергената, међугодишња инфлација у Србији током трећег тромесечја имала је силазну путању и у септембру је износила 1,1%. Базна инфлација, која се од почетка године креће у распону 1,2–1,5% међугодишње, указује на то да су ниски инфлаторни притисци трајнијег карактера, и у условима позитивних кретања на тржишту рада. Истовремено, инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде, која се

Кретања у међународном окружењу у периоду од претходног Извештаја о инфлацији обележило је успоравање глобалне трговине, привредног раста и инфлације, као и додатне експанзивне мере водећих централних банака како би се умањили негативни ефекти растућег протекционизма и геополитичких тензија.

Међугодишња инфлација је, у складу са очекивањима и најавама Народне банке Србије, успорена од маја, у највећој мери као резултат смањења доприноса цена поврћа с доласком нове пољопривредне сезоне и нижих цена нафтних деривата.

Снажан раст кредитне активности по повољним финансијским условима знатно доприноси привредном расту, не доводећи у питање одржавање ценовне и финансијске стабилности.

И поред снажне подршке привредном расту, пре свега расту инвестиција, тренд добрих фискалних резултата се наставља, што доприноси наставку смањења учешћа јавног дуга у бруто домаћем производу.

крећу у доњој половини циљаног распона, указују на то да ће, у складу с пројекцијом Народне банке Србије, инфлаторни притисци остати ниски и у наредном периоду.

У условима ниских инфлаторних притисака по основу већине фактора из домаћег и међународног окружења, Народна банка Србије је снижењем референтне каматне стопе на нови најнижи ниво у режиму циљања инфлације од 2,25% наставила да подржава привредни раст. Захваљујући ублажавању монетарне политике, још увек ниским каматним стопама на међународном тржишту новца, сниженој премији ризика земље и повећаној конкуренцији међу банкама, услови финансирања приватног сектора су повољнији. То је допринело двоцифреном међугодишњем расту кредитне активности, која је тренутно у већој мери усмерена према сектору привреде. Структура кредитне активности повољна је са становишта подршке одрживом привредном расту, о чему сведочи знатан раст инвестиционих кредита код привреде и опоравак стамбеног кредитирања становништва, уз благо успоравање раста кредита намењених потрошњи. Захваљујући предузетим активностима на њиховом решавању, учешће проблематичних кредита у укупним кредитима снижено је на ниво испод 5%, што отвара простор за даљи раст кредитне активности и истовремено доприноси додатном јачању финансијске стабилности.

Као резултат пуне координације мера монетарне и фискалне политике и успешно спроведене фискалне консолидације, настављена су повољна фискална кретања. Закључно са септембром, остварен је фискални суфицит опште државе од 35,1 милијарду динара, као и примарни суфицит од 131,9 милијарди динара, и то у условима знатно виших капиталних издатака државе и повећаних издатака за плате и пензије. Позитивним фискалним кретањима доприносе и раст економске активности, повећана профитабилност привреде и позитивна кретања на тржишту рада. Захваљујући елиминисању фискалне неравнотеже, учешће јавног дуга у бруто домаћем производу сведено је у одрживе оквире и на крају септембра дуг централног нивоа власти износио је 52,0% пројектованог бруто домаћег производа (наспрам 53,7% крајем 2018). Наставак његове силазне путање очекујемо и у наредном периоду. Не мање важно, смањују се валутни ризик и ризик рефинансирања дуга државе, услед претежног задуживања државе на домаћем тржишту емисијом дугорочних динарских хартија од вредности, доспећа и превремене отплате дела дуга по основу

еврообвезница емитованих у доларима, као и постигнутих нижих каматних стопа на задуживање. У прилог томе говори и још једна успешна емисија десетогодишње еврообвезнице на међународном финансијском тржишту у износу од 550 милиона евра, којом је замењен део скупог доларског дуга знатно јефтинијим финансирањем у еврима, по каматној стопи од 1,25%, што је још ниже него приликом емисије у јуну.

Извоз Србије наставља да остварује релативно високе стопе раста, упркос бројним изазовима у међународном окружењу – према прелиминарним подацима, извоз робе и услуга у девет месеци 2019. виши је за 10,9% него у истом периоду претходне године. При томе, упркос знатном успоравању тражње из Европске уније, на ово тржиште извезено је робе и услуга за 10,6% више него лане. Тиме се стопа раста укупног извоза приближила стопи раста увоза (11,6% међугодишње), чије повећање је опредељено инвестиционим циклусом у земљи и по том основу већим потребама привреде за репроматеријалом и опремом, као и растом потрошачке тражње. Раст увоза, повезан и с високим приливом страних директних инвестиција, одражава се на тренутно виши дефицит текућег рачуна, али с обзиром на то да ће увезена опрема повећати извозне капацитете српске привреде, у средњем року треба очекивати смањење учешћа текућег дефицита у бруто домаћем производу. Темпо смањивања учешћа текућег дефицита у бруто домаћем производу зависиће од динамике инвестиционог циклуса и с тим повезаног увоза опреме и индустријских сировина.

Дефицит текућег рачуна је пету годину заредом у пуној мери покривен нето приливом страних директних инвестиција. Према прелиминарним подацима за девет месеци, прилив страних директних инвестиција од око 2,9 милијарди евра пројектно је распрострањен и већ дуже време усмерен претежно у разменљиве секторе, што доприноси екстерној одрживости земље и привредном расту на одрживим основама. Повећано интересовање страних инвеститора за улагања у државне хартије од вредности на домаћем тржишту утицало је на то да по основу портфолио инвестиција буде остварен нето прилив од близу 200 милиона евра. Поменута кретања у трговинским и финансијским трансакцијама са иностранством резултирала су растом девизних резерви од 1,7 милијарди евра, на 13,3 милијарде евра на крају септембра, што додатно повећава отпорност наше привреде на екстерне шокове.

Платнобилансна кретања и у овој години су под утицајем инвестиционог циклуса у земљи и успоравања екстерне тражње.

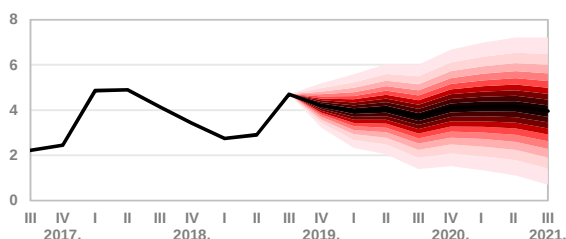
Дефицит текућег рачуна у овој, као и у претходне четири године, у пуној мери је покривен нето приливом страних директних инвестиција, што очекујемо да ће се наставити и у наредном периоду.

Економска активност, пет година узастопно, бележи позитивну стопу раста и у поређењу с првим делом године, убрзана је и више него што смо очекивали, тако да ће, према нашој процени, раст бруто домаћег производа у овој години износити 3,6%.

Опоравак прерађивачке индустрије након завршених ремонта у нафтној и хемијској индустрији и услед активирања инвестиција из претходног периода, као и убрзан раст активности у грађевинарству и услужним секторима определили су бржи раст бруто домаћег производа у трећем тромесечју, који је износио 4,7% међугодишње (1,8% десезонирано), што је више од наших претходних очекивања. Економска активност би и у четвртном тромесечју требало да задржи релативно снажну динамику, тако да ће на нивоу године износити 3,6%, уместо раније очекиваних 3,5%. Посматрано с расходне стране, инвестиције су остале кључан чинилац привредног раста, захваљујући наставку реализације инфраструктурних пројеката и инвестицијама приватног сектора по основу унапређења пословног амбијента и повољних извора финансирања. У прилог унапређењу пословног амбијента говори и напредак Србије на последњој *Doing Business* листи за четири места, на 44. позицију међу 190 земаља. Раст инвестиција прелива се и на остале компоненте тражње. Бележи се и даљи раст потрошње домаћинства, захваљујући наставку позитивних кретања на тржишту рада – отварању нових радних места, расту зарада, пре свега у приватном сектору, приближавању стопе незапослености једноцифреном нивоу, као и нижим трошковима кредитног задужења. С друге стране, инвестициони циклус у земљи и с тим повезан раст увоза опреме, као и даље успоравање екстерне тражње, утичу на негативан допринос нето извоза, али је он мањи него у првом делу године услед убрзања раста извоза прерађивачке индустрије.

Очекујемо да ће се раст бруто домаћег производа у 2020. убрзати на око 4% и да ће сличну динамику задржати и у средњем року, вођен инвестицијама, извозом, као и растом потрошње домаћинства на одрживим основама.

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



За 2020. годину пројектовали смо убрзање раста бруто домаћег производа на 4,0%, што је стопа раста која се очекује и у средњем року. Посматрано с производне стране, позитиван допринос у 2020. очекује се од свих сектора, осим пољопривреде под претпоставком просечне пољопривредне сезоне. При томе, убрзању раста би у највећој мери требало да допринесе индустрија захваљујући расту инвестиција у извозно оријентисане секторе, али и услед деловања базног ефекта, тј. чињенице да је производња у индустрији у овој години била под утицајем успоравања екстерне тражње, уведених такса од 100% на производе који се испоручују на Косово и Метохију и ремонта у нафтној и хемијској индустрији. Посматрано с расходне стране, раст бруто домаћег производа у 2020. биће у потпуности вођен домаћом тражњом, тј. наставком раста инвестиција и финалне потрошње, док ће се прилив страних директних инвестиција претежно у разменљиве секторе и раст производних капацитета,

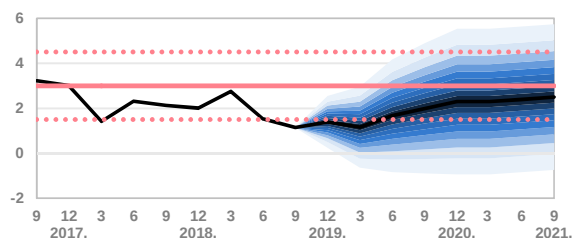
уз очекивани благи раст екстерне тражње, одразити на бржи раст извоза и смањење негативног доприноса нето извоза. Ризике пројекције бруто домаћег производа у средњем року оцењујемо као симетричне, при чему ризике који потичу из међународног окружења оцењујемо као асиметричне наниже, пре свега због успоравања глобалног привредног раста, а ризике који потичу из домаћег окружења као асиметричне навише, највише по основу могућег бржег раста инвестиција од очекиваног, што је био случај и током 2018. и 2019. године.

Према новембарској централној пројекцији, очекујемо да ће се међугодишња инфлација до краја ове и у првој половини наредне године кретати око доње границе дозвољеног одступања од циља, на шта ће пре свега деловати ефекат високе базе код цена поврћа. Након тога, базни ефекат код цена поврћа деловаће у супротном смеру, што ће, уз раст агрегатне тражње и очекивано убрзање раста регулисаних цена, утицати на постепено приближавање инфлације централној вредности циља. У хоризонту пројекције, тј. у наредне две године, инфлација би требало да се задржи испод централне вредности циља од 3%, у условима и даље ниских трошковних притисака, као и претпостављеног благог смањења светске цене нафте у складу с кретањем фјучерса. У поређењу с пројекцијом коју смо објавили у августовском Извештају о инфлацији, нова средњорочна пројекција инфлације је на nižем нивоу до половине наредне године, а затим на нешто вишем нивоу до краја периода пројекције. Главни разлог ниже пројектоване инфлације до средине наредне године јесте већи пад цена поврћа у трећем тромесечју од очекиваног, који је снижио пројектоване међугодишње стопе инфлације до средине наредне године, али их је, због базног ефекта, након тога повећао. 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.

Одлуке о монетарној политици и у наредном периоду зависиће од процене ефеката досадашњег ублажавања монетарне политике на кретање инфлације у наредном периоду, као и утицаја осталих домаћих фактора и фактора из међународног окружења. С обзиром на то да кључни ризици пројекције и даље у највећој мери потичу из међународног окружења, Народна банка Србије ће наставити пажљиво да прати и анализира кретања на међународном робном и

Међугодишња инфлација ће се до краја ове и у првој половини наредне године кретати око доње границе циља. Након тога, очекујемо да ће се она постепено приближити централној вредности циља до краја периода пројекције.

Пројектована инфлација
(међугодишње стопе, у %)



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

финансијском тржишту и да оцењује њихов утицај на економска кретања у Србији. Као и до сада, монетарна политика биће предвидива и доследна у остваривању ниске и стабилне инфлације у средњем року, истовремено чувајући финансијску стабилност и доприносећи одрживом привредном расту и очувању макроекономске стабилности.

II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији

У периоду од августовског Извештаја о инфлацији, референтна каматна стопа смањена је у новембру за 25 б.п., на 2,25%, што је њен најнижи ниво у режиму циљања инфлације. При доношењу одлука о референтној каматној стопи, Извршни одбор је имао у виду очекивано кретање инфлације и других макроекономских показатеља из домаћег и међународног окружења у наредном периоду, као и претходно смањење референтне каматне стопе у јулу и августу ове године за укупно 50 б.п.

Домаће услове спровођења монетарне политике карактерисали су чврста контрола инфлације шесту годину заредом и одрживост постигнутих резултата на смањењу фискалне и екстерне неравнотеже. Међутим, услови у међународном окружењу и даље су налагали опрезност. Иако су монетарне политике водећих централних банака постале експанзивније, неизвесно је у којој мери ће се оне разликовати од очекивања тржишта у наредном периоду, што би могло да утиче на токове капитала према земљама у успону, па и Србији. Поред тога, неизвесно је и кретање цена нафте и других примарних производа на светском тржишту. Извршни одбор је истицао да је отпорност наше привреде на евентуалне негативне утицаје из међународног окружења повећана захваљујући повољним макроекономским показатељима и изгледима за наредни период.

Доносећи одлуку у септембру и октобру о задржавању референтне каматне стопе на непромењеном нивоу, Извршни одбор Народне банке Србије имао је у виду то да домаћи фактори повољно делују на економску активност и инфлацију, док дешавања у међународном окружењу захтевају опрезност у вођењу монетарне политике. Извршни одбор узео је у обзир и то да ће се пуни ефекти претходног ублажавања монетарне политике тек испољити.

Домаћи макроекономски услови спровођења монетарне политике остали су повољни. Инфлација је чврсто под контролом шесту годину заредом и, у складу с најавама Извршног одбора, након достизања централне вредности циља у априлу, имала је опадајућу путању, пре свега због смањења доприноса цена поврћа инфлацији с доласком нове пољопривредне сезоне. Извршни одбор је истицао да ће инфлација, као и претходних година, бити ниска и стабилна и у наредном периоду, што је потврђивала и августовска пројекција инфлације, која је представљала основу за доношење одлука о монетарној политици у овом периоду. Одржавању инфлације на ниском и стабилном нивоу доприносе и

даље ниски трошковни притисци, као и раст агрегатне тражње на одрживим основама. На ниске инфлаторне притиске указују и краткорочна и средњорочна инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде, која су се током ТЗ кретала у доњој половини циљаног распона за инфлацију.

Према оцени Извршног одбора, приближавању инфлације централној вредности циља у средњем року допринеће, пре свега, постепени раст домаће тражње. Наиме, раст економске активности и наставак позитивних кретања на тржишту рада, које карактерише раст зарада и запослености и пад стопе незапослености, одразиће се на даљи раст домаће тражње. Расту домаће тражње доприноси и недавно ублажавање монетарне политике Народне банке Србије у виду нижих каматних стопа на нове динарске кредите, као и нижих трошкова отплате постојећих кредита, који позитивно утичу на расположив доходак приватног сектора. Постигнута и одржана стабилност финансијског система и релативна стабилност домаће валуте, уз учешће *NPL* у укупним кредитима на најнижем нивоу откад се овај показатељ прати, отвара простор за наставак кредитног и привредног раста. Такође, каматне стопе

на евроиндексиране кредите и даље су ниске, подржане растом експанзивности монетарне политике ЕЦБ-а, као и већом конкуренцијом међу банкама и даљим падом премије ризика Србије.

Општој макроекономској стабилности и развојним перспективама земље допринела су и позитивна фискална кретања. Знатан раст капиталних издатака државе и планирано повећање плата у јавном сектору и пензија представљају изворе финансирања инвестиција и потрошње, али не у мери у којој би то изазвало веће инфлаторне притиске и прекинуло опадајућу путању учешћа јавног дуга у БДП-у. Као и у претходне две године, фискална дисциплина резултирала је суфицитом буџета на консолидованом нивоу од почетка године и смањењем учешћа јавног дуга централног нивоа власти у БДП-у на 52,0% у септембру. Повољним фискалним кретањима доприносио је раст економске активности и профитабилности привреде, као и позитивна кретања на тржишту рада.

Када је у питању економска активност, у августовској пројекцији задржана је прогноза раста БДП-а за 2019. на непромењеном нивоу (3,5%), док се у средњем року очекивало убрзање раста БДП-а на око 4%, које ће бити вођено инвестицијама, извозом и растом потрошње домаћинства на одрживим основама. Кретање актуелних економских показатеља указивало је на раст активности у нафтној и хемијској индустрији након завршених ремонта, што, уз већи раст грађевинарства и услуга, треба да води убрзању раста БДП-а у остатку године. Као резултат активације инвестиција у разменљивим секторима, наставља се двоцифрени раст извоза робе и услуга, упркос успоравању глобалног привредног раста, а пре свега раста зоне евра. У складу са инвестиционим циклусом, у структури увоза доминира увоз опреме и репроматеријала, који је неопходан за будући раст производње намењене извозу. Из тог разлога, Извршни одбор очекује постепено поправљање спољне позиције Србије у наредном периоду, уз пуну покривеност текућег дефицита приливом СДИ.

Снажан прилив СДИ и прилив портфолио инвестиција потврђују одрживост раста српске привреде и јачање поверења инвеститора. У прилог томе говори и чињеница да се премија ризика Србије налази међу најнижим у региону — она је током септембра пала испод 50 б.п., што је њен најнижи ниво откад се прати. Потврда оствареном напретку и

повољним изгледима за раст у наредном периоду стигла је у септембру и од рејтинг агенција. Након што је рејтинг агенција *Moody's* поправила изгледе за повећање кредитног рејтинга Србије са „стабилних” на „позитивне”, агенција *Fitch* повећала је кредитни рејтинг Србије за дугорочно задуживање у домаћој и иностраној валути на *BB+*. Тиме је Србија, чувајући стабилност и трансформишући своју економију, први пут дошла на корак од добијања инвестиционог рејтинга, карактеристичног за економије које одликује висока сигурност улагања. То не само да је потврда економског напретка и резултата које остварује Република Србија већ и доприноси даљем побољшању услова финансирања и расту инвестиција у Србији.

Насупрот повољним домаћим макроекономским условима, дешавања у међународном окружењу и даље су налагала опрезност у вођењу монетарне политике. Међународно финансијско и робно тржиште у великој мери су под утицајем протекционистичких мера и неизвесности у погледу трговинских политика водећих светских економија. Трговинске тензије су наставиле да нарушавају пословно поверење и спремност инвеститора за улагања, што је повећало забринутост да би се то могло знатније негативно одразити на инвестиције и привредни раст на глобалном нивоу. Подршка глобалној привреди стигла је од монетарних политика водећих централних банака. ЕЦБ је у септембру додатно спустила стопу на депозитне олакшице у негативну зону и почела да спроводи нови, трећи програм дугорочног рефинансирања (*TLTRO III*), који ће бити на снази до марта 2021. године, како би кредитни услови банака и даље били повољни. Поред тога, поново је увела програм куповине aktive, који ће бити започет у новембру, месечном нето куповином *HoV* у износу од 20 млрд евра. ФЕД је, у складу са очекивањима, у септембру поново смањio референтну каматну стопу, што би требало позитивно да допринесе глобалним финансијским условима. Први пут након више од десет година, ФЕД је у септембру почео да убризгава ликвидност спровођењем репо операција како би ублажио притиске на тржишту новца и одржао своју стопу у циљаном распону. Очекивани нови циклус ублажавања монетарних политика водећих централних банака требало би и даље да се позитивно одражава на услове на међународном финансијском тржишту и на токове капитала према земљама у успону, па и Србији. Међутим, неизвесно је колико ће се монетарна политика водећих централних банака у

наредном периоду разликовати од очекивања тржишта, што би могло да утиче на токове капитала према земљама у успону. Такође, одлуке Извршног одбора о монетарној политици захтевале су опрезност и због неизвесног кретања цена нафте и примарних пољопривредних производа на светском тржишту, с обзиром на сложен утицај бројних фактора на страни понуде и тражње на њихово кретање.

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. Отпорност наше привреде на евентуалне негативне утицаје из међународног окружења повећана је 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. Уз очување финансијске стабилности, то ће доприносити одрживом привредном расту и јачању отпорности на екстерне неизвесности. Девизне резерве, које су на крају септембра повећане на 13,3 млрд евра, повећавају отпорност Србије на ризике из међународног окружења.

Полазећи од новембарске пројекције инфлације, која је указивала да су инфлаторни притисци додатно ослабили, Извршни одбор је на састанку у **новембру одлучио да референтну каматну стопу смањи за 25 б.п., на 2,25%**. Према новембарској централној пројекцији, инфлација ће се до краја ове и у П1 наредне године кретати око доње границе дозвољеног одступања од циља, а њено постепено приближавање централној вредности циља очекује се у средњем року под утицајем раста агрегатне тражње. На ниске инфлаторне притиске указује и базна инфлација, која је и даље ниска и стабилна, као и додатно снижена инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде. Поред повољних домаћих макроекономских услова спровођења монетарне политике, на одлуку Извршног одбора да додатно смањи референтну каматну стопу утицала су и кретања у међународном окружењу, пре свега успоравање глобалне трговине и привредног раста и повећана експанзивност монетарних политика водећих централних банака, која би требало позитивно да се одрази на токове капитала према земљама у успону. Поред тога, инфлаторни притисци у међународном окружењу и даље су ниски, пре свега у зони евра, која је наш најзначајнији спољнотрговински партнер.

III. Кретање инфлације

У периоду од претходног Извештаја о инфлацији, инфлаторни притисци и са стране тражње и са стране трошкова остали су ниски, и поред наставка раста зарада, пре свега у приватном сектору. Мг. инфлација је током ТЗ бележила силазну путању и у септембру је износила 1,1%. На такво кретање инфлације највише је утицало смањење доприноса цена свежег поврћа с доласком нове пољопривредне сезоне, као и појефтињење нафтних деривата услед пада светске цене нафте. Ниске инфлаторне притиске потврђује и ниска и стабилна базна инфлација (1,3% у септембру), као и инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде, која се и за годину и две године унапред налазе у доњем делу циљаног распона.

Кретање инфлације на тромесечном нивоу такође је било опредељено знатним појефтињењем свежег поврћа и нафтних деривата, док је највећи позитиван допринос потрошачким ценама у ТЗ потекао од раста цена цигарета.

Кретање инфлације у ТЗ

Инфлација је током ТЗ додатно успорила раст и у септембру је износила 1,1% мг., у највећој мери под утицајем смањења доприноса цена групе воћа и поврћа (са 0,2 п.п. у јуну на -0,3 п.п. у септембру) с доласком нове пољопривредне сезоне, као и појефтињења нафтних деривата (-0,2 п.п. у септембру) услед пада светске цене нафте. С друге стране, највећи позитиван допринос мг. инфлацији у септембру потекао је од поскупљења цигарета (0,3 п.п.) и појединих цена услуга (транспорта и туристичких пакет-аранжмана), уз заједнички допринос од 0,3 п.п. Базна инфлација, као део ИПЦ-а на који мере монетарне политике највише утичу, остала је ниска и стабилна и у септембру је износила 1,3% мг., што је у складу са очекивањима изнетим у августовском Извештају о инфлацији.

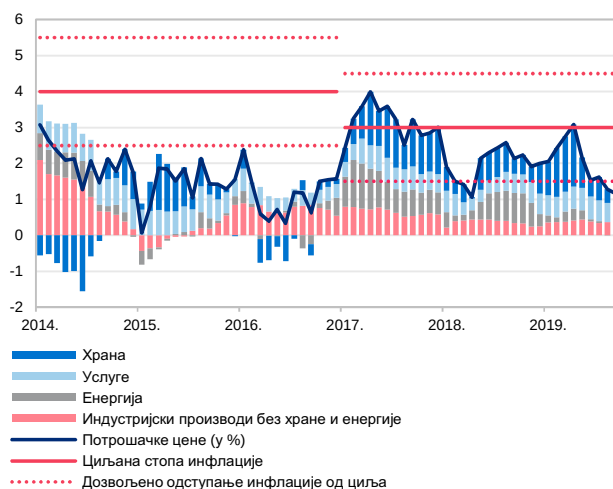
На нивоу тромесечја, **потрошачке цене у ТЗ смањене су за 0,7%**. Цене на нивоу групе **хране и безалкохолних пића** ниже су за 2,4% под утицајем већег од сезонски уобичајеног појефтињења свежег поврћа (-26,8%), уз негативан допринос тромесечној инфлацији (-1,1 п.п.). С друге стране, цене свежег меса и свежег воћа у ТЗ порасле су за 2,3% и 1,7%, респективно, уз збирни допринос инфлацији од 0,1 п.п. За разлику од **непрерађене хране**, цене **прерађене хране** су забележиле тромесечни раст (0,9%, уз допринос инфлацији од 0,2 п.п.) по основу виших цена хлеба и житарица, месних прерађевина и кондиторских производа, уз збирни допринос инфлацији од 0,1 п.п.

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

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

Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон III.0.2. Укупна и базна инфлација
(мг. стопе, у %)Табела III.0.2. Раст и доприноси компонената
расту потрошачких цена у Т3 2019.

	Стопе раста (у %)	Доприноси (у п.п.)
Потрошачке цене (ИПЦ)	-0,69	-0,69
Непрерађена храна	-8,60	-0,95
Прерађена храна	0,88	0,18
Индустријски производи без хране и енергије	0,00	0,00
Енергија	-0,26	-0,04
Услуге	0,45	0,11
ИПЦ без енергије, хране, алкохола и цигарета	-0,12	-0,05
Регулисане цене	1,03	0,19

Извор: РЗС и прерачун НБС.

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

* Произвођачке цене индустријских производа за домаће тржиште.

Смањење **цена енергије** у Т3 (-0,3%) дугује се појефтињењу **нафтних деривата** на домаћем тржишту (-1,6%, уз допринос инфлацији од -0,1 п.п.) услед пада цене нафте на светском тржишту. У супротном смеру је деловало повећање цена чврстих горива у истој мери, али уз незнатан допринос тромесечној инфлацији.

У смеру раста потрошачких цена у Т3 деловало је повећање цена цигарета (3,6%, уз допринос инфлацији од 0,2 п.п.), али је оно у потпуности неутралисано сезонским снижењем цена одеће и обуће (-2,3%), као и нижим ценама намештаја, возила и ауто-делова, те аудио и ТВ уређаја (уз збирни допринос инфлацији од -0,2 п.п.), тако да су у Т3 **цене на нивоу групе индустријских производа без хране и енергије стагнирале**.

Раст **цена услуга** у Т3 од 0,4% (уз допринос инфлацији од 0,1 п.п.) вођен је растом цена станарина, потом услуга за одржавање и оправку стана, угоститељских услуга, као и медицинских и транспортних услуга. У супротном смеру је деловало сезонско снижење цена туристичких пакет-аранжмана у Т3 (-1,7%).

Повећање **регулисаних цена** од 1,0% у Т3 (уз допринос инфлацији од 0,2 п.п.) скоро у целини је резултат поскупљења цигарета у јулу и августу, које је у највећој мери одредило и мг. раст регулисаних цена од 2,3% у септембру.

Цене у оквиру базне инфлације (мерене ИПЦ-ом по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета) у Т3 благо су смањене (-0,1%, уз незнатан допринос инфлацији), на шта је доминанто утицало сезонско појефтињење одеће и обуће.

Произвођачке и увозне цене

У периоду од претходног извештаја, трошковни притисци на инфлацију остали су ниски. **Цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште** снижене су за 0,1% у Т3, а на мг. нивоу ниже су за 0,2% у септембру (први пут од јуна 2016). Мг. посматрано, смањење **цена у производњи енергије** (пре свега домаће сирове нафте и њених деривата) неутралисано је растом **цена нетрајних производа за широку потрошњу** услед виших цена у производњи хране и пића. У односу на Т2, **цене интермедијарних производа и цене капиталних производа** у Т3 негативно су допринеле произвођачким ценама на домаћем тржишту (од по

–0,1 п.п.) и тиме практично определиле њихов пад на мг. нивоу, док су **цене трајних производа за широку потрошњу** остале непромењене. Поред произвођачких цена, и **цене елемената и материјала за уграђивање у грађевинарству** смањене су у Т3 (–2,4%), што је условило њихово смањење и на мг. нивоу од 1,2% у септембру.

Након што су у Т2 стагнарале, **увозне цене** изражене у динарима¹ у Т3 су опале за 0,7% у просеку, што се одразило и на њихов мг. пад од 0,5% у просеку. Смањење ових цена на мг. нивоу највише је определила знатно нижа цена нафте у Т3 (17,9% у просеку исказана у доларима) него у истом периоду прошле године, уз негативан допринос од 0,7 п.п. Негативан допринос (–0,2 п.п.) потекао је и од смањења извозних цена Немачке (којима апроксимирамо цене увезене опреме и репроматеријала). С друге стране, позитивно су допринеле више светске цене хране исказане у доларима (0,3 п.п.) и потрошачке цене у зони евра (0,1 п.п.), којима апроксимирамо цене увоза услуга. Као и у Т2, на кретање цена робе и услуга из увоза у Т3 одразило се и даље слабљење евра према долару.

Инфлациона очекивања

Резултати анкета о инфлационим очекивањима показују да финансијски сектор и привреда очекују да ће инфлација бити ниска и стабилна и у кратком и у средњем року и да ће се кретати у доњој половини циљаног распона, у складу с пројекцијама Народне банке Србије. Очекивања су током Т3 снижена у поређењу с Т2, што се највероватније дугује успоравању текуће инфлације.

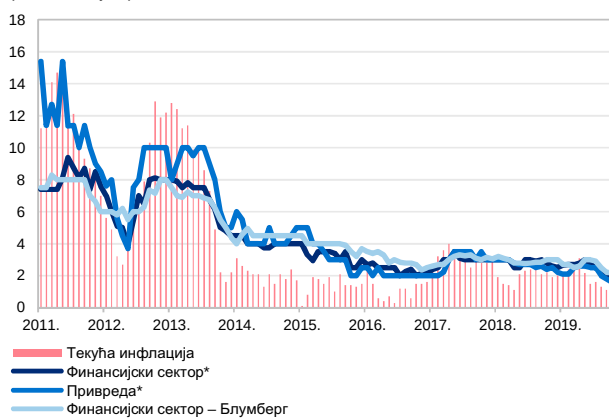
Према резултатима анкете агенције Ипсос, **финансијски сектор** очекује да ће се инфлација у Т3 и октобру 2020. кретати у распону од 2,0% до 2,5%. Истовремено, резултати анкете агенције Блумберг показују да су краткорочна инфлациона очекивања финансијског сектора, након што су у јулу била на нивоу од 2,9%, снижавана у наредним месецима – на 2,1% у новембру. Посматрано у дужем временском периоду, финансијски сектор већ шест година (тј. од октобра 2013) очекује очување ценовне стабилности и кретање инфлације у оквиру граница циља Народне банке Србије. Поред тога, на смањење неизвесности у

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

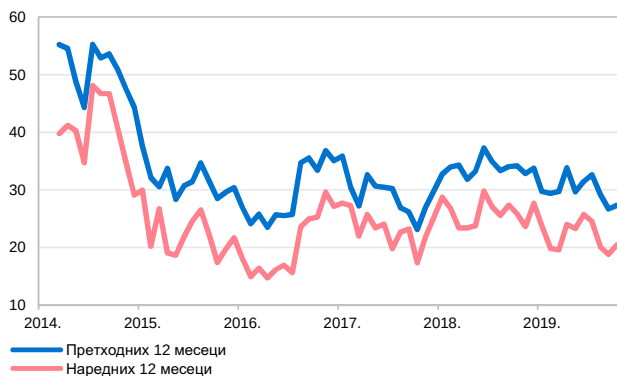


Извор: Галуп, Ипсос/Нинамедија, Блумберг и НБС.

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

¹ Као показатељ увозних цена коришћен је пондерисани просек индекса 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 partnere Србије.

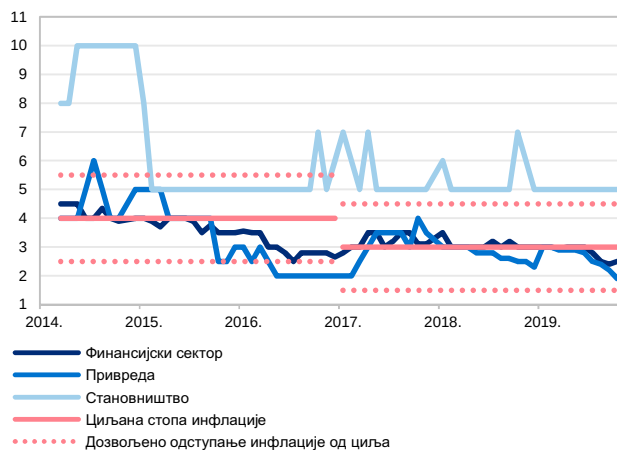
Графикон III.0.6. Перципирана и очекивана инфлација становништва* (у индексним поенима)



Извор: Ипсос/Нинамедија и прерачун НБС.

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

Графикон III.0.7. 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.

погледу будуће инфлације упућује и смањена дисперзија појединачних очекивања представника финансијског сектора, што додатно доприноси усидрености инфлационих очекивања.

Снижена су и инфлациона очекивања привреде за годину дана унапред – с нивоа од 2,5% у јулу на 1,6% октобру. При томе, две трећине анкетираних представника привреде очекује непромењен ниво цена инпута у производњи у наредној години дана.

Инфлациона очекивања становништва за годину дана унапред уобичајено су виша од очекивања осталих сектора и током Т3 и у октобру била су стабилна на нивоу од 5,0%. С друге стране, резултати квалитативне анкете о инфлационим очекивањима становништва² показују да је вредност индекса очекиване инфлације и даље нижа од вредности индекса перципиране инфлације – што упућује на закључак да становништво очекује мањи раст цена у наредној години дана него у претходних 12 месеци.

Инфлациона очекивања финансијског сектора за две године унапред усидрена су у границама циља Народне банке Србије откад се прате (март 2014) и од октобра прошле године налазила су се на централној вредности циља од 3,0%, да би претходних месеци била снижавана. У јулу су била на нивоу од 2,8%, док су се у периоду август–октобар кретала у распону 2,4%–2,5%. **Средњорочна очекивања сектора привреде** од августа 2014. крећу се у оквиру граница циља, при чему су се претходних месеци смањивала – са 2,5% у јулу на 1,9% у октобру. **Инфлациона очекивања становништва за две године унапред** стабилна су на нивоу од 5,0%.

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

IV. Детерминанте инфлације

1. Кретања на финансијском тржишту

Наставак ублажавања монетарне политике определио је даљи пад каматних стопа на тржишту новца, што се одразило и на смањење каматне стопе на нове кредите привреди и становништву током ТЗ. Подржани повољнијим спољнотрговинским кретањима и приливом капитала, апрецијацијски притисци на динар настављени су и у ТЗ.

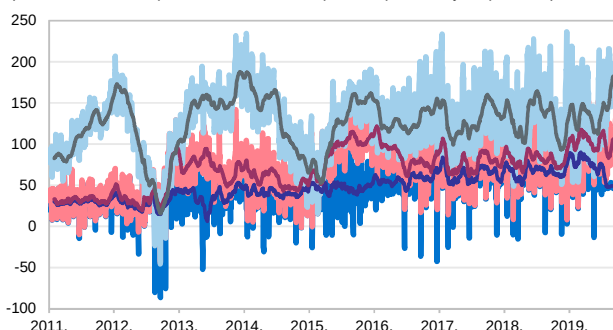
Каматне стопе

Просечна стопа на једнонедељним репо аукцијама Народне банке Србије пратила је смањење референтне стопе и током целог ТЗ била је готово изједначена с каматном стопом на депозитне олакшице. Крајем септембра износила је 1,27%, што је за 0,5 п.п. мање него на крају јуна.

На преконоћном међубанкарском тржишту новца, просечан дневни промет незнатно је виши него у Т2 и у Т3 је износио 3,8 млрд динара. Каматна стопа *BEONIA* је, у складу са смањењем референтне стопе, била у паду током ТЗ, тако да је у септембру просечно бележила вредност од 1,28%, што је за 0,6 п.п. ниже него у јуну. Каматне стопе *BELIBOR* свих рочности такође су биле у паду током ТЗ, који је за дуже рочности био израженији од смањења референтне стопе. У септембру су се стопе *BELIBOR* кретале у распону од 1,4% до 2,1%, што у односу на јун представља смањење од 0,8 п.п. за краће рочности до 1 п.п. за рочност од три и шест месеци. Током октобра, каматна стопа *BEONIA* и каматне стопе *BELIBOR* свих рочности минимално су осцилирале, тако да су у поређењу са септембром бележиле готово непромењене вредности.

Услед постигнутих бољих фискалних резултата од планираних током 2019. године, током ТЗ је смањена потреба државе за задужевањем на домаћем тржишту динарских ХоВ. Тако је сваког месеца организована само једна аукција бенчмарк обвезница рочности од седам година. На првој аукцији одржаној у јулу тражња је била знатно већа од понуде, што је, уз већу

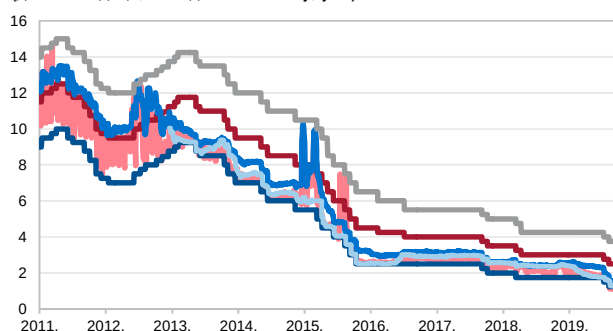
Графикон IV.1.1. Динарска ликвидност
(дневна стања и тридесетодневни покретни просеци, у млрд RSD)



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

Извор: НБС.

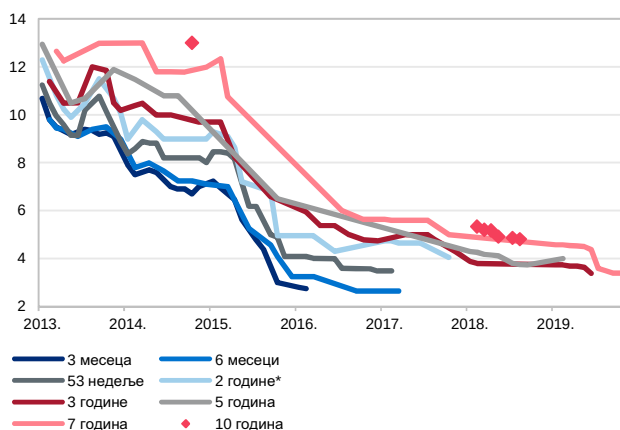
Графикон IV.1.2. Кретање каматних стопа
(дневни подаци, на годишњем нивоу, у %)



— 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.

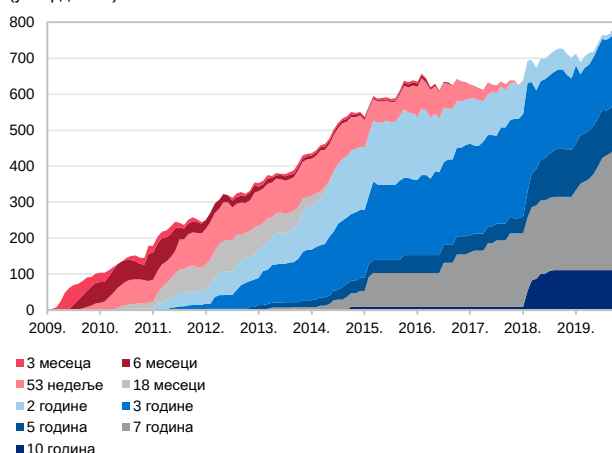
Графикон IV.1.3. Каматне стопе на примарном тржишту динарских државних ХоВ (на годишњем нивоу, у %)



Извор: Министарство финансија.

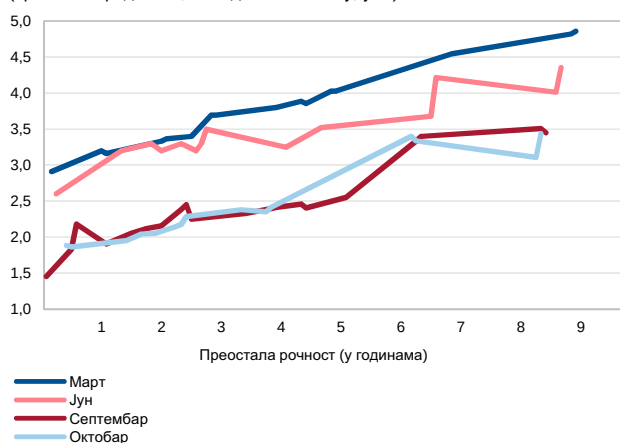
* Искључене купонске ХоВ чија је каматна стопа везана за референтну каматну стопу НБС.

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.

спремност инвеститора да прихвате ниже стопе приноса, резултирало смањењем каматне стопе у односу на јун за 0,8 п.п., на 3,6%. На преостале две аукције у Т3 тражња је била нешто мања, али је настављен пад каматне стопе, тако да је она у септембру износила 3,4%.

Током Т3 продате су динарске ХоВ у номиналном износу од 38,0 млрд динара. У истом периоду су доспеле раније продате ХоВ у номиналном износу од 9,1 млрд динара, чиме је стање продатих динарских ХоВ повећано за 28,9 млрд динара, на 770,7 млрд динара. Нерезиденти су повећали улагање у динарске ХоВ за 13,0 млрд динара, првенствено куповином седмогодишњих динарских обвезница на аукцији која је одржана у јулу, тако да се у њиховом власништву налазило 32,1% укупно продатих динарских ХоВ.

Почетком октобра одржана је још једна аукција седмогодишњих обвезница, на којој је каматна стопа остала непромењена. Иако је била планирана продаја од 7,0 млрд динара, држава је услед веће тражње продала ХоВ у номиналном износу од 17,3 млрд динара, при чему су нерезиденти купили једну четвртину продатих ХоВ.

На **секундарном тржишту** динарских државних ХоВ регистрована је већа активност инвеститора, на шта указује и раст промета са 95,0 млрд динара у Т2 на 124,8 млрд динара у Т3. Смањење референтне стопе одразило се и на кретање стопа приноса, које су ниже него у јуну (до 1,0 п.п.) и у септембру су се кретале у распону од 1,5% за рачност од једног месеца до 3,5% за рачност од 8,5 година (100 месеци). У октобру није било већих промена стопа приноса на секундарном тржишту.

Током Т3 нису организоване аукције за продају **државних ХоВ у еврима**. У октобру су одржане две аукције, и то за рачност од десет и три године, на којима су стопе забележиле пад, који је посебно био изражен за десетогодишње обвезнице. Стопа је смањена за 1,4 п.п., на 1,9%, што се може довести у везу с недавно одржаном аукцијом десетогодишњих еврообвезница на међународном финансијском тржишту, на којој је остварена стопа приноса од 1,6%. И на аукцији за рачност од три године стопа је била смањена, за 0,55 п.п., на 0,6%.

У складу с кретањима каматних стопа на тржишту новца, смањене су и **каматне стопе на нове динарске кредите привреди и становништву**. Тако је просечна пондерисана каматна стопа на новоодobreне кредите привреди од јуна смањена за 0,7 п.п. и у

септембру је износила 4,4%, при чему су смањене каматне стопе на кредите за све намене. Каматна стопа на новоодobreне кредите становништву у септембру је износила 9,6% и била је за 0,2 п.п. нижа него у јуну, при чему је исти пад забележен и код новоодобрених готовинских кредита становништву, који су се у септембру у просеку одобравали по стопи од 9,8%.

Просечна пондерисана **каматна стопа на кредите привреди у еврима** смањена је у односу на јун за 0,2 п.п., на 2,6% у септембру. Каматне стопе су смањене код свих типова кредита привреди у еврима. У септембру су инвестициони кредити и кредити за обртна средства одобравани у просеку по стопи од 2,8% и 2,7%, респективно.

Евроиндексиран кредити становништву у септембру одобравани су по просечној стопи од 3,8%, што у односу на јун представља повећање од 0,5 п.п. Овај раст каматне стопе дугује се знатно мањем учешћу новоодобрених евроиндексираних стамбених кредита становништву у укупним евроиндексираним кредитима становништву у септембру него у јуну, када је учешће у укупним кредитима било ванредно повећано услед примене Закона о конверзији стамбених кредита индексираних у швајцарским францима. У прилог томе говори и податак да је каматна стопа на евроиндексиране стамбене кредите смањена за 0,2 п.п., на 2,8% у септембру.

Каматне стопе на **динарске орочене депозите** биле су у паду током ТЗ. Тако су на динарску штедњу становништва смањене за 0,2 п.п., на 2,8%, а на орочене депозите привреде за 0,6 п.п., на 2,0% у септембру. С друге стране, каматне стопе на штедњу становништва у еврима остале су непромењене и у септембру су, као и у јуну, износиле 0,9%, док су каматне стопе на орочене депозите привреде повећане за 0,4 п.п., на 0,7% у септембру.

Премија ризика

Упркос томе што је успоравање глобалног привредног раста негативно утицало на земље у успону, њихове премије ризика током ТЗ наставиле су да се смањују, чему су допринели ефекти ублажавања монетарних политика водећих централних банака. Композитна мера премије ризика земаља у успону, *EMBI Global Composite*, смањена је у односу на крај Т2 за 43 б.п., на 323 б.п. крајем октобра, док је показатељ премије ризика европских земаља у успону, *EMBI Europe*, снижен за 16 б.п., на 291 б.п.

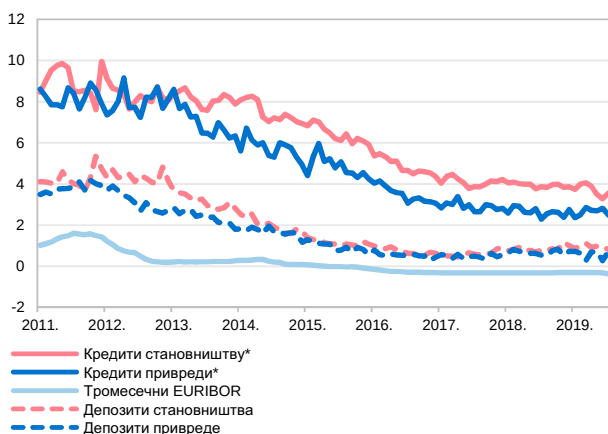
Графикон IV.1.6. Кретање каматних стопа на нове динарске кредите и депозите (просечне пондерисане вредности, на год. нивоу, у %)



Извор: НБС.

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

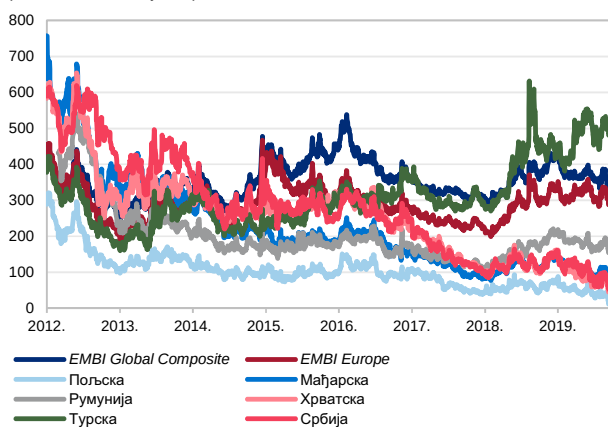
Графикон IV.1.7. Кретање каматних стопа на нове евро и евроиндексиране кредите и депозите (просечне пондерисане вредности, на год. нивоу, у %)



Извор: Европска банкарска федерација и НБС.

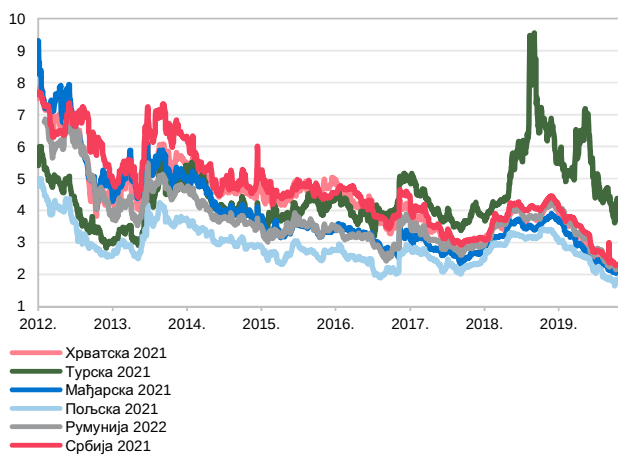
* Искључени револвинг кредити, прекорачења по текућем рачуну и дуг по кредитним картицама.

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



Извор: JP Morgan.

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



Извор: Блумберг.

Табела IV.1.1. Кредитни рејтинг (промена рејтинга и изгледа)

	2016.	2017.	2018.	2019.
S&P	BB - /стабилни ¹⁾ /позитивни ⁵⁾	BB /стабилни ⁵⁾	BB /позитивни ⁵⁾	
Fitch	BB- /стабилни ³⁾	BB /стабилни ⁵⁾		BB + /стабилни ⁴⁾
Moody's	B1 /позитивни ²⁾	Ba3 /стабилни ²⁾		Ba3 /позитивни ⁴⁾

Извор: НБС.

¹⁾ Јануар, ²⁾ Март, ³⁾ Јун, ⁴⁾ Септембар, ⁵⁾ Децембар.

Међу земљама у региону, у Т3 је највише смањена премија ризика Србије, за 25 б.п., на 64 б.п., а смањене су и премије ризика Турске, Хрватске и Пољске, док су премије ризика Мађарске и Румуније благо повећане, након чега су за све посматране земље остале готово непромењене током октобра. При томе, са изузетком Турске, премије ризика земаља региона знатно су ниже од *EMBI Global Composite* и *EMBI Europe*. Премија ризика Србије, мерена *EMBI*, 18. септембра спустила се на најнижу вредност од када се овај показатељ прати (49 б.п.) и након тога остала међу најнижим премијама ризика у региону, што додатно потврђује поверење инвеститора у повољне макроекономске перспективе економије Србије и указује на њихову већу спремност за улагања у нашу земљу.

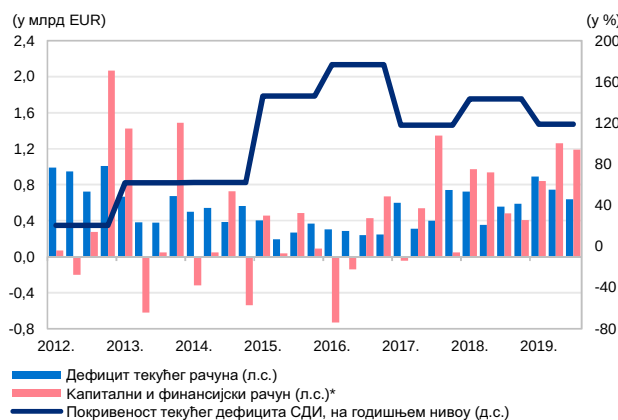
Такође, побољшање кредитног рејтинга Србије шаље позитиван сигнал инвеститорима. Након што је почетком септембра рејтинг агенција *Moody's* поправила изгледе за повећање кредитног рејтинга Србије са „стабилних” на „позитивне” и потврдила кредитни рејтинг Србије на нивоу *Ba3*, агенција *Fitch* је крајем тог месеца повећала кредитни рејтинг Србије с *BB* на *BB+*. Тиме је Република Србија први пут дошла на корак од добијања инвестиционог рејтинга. Повећање кредитног рејтинга резултат је очувања ценовне стабилности и фискалне дисциплине, континуираног јачања банкарског сектора и унапређења пословне климе. Поред тога, агенција *Fitch* очекује да ће привредни раст и убудуће бити вођен инвестицијама и извозом, што ће, како се наводи, бити резултат посвећености институција Републике Србије очувању континуитета актуелне економске политике.

Прилив капитала из иностранства

И током Т3 остварен је релативно висок прилив капитала, што је, уз повољнија кретања у спољнотрговинској размени него у П1, доприносило притисцима у смеру јачања динара. Као и раније, највећи део прилива чиниле су СДИ, а њихов износ знатно је премашао дефицит текућег рачуна. Прилив је остварен и по основу раста задужења банака и предузећа у иностранству, као и по основу улагања страних инвеститора у динарске државне ХоВ.

СДИ у Србију наставиле су да расту и у Т3 је, према прелиминарним подацима, остварен њихов нето прилив у износу од 911,5 млн евра. Тиме је прилив капитала по овом основу током девет месеци 2019. достигао 2,9 млрд евра, што је за скоро 33% више него

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



Извор: НБС.

Напомена: прелиминарни подаци за Т3 2019.

* Искључујући промене девизних резерви НБС.

у истом периоду претходне године. Улагања је карактерисала висока пројектна и географска распрострањеност, при чему су, уобичајено, највећи износи током П1 били усмерени у прерађивачку индустрију (35%), а затим у грађевинарство (20%), финансијске делатности (12%) и саобраћај (8%). Највише улагања, око 89%, потицало је из европских земаља, од чега око 60% из ЕУ, док се на улагања из азијских земаља односило око 8% прилива СДИ.

Нето прилив капитала остварен је и по основу **портфолио инвестиција** (44,8 млн евра), чему су, пре свега, допринела повећана улагања страних инвеститора у државне ХоВ на домаћем тржишту (102,5 млн евра),³ и поред тога што је услед смањених потреба за финансирањем, држава организовала мањи број аукција динарских ХоВ него током П1. Поред спремности да се прихвате ниже стопе приноса у условима актуелног ублажавања монетарних политика водећих централних банака, расту улагања у динарске државне ХоВ допринела је и чињеница да је Србија, захваљујући оствареној и одржаној макроекономској стабилности, повољно место за инвестирање, што је потврђено и повећањем кредитног рејтинга земље.

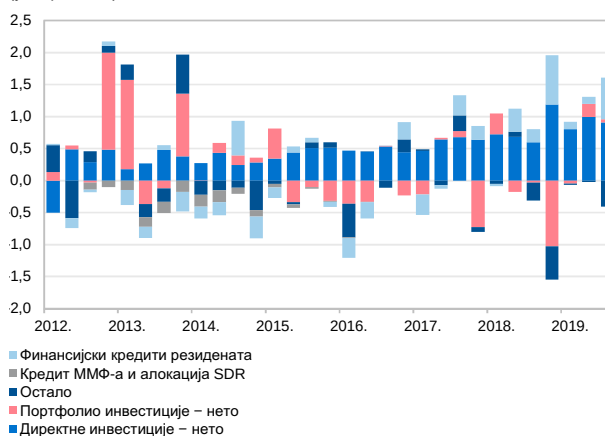
Резиденти су се по основу **финансијских кредита** током Т3 нето задужили за 653,8 млн евра. Највећи део тог задужења односио се на банке, чије су нето обавезе према иностранству повећане за 458,1 млн евра, и то претежно по основу краткорочних кредита. Повећане су и иностране обавезе предузећа, за 211,1 млн евра нето. С друге стране, кредитне обавезе државе према иностранству смањене су за 11,2 млн евра нето, а Народне банке Србије за 4,2 млн евра.

Кретања на девизном тржишту и курс динара

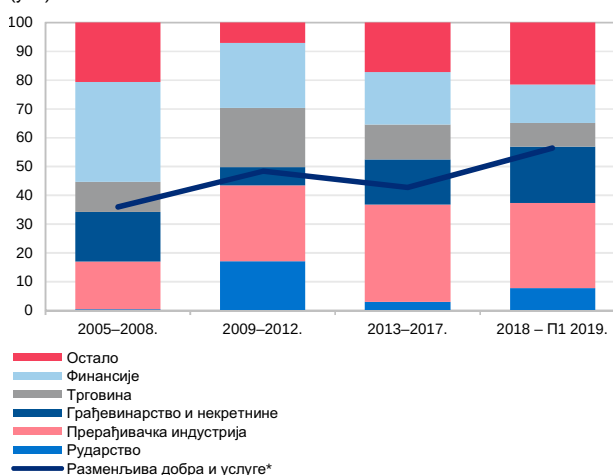
Апрецијацијски притисци из претходног периода преовладавали су и у Т3 и током октобра. Тако је у периоду јул–октобар динар према еврџ ојачао за 0,3%, док је због јачања долара према еврџ, динар према долару ослабио за 1,4%.

Понуда девиза на домаћем девизном тржишту и током Т3 вишеструко је надмашила тражњу, одражавајући, између осталог, и повољнија платнобилансна кретања – мањи дефицит у спољној трговини, даљи раст СДИ

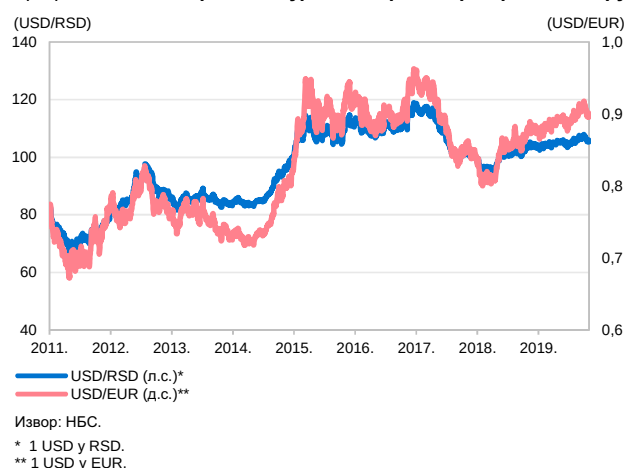
Графикон IV.1.11. Структура финансијског биланса (у млрд EUR)



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

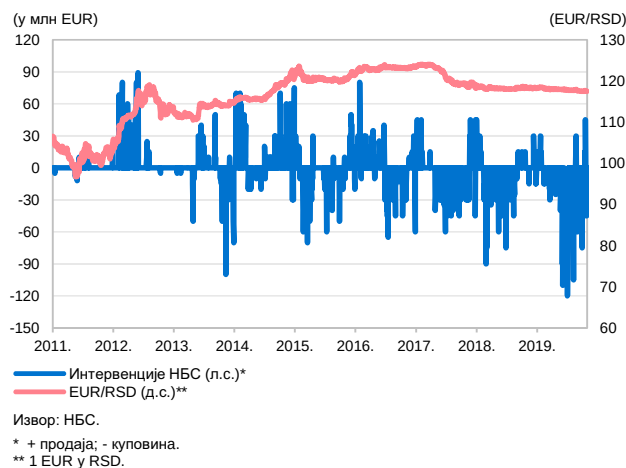


Графикон IV.1.13. Кретање курса динара и евра према долару

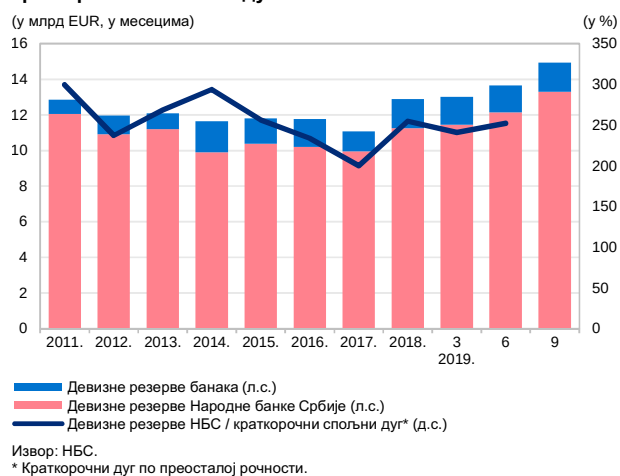


³ У супротном смеру деловало је повећано улагање резидената у иностранство.

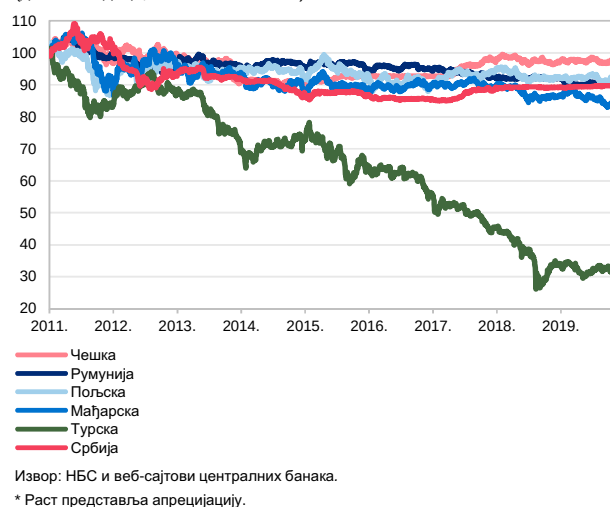
Графикон IV.1.14. Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту



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



Графикон IV.1.16. Кретање курсева одређених националних валута према евр⁴ (дневни подаци, 31. 12. 2010 = 100)



и повећана улагања нерезидената у државне динарске ХоВ, пре свега током јула. Јачању динара доприносио је и висок откуп ефективног страног новца, делом и услед прилива дознака, као и повећан износ плаћања платним картицама нерезидената у Србији, што је уобичајено за летње месеце. Поред тога, раст валутно индексираног кредитирања, тј. валутно индексиране активе банака,⁴ такође је доприносио јачању динара, и то посебно током августа и септембра.

Како би ублажила прекомерне краткорочне осцилације курса динара према евр⁵, Народна банка Србије је током ТЗ и у октобру на МДТ-у интервенисала претежно на страни куповине, у укупном износу од 1.505,0 млн евра, а на страни продаје са укупно 120,0 млн евра.

Промет на МДТ-у⁵ у ТЗ у просеку је дневно износио 21,3 млн евра, што је за 1,4 млн евра ниже него у Т2. При томе, највећа вредност промета остварена је у августу (просечно 28,1 млн евра дневно).

Током ТЗ Народна банка Србије организовала је редовне девизне своп аукције (додатне своп аукције у ТЗ нису организоване), на којима је забележен мањи обим промета него у Т2. Томе је допринела пре свега мања реализација на двонедељним аукцијама, на којима је Народна банка Србије од банака укупно купила и банкама продала по 62,0 млн евра (за 32,0 млн евра мање него у Т2), док је на тромесечним аукцијама купила и продала по 15,0 млн евра (за 3,0 млн евра мање него у Т2).

За разлику од динара, већина осталих валута земаља у региону са сличним режимом девизног курса током ТЗ ослабила је према евр⁵ — мађарска форинта за 3,3%, пољски злот за 2,8%, чешка круна за 1,4% и румунски леј за 0,3%. Слабљење валута земаља централне и источне Европе, поред деловања специфичних домаћих фактора, повезује се са успоравањем економске активности у зони евра, заостравањем трговинских тензија и неизвесности у погледу постизања споразума о Брегзиту. С друге стране, и поред снижења референтне каматне стопе, приноси на турске ХоВ и даље су веома високи, што је у условима ублажавања монетарних политика водећих централних банака допринело да турска лира ојача према евр⁵ за 6,0%.

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

⁵ Без Народне банке Србије.

2. Новац и кредити

Кредитна активност, вођена растом кредита привреди, убрзала је и, по искључењу ефекта промене девизног курса, њен м.г. раст у септембру износио је 10,4%. Заједно с растом економске активности, она је наставила позитивно да доприноси повећању монетарних агрегата. У супротном смеру деловао је раст депозита државе у банкарском систему захваљујући оствареном фискалном суфициту у досадашњем делу године.

Монетарни агрегати

Најшири монетарни агрегат, М3, повећан је у Т3 за 3,5%, од чега се две трећине раста дугује повећању динарске компоненте. Највећи позитиван допринос потекао је од **трансакционих депозита**, који су у Т3 порасли за 50,5 млрд динара. Трансакциони депозити привреде повећани су за 41,0 млрд динара, што се може довести у везу са убрзањем економске активности у Т3. Повећање трансакционих депозита становништва (за 11,6 млрд динара) резултат је пре свега позитивних трендова на тржишту рада. Стања на рачунима осталих сектора задржана су на готово истом нивоу као крајем Т2.

Орочени динарски депозити немонетарних сектора у Т3 повећани су за 7,7 млрд динара. Повећање стања на ороченим динарским рачунима забележено је код свих сектора, осим код јавних предузећа, што говори у прилог расту поверења у домаћу валуту. Највеће повећање забележено је на рачунима становништва, чиме је динамичан раст динарске штедње из 2018. године (када је повећана за 22,2%) настављен и током 2019. Становништво је за девет месеци повећало динарску штедњу за 13,0 млрд динара, што је већи раст него за целу претходну годину. Тиме је динарска штедња у септембру достигла ниво од 73,5 млрд динара, при чему је раст настављен и у октобру, када је, према прелиминарним подацима, достигла нову највишу вредност од близу 75 млрд динара. Све веће поверење становништва у домаћу валуту резултат је очуване ценовне стабилности и релативне стабилности девизног курса, чему кључно доприноси Народна банка Србије. Већој атрактивности динарске од девизне штедње доприносе и више каматне стопе, као и њен повољнији порески третман.

Учешће динарских депозита у укупним депозитима расте и код привреде и код становништва. **Степен динаризације депозита** привреде крајем Т3 износио је 56,9% и већи је за 1,9 п.п. него у Т2, док је код становништва достигао највишу вредност од 20,6% (за 0,6 п.п. више него у Т2).

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

	2018.		2019.		Учешће у М3 септ. 2019. (у %)
	Дец.	Март	Јун	Септ.	
М3	14,5	14,8	11,2	13,1	100,0
Девизни депозити	13,2	13,9	8,6	9,4	59,5
М2	16,7	16,2	15,4	19,2	40,5
Динарски орочени и штедни депозити	11,4	15,9	15,2	18,6	9,8
М1	18,3	16,4	15,5	19,3	30,7
Депозити по виђењу	20,6	16,1	15,1	22,1	23,6
Готов новац у оптицају	11,4	17,3	17,0	11,0	7,0

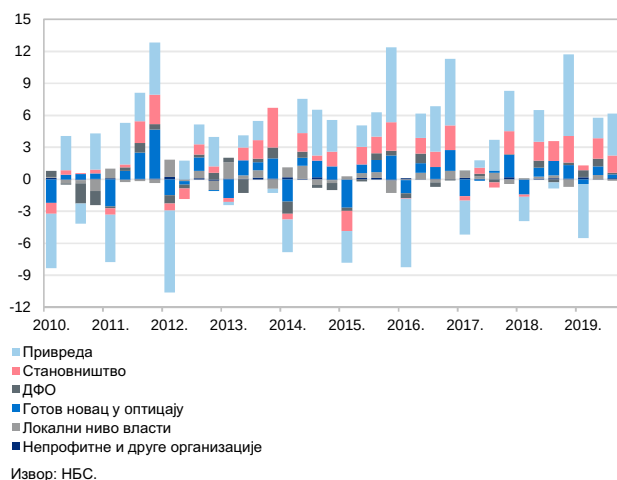
Извор: НБС.

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



Извор: НБС.

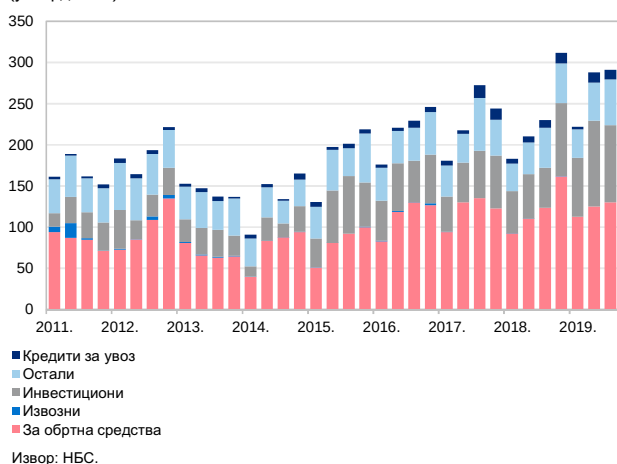
Графикон IV.2.2. Доприноси тромесечном расту M2, секторска структура (у п.п.)



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



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



Девизни депозити су у Т3 повећани за 284,8 млн евра, највише захваљујући расту девизне штедње становништва, која је септембру достигла свој нови максимум – 10,3 млрд евра.⁶ Од почетка године девизна штедња становништва повећана је за 633,3 млн евра (уз готово равномеран раст посматрано по тромесечјима). Поред тога, девизни депозити привреде су у Т3 повећани за 57,3 млн евра, чему су допринели приливи девиза по основу извоза, СДИ и задуживања предузећа у иностранству.

Посматрано на мг. нивоу, M1, M2 и M3 су у септембру убрзали раст на 19,3%, 19,2% и 13,1%, респективно, при чему је највише позитивно допринела кредитна активност, док је у супротном смеру деловало повећање депозита државе у банкарском систему захваљујући оствареном фискалном суфициту.

Кредити

Укупни домаћи кредити су у септембру, по искључењу ефекта промене девизног курса, убрзали мг. раст на 10,4% (са 9,4% крајем Т2), вођени растом кредита привреди и становништву. Убрзање раста кредита привреди (на 11,6% у септембру) резултат је повећаног инвестиционог кредитирања, док се благо спорији раст кредита становништву (9,3% у септембру) дугује успоравању раста готовинских кредита.

Посматрано од почетка године, кредити привреди, по искључењу ефекта промене девизног курса, повећани су за 68,1 млрд динара,⁷ при чему се готово цео раст односи на кредите привредним друштвима. Захваљујући великом интересовању привреде за инвестиционим кредитима (у односу на крај 2018. године већи су за 77,6 млрд динара), расте учешће ове категорије у укупним кредитима привреди, на 43,6% у септембру.⁸ Следе их кредити за финансирање обртних средстава, са учешћем од 39,8%, док су некатегорисани кредити чинили 11,1% укупних кредита привреди. Посматрано по делатностима, највећи раст је остварен код предузећа из области грађевинарства, трговине, саобраћаја и пословања некретностима.

Обим новоодобрених кредита привреди током Т3 (291,3 млрд динара) већи је за 13,3% ако се искључе

⁶ Новчана маса M3 обухвата само средства резидената. Ако се укључе и средства нерезидената, динарска штедња је на крају септембра износила 74,1 млрд динара, а девизна 10,6 млрд евра.

⁷ Од чега се готово две трећине прираста односи на Т3.

⁸ Од маја су најзаступљенија категорија кредита привреди.

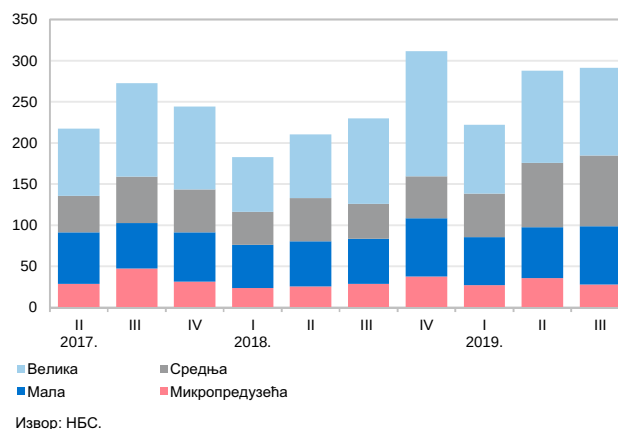
рефинансирани кредити код исте банке. Највећи део односио се на кредите за обртна средства, који су чинили 44,7% укупно одобрених кредита привреди током Т3, при чему је сегменту тржишта које чине микропредузећа, мала и средња предузећа одобрено две трећине тих кредита. Наставак инвестиционих активности предузећа огледа се и у високој реализацији инвестиционих кредита (93,5 млрд динара током Т3), што је, по искључењу рефинансираних кредита код исте банке, за преко 63% више него у истом периоду прошле године.

Резултати октобарске анкете Народне банке Србије о кредитној активности банака⁹ показују да су стандарди по којима су одобравани кредити привреди у Т3 ублажени, што је у складу са очекивањима изнетим у јулској анкети. Конкуренција у банкарском сектору и нижи трошкови динарских извора финансирања услед ублажавања монетарне политике Народне банке Србије препознати су као кључни фактори који су томе допринели. Банке не очекују промену стандарда током Т4, али сматрају да ће конкуренција и већа спремност за преузимање ризика деловати у смеру ублажавања. Банке оцењују да расте тражња привреде за кредитима, а највише код малих и средњих предузећа. Финансирање капиталних инвестиција и обртних средстава јесу фактори који највише позитивно доприносе расту тражње, чије се даље повећање очекује у Т4.

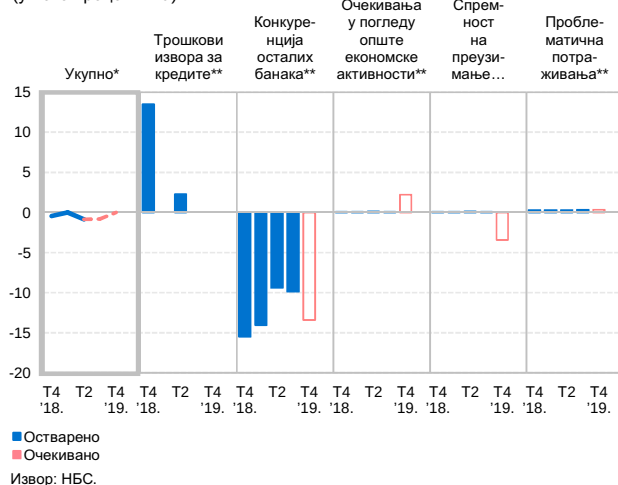
Кредити становништву су од почетка године, без ефекта промене девизног курса, порасли за 71,0 млрд динара. Најзаступљеније категорије кредита становништву јесу готовински и стамбени кредити, са учешћем од 42,3% и 36,4% у септембру, респективно. Готовински кредити су у девет месеци 2019. повећани за 47,9 млрд динара, што је 3,9 млрд динара мањи раст него у истом периоду прошле године. Притом, смањује се и учешће готовинских кредита рочности преко осам година, што показује да мере Народне банке Србије усмерене на ограничавање ненаменског кредитирања становништва по неоправдано дугим роковима, донете у децембру 2018, дају резултате. Стамбени кредити су у девет месеци 2019. повећани за 11,2 млрд динара.¹⁰

Обим новоодобрених кредита становништву у Т3 2019. (130,8 млрд динара) већи је за 10,5% него у

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



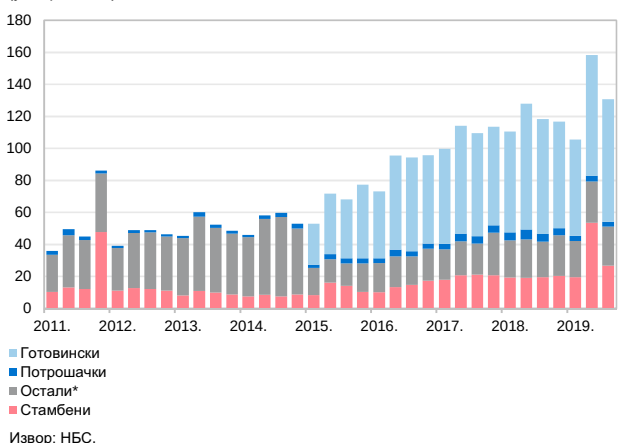
Графикон IV.2.6. Утицај појединих фактора на промену кредитних стандарда у одобравању кредита и кредитних линија предузећима (у нето процентима)



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

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

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



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

⁹ Поменути анкету Народна банка Србије спроводи од почетка 2014.

¹⁰ И поред тога што је приликом конверзије стамбених кредита у швајцарским францима, у складу са Законом о конверзији стамбених кредита индексираних у швајцарским францима, отписано 38% вредности ових кредита.

Графикон IV.2.8. 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.

истом периоду прошле године, односно за 7,9% по искључењу рефинансираних кредита код исте банке. Највећи део чинили су готовински кредити (58,7%), при чему је више од 99% ових кредита у динарима. Износ нових готовинских кредита у девет месеци ове године мањи је за 1,4% него у истом периоду прошле године, док је износ стамбених кредита по искључењу рефинансираних кредита код исте банке већи за 21,8%, што је резултат опоравка тржишта непокретности, као и позитивних кретања на тржишту рада.

Резултати октобарске анкете о кредитној активности показују да су, према оцени банака, конкуренција у сектору, нижи трошкови финансирања, позитивна очекивања у погледу економске ситуације и већа спремност на преузимање ризика у Т3 довели до ублажавања кредитних стандарда становништву. Наставак благог ублажавања очекује се и у Т4, уз позитиван допринос готово свих фактора. Банке истичу да је током Т3 повећана тражња становништва за кредитима, вођена потребама за куповином непокретности и позитивним дешавањима на тржишту некретнина, као и рефинансирањем постојећих обавеза. Даљи раст тражње становништва за кредитима банке очекују и у Т4.

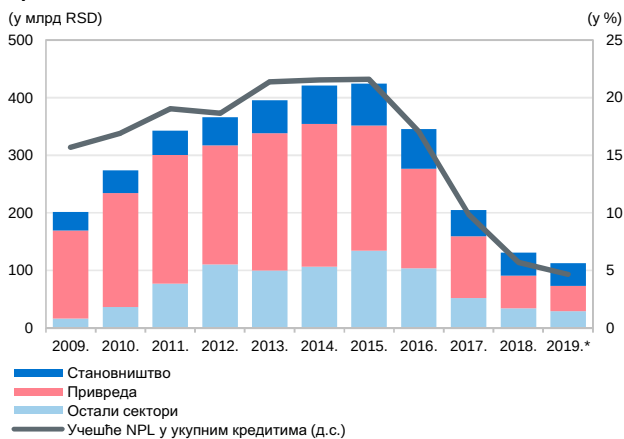
Учешће динарских пласмана у укупним пласманима привреди и становништву крајем септембра износило је 33,3%, што је незнатно више него на крају Т2. Динаризација пласмана становништву наставила је да расте и крајем Т3 достигла је нови максимум од 55,4%, док је динаризација пласмана привреди благо смањена, на 14,1% (услед бржег раста девизно индексираних и девизних кредита).

Успешно спроведене мере Стратегије за решавање проблематичних потраживања, уз раст економске и кредитне активности, резултирале су смањењем учешћа бруто *NPL* показатеља на најнижи ниво откад се овај показатељ квалитета aktive прати – на 4,7% у септембру.¹¹ Посматрано од почетка 2019. године, учешће *NPL* у укупним кредитима смањено је

¹¹ У односу на јул 2015, тј. период непосредно пре усвајања Стратегије, овај показатељ мањи је за 17,7 п.п., док је ниво *NPL* мањи за 317,3 млрд динара (73,8%).

за 1,0 п.п., од чега је учешће *NPL* у сектору привреде смањено за 1,4 п.п., на 3,7%,¹² а код становништва за 0,3 п.п., на 4,1%.¹³ Смањењу стања *NPL* на ниво од испод 1,0 млрд евра допринеле су настављене активности банака на чишћењу билансне активе и у девет месеци 2019. отписано је 11,9 млрд динара, а лицима ван банкарског сектора директно из биланса продато 5,7 млрд динара тих потраживања.¹⁴ Покривеност *NPL* и даље је на високом нивоу — исправка вредности укупних кредита у септембру износила је 80,3% *NPL*, док је исправка вредности *NPL* била на нивоу од 60,1% *NPL*. Такође, након увођења стандарда Базел III,¹⁵ показатељ адекватности капитала додатно је повећан и крајем Т3 износио је 23,6%, што указује на високу капитализованост домаћег банкарског сектора.

Графикон IV.2.9. Учешће *NPL* у укупним кредитима, бруто принцип



¹² Обухвата привредна друштва и јавна предузећа. Ако посматрамо само привредна друштва, учешће *NPL* у укупним кредитима у септембру износило је 3,8%, што је за 1,4 п.п. ниже него у децембру 2018.

¹³ Ако се укључе предузетници и приватна домаћинства, учешће је смањено за 0,3 п.п., 4,1%.

¹⁴ Од почетка 2016. банке су отписале 194,3 млрд динара *NPL*, а продале 94,5 млрд динара *NPL*, који су се у том тренутку налазили у њиховим билансима.

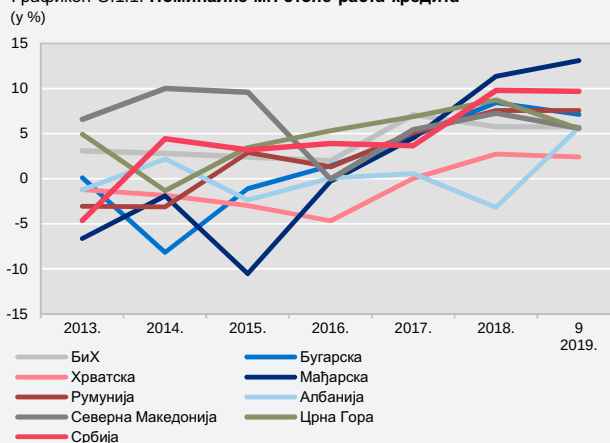
¹⁵ Регулаторни оквир стандарда Базел III примењује се од 30. јуна 2017.

Осврт 1: Актуелни трендови у кредитној активности

Домаћа кредитна активност се опоравља од почетка 2015. године, а већ неко време бележи релативно високе м.г. стопе раста, које су током 2019. углавном биле двоцифрене. Тако је у септембру м.г. раст домаћих кредита по искључењу ефекта промене девизног курса износио 10,4% (9,7% номинално) и један је од највиших међу земљама региона. Поред тога, од почетка П2 том расту у већој мери доприноси кредитирање привреде него кредитирање становништва (6,0 п.п., наспрам 4,3 п.п. у септембру). Опоравак кредитне активности у посматраном периоду подржан је факторима и на страни понуде и на страни тражње, при чему током претходне и ове године већи утицај потиче од фактора на страни тражње, пре свега код привреде, чему доприносе позитивни макроекономски изгледи и убрзање привредног раста. Важан фактор опоравка кредитне активности у посматраном периоду били су и повољни услови финансирања приватног сектора, пошто су захваљујући ублажавању монетарне политике Народне банке Србије и ЕЦБ-а, као и паду премије ризика, у претходном периоду каматне стопе на динарске и евроиндексиране кредите вишеструко смањене. Истовремено, постоји и повратна веза између кредитне и економске активности, тако да су кредити значајна подршка одрживом привредном расту, о чему сведочи и њихова повољна структура раста, тј. чињеница да се у највећој мери привреди одобравају инвестициони кредити.

Кредити привреди од средине 2017. бележе позитивне стопе раста, а ако се искључи ефекат отписа и продаје *NPL*, који су у периоду интензивних активности банака на чишћењу биланса од проблематичне aktive, пре свега током 2016. и 2017. године, знатно умањивали рачуноводствено стање потраживања по основу кредита,¹ те стопе су од Т4 2017. двоцифрене. Актуелни трендови у кредитирању привреде, уз м.г. раст кредита од 11,6% у септембру, указују на то да кредитна активност знатно подржава раст инвестиција. М.г. раст инвестиционих кредита позитиван је од 2015. године и константно убрзава, при чему је у септембру достигао 27,4%, а њихово учешће у укупним кредитима привреди 43,6%. Од маја су ти кредити најзаступљенија категорија кредита привреди, а следе их кредити за ликвидност и обрtna средства, чије је учешће у септембру износило 39,8%. Веће инвестиционо кредитирање доприноси и продужавању просечне рочности кредита привреди, која је у септембру износила око 4,7 година. Посматрано по делатностима, раст инвестиционог кредитирања вођен је пре свега кредитирањем предузећа из области прерађивачке индустрије, грађевинарства (укључујући некретнине), као и саобраћаја и туризма. Посматрано по величини предузећа, микропредузећима, малим и средњим предузећима

Графикон О.1.1. Номиналне м.г. стопе раста кредита



Графикон О.1.2. Доприноси м.г. расту кредита привреди



¹ Банке су од почетка 2016. до краја 2018. отписале 135,6 млрд динара и лицима ван банкарског продале 86,7 млрд динара *NPL* привреде који су се у тренутку продаје налазили у билансима. Отпис и продаја настављени су и у 2019, али с обзиром на постигнуте резултате у овој области, у знатно мањим износима – током девет месеци отписано је 7,9 млрд динара и продато 5,4 млрд динара *NPL* привреде.

одобрено је три четвртине укупних инвестиционих кредита, а последњих месеци том расту повремено су доприносила и велика предузећа. За разлику од инвестиционих кредита, м.г. раст кредита за обртна средства је нижи, што указује на то да у условима побољшане ликвидности и профитабилности привреда користи кредитне изворе пре свега за финансирање инвестиција. Посматрано по делатностима, кредите за обртна средства највише користе предузећа из трговине и прерађивачке индустрије, на чије обавезе се односи две трећине одобрених кредита за ове намене. Посматрано по величини предузећа, приметно је да велика предузећа мање користе ове кредите него раније, за разлику од малих и средњих, код којих ово задуживање расте. Резултат тога је тенденција изједначавања заступљености малих и средњих предузећа (по 28% у септембру) и великих предузећа (око 31% у септембру) у кредитима за обртна средства. Раст кредита привреди резултат је пре свега кредитирања привредних друштава, док је допринос кредитирања јавних предузећа знатно мањи (од 2016. до пред крај 2018. био је и негативан), на шта је утицала и одлука Владе да не даје гаранције за кредите за ликвидност јавним предузећима. Последично, кредити јавним предузећима тренутно чине око 9% укупних кредита привреди, што је за око 7 п.п. мање него пре четири године.

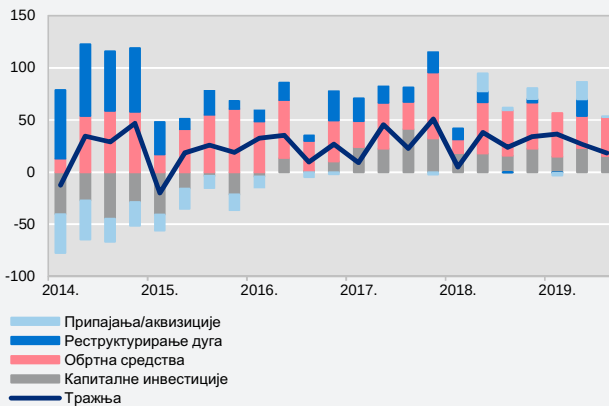
Осетнији опоравак кредитирања привреде подудар се са ублажавањем кредитних стандарда банака за привреду, које је, према резултатима анкете Народне банке Србије о кредитној активности банака, присутно од Т2 2017. Томе су знатно допринеле конкуренција у банкарском сектору и борба за квалитетније клијенте, као и већа спремност на преузимање ризика у условима побољшања макроекономског и пословног амбијента у земљи. У прилог томе говоре и резултати о утицају *NPL* на кредитне стандарде, који су у периоду пре доношења Стратегије за решавање проблематичних потраживања били препознати као фактор који делује у смеру њиховог поопштравања. Успех спроведене стратегије и активности банака на решавању питања *NPL*, поред смањења учешћа бруто *NPL* у укупним кредитима за скоро 18 п.п. (на минимум од 4,7% у септембру), огледа се и у промени перцепције банака, а тиме и смера деловања овог фактора ка ублажавању кредитних стандарда. Такође, повољни услови финансирања доприносили су бољој понуди кредита од стране банака, чему је велики подстицај пружило и ублажавање монетарне политике Народне банке Србије, уз снажан пад премије ризика земље и ублажавање монетарне политике ЕЦБ-а. Тако су каматне стопе на динарске кредите привреди од маја 2013, када је започето ублажавање монетарне политике Народне банке Србије, смањене за 12,0 п.п., на 4,4% у септембру, а на евроиндексиране кредите и кредите у еврима за 4,7 п.п., на 2,6%. Према резултатима анкете, тражња привреде за кредитима оцењена је као растућа. Банке су препознале мала и средња предузећа као носиоце раста тражње сектора привреде за кредитима, а потребе за финансирањем капиталних инвестиција и обртних средстава као кључне факторе који су томе доприносили, што је у складу са остварењима, тј. поменути растом инвестиционих кредита.

Графикон О.1.3. Промена кредитних стандарда привреди и допринос фактора (у нето %)



Извор: НБС.

Графикон О.1.4. Тражња привреде за кредитима и допринос фактора (у нето %)

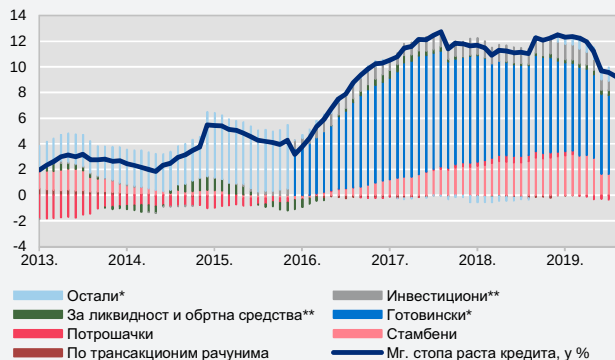


Извор: НБС.

Кредити становништву, који су све време након светске економске кризе позитивно утицали на раст домаћих кредита, од 2016. осетније су убрзали м.г. раст, чему је доприносила пре свега висока реализација готовинских кредита. Током времена, томе је све више доприносило и стамбено кредитирање, које се од почетка 2017. убрзано опоравља, подржано растом економске активности и повољним кретањима на тржишту рада. Ипак, од почетка 2019. кредити становништву успоравају м.г. раст, који је у септембру износио 9,3%, под утицајем мање реализације готовинских кредита, а привремено, у периоду од маја до јула, и отписа дела главнице приликом конверзије стамбених кредита индексираних у швајцарским францима у евроиндексиране кредите. Годишњу дана уназад, готовински кредити успоравају м.г. раст, који је у септембру износио 15,0%, уз тенденцију скраћења рочности до осам година, на шта су утицале и мере усмерене на ограничавање ненаменског необезбеђеног кредитирања становништва по неоправдано дугим роковима, које је Народна банка Србије донела крајем 2018.² С друге стране, наставља се опоравак стамбеног кредитирања, на шта указује и реализација нових стамбених кредита, чији је износ, по искључењу кредита рефинансираних код исте банке, у девет месеци ове године виши за близу 22% него у истом периоду 2018.

Према резултатима анкете о кредитној активности банака, фактори на страни понуде снажније су деловали у случају кредитирања становништва, при чему су банке започеле са ублажавањем стандарда 2015, тј. две године раније него у случају привреде. На ублажавање стандарда најјаче је деловала конкуренција међу банкама, а побољшање макроекономског амбијента и раст животног стандарда грађана допринели су већој спремности банака на преузимање ризика. Нижи трошкови извора за кредите, уз пад каматних маржи, одразили су се на пад каматних стопа на кредите становништву, које су од маја 2013. до септембра 2019. смањене за 11,0 п.п., на 9,6% за динарске кредите, а за 4,3 п.п., на 3,8% за евроиндексиране кредите. Потребе за куповином непокретности и

Графикон О.1.5. Доприноси м.г. расту кредита становништву (у п.п., искључен ефекат промене девизног курса)



Извор: НБС.

* До децембра 2015. допринос готовинских кредита приказан је у оквиру доприноса осталих кредита.

** Кредити одобрени предузетницима.

Графикон О.1.6. Промена кредитних стандарда становништву и утицај фактора (у нето %)



Извор: НБС.

Графикон О.1.7. Тражња становништва за кредитима и утицај фактора (у нето %)



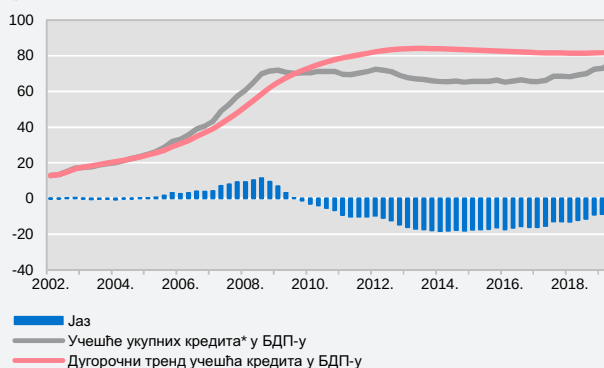
Извор: НБС.

² Одлука о управљању ризиком концентрације по основу изложености банке одређеним врстама производа, као и измене и допуне Одлуке о адекватности капитала банке и Одлуке о класификацији билансне активе и ванбилансних ставки банке.

рефинансирањем постојећих обавеза кључно су доприносиле расту тражње становништва за кредитима, која је највише била усмерена ка динарским готовинским кредитима и кредитима за рефинансирање и девизно индексираним стамбеним кредитима.

Иако се кредитна активност убрзава, учешће домаћих кредита у БДП-у не прелази 45%, а укључујући и спољни дуг предузећа износи 75,3%,³ што је и даље испод дугорочног тренда, тако да не представља ризик по финансијску и ценовну стабилност и указује на то да постоји још простора да се динамичан раст кредита настави. Очекујемо да ће се кредитни раст наставити у наредном периоду, а да ће му доприносити досадашње ублажавање монетарне политике Народне банке Србије, одржив привредни раст, ниске каматне стопе у зони евра, раст запослености, зарада и пензија и остварен напредак на решавању *NPL*.

Графикон О.1.8. Учешће укупних кредита у БДП-у и оцена дугорочног тренда (у %)

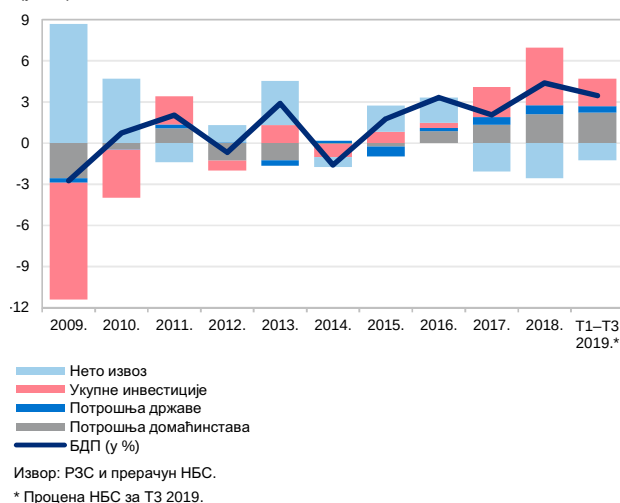


Извор: НБС и РЗС.

* Обухваћено је и прекогранично задуживање предузећа.

³ Према методологији за утврђивање стопе контрацикличног заштитног слоја капитала, закључно с Т2 2019.

Графикон IV.3.1. Доприноси м. стопи раста
БДП-а – расходна страна
(у п.п.)

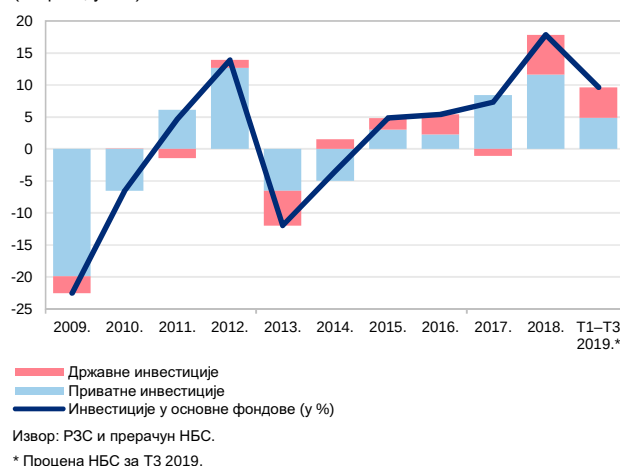


Табела IV.3.1. Кретање главних показатеља и извора
потрошње домаћинства
(реалне м. стопе раста, у %)

	2019.		
	T1	T2	T3
Потрошња домаћинства	3,3	3,2	3,3 *
Показатељи			
Промет у трговини на мало	9,5	7,8	8,2
Промет у угоститељству	10,2	8,0	9,3 **
Број домаћих туриста	3,5	7,1	7,1
Број ноћења домаћих туриста	1,3	7,6	5,4
Увоз потрошне робе (ВЕС класификација), номинално	11,0	17,6	14,7
Извори			
Маса укупних зарада, номинално	14,3	14,0	14,1 ***
Нето прилив дознака, номинално	2,6	-5,3	2,9
Стање кредита намењених потрошњи, номинално	18,5	15,7	13,9

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

Графикон IV.3.2. Кретање инвестиција у основне фондове
(м. раст, у п.п.)



3. Агрегатна тражња

Захваљујући наставку позитивних трендова на тржишту рада, према нашој процени, у Т3 је задржан стабилан раст приватне потрошње, а инвестиције су знатно убрзале м. раст. Поред тога, бржи раст БДП-а у Т3 (4,7% м.) резултат је смањења негативног доприноса нето извоза услед убрзања раста извоза прерађивачке индустрије вођеног активирањем нових производних капацитета.

Домаћа тражња

Стабилан раст **потрошње домаћинства**, који је започет 2016. и убрзан од 2018. на преко 3% м., настављен је и у Т3, када је, према нашој процени, износио 3,3% м. (уз допринос расту БДП-а од 2,3 п.п.). То потврђује и кретање показатеља из области трговине и туризма, тј. раст малопродајног промета и броја домаћих туриста, као и увоз потрошне робе, који је благо успорио раст у односу на Т2.

Слично као и претходних тромесечја, расту потрошње домаћинства највише су допринели позитивни трендови на тржишту рада, који се огледају у расту запослености и зарада. То потврђује и кретање реалне масе зарада у приватном сектору, која од почетка године бележи двоцифрене м. стопе раста. И раст зарада у јавном сектору допринео је расту потрошње, али у нешто мањој мери (7,8% м., у периоду јул–август). Током Т3 и дознаке бележе благи раст (2,9% м.). С друге стране, током Т3 настављено је успоравање раста кредита намењених потрошњи.

Према нашој процени, у Т3 је убрзан раст **државне потрошње**, на 3,0% м., уз допринос расту БДП-а од 0,5 п.п. При томе, реални раст издатака за куповину робе и услуга у Т3 повећан је за 15,8% м., а расхода за запослене за 8,3% м.

Посматрано на тромесечном нивоу, процењујемо да је у Т3 задржана динамика раста потрошње која је остварена у Т2 (0,8% дсз., уз допринос расту БДП-а од 0,7 п.п.).

Континуирано побољшање инвестиционог амбијента, о коме сведочи даљи напредак Србије на *Doing Business* листи за четири места, на 44. позицију међу 190 земаља, и повољни услови финансирања инвестиција допринели су повећању **приватних инвестиција**, које су, према нашој процени, у Т3

порасле за 11,0% м.г. (уз допринос расту БДП-а од 1,8 п.п.). На такво кретање указује, пре свега, раст увоза опреме од 17,5% м.г. у Т3. На раст инвестиција указују и позитивне тенденције у сектору грађевинарства, а које се огледају и у расту броја издатих грађевинских дозвола, од 14,4% м.г. у прва два месеца Т3.

У Т3 је настављен снажан раст државних инвестиција, који је, према нашој процени, износио 16,1% м.г. (уз допринос расту БДП-а од 0,7 п.п.) и који се може довести у везу с даљом реализацијом инфраструктурних пројеката.

На тромесечном нивоу, процењујемо да су приватне инвестиције повећане за 3,8% дсз., а државне инвестиције за око 2% дсз., као и да су збирно допринеле расту БДП-а са 0,7 п.п.

Унапређење пословног амбијента, уз очувану ценовну стабилност и релативну стабилност девизног курса, допринело је даљем расту СДИ, које су током Т3 износиле 911,5 млн евра нето, што у односу на исти период претходне године представља раст од преко 50%. Током Т3 су ублажени и услови задуживања на домаћем тржишту, што је допринело расту инвестиционих кредита, чије је стање у Т3 у просеку повећано за 26,6% м.г.

Процењујемо да су залихе позитивно допринеле м.г. расту БДП-а (0,2 п.п.), првенствено по основу раста залиха пољопривредних производа, на шта је утицала добра пољопривредна сезона.

Табела IV.3.2. Показатељи кретања инвестиција

	2019.		
	Т1	Т2	Т3
Реалне м.г. стопе раста (у %)			
Фиксне инвестиције (нац. рачуни)*	7,8	8,6	12,0
Грађевинарство (нац. рачуни)*	10,5	16,8	35,0
Инвестиције државе*	32,9	33,4	16,1
Број издатих грађевинских дозвола	0,0	6,9	14,4 **
Производња грађевинског материјала	10,6	-0,6	3,4
Вредност изведених радова	13,6	18,9	-
Увоз опреме, номинално	18,2	6,8	17,5
Производња домаћих машина и опреме	16,1	-4,0	-9,0
Залихе готових производа у индустрији	3,9	0,7	-3,2

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС за Т3 2019.

** Јул–август.

Осврт 2: Потрошња домаћинства – трендови и изгледи за наредни период

Потрошња домаћинства континуирано се опоравља од 2016, чему су допринела позитивна кретања на тржишту рада, односно раст запослености и плата у приватном сектору, до којих је дошло захваљујући побољшању пословног и инвестиционог амбијента. Позитивни ефекти на потрошњу потекли су и од ублажавања монетарне политике Народне банке Србије, нижих каматних стопа у зони евра, као и пада премије ризика земље, што је повећало расположиви доходак домаћинства услед ниже цене новог задуживања и веће расположивости кредита, као и мањих трошкова отплате постојећих кредита. Раст потрошње се постепено убрзава, чему, поред раста масе зарада у приватном сектору, од 2018. доприноси и повећање плата у јавном сектору и пензија. Важно је нагласити да је раст потрошње домаћинства и даље спорији од раста укупног БДП-а. Са учешћем од око 68%, потрошња домаћинства представља доминантну компоненту БДП-а Србије, али се њено учешће у БДП-у из године у годину смањује захваљујући бржем расту инвестиција и смањењу спољнотрговинског дефицита. Највеће учешће, од чак близу 80% БДП-а, потрошња домаћинства је имала непосредно пре избијања светске економске кризе, јер је у периоду од 2001. она бележила знатно бржи раст од раста БДП-а, који је нагло заустављен са избијањем светске економске кризе. Након тога уследио је период њеног прилагођавања реалној економској снази земље.

Графикон О.2.1. Реални раст БДП-а и потрошње домаћинства (у %)



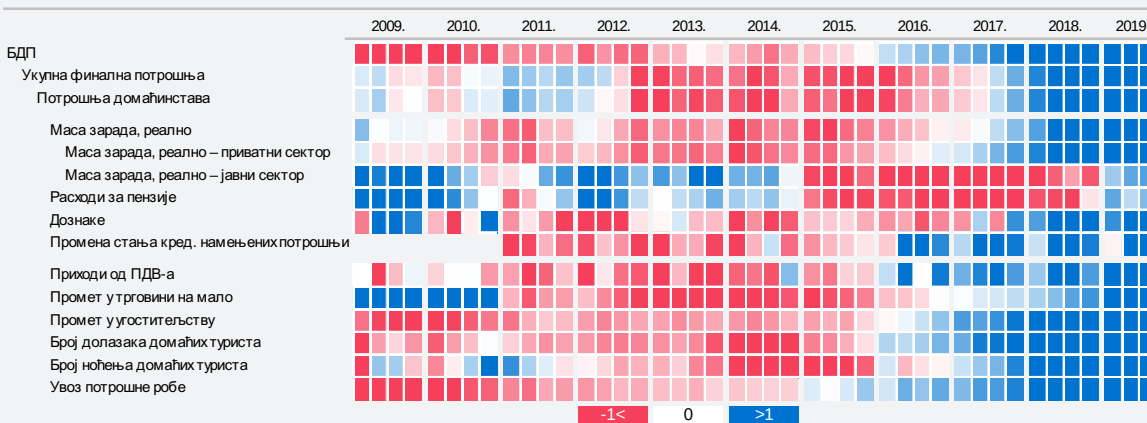
Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

На опоравак потрошње домаћинства указује кретање готово свих показатеља, који од 2016. године континуирано расту. Мерено тзв. стандардизованим одступањем, готово сви показатељи потрошње од почетка 2016. изнад су десетогодишњег просека за више од једне стандардне девијације. Тако је раст промета у трговини на мало из 2016. од 7,3% мп. настављен и у наредном периоду нешто мањим интензитетом, па је раст у 2018. износио 4%. Сличну динамику бележе и приходи по основу ПДВ-а, који су у 2018. повећани за 4,3%. И показатељи из области туризма снажно расту, пошто је од 2016. до 2018. године у просеку повећан број домаћих туриста и остварених ноћења за око 10% годишње. Раст животног стандарда становништва био је праћен и растом увоза потрошне робе, који је у 2018. убрзан на око 12%. Позитивне тенденције у кретању кључних показатеља потрошње домаћинства настављене су и у овој години.

Графикон О.2.2. Потрошња домаћинства – показатељи и извори

(одступање од дугорочног просека, у стандардним девијацијама)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Према подацима из анкете о потрошњи домаћинстава, расположива средства за личну потрошњу домаћинстава у 2018. просечно су износила 64.481 динар месечно и у односу на 2015. била су већа за 9,1%. У истом периоду је измењена и структура потрошње становништва, тако да је смањено учешће хране, пића и дувана (са 40,2% на 39,2%), док је повећано учешће потрошње у ресторанима и хотелима (за 0,4 п.п., на 3,1%), као и учешће потрошње намењене образовању (за 0,3 п.п., на 1,5%), што указује на раст животног стандарда.

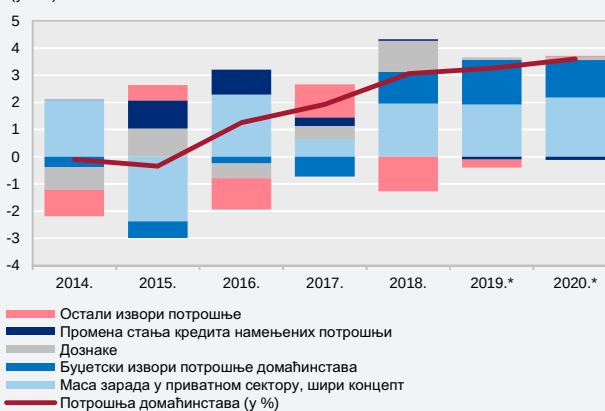
Да би се добила комплетна слика кретања потрошње домаћинстава, поред показатеља, важно је анализирати кретање главних извора потрошње. Примарни извори потрошње домаћинстава јесу зараде приватног и јавног сектора и пензије, са учешћем у укупним изворима потрошње од око 75%, према нашим проценама, од чега маса зарада приватног сектора, који укључује и процену зарада и запослености у сивој економији, износи око 50%.¹ Раст потрошње домаћинстава од 2016. претежно је био вођен растом масе зарада у приватном сектору, који се пре свега може довести у везу са опоравком на тржишту рада. Наиме, поред раста формалне запослености, која је делимично потекла и од смањења неформалне запослености, порасле су и зараде. Тако је од 2016. до 2018. године раст фонда зарада у приватном сектору (укључујући и сиву економију) износио око 3,5% просечно годишње. Како је наставак позитивних тенденција на тржишту рада присутан и у 2019. години, уз најављено повећање минималне зараде за 2020. годину, процењујемо да ће раст масе зарада у приватном сектору у 2019. бити убрзан на око 4% у 2019, односно око 5% у 2020, чиме се ствара стабилна основа за даљи раст приватне потрошње. Позитивно би требало да допринесе и раст запослености, и то у већој мери од раста плата у приватном сектору.

Поред тога, након успешно спроведених мера фискалне консолидације, од 2018. постепено се ублажавају мере штедње у јавном сектору. То је за резултат у 2018. имало реални раст од 3,6% извора потрошње домаћинстава који потичу из буџета, а који се односе на зараде у јавном сектору, пензије и остале трансфере социјалног осигурања. С обзиром на то да је раст зарада у јавном сектору и пензија настављен у овој години и да је најављен и за наредну годину, процењујемо да ће буџетски извори потрошње домаћинстава расти по стопи од 4% у 2019, односно 5% у 2020. години.

Секундарни извори потрошње, који се односе на прилив по основу дознака и кредите становништву намењене потрошњи, такође су позитивно допринели расту потрошње у претходном периоду. Очекујемо да ће прилив по основу дознака у наредном периоду остати релативно стабилан, док ће прираст кредита намењених потрошњи бити нешто нижи него 2018. због примене мера Народне банке Србије које се односе на ненаменско необезбеђено кредитирање становништва по неоправдано дугим роковима отплате, уз незнатан негативан допринос расту приватне потрошње.

Према нашој процени, раст потрошње домаћинстава од око 3,3% у овој и 3,6% у наредној години, како је претходно изнето, биће готово у потпуности финансиран из примарних извора – зарада, и то првенствено у приватном сектору, као и пензија, што указује на то да ће и даље спорије расти од укупне економске активности, односно да је одржив и да не представља ризик по ценовну стабилност.

Графикон О.2.3. Доприноси расту потрошње домаћинстава (у п.п.)

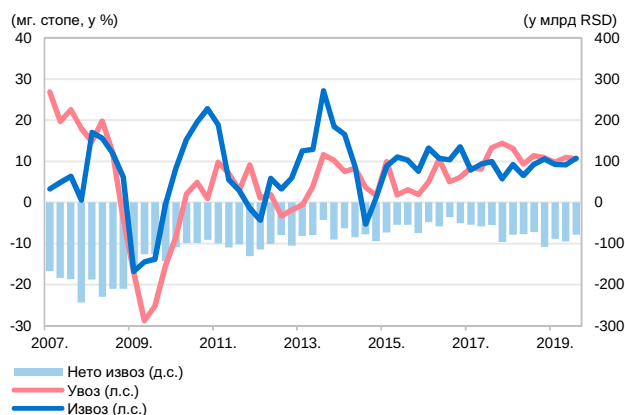


Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

¹ У масу зарада приватног сектора укључени су и неформално запослени, према подацима добијених из анкета о радној снази с просечном зарадом, као и процењени готовински додатак који се запосленима у приватном сектору уплаћивао додатно на формалну зараду на коју се обрачунавају порези и доприноси.

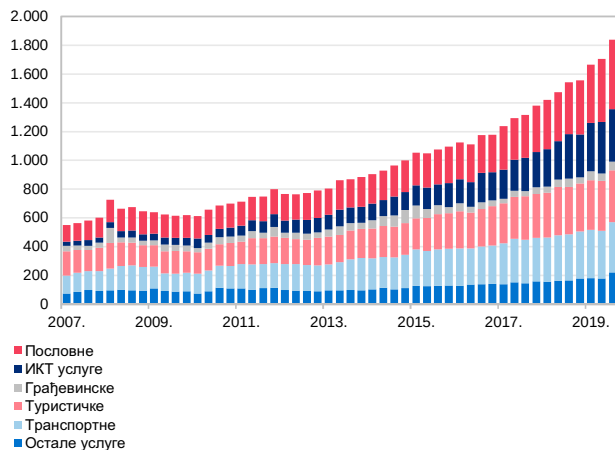
Графикон IV.3.3. **Извоз и увоз робе и услуга**
(у сталним ценама претходне године, реф. 2010)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

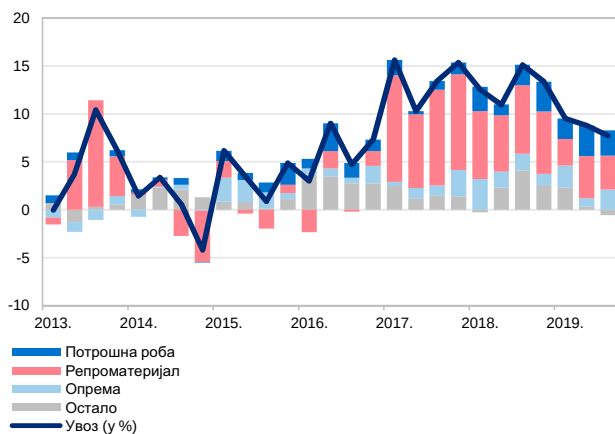
Напомена: процена НБС за ТЗ 2019.

Графикон IV.3.4. **Извоз услуга**
(дсз. тромесечни подаци, у млн EUR)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон IV.3.5. **Кретање главних компонената увоза**
(доприноси м. расту, у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Нето екстерна тражња

Извоз је у ТЗ убрзао реални раст на 10,7% м.г. и премашао је реални раст увоза (10,6% м.г.), тако да је негативан допринос нето извоза кретању БДП-а умањен на 0,7 п.п. (са 1,5 п.п. у П1).

Вођен извозом прерађивачке индустрије, уз позитиван допринос пољопривреде, извоз робе изражен у еврима и у ТЗ остварио је релативно висок раст (8,4% м.г., према платнобилансним подацима), упркос успоравању екстерне тражње. Према подацима спољнотрговинске размене, извоз прерађивачке индустрије у ТЗ убрзао је раст на 8,6% м.г. и био је заснован на широкој бази (у 16 од 23 области повећан је извоз). Том расту највише је допринео извоз електричне опреме, који је повећан за 33,1% м.г., а висок допринос потекао је и од извоза машина и опреме, производа од гуме и пластике и намештаја. Поред тога, након завршетка ремонта у нафтној и хемијској индустрији, извоз нафтних деривата и хемијских производа од јуна се обавља уобичајеном динамиком. Захваљујући високим залихама створеним током прошлогодишње сезоне, настављен је и раст извоза пољопривредних (2,3% м.г.) и прехранбених производа (11,2% м.г.). С обзиром на добру овогодишњу сезону, и у наредном периоду може се очекивати да овај сегмент настави позитивно да доприноси расту извоза.

С друге стране, извоз моторних возила, који је пре свега због мањег извоза компаније „Фијат аутомобили Србија” у ТЗ забележио м.г. пад од 1,9%, био је готово у потпуности надокнађен растом извоза других произвођача из области ауто-индустрије (1,8% м.г.), чије је учешће у укупном извозу у девет месеци износило 11,7%. У паду је био и извоз основних метала, на шта је утицао пре свега мањи извоз челика у ЕУ због примене квота, иако је делимично био компензован већим извозом бабра.

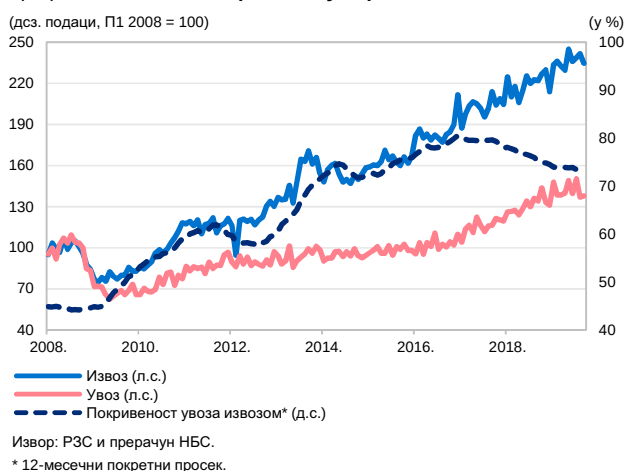
Према платнобилансним подацима, извоз услуга је убрзао раст у ТЗ на 18,4% м.г., пре свега подстакнут растом извоза пословних (34,5% м.г.) и информационо-комуникацијских услуга (19,0% м.г.). Такође, наставио је да расте и извоз транспортних, туристичких и осталих услуга.

Робни увоз изражен у еврима у ТЗ успорио је м.г. раст на 8,5% због успоравања увоза репроматеријала и потрошне робе. На успоравање увоза репроматеријала (на 6,2% м.г.) утицао је мањи увоз енергената, пре

свега нафте и деривата, који је, са завршетком ремонта у рафинерији у Панчеву, у ТЗ смањен за 10,0% мг. Истовремено, раст инвестиција наставио је да се одражава на увоз опреме, који је повећан за 17,5% мг. Иако расте споријим темпом (14,7% мг.) него у Т2, увоз потрошне робе указује на то да потрошња домаћинства наставља да се опоравља. Слична кретања потврђује и структура увоза по намени ЕУ, где је највећи допринос увозу потекао од интермедијарних производа, а затим од нетрајних потрошних добара и капиталних производа, док је допринос енергената био негативан.

Покривеност робног увоза извозом у септембру¹⁶ 2019. износила је 73,9%, а по укључењу услуга 83,4%, што је приближно као у 2018. Извоз робе у еврима је у септембру био за 134,9% дсз. виши од свог преткризног нивоа,¹⁷ а робни увоз за 38,0% дсз.

Графикон IV.3.6. Робна размена у еврима



¹⁶ Мерено 12-месечним покретним просеком.

¹⁷ Ниво из П1 2008.

Осврт 3: Кретање извоза Србије у условима успоравања глобалног раста

Извоз Србије наставља да бележи релативно високе стопе раста упркос бројним изазовима у међународном окружењу. Успорен је пре свега привредни раст на глобалном нивоу, великим делом због трговинских и геополитичких тензија, које су утицале на слабљење међународне трговине и инвестиција. **За Србију је посебан изазов веће успоравање зоне евра него што се очекивало, а пре свега успоравање наших најважнијих трговинских партнера – Немачке и Италије**, за које се очекују стопе раста од 0,5% и 0% у овој години.¹ Успорен је и раст наших других важних трговинских партнера – земаља нашег региона, које су такође у великој мери усмерене на тржиште ЕУ. Очекује се да заокрет у монетарним политикама водећих централних банака обезбеди стимуланс који ће ублажити штетне последице које растући протекционизам и неизвесност у погледу будућих трговинских политика имају на глобални привредни раст.

Упркос изазовима с којима се суочава извозни сектор Србије, подаци о извозу у досадашњем делу године указују на његове добре перформансе. У првих девет месеци ове године укупан извоз Србије наставља да бележи двоцифрене стопе раста (10,9% м.г.). При томе, извоз робе повећан је за 8,5% м.г., а извоз услуга за 17,4% м.г. То значи да **Србија и даље повећава свој извоз брже од раста глобалне (увозне) тражње и тиме наставља да повећава своје учешће на светском тржишту**. Успех извозног сектора је посебно важан, јер доприноси испуњавању других стратешких циљева Србије, пре свега одрживом привредном расту, расту запослености и зарада, смањењу екстерне неравнотеже и стабилности на девизном тржишту.

На добре перформансе извоза указују подаци о извозу робе у ЕУ, јер је њен раст знатно успорен. Према подацима о спољној трговини, у првих девет месеци ове године, у ЕУ је извезено робе у вредности од 8,7 млрд евра, што је више за 557 млн евра (6,8%) него у истом периоду прошле године. **Највише је повећан извоз робе у Немачку** (за 184 млн евра), тако да је достигао 1,7 млрд евра. **Извоз је повећан у 26 земаља ЕУ**, док је само у Италију и Бугарску смањен. Ипак, Италија је, са 1,4 млрд

Графикон О.3.1. Кретање показатеља екстерне тражње за извозом Србије

(тримесечни покретни просек дсз.)

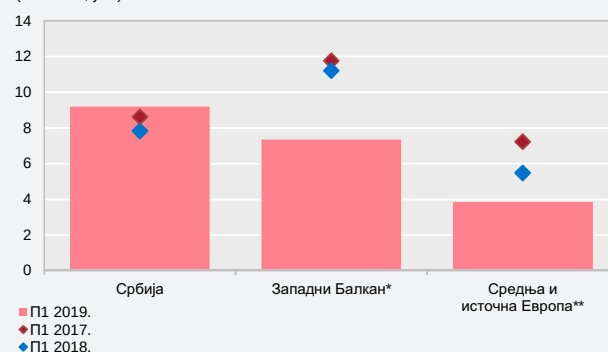


Извор: Европска комисија, РЗС и НБС.

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

Графикон О.3.2. Реални раст извоза

(м.г. стопе, у %)



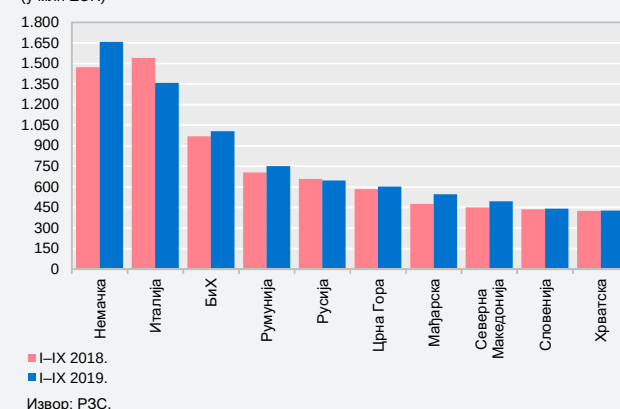
Извор: Eurostat.

* Албанија, Босна и Херцеговина, Северна Македонија и Црна Гора.

** Пољска, Чешка, Словачка, Мађарска, Словенија, Хрватска, Румунија и Бугарска.

Графикон О.3.3. Првих десет извозних тржишта Србије

(у млн EUR)



■ I–IX 2018.

■ I–IX 2019.

Извор: РЗС.

¹ ММФ *WEO* (октобар 2019).

евра вредности извоза од почетка године, наше друго најзначајније извозно тржиште. Ако се изузму аутомобили, извоз у Италију је готово непромењен. Када су у питању тржишта ван ЕУ, после Немачке, највише смо повећали извоз у Кину, за 134 млн евра, тако да је он достигао 191 млн евра, након релативно ниског нивоа прошле године.

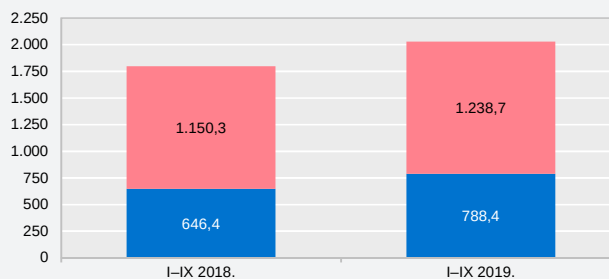
Посматрано по производима, извоз је повећан код свих важних извозних производа Србије, осим код аутомобила и челика. Добри резултати остварују се и извозом **пољопривредних производа**². У првих девет месеци, по основу извоза пољопривредних производа остварен је приход од 788 млн евра, што је више за 142 млн евра (22,0%) него у истом периоду претходне године. Извоз је повећан код готово свих пољопривредних производа које Србија извози, али највише код житарица (31,1%). Томе су делом допринеле високе залихе које су формиране након рекордне прошле сезоне, јер је низак водостај река одложио њихов пласман на инострано тржиште, као и компаративне предности Србије у овој области, пре свега производња генетски немодификованих култура. Највише пољопривредних производа пласирали смо преко румунске луке Констанце, као и у Русију. Србија има потенцијал да даље повећава извоз пољопривредних производа с наставком унапређења ефикасности извозне логистике и повезивањем речног, друског и железничког саобраћаја, проширењем лучких капацитета и изградњом нових силоса, првенствено на Дунаву, као и модернизацијом наше речне флоте.

С пољопривредом повезана **прехранбена индустрија**³ такође остварује добре извозне резултате. Прехрамбена индустрија је остварила преко 1,2 млрд евра прихода од извоза у првих девет месеци ове године, што је за 88 млн евра више него у истом периоду прошле године. Извоз по земљама је високо распрострањен – поред свих земаља региона, важни купци прехранбених производа су и Немачка, Русија, Италија, Француска и др. Иако нису високо на листи наших важних извозних тржишта за прехранбене производе, извоз је од почетка године већи и у земље Азије (пре свега Кину), Јужне Америке и Блиског истока. Извозним резултатима прехранбене индустрије доприносе значајни вишкови које Србија остварује у овој области, као и напредак у погледу дефинисања квалитета и прибављање сертификата, мреже модерних хладњача, примене најсавременијих техника прераде (лиофилизације) и органске производње.

Произвођачи који такође остварују добре извозне резултате, а изложени су изузетно неповољним кретањима на светском тржишту, јесу произвођачи **ауто-компоната**. Њихов извоз је у девет месеци ове године повећан на 1,5 млрд евра (за 165 млн евра, или 12,1%) у односу на исти период претходне године, упркос паду производње аутомобилске индустрије на светском нивоу, а посебно у Немачкој, која је наше најважније извозно тржиште. Глобални пад ауто-индустрије, који траје од прошле године, када је први пут забележен од почетка светске економске кризе, објашњавају пре свега два фактора: укидање пореских олакшица за куповину аутомобила у Кини, која је највеће светско тржиште, и пооштравање ауто-стандарда за емисију угљеника у зони евра. Предузећа из Србије су добављачи великих система, нарочито у

Графикон О.3.4. Извоз агрокомплекса

(у млн EUR)

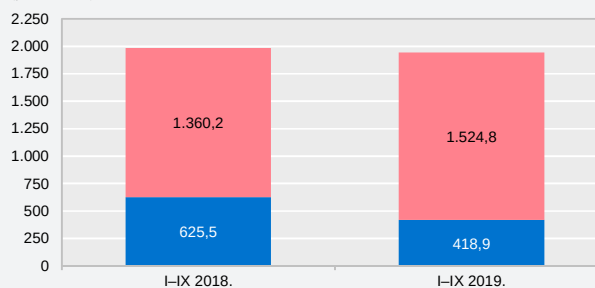


■ Извоз прехранбене индустрије
■ Извоз пољопривредних производа

Извор: РЗС.

Графикон О.3.5. Извоз аутомобилске индустрије

(у млн EUR)



■ Извоз ауто-компоната
■ Извоз аутомобила

Извор: РЗС.

² Пољопривредни производи обухватају производе *Пољопривреде, шумарства и рибарства* (Класификација делатности, сектор А).

³ Прехрамбени производи обухватају *Производњу прехранбених производа* (Класификација делатности, 10).

Немачкој, која је смањила производњу за милион аутомобила, на ниво из 2009. године. И поред тога, извоз ауто-компонената из Србије највише је повећан у Немачку (за 65 млн евра, или 19,4%), затим Чешку (за 27 млн евра, или 30,6%), Мађарску (за 15 млн евра, или 14,8%), као и Аустрију (за 12 млн евра, или 35,5%). Поред Немачке (са 26,4% учешћа), најзначајнији купци ауто-компонената из Србије од почетка године јесу Чешка (7,6%), Словачка (7,5%), Мађарска (7,4%) и Велика Британија (6,3%).

Аутомобилска индустрија има значајне економске ефекте. Она је главни потрошач других производа прерађивачке индустрије и услуга: други је највећи потрошач челика и алуминијума (иза грађевинарства), а има и значајну тражњу за бавром, гумом, пластиком и електроником. Стога је укљученост Србије у ланце производње од огромног значаја. Главне компаративне предности Србије у овој области јесу пре свега квалитетан инжењерски кадар и техничке вештине радне снаге, као и изузетно повољна стратешка локација. Кластер произвођача делова и компонента за ауто-индустрију запошљава око 50.000 радника и највећа је индустријска грана Србије, с потенцијалом за даљи раст.

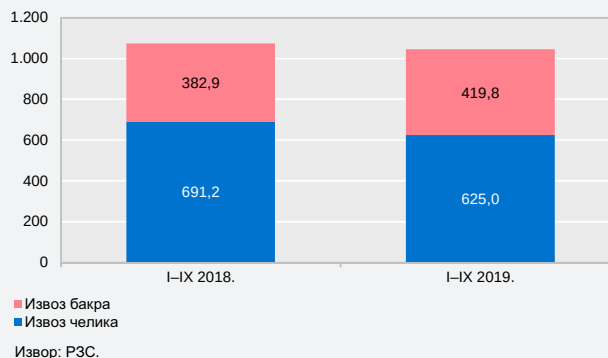
Када је реч о изгледима за аутомобилску индустрију на светском нивоу, након пада од 4% у овој, ММФ у наредној години очекује стагнацију. Изгледи за раст у Европи под утицајем су неколико фактора, пре свега пада тражње за дизел-аутомобилима, неизвесности услед Брегзита и емисионих тестова који треба да ступе на снагу крајем 2019. Такође, евентуално увођење царина од стране САД на увоз аутомобила и делова из ЕУ могло би да се негативно одрази на производњу аутомобилске индустрије у Европи. Као факторе који ће утицати на средњорочне изгледе ове индустрије, ММФ истиче даље напоре усмерене ка декарбонизацији, као и знатно повећање улагања у производњу електричних аутомобила.

Већи извоз ауто-кластера у првих девет месеци ове године у великој мери је надокнадио мањи извоз аутомобила (за 207 млн евра у односу на исти период претходне године). Од извоза аутомобила остварено је 419 млн евра, највише извозом у Италију (74,4%), а знатно мање у Црну Гору, БиХ, Немачку и друге земље.

Поред аутомобила, од важнијих извозних производа Србије смањен је још само извоз **челика**, али је и он у великој мери надокнађен већим извозом **бабра**. У првих девет месеци ове године, извоз челика је смањен за 66 млн евра, са 691 млн евра, колико је извезено у истом периоду прошле године. На смањење вредности извоза утицао је пре свега пад цена производа од челика, а посебно топло ваљаних производа, који су најважнији извозни производи железаре у Србији. Иако количина извезених производа од челика у посматраном периоду готово да није промењена (раст од 0,1%), последњих месеци приметно је смањење извоза и у тонама, чему су допринеле заштитне мере ЕУ у виду квота на увоз 26 производа од челика, које се примењују од фебруара ове године и трајаће до јула 2021. За топло ваљане производе уведена је глобална квота, док су на преостале две категорије производа железаре, хладно ваљане производе и беле лимове, уведене појединачне квоте, које за основу имају просек увоза из Србије у периоду 2015–2017. Увоз преко тих квота биће оптерећен царином од 25%. За железару у Србији, која је у власништву кинеске компаније *Hesteel* од 2016. године, тако одређене квоте нису повољне, јер је поменути просек хладно ваљаног челика око 10% нижи од прошлогодишњег извоза у ЕУ, а у случају белих лимова око 25% нижи.

Предвиђено је да се царинске квоте прилагођавају у случају промене околности, нпр. у случају повећања или смањења тражње ЕУ за одређеним категоријама производа. Прошле године ЕУ је највећу количину челика увезла из Турске (21,0%), Русије (12,7%), Јужне Кореје (11,7%), Кине (9,6%) и Индије (9,5%). Приметна промена на тржишту челика ЕУ јесте константан раст увоза челика из Турске од 2015. године и преузимање примата од Кине, чије је учешће 2015. године било близу 30% укупног увоза челика ЕУ. Србија се налази на осмом месту најважнијих извозника челика у ЕУ, са 1,1 млн тона, или 3,7% учешћа у укупном увозу челика ЕУ.

Графикон О.3.6. Извоз челика и бабра
(у млн EUR)



Снажан раст извоза предвођен је предузећима у којима је забележен већи прилив СДИ, али и новим домаћим предузећима. Поправљање макроекономских фундамената и побољшање пословног окружења, које потврђују раст кредитног рејтинга, напредак Србије на међународним листама конкурентности и висок прилив СДИ обезбедили су бржи раст инвестиција и повећање продуктивности извозно оријентисаног дела привреде. Нови инвестициони пројекти, секторски распоређени на већи број извозно оријентисаних грана, поред тога што су обезбедили динамичан раст извоза и смањење екстерне неравнотеже, утицали су и на **повећање распрострањености извоза, посматрано и по производима и по земљама. На то указује смањење вредности Херфиндал–Хиршмановог индекса**⁴ по производима на 0,19, а по земљама партнерима на 0,24 у 2018. При томе, треба имати у виду да житарице извозимо углавном преко Румуније, а моторна возила преко Италије, одакле се даље пласирају на друга тржишта, тако да је стварни степен концентрације извоза, посматрано по земљама, заправо мањи него што то сугерише овај индекс. У прилог адекватне структуре извоза сведочи и високо учешће производа у којима Србија има изражену компаративну предност у укупном извозу од око 80%, за којима истовремено постоји одговарајућа тражња на светском тржишту, што потврђује и напредак у секторској специјализацији извоза.

⁴ Ниво концентрације извоза Србије посматрали смо по производима и по земљама, а мерили смо га помоћу Херфиндал–Хиршмановог индекса:

$$HHI = \sqrt{\sum_{i=1}^n \left(\frac{X_i}{X_t}\right)^2}$$

где је X_i извоз одређеног производа земље и X_t укупан извоз земље. Што је индекс нижи, мања је концентрација извоза земље.

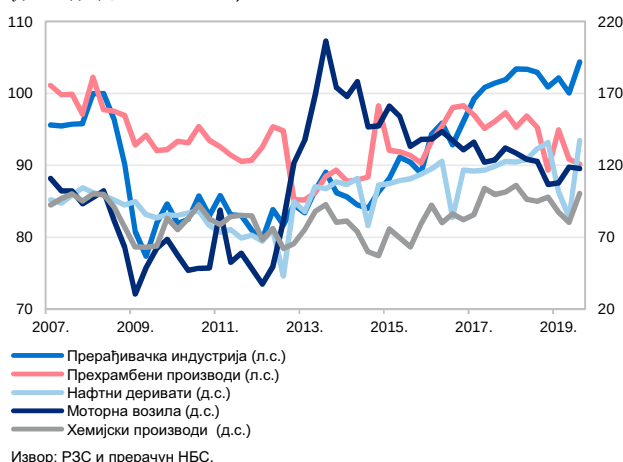
4. Економска активност

Опоравак прерађивачке индустрије након завршених ремонта у нафтној и хемијској индустрији, као и даљи раст активности у сектору грађевинарства и услужним секторима, определили су бржи раст БДП-а у Т3, који је износио 4,7% м.г. (1,8% дсз.). Релативно висок раст очекује се и у Т4, вођен пре свега активирањем нових производних капацитета у индустрији, тако да ће, према нашим проценама, на нивоу године раст БДП-а износити 3,6%.

Графикон IV.4.1. Кретање показатеља економске активности (дсз. подаци, П1 2008 = 100)



Графикон IV.4.2. Физички обим производње по гранама прерађивачке индустрије (дсз. подаци, П1 2008 = 100)



Раст БДП-а је у Т3 убрзан на 1,8% дсз., чиме је двадесето узастопно тромесечје остварен раст економске активности. За разлику од Т2, када је индустријска производња била у паду, у Т3 је опоравак хемијске и нафтне индустрије након завршених ремонта подстакао раст индустријске производње, уз позитиван допринос расту БДП-а од 0,5 п.п. Слично као и у П1, привредни раст је био подржан растом активности у услужним секторима (1,0% дсз.), који је резултат повећања личне потрошње, развоја транспортног сектора у условима изградње инфраструктуре, већег прилива туриста и др. Даље унапређење инвестиционог амбијента и реализација инфраструктурних пројеката допринели су убрзању раста активности у сектору грађевинарства, који је у Т3 остварио снажан раст од преко 10,0% дсз., уз допринос тромесечном расту БДП-а од 0,5 п.п.

Захваљујући континуираном расту у претходних пет година, економска активност је, у поређењу с преткризним периодом,¹⁸ у Т3 била виша за 17,7% дсз. мерено БДП-ом, а мерено НДВ-ом – за 21,0% дсз.

Физички обим производње прерађивачке индустрије у Т3 порастао је за 4,3% дсз. и у највећој мери је резултат успостављања пуног обима производње у нафтној и хемијској индустрији. Поред тога, и производња пића бележи опоравак у Т3, а повећана је производња производа од гуме и пластике. Посматрано на нивоу целокупне прерађивачке индустрије, 12 од 24 делатности бележе раст. С друге стране, највећи негативни допринос потиче од смањене производње основних метала, као и од мање производње моторних возила, док је током Т3 успорен пад прехранбене индустрије.

¹⁸ Ниво из П1 2008.

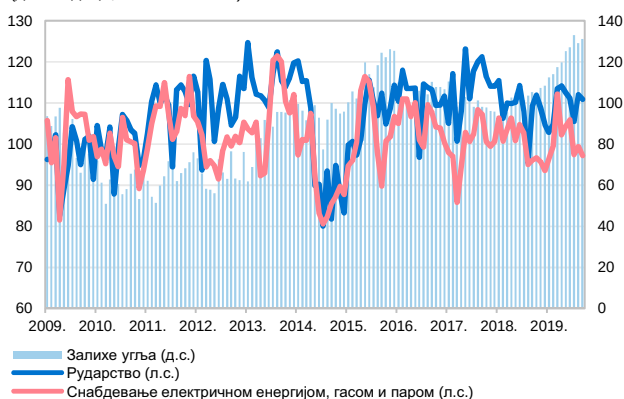
Обим производње у рударству у Т3 смањен је за 2,8% дсз. услед мање експлоатације нафте и сирових метала. Поред тога, пад је забележен и у сектору снабдевања електричном енергијом (5,9% дсз.), чиме је раст физичког обима индустријске производње успорен на 2,1% дсз.

Интензивни раст сектора грађевинарства потиче од улагања и државног и приватног сектора. Наиме, током Т3 настављен је раст капиталних издатака државе, што указује на већу реализацију инфраструктурних пројеката. Такође, повећан је и број издатих грађевинских дозвола (6,3% дсз. у периоду јул–август), чему је погодовао унапређен инвестициони амбијент, који се, између осталог, огледа и у поједностављеној процедури за издавање грађевинских дозвола. То потврђује и напредак Србије на *Doing Business* листи за четири места, на 44. позицију међу 190 земаља, при чему је Србија најбоље рангирана у области издавања грађевинских дозвола (9. позиција). Током Т3 повећана је и производња грађевинског материјала за 2,3% дсз., док је број формално запослених у грађевинарству већи за 4,0% него у Т2.

Настављене су позитивне тенденције у свим услужним секторима, што се може довести у везу с растом личне потрошње, којем пре свега доприносе позитивна кретања на тржишту рада. Према нашој процени, услужни сектори су остварили раст од 0,9% дсз. Слично као и у претходним тромесечјима, највећи допринос расту услужних сектора потекао је од сектора трговине, саобраћаја и туризма (1,5% дсз.). То потврђује и кретање показатеља из ових делатности у Т3, пошто је промет у трговини на мало повећан за 2,0% дсз., а број долазака и ноћења туриста за 3,1% дсз. и 1,0% дсз., респективно.

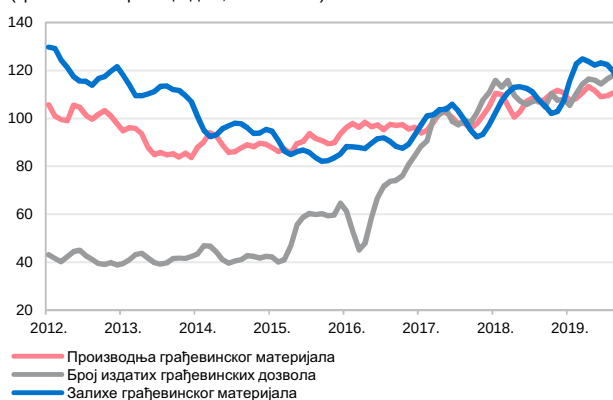
Посматрано на мг. нивоу, раст БДП-а у Т3 износио је 4,7%, што је изнад наших очекивања из претходног извештаја. Убрзани раст у односу на Т2 (2,9% мг.) у највећој мери се дугује опоравку индустријске производње и бржем расту грађевинарства. Након пада од 2,2% мг. у П1, индустријска производња је у Т3, према нашој процени, порасла за 2,2% мг. И раст активности у грађевинарству убрзан је на 35% мг. у Т3, уз допринос ова два сектора расту БДП-а од 2,2 п.п.. Слично као и у Т2, повећање економске активности било је базирано на расту активности у услужним секторима (4,2% мг., уз допринос расту од

Графикон IV.4.3. Физички обим производње у енергетици и рударству
(дсз. подаци, П1 2008 = 100)



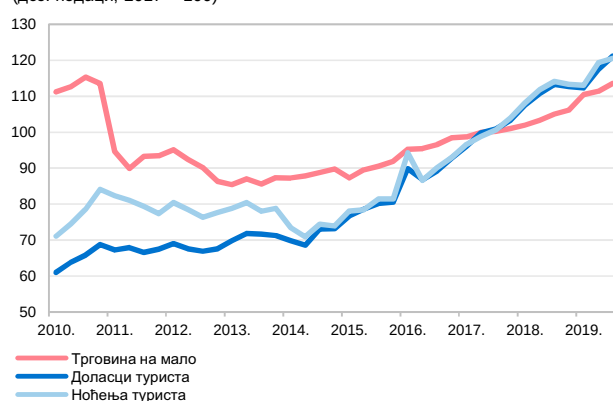
Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон IV.4.4. Показатељи грађевинске активности
(тримесечни просеци дсз., 2017 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон IV.4.5. Показатељи активности сектора услуга
(дсз. подаци, 2017 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Табела IV.4.1. Доприноси м.г. расту БДП-а (у п.п.)

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

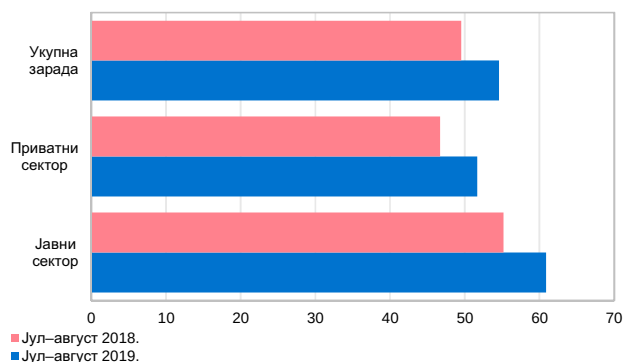
Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

2,1 п.п.). С друге стране, након натпросечне претходне пољопривредне сезоне, процењујемо да је допринос пољопривреде расту БДП-а остао неутралан и у Т3.

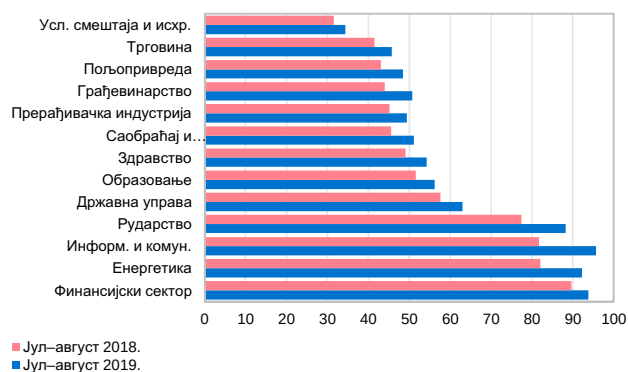
До краја године очекујемо да ће се задржати динамичан раст економске активности, тако да је наша пројекција раста БДП-а за 2019. повећана на 3,6%. Процењујемо да ће се очекивани опоравак у сектору рударства одразити на бржи раст индустрије у Т4. Поред тога, очекујемо наставак тренда раста активности у услужним секторима и грађевинарству. У сектору пољопривреде, прелиминарни подаци РЗС-а указују на то да је остварена производња пшенице била мања за 13,8%. С друге стране, процењује се раст производње касних усева (кукуруза 7,7% и соје 8,5%), док се минималне промене очекују у производњи сунцокрета и шећерне репе. Имајући то у виду, као и очекивани раст појединих воћарских култура, процењујемо да ће пољопривредна производња бити готово непромењена у 2019, за разлику од наших претходних очекивања да ће у условима просечне пољопривредне сезоне њен допринос овогодишњем расту БДП-а бити негативан.

Графикон IV.5.1. Просечна номинална нето зарада (у хиљ. RSD)



Извор: РЗС.

Графикон IV.5.2. Номиналне нето зараде по делатностима (у хиљ. RSD)



Извор: РЗС.

5. Кретања на тржишту рада

Настављена су повољна кретања на домаћем тржишту рада – током Т3 зараде су даље расле, а повећана је и формална запосленост и смањена стопа незапослености. Продуктивност укупне економије постепено расте.

Зараде и продуктивност рада

Укупна номинална нето зарада у јулу и августу 2019. достигла је **54.579 динара у просеку** (463 евра), остваривши раст од 10,3% м.г. колико је био и њен раст у јавном сектору,¹⁹ док је у приватном сектору износио 10,7% м.г. У условима наставка привредног раста, ниске и стабилне инфлације, као и обезбеђеног фискалног простора, Влада РС је, у складу с претходним најавама, донела одлуку о **повећању минималне цене рада за 11,1%**, са 155,3 на 172,5 динара по часу (у нето износу). Одлука ће ступити на снагу почетком 2020. године. На тај начин износ минималне зараде додатно ће се приближити износу минималне потрошачке корпе и омогућити њену покривеност од око 80%.

¹⁹ За потребе обрачуна просечних зарада, РЗС 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.

У свим привредним делатностима забележен је м.г. раст номиналних нето зарада у јулу и августу, првенствено у области информисања и комуникација, рударства, енергетике и пољопривреде. Више зараде регистроване су и у прерађивачкој индустрији и услужним делатностима (грађевинарство, трговина, саобраћај и др.), где преовладава приватни сектор, као и у делатностима државне управе, здравства и образовања, у којима доминира јавни сектор. Поред тога, изменама Закона о буџетском систему предвиђено је повећање зарада у јавном сектору за 8–15%, почев од новембра.

Раст зарада у приватном и јавном сектору, праћен повећањем укупног броја запослених, допринео је м.г. повећању укупне номиналне нето масе зарада од 14,1% у јулу и августу.

Захваљујући бржем расту привредне активности од раста запослености, **продуктивност укупне економије је**, према прелиминарној процени, у Т3 убрзала раст на 2,4% м.г, што би требало да се настави и у наредном периоду, по основу привлачења СДИ у пројекте и области с већом додатом вредношћу.

Запосленост

У Т3 укупна формална запосленост је задржала темпо раста из Т2 од 1,6% у просеку, по основу даљег повећања броја запослених код правних лица, приватних предузетника и лица ангажованих код њих.²⁰ Томе је допринело и повећање активности становништва радног узраста, уз даље смањење укупног броја незапослених. С друге стране, у Т3 је, слично као и у претходном периоду, забележен мањи број индивидуалних пољопривредника и оних који раде у области пољопривреде.

Већ дуже време, **повећање запослености у приватном сектору** (2,6% м.г. у Т3) представља главни извор раста укупне формалне запослености, пре свега у делатностима прерађивачке индустрије и грађевинарства, као и у остатку услужног сектора, које су и покретачи привредног раста. Насупрот томе, мањи број запослених у Т3 регистрован је у области енергетике, као и делатностима које претежно припадају јавном сектору (за 6,4 хиљаде запослених на м.г. нивоу), услед још увек актуелног поступка рационализације.²¹

²⁰ Према подацима РЗС-а, добијеним из базе Централног регистра обавезног социјалног осигурања.

²¹ У складу са Законом о начину одређивања максималног броја запослених у јавном сектору.

Табела IV.5.1. Кретања формалне запослености и незапослености

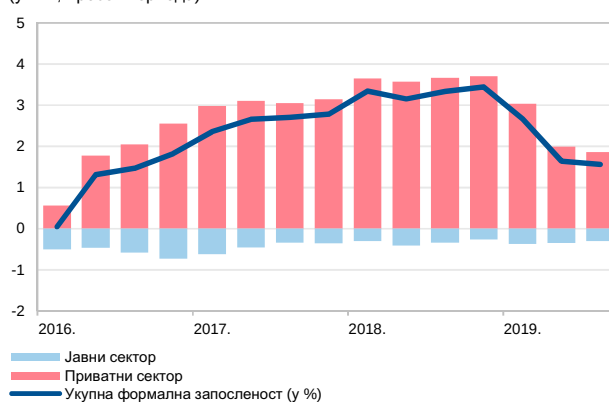
(м.г. стопе раста, просек периода)

	2018.	2019.		
	T4	T1	T2	T3
Укупан број формално запослених	3,4	2,7	1,6	1,6
Запослени код правних лица	3,4	2,6	1,9	1,7
Приватни предузетници и запослени код њих	6,4	5,3	2,8	3,0
Индивидуални пољопривредници	-8,3	-8,3	-8,7	-8,6
Незапослени	-10,8	-9,1	-9,3	-9,5
Први пут траже запослење	-11,5	-1,6	21,1	26,1
Били у радном односу	-10,5	-12,7	-24,3	-27,2

Извор: РЗС и Национална служба за запошљавање.

Графикон IV.5.3. Структура м.г. раста укупне формалне запослености

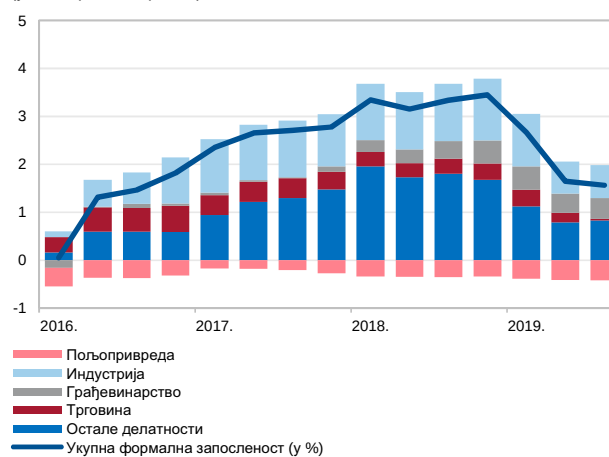
(у п.п., просек периода)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

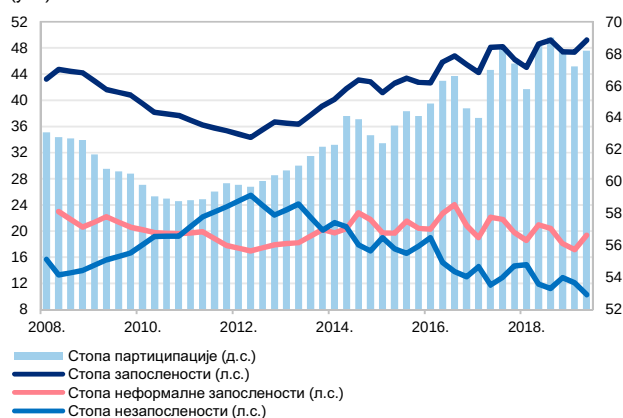
Графикон IV.5.4. Допринос м.г. расту укупне формалне запослености по делатностима

(у п.п., просек периода)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон IV.5.5. Показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази (у %)



Извор: РЗС.

У условима спровођења активних мера и програма запошљавања на тржишту рада,²² као и повољније пословне и инвестиционе климе у Србији, у ТЗ је настављен вишегодишњи тренд смањења регистроване незапослености. Према подацима Националне службе за запошљавање, број незапослених достигао је нови најнижи ниво од када се прати – 502.561 незапослен у септембру, што је за око 51 хиљаду мање незапослених него годину дана раније. У поређењу с ТЗ 2014, када су започете реформе на домаћем тржишту рада, број незапослених је смањен за скоро 248 хиљада, што додатно говори о постигнутом напретку. Притом је, мг. посматрано, незапосленост у ТЗ у просеку смањена у свим групама занимања, а највише у оквиру прерађивачке индустрије (машинство и обрада метала, електротехника, хемија и неметали, и др.). Мањи број незапослених евидентиран је и у занимањима повезаним с трговином, угоститељством и туризмом, затим у области пољопривреде и производње хране, као и у делатностима грађевинарства и саобраћаја.

²² Између осталог, активне мере и програми запошљавања обухватају: услуге посредовања у запошљавању, каријерно вођење и саветовање, подршку samozapošljavanju, додатно образовање и обуке, посебне програме за младе у процесу транзиције из система образовања на тржиште рада.

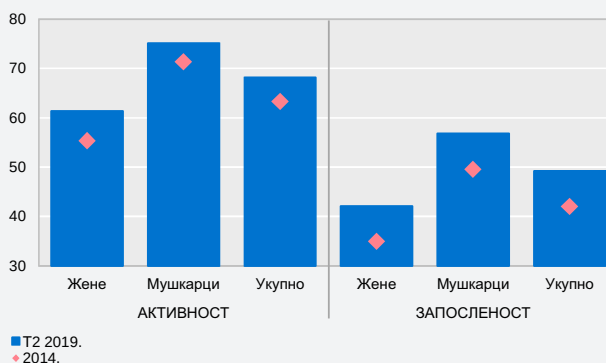
Осврт 4: Позитивни трендови на домаћем тржишту рада

Опоравак тржишта рада у Србији у протеклих пет година резултат је повољних макроекономских кретања, односно синергијског деловања низа фактора – успешне координације мера економске политике, убрзаног привредног раста, повољнијег пословног и инвестиционог амбијента и услова рада, као и спровођења активних мера и програма запошљавања, на основу којих су **повећане стопе активности и запослености становништва и спуштена стопа незапослености**. На динамику тржишта рада битно је утицало доношење Закона о раду средином 2014, који је унео новине у погледу: продужења максималног трајања уговора на одређено време с једне на две године; афирмације додатних форми ангажовања (рад од куће и рад с непуним радним временом); исплате отпремнина и обрачуна минулог рада према годинама стажа проведеним код последњег послодавца; основице за обрачун накнаде за годишњи одмор коју представља основна зарада (без додатака) и др. Промене регулаторног и законског оквира ка флексибилнијем радном законодавству најпре су деловале благо рестриктивно, да би затим ефикасност тржишта рада постепено расла, на шта указују и његови кључни показатељи из Анкете о радној снази – **стопа активности, стопа запослености и стопа незапослености**. Унапређење показатеља тржишта рада посебно добија на значају ако се има у виду да се Србија, попут бројних земаља у Европи и свету, суочава с неповољним демографским трендовима, пре свега с процесом депопулације и емиграције.

Стопа активности (партиципације), обрачуната као учешће радне снаге (запослених и незапослених) у радно способном становништву, постепено је расла од 2014. Код становништва радног узраста (15–64 године) она је у 2014. у просеку износила 63,3% – код жена 55,4%, а код мушкараца 71,3%. **Стопа партиципације је повећана за протеклих пет година (за 4,9 п.п. у просеку) и притом је брже расла код жена (нарочито у категорији вишег степена образовања) него код мушкараца**. Уз раст активности, од 2014. до Т2 2019. **повећана је и стопа укупне запослености (за 7,2 п.п., на 49,2%)**, уз готово исти раст запослености мушке и женске популације.

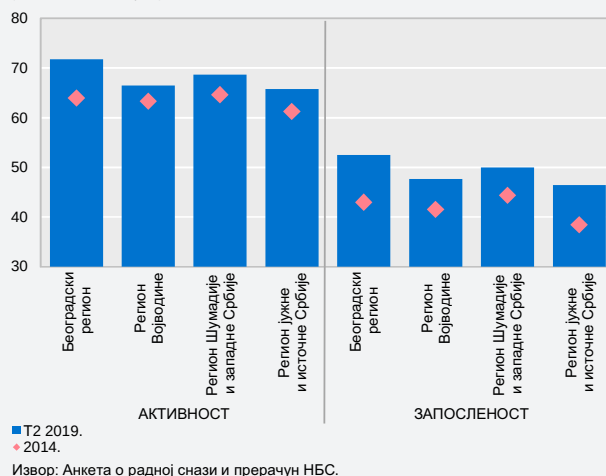
Веће ангажовање становништва приметно је у свим регионима наше земље, при чему највиша стопа партиципације карактерише београдски регион – с просечних 63,9% у 2014. достигла је 71,8% у Т2 2019. Интересантно је да је други највећи раст у посматраном периоду забележен у региону јужне и источне Србије, где је у 2018. активност у просеку била за 4,8 п.п. изнад нивоа од пре пет година. Директне гринфилд инвестиције омогућиле су отварање нових производних капацитета широм Србије, чиме се подстакла активност локалног становништва, а тиме и запосленост у различитим деловима земље. **Закључно с Т2 2019, највиша стопа запослености измерена је у београдском региону (52,5%) и региону Шумадије и западне Србије (50,0%).**

Графикон О.4.1. Стопа активности (15–64 године) и запослености (15+ година) према полној структури (просек периода, у %)



Извор: Анкета о радној снази и прерачун НБС.

Графикон О.4.2. Стопа активности (15–64 године) и запослености (15+ година) по регионима Србије (просек периода, у %)



Извор: Анкета о радној снази и прерачун НБС.

Повећање активности и запослености пратило је и знатно смањење стопе укупне незапослености (мерене анкетом), која је за претходних пет година практично преполовљена – са 20,7% у Т2 2014. на 10,3% у Т2 2019. Први пут у посматраном периоду, укупан број незапослених годину дана и дуже пао је испод 200 хиљада, тако да је и стопа дугорочне незапослености најнижа до сада (6,1% у Т2 2019). Стопа незапослености младих у посматраном периоду такође је преполовљена и у Т2 2019. износила је 24,4%. На сличне закључке упућују и подаци Националне службе за запошљавање о **регистрованој незапослености, која се у континуитету смањује и у септембру 2019. спустила се на нови историјски минимум од 502.561 незапосленог**, што је за близу 265 хиљада незапослених мање од просечног нивоа из 2014.¹

Када је реч о регистрованој запослености, **укупан број формално запослених² знатно је повећан за протеклих пет година**, тако да је у П1 2019. у просеку било запослено 2.154.741 лице, што је за скоро 195 хиљада запослених више него у П1 2014. Формална запосленост је првенствено порасла у приватном сектору и у П1 2019. премашила је 1,5 млн лица, остваривши просечан раст од 16,5% у односу на П1 2014, док је у исто време запосленост у јавном сектору смањена за 4,1% (на испод 600 хиљада лица), с обзиром на то да је и даље на снази поступак рационализације јавног сектора. **У услужним делатностима и сектору индустрије у П1 2019. у просеку је било запослено близу 2 млн људи**, што је за преко 230 хиљада запослених више него у истом периоду 2014, при чему је само у оквиру прерађивачке индустрије запосленост повећана за око 86 хиљада лица.

Запосленост у грађевинарству евидентно расте од 2018. и у петогодишњем периоду запослено је око 13 хиљада радника више, док се једино смањио број регистрованих индивидуалних пољопривредника и запослених у тој области (за око 50 хиљада), где је заправо највише учешће тзв. рањиве запослености (самозапослени и помажући чланови домаћинства). Упоредо с повећањем укупне формалне запослености, смањивао се удео неформалне запослености, тј. проценат лица која раде без формалног уговора о раду у укупном броју запослених – с просечног нивоа од 21,2% у 2014. на 18,2% у П1 2019, чему су допринели и појачан инспекцијски надзор и ефикаснија борба против сиве економије.

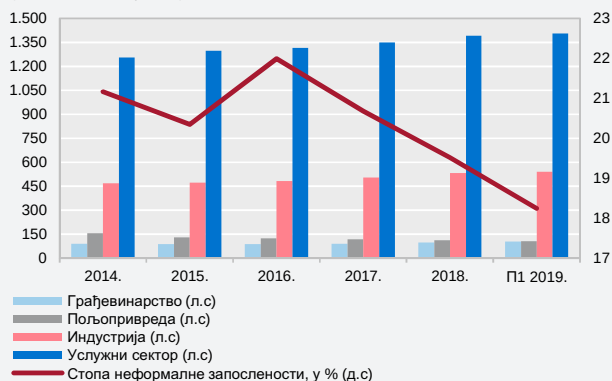
Ако се посматра кретање радно способног и активног становништва у периоду од 2014. до 2018. године, **учава се да је Србија предњачила у динамици раста стопе активности и стопе запослености³ у поређењу с другим земљама Западног Балкана** (са изузетком Албаније), **као и у односу на чланице ЕУ из њеног непосредног окружења** (са изузетком Мађарске). Упоредо с тим, Србија је убрзаним темпом смањивала стопу

Графикон О.4.3. Динамика укупне незапослености (просек периода)



Извор: Национална служба за запошљавање и Анкета о радној снази.

Графикон О.4.4. Секторска динамика формалне запослености (просек периода, у хиљ.)



Извор: ЦРОСО, Анкета о радној снази и прерачун НБС.

¹ Од када се приказују само лица која активно траже запослење, у складу са Законом о запошљавању и осигурању за случај незапослености.

² Према евиденцији Централног регистра обавезног социјалног осигурања и Статистичког пословног регистра.

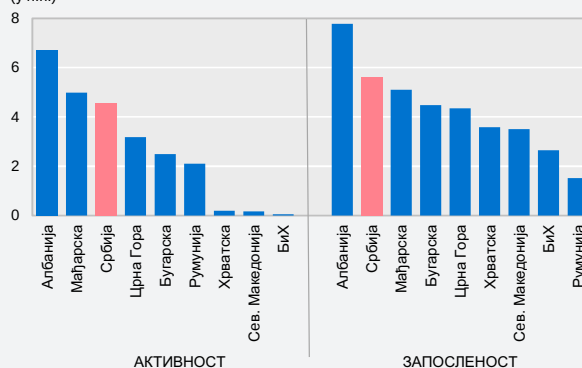
³ Податке о показатељима тржишта рада по земљама обједињује и објављује Eurostat на основу националних анкета о радној снази, при чему су подаци за Албанију и БиХ доступни путем државних агенција за статистику.

укупне незапослености, која је у Т2 2019. забележила најнижи ниво откад се прати, и притом је била успешнија од других земаља Западног Балкана.

У прилог побољшаним условима на тржишту рада у Србији говори још један показатељ – Беверицова крива, која приказује однос броја незапослених и броја слободних радних места (апроксимираног пријављеним потребама привреде за запошљавање). Упркос одређеним ограничењима ове криве,⁴ она може послужити као показатељ динамике и услова на тржишту рада у зависности од фазе пословног циклуса и структурних промена у економији. Ова крива се у случају Србије током посматраног периода кретала улево, указујући тиме на повећање флексибилности и ефикасности

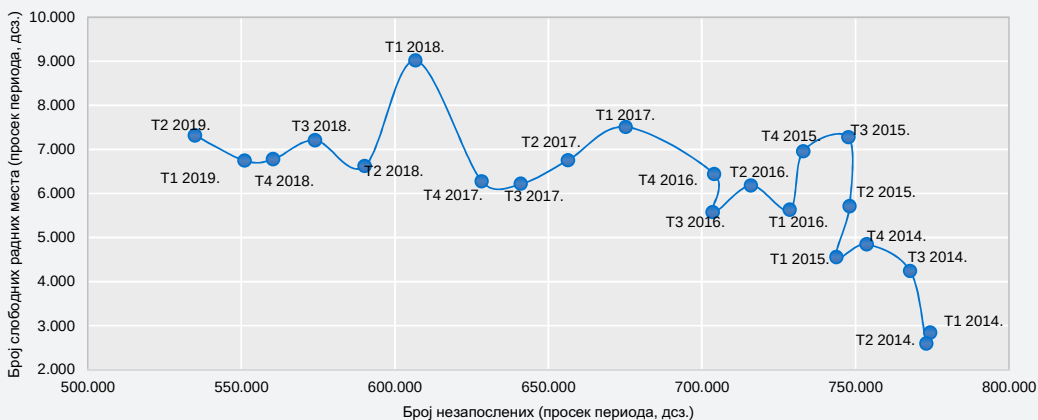
тржишта рада у повезивању понуде и тражње за радом, као и на то да се укупан привредни опоравак преливао на тржиште рада кроз отварање нових радних места и смањење броја незапослених. Током П1 2014, када су услови на тржишту рада били рестриктивни, у просеку је било око 3 хиљаде слободних радних места и око 785 хиљада незапослених. Стање се постепено поправљало и током наредне две године просечан број слободних радних места повећан је на око 6 хиљада, а број незапослених у просеку је смањен на око 743 хиљаде у 2015, односно на 713 хиљада у 2016. години. Послодавци су интензивније пријављивали потребе за ангажовањем нових лица у 2017. и нарочито у 2018. години, да би у П1 2019. број слободних радних места достигао скоро 8 хиљада, при чему је просечан број незапослених пао на најнижи ниво откад се прати (око 552 хиљаде). Томе су допринели стварање стабилнијег макроекономског окружења, привлачење СДИ и бољи пословни и финансијски резултати предузећа, што се одразило на померање Беверицове криве у жељеном смеру.

Графикон О.4.5. Промена стопе активности и запослености у Србији и земљама у окружењу од 2014. до 2018. (у п.п.)



Извор: Eurostat, националне анкете о радној снази и прерачун НБС.

Графикон О.4.6. Беверицова крива за Србију



Извор: Национална служба за запошљавање и прерачун НБС.

Имајући у виду остварени напредак на домаћем тржишту рада, као и то да су повећање активности и запослености приоритети и стратешки циљеви Владе РС, наставак позитивних кретања на тржишту рада очекујемо и у наредном периоду, уз даља структурна побољшања и приближавање стопе незапослености једноцифреном нивоу.

⁴ Подаци о слободним радним местима не обухватају укупну тражњу послодаваца на тржишту рада, јер, према важећем закону, послодавци имају право да запошљавају и без посредовања Националне службе за запошљавање. За израду криве може се користити и стопа незапослености, при чему се у том случају разликују извори података, као и динамика њиховог објављивања.

6. Међународно окружење

У периоду од претходног Извештаја о инфлацији, глобални привредни раст је наставио да успорава и тај тренд карактерише и развијене земље и земље у успону. То је последица деловања низа фактора, пре свих подизања трговинских баријера и растућих геополитичких тензија, које су утицале на успоравање производне активности и трговинске размене, као и пољуљано пословно поверење. Подришка привредном расту од стране монетарне политике водећих централних банака била је могућа у условима ниских инфлаторних притисака. Ублажавање монетарне политике у развијеним земљама и јачање дезинфлаторних екстерних притисака допринели су и задржавању повољних монетарних услова у земљама у успону и, у одређеним случајевима, отворили простор за смањење референтних стопа њихових централних банака.

Економска активност

Након успоравања глобалне економије у највећем делу 2018. године, **глобални раст остао је слаб и током П1 2019**, највише по основу знатно смањене производне активности и трговинске размене. На то указује и водећи показатељ глобалне производње (*Global Manufacturing PMI*), који се, након историјског минимума у јулу, благо поправио у септембру (49,7), али је још увек испод неутралног нивоа. Геополитичке тензије су продужене, а трговинске тензије оживљене услед подизања нових царинских баријера између САД и Кине, што се негативно одражава на глобалну трговину, пословно поверење и инвестиције. Премда се то преноси и на финансијске услове, они су остали генерално повољни у околностима додатног ублажавања монетарних политика унутар зоне евра, САД и других развијених земаља и земаља у успону, док је углавном стабилан сектор услуга погурао раст запослености. Ипак, налаже се опрезност у погледу изгледа будућег раста, због чега ризици пројекције остају асиметрични наниже.

Након неочекиваног убрзања раста у Т1 (0,4% дсз.), **привреда зоне евра је успорила раст у Т2 (0,2% дсз.)**, на шта су указивали и водећи показатељи економске активности. Домаћа тражња је и у Т2 остала главни покретач раста БДП-а (уз допринос расту од 0,3 п.п.), док је у супротном смеру деловао пад нето извоза (-0,1 п.п.). Привреда Италије је расла по стопи од

Графикон IV.6.1. Доприноси дсз. стопи раста БДП-а зоне евра (у п.п.)



Извор: Eurostat.

Графикон IV.6.2. Кретање БДП-а и показатеља економске активности зоне евра



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

* Прелиминарна процена Eurostat-а за Т3 2019.

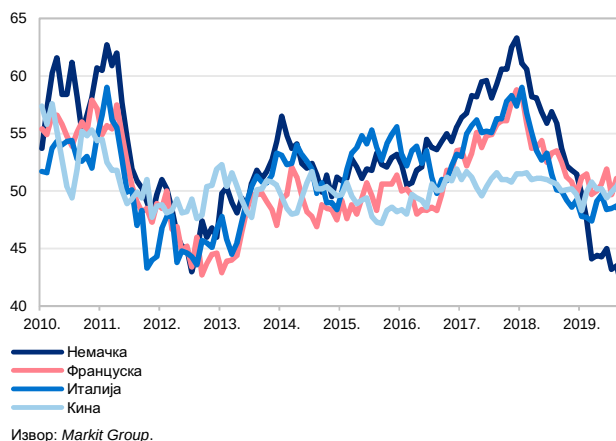
** ESI је стандардизован у односу на PMI.

0,1% дсз. два тромесечја заредом, уз повећање инвестиција у основна средства и опоравак извоза. Иако је услед слабљења индустријске активности и екстерне тражње БДП Немачке²³ опао за 0,1% дсз. у Т2, Бундесбанка очекује да рецесија буде избегнута.

У односу на јунску пројекцију, ЕЦБ је у септембру изнела оцену да ће економски опоравак зоне евра (прогнозиран за П2) бити одложен, под утицајем смањеног обима глобалне трговине у условима растућег протекционизма, могућег снажнијег успоравања кинеске привреде и непостизања договора око Брегзита,²⁴ што се највише одражава на прерађивачку индустрију. И поред пада вредности композитног индекса економске активности (*Eurozone PMI Composite*) на најнижи ниво у протеклих шест година (51,2²⁵ у просеку у Т3) и погоршања индекса економских услова (*Economic Sentiment Indicator*) за зону евра (102,5²⁶ у просеку у Т3), они се и даље налазе у зони привредне експанзије. Иако нешто споријим темпом, активност у услужном сектору и грађевинарству наставила је да расте, уз побољшање стања на тржишту рада, где је у септембру стопа незапослености спуштена на 7,5% (што је њен најнижи ниво још од јула 2008). Према прелиминарној процени *Eurostat*-а, у Т3 је задржан темпо раста из Т2 од 0,2% дсз. Имајући претходно у виду, ЕЦБ је благо ревидирала наниже пројекцију раста зоне евра у 2019. (са 1,2% у јуну на 1,1% у септембру), пре постепеног повећања у наредне две године.

После убрзаног раста од 0,8% дсз. у Т1, **привреда САД** је успорила раст на 0,5% дсз. у Т2. Према процени Бироа за економске анализе, успоравање раста на годишњем нивоу на 2,0% у Т2 (са 3,1% у Т1) последица је смањења извоза и инвестиција (пре свега у залихе), уз негативан допринос расту БДП-а (збирно -1,8 п.п.), који је ипак надомештен вишим доприносима личне и државне потрошње (збирно 3,8 п.п.). Међутим, индекс производне активности у САД у септембру забележио је најнижи ниво у протеклих десет година (47,8), сугеришући мањи обим производње, нових поруџбина и испорука добављача.

Графикон IV.6.3. **Водећи показатељи сектора производње по земљама – PMI Manufacturing**
(у индексним поенима)



Графикон IV.6.4. **Водећи економски показатељи у САД**



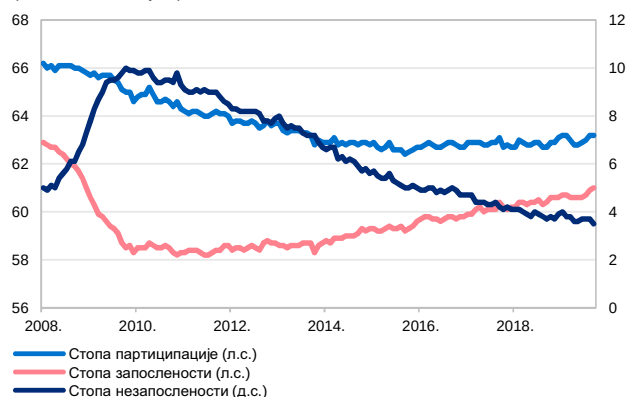
²³ Немачка и Италија су најважнији спољнотрговински партнери Србије унутар зоне евра.

²⁴ У међувремену су преговарачке стране постигле прелиминарни договор о Брегзиту, којим би Велика Британија после 46 година могла напустити ЕУ. Званичници ЕУ су пристали да продуже рок за Брегзит до 31. јануара 2020.

²⁵ Вредност индекса изнад 50 поена указује на привредну експанзију, а испод на контракцију економске активности.

²⁶ Индекс је конструисан тако да дугорочни просек износи 100 поена.

Графикон IV.6.5. Кретања на тржишту рада у САД
(месечне стопе, у %)



Извор: Bureau of Labor Statistics.

Према прелиминарној процени Бироа, привредни раст је благо успорио у Т3, на 1,9% на годишњем нивоу. С тим у вези, ФЕД је у септембру оценио да ће у остатку године америчка привреда расти спорије него у П1 услед скромнијег доприноса инвестиција приватног сектора и државне потрошње, при чему прогнозира раст БДП-а од 2,2% за целу 2019. годину.

Слично као у Т2, тржиште рада у САД наставља да бележи позитивне трендове, о чему говори просечно повећање стопе партиципације и стопе запослености у Т3 за по 0,3 п.п., на 63,1% и 60,9%, респективно. У истом периоду порастао је и број нових радних места ван пољопривреде, на око 160 хиљада. Уз то се стопа незапослености и даље налази на најнижем нивоу у последњих пола века (3,5% у септембру). ФЕД прогнозира стабилно кретање стопе незапослености и у наредним годинама испод природног нивоа незапослености.

Стабилна домаћа тражња, подржана фискалним подстицајима, и даље обезбеђује солидан раст **региона средње Европе**, упркос успоравању м.г. раста БДП-а у земљама региона у Т2 у односу на Т1, пре свега у Словенији (са 3,3% на 2,5%), Пољској (са 4,7% на 4,1%) и Мађарској (са 5,3% на 4,9%). На такву динамику утичу и екстерни изазови (слабљење глобалног раста и трговине), као и приближавање привреда овог региона зениту пословног циклуса. Због тога се за следећу годину прогнозира ублажавање привредног раста, под утицајем мањег извоза и прилива средстава из фондова ЕУ.

Слична кретања везују се и за **регион југоисточне Европе**, где ће привредни раст такође бити вођен домаћом тражњом, првенствено здравом приватном потрошњом и капиталним инвестицијама. У поређењу с Т1, привредни раст земаља у региону успорио је у Т2 – у Хрватској (са 3,9% на 2,4%), Бугарској (са 4,8% на 3,7%) и Румунији (са 5,0% на 4,4%). До краја године предвиђа се слабији темпо раста региона у ситуацији смањене екстерне тражње из зоне евра и трговинских тензија.

Привреда **Русије** је остварила м.г. раст од 0,9% у Т2 (након 0,5% у Т1), захваљујући повећању финалне потрошње и мањем паду бруто инвестиција него у Т1. Раст номиналних зарада износио је 7,7% м.г. у Т2, а стопа незапослености спуштена је на најнижи ниво (4,6%). Према оцени Руске државне службе за статистику, у Т2 је забележено даље поправљање индекса поверења потрошача, под утицајем снижене инфлације услед ишчезавања ефеката раста ПДВ-а с почетка године.

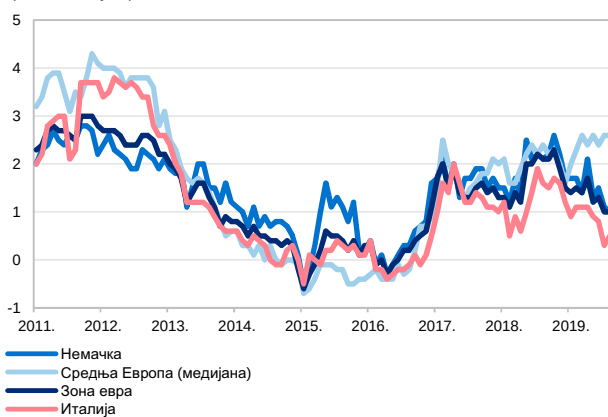
Привредни раст **Кине** је од почетка 2019. успоравао на мг. нивоу, најпре са 6,4% у Т1 на 6,2% у Т2, да би, према прелиминарној процени Националног завода за статистику, у Т3 додатно успорио на 6,0%. То слабљење раста БДП-а Кине није само последица поновног заостравања трговинских односа са САД и по том основу пада екстерне тражње, већ и успоравања домаће тражње, у ситуацији када се укидају пореске олакшице за куповину аутомобила и уводе нови прописи о емисији штетних гасова. ММФ је у октобру оценио да је потребно јачање регулаторног оквира зарад обуздавања раста јавног дуга, као и да ће кинеске власти наставити да фискалним стимулансима подстичу економску активност (пројектовану на нивоу од 6,1% мг. у 2019), како би се предупредили негативни екстерни шокови у наредном периоду.

Кретање инфлације

Инфлација у **зони евра** успорила је са 1,4% мг. у просеку у Т2 на 0,9% мг. у Т3 и у септембру се нашла на најнижем нивоу (0,8% мг.) у последње скоро три године. До успоравања је дошло пре свега услед мг. пада цене енергије и нижег доприноса цена непрерађене хране. Иако су повећани трошковни притисци с тржишта рада, раст јединичних трошкова рада у претходном периоду у великој мери је био апсорбован нижим профитним маргинама, па је и базна инфлација остала ниска (0,9% мг. у просеку у Т3). Инфлациона очекивања су такође снижена, пре свега услед ниже инфлације од очекиване и лошијих изгледа привредног раста зоне евра. Када је реч о главним спољнотрговинским партнерима Србије, просечна мг. инфлација, мерена хармонизованим ИПЦ-ом, такође је успорена у Т3 у односу на Т2, и то са 1,6% на 1,0% у **Немачкој** и са 0,9% на 0,3% у **Италији**. Према прелиминарној процени *Eurostat*-а, укупна мг. инфлација у зони евра у октобру додатно је успорила на 0,7%.

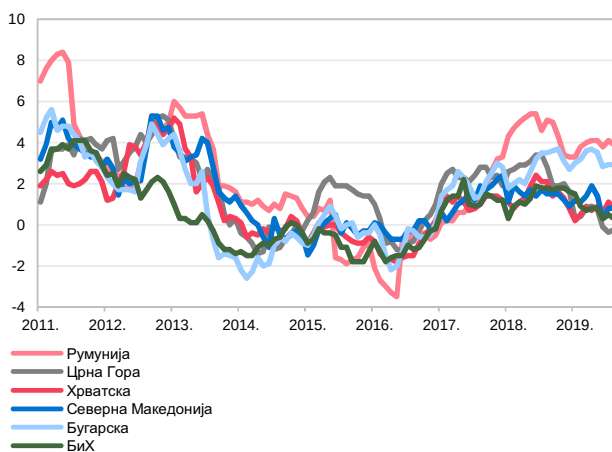
У већини земаља **средње и југоисточне Европе** инфлација је успорена у Т3, пре свега под утицајем нижих доприноса цена хране и енергије. Међу земљама из непосредног окружења, она се кретала од -0,3% мг. у Црној Гори до 3,8% мг. у просеку у Румунији. Инфлација у **Русији** је наставила да пада, са 5,0% мг. у просеку у Т2 на 4,3% мг. у просеку у Т3, у условима слабљења екстерне и домаће тражње. Инфлација у **Турској** је такође успорила, са 18,0% мг. у Т2 на 13,6% мг. у просеку у Т3, што је добрим делом резултат високе базе, али и успоравања раста цене

Графикон IV.6.6. Кретање хармонизованог индекса потрошачких цена по земљама (мг. стопе, у %)



Извор: Eurostat.

Графикон IV.6.7. Кретање индекса потрошачких цена за изабране земље (мг. стопе, у %)



Извор: статистички заводи појединих земаља.

енергије и стабилизације турске лире. При томе, у септембру је забележен једноцифрен ниво инфлације, први пут још од јула 2017. године.

Укупна просечна мг. инфлација у САД, мерено индексом издатака за личну потрошњу, остала је на истом нивоу као у Т2 и у Т3 је износила 1,4%. Инфлација по искључењу цена хране и енергије порасла је са 1,6% мг. у просеку у Т2 на 1,7% мг. у Т3, тј. и даље је испод циљаних 2,0%. Уз глобалне дезинфлаторне притиске, домаћи инфлаторни притисци остали су релативно ниски, и поред повољних кретања на тржишту рада.

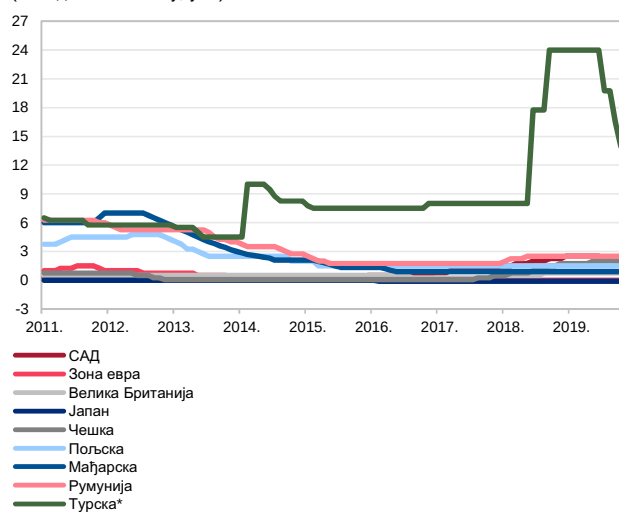
Монетарна политика

На састанку одржаном у септембру ЕЦБ је смањила каматну стопу на депозитне олакшице са $-0,4\%$ на $-0,5\%$ и изменила смернице о каматним стопама, наводећи да се очекује да, уместо најмање током П1 2020. године, оне остану на тренутном или нижем нивоу све док ЕЦБ у својим пројекцијама не буде очекивала инфлацију на нивоу од близу, али испод 2%.²⁷ Такође, донета је одлука о обнављању нето куповине активе у вредности од 20 млрд евра месечно од 1. новембра, која ће бити завршена мало пре почетка повећања каматних стопа. Дугорочни кредити банкама у оквиру програма *TLTRO III* одобраваће се по још повољнијим условима, а донета је и одлука о тзв. диференцирању, по коме су дефинисана два нивоа вишкова резерви банака, а чија ће примена почети од 30. октобра 2019. У извештају са састанка истиче се да ће веома експанзивна монетарна политика бити потребна у дужем временском периоду како би се обезбедило остварење инфлационог циља. На састанку у октобру потврђене су одлуке из септембра.

Први пут од 2008, ФЕД је у јулу спустио циљани распон референтне стопе за 25 б.п., а потом за по још 25 б.п. у септембру и октобру, на 1,50–1,75%, у складу са очекивањима. Истакнуто је да економска активност САД расте по умереној стопи, с ниском стопом незапослености, док су као разлог за смањење референтне стопе наведени негативни утицаји глобалних кретања на економске изгледе у САД, као и пригушени инфлаторни притисци.

Јачање дезинфлаторних притисака из екстерног окружења, уз нове мере ЕЦБ-а и ФЕД-а, допринело је задржавању повољних монетарних услова код већине централних банака у региону.

Графикон IV.6.8. 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.

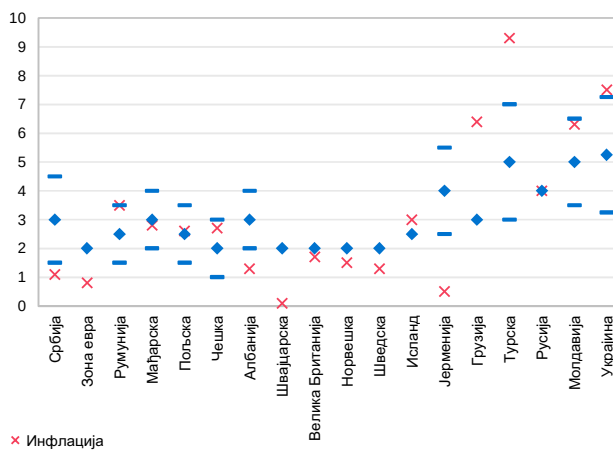
²⁷ Видети Осврт бр. 5, стр. 54.

Централна банка **Мађарске** је, у складу са очекивањима аналитичара, задржала референтну стопу на нивоу од 0,90%, као и стопу на преконоћне депозитне олакшице на нивоу од -0,05%. Међутим, у септембру је повећан износ вишка ликвидности који се обезбеђује финансијском систему, чиме је делимично поништено његово смањење у току марта и јуна ове године. Иако повећана домаћа тражња и добре перформансе на тржишту рада врше притиске на раст инфлације, слабљење економских перформанси зоне евра имало је за последицу јачање екстерних дезинфлаторних притисака, па су ризици по остварење пројекције оцењени као асиметрични наниже. Иако се очекује да и у наредним месецима стопа инфлације буде изнад циља, фактори из екстерног окружења определили су одлуку централне банке **Румуније** да током ТЗ задржи референтну стопу на 2,50%, у складу са очекивањима аналитичара. Имајући у виду да су каматне стопе у Румунији на знатно вишем нивоу него у зони евра, носиоци монетарне политике истичу да би повећање каматне стопе могло и да привуче шпекулативни капитал. Централна банка **Пољске** је и у ТЗ задржала референтну стопу на нивоу од 1,50%, колико износи од марта 2015, при чему званичници наводе да не виде потребу за њеном скоријом променом. Ни централна банка **Чешке** није током ТЗ мењала референтну стопу, која се налази на нивоу од 2,00%, али су на састанку у септембру ризици пројекције инфлације оцењени као асиметрични навише.

Централна банка **Турске** је током ТЗ смањила референтну стопу за укупно 750 б.п., а потом за још 250 б.п. у октобру, на 14,0%, у условима слабљења трошковних притисака и успоравања глобалног привредног раста. Централна банка **Русије** је у ТЗ спустила референтну каматну стопу за укупно 50 б.п. и за додатних 50 б.п. на састанку у октобру, на 6,50%, услед нижег привредног раста од очекиваног и повећаних ризика од успоравања глобалне економске активности. При томе, поново је истакнуто да постоји могућност даљег смањења референтне стопе на неком од наредних састанака.

Графикон IV.6.9. **Инфлација и циљ по земљама у септембру 2019.**

(на годишњем нивоу, у %)



× Инфлација
♦ Циљ
— Дозвољене границе одступања инфлације од циља

Извор: Eurostat и веб-сајтови централних банака.

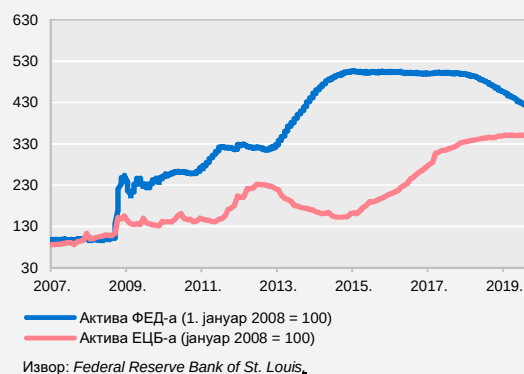
Осврт 5: Нове мере монетарних политика ЕЦБ-а и ФЕД-а и потенцијални утицај на Србију

Заокрет у монетарним политикама водећих централних банака средином године, ЕЦБ-а и ФЕД-а, ослабио је притисак на централне банке земаља у успону у правцу пооштравања њихових монетарних политика и, у одређеним случајевима, отворио простор за смањење њихових референтних стопа. У међувремену, у периоду од претходног извештаја донете су нове мере за даље ублажавање монетарних политика ЕЦБ-а и ФЕД-а.

Пакет нових мера које је ЕЦБ донела на састанку одржаном у септембру има за циљ да пружи знатан монетарни подстицај који ће обезбедити да финансијски услови у зони евра остану и даље изузетно повољни, као и да подрже њен привредни раст, а тиме и даље јачање домаћих инфлаторних притисака и одрживо кретање инфлације ка циљу. Имајући у виду ревидирање пројектоване инфлације наниже, као и ризик да инфлациона очекивања у дужем периоду остану испод циља, ЕЦБ је оценила да је врло битно да покаже своју одлучност и способност да реагује прилагођавањем својих инструмената ради постизања инфлационог циља. Како се наводи у записнику са састанка, донете мере имају синергетски ефекат, допуњавају и подржавају једна другу, и делују преко низа механизма. Смањење каматне стопе на депозитне олакшице и измена смерница о каматним стопама (*forward guidance*) требало би да се одразе на пад каматних стопа дуж целе криве приноса, а посебно на њен краткорочни и средњорочни сегмент. Наглашене смернице којима се сигнализира будућа политика каматних стопа – главног инструмента монетарне политике за који су везани остали инструменти, попут куповине и реинвестирања активе – сматрају се кључним елементом новог пакета, јер ће датум подизања каматних стопа бити условљен околностима и директно ће зависити од пројекције инфлације. Прецизније, каматне стопе ће остати на тренутним, рекордно ниским или још нижим нивоима док се не обезбеди не само приближавање већ и стабилизација пројектоване инфлације током периода пројекције на нивоу од довољно близу, али нешто испод 2%. С обзиром на то да су остварена и пројектована инфлација тренутно на нивоу који је знатно испод циљаног, ЕЦБ намерава да обезбеди довољно стимулативне мере које ће за резултат имати знатнији раст остварене и пројектоване инфлације. Поред тога, наведено је да каматне стопе могу бити и на нижим нивоима, уколико се за тим укаже потреба. Ипак, ЕЦБ указује на то да је неопходна и значајнија подршка фискалне политике у земљама у којим је могуће да се додатно повећа њена експанзивност.

Битну допуну политике каматних стопа представља поновно започињање програма куповине активе који има већи утицај на дугорочне каматне стопе и тиме на смањење трошкова финансирања привреде и становништва. Трајање програма ће се динамички прилагођавати смерницама о каматним стопама – он ће бити окончан мало пре почетка повећања каматних стопа. Комбиновањем политике краткорочних каматних стопа и новог програма куповине активе, по оцени ЕЦБ-а, у тренутним условима обезбеђује се најефикаснија употреба ових инструмената и спречава се превелико ослањање на само један од њих, будући да сваки инструмент има своја ограничења и да је утицај сваке мере саме за себе неизvestан, као и да га је тешко проценити. У погледу реинвестирања биланса стања, измењене смернице о каматним стопама преносе се и на смернице о питању трајања реинвестирања, јер ће оно бити настављено и у периоду након подизања каматних стопа, а у сваком случају, колико год је неопходно да се одрже повољни услови ликвидности и значајан степен монетарног прилагођавања.

Графикон О.5.1. Актива ФЕД-а и ЕЦБ-а
(недељни подаци, јануар 2008 = 100)



На састанку у септембру измењени су и услови *TLTRO III* програма, тако да сада обезбеђују још повољније услове¹ рефинансирања банака у амбијенту слабог привредног раста, што би требало да се одрази и на наставак одржавања повољних услова кредитирања привреде и становништва. Продужење трајања овог програма на три године требало би да пружи бољу усклађеност с типичном рочношћу финансирања инвестиционих пројеката од стране банака и тиме појача подршку овог програма привредном расту.

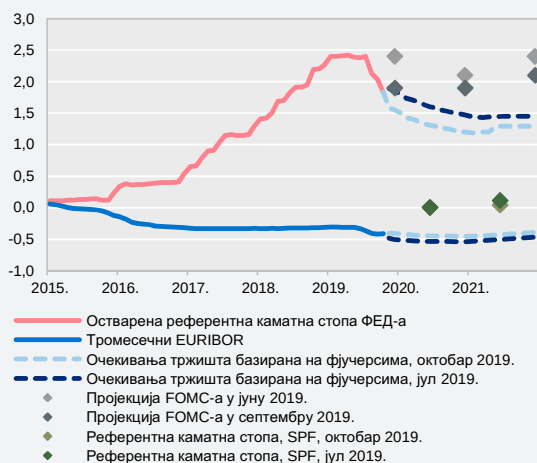
И коначно, увођење два нивоа вишкова резерви банака² треба да помогне очувању позитивних ефеката политике негативних каматних стопа на реалну економију смањењем трошкова држања вишкова ликвидности банака и тиме да обезбеди несметано функционисање трансмисионог механизма монетарне политике.

Након што је на састанку у јулу ФЕД први пут од 2008. године спустио каматну стопу, она је снижена и на наредна два састанка, за укупно 75 б.п., на 1,50–1,75%. Одлуке ФЕД-а о смањењу каматне стопе очекивао је највећи део тржишта и њихови ефекти су великим делом већ уграђени у одлуке тржишних учесника. Поједини званичници ФЕД-а истичу да је много већи ефекат од самог спуштања референтне стопе имао заокрет у монетарној политици ФЕД-а у јуну, када ФЕД није мењао референтну стопу, али је сугерисано да је њено спуштање у будућности загарантовано (насупротив пројекцијама с краја 2018. које су указивале на даље подизање стопе). Оно што је извесно јесте да ће окружење ниских каматних стопа трајати дуже него што се првобитно очекивало. Међутим, треба имати у виду да постоје знатне разлике у ставовима међу члановима *FOMC*-а, као и да се очекивања тржишта знатно разликују од пројекција ФЕД-а.

Средином септембра дошло је до нестабилности на новчаном тржишту у САД, које је битан део трансмисионог механизма, и оштрог раста каматних стопа, при чему је ефективна референтна стопа први пут од 2008. пробила горњу границу циљаног распона ФЕД-а. Иако је смањење ликвидности на тржишту новца било очекивано, по основу тромесечне наплате пореза и салдирања трезорских аукција, интензитет реакције краткорочних каматних стопа (преконоћне репо стопе и референтне стопе) био је већи од очекиваног и изван скорашњег искуства. Како би ублажио притиске на тржишту новца, ФЕД је интервенисао спровођењем низа репо операција, које, иако су биле уобичајене за период пре финансијске кризе, нису практиковане у претходних више од десет година. Аналитичари се слажу у оцени да поремећај на новчаном тржишту неће угрожити способност централне банке да постигне своје циљеве, али указују на то да је смањење ликвидности на тржишту новца сигнализирало да је банкама потребан виши ниво резерви, које дуго времена нису биле проблем због квантитативног попуштања, тј. чињенице да је ФЕД куповином хартија осигуравао висок ниво ликвидности.

Иако је низ фактора утицао на нестабилност на новчаном тржишту, постало је јасно да без довољног нивоа резерви у систему чак и мањи раст тражње за ликвидношћу може изазвати значајне реакције краткорочних каматних стопа, што се може негативно одразити на трансмисиони механизам монетарне политике. Како се наводи у саопштењу објављеном почетком октобра, ФЕД је донео одлуку о куповини трезорских записа, која ће трајати

Графикон О.5.2. Очекиване референтне каматне стопе ФЕД-а и ЕЦБ-а* и фјучерси за тромесечни *EURIBOR* (на годишњем нивоу, у %)



Извор: ФЕД, ЕЦБ и Блумберг.

* ECB Survey of Professional Forecasters (SPF).

¹ Дугорочни кредити банкама у оквиру програма *TLTRO III* одобраваће се по каматној стопи везаној за референтну каматну стопу, односно за стопу на депозитне олакшице за банке које испуне одређене услове. У односу на претходну одлуку укинута је распон од 10 б.п., док је период на који ће се одобравати кредити продужен с две на три године.

² Први ниво вишкова резерви биће изузет од негативне каматне стопе, односно каматна стопа биће 0%, док ће на други ниво наставити да се примењује каматна стопа на депозитне олакшице или нулта каматна стопа, која год буде нижа. Износ првог нивоа вишкова резерви утврђиваће се у односу на висину обавезне резерве, при чему ће мултипликатор бити исти за све институције и тренутно је утврђен на нивоу од 6. Изумимање дела вишкова резерви од негативне каматне стопе, према појединим аналитичарима, могло би да појача притисак на раст каматних стопа на међубанкарском тржишту, што може објаснити раст тржишних очекивања тромесечног *EURIBOR*-а, базираних на фјучерсима, с краја октобра у односу на очекивања с краја јула.

ајмање и током Т2 наредне године, како би се осигурао довољан ниво резерви, барем као почетком септембра. Тиме би требало да осигура да се контрола над референтном стопом обавља првенствено преко каматних стопа које одређује ФЕД, а не преко честих тржишних интервенција. Такође, наведено је да ће се наставити спровођење терминских и преконоћних репо операција најмање до краја јануара наредне године. Председник ФЕД-а наглашава да је повећање aktive ФЕД-а у складу с планом нормализације монетарне политике из марта, где је наведено да ће у једном тренутку ФЕД почети с поновном куповином ХоВ како би се испратио раст других обавеза ФЕД-а и одржао одговарајући ниво резерви, истичући да је тај тренутак сада дошао. Такође, истиче и да овај раст биланса стања никако не треба мешати с програмом масовне куповине active, који је започет након финансијске кризе, с обзиром на то да је недавни поремећај на тржишту новца техничке природе и да куповина трезорских записа, која је усмерена на његово отклањање, не треба знатније да утиче на карактер монетарне политике.

Шта наведене мере значе за земље у успону и Србију

Ублажавање монетарне политике ФЕД-а и ЕЦБ-а одражава се на земље у успону, па и Србију, кроз следеће канале:

– **Трговински канал**, тј. већа тражња за увозом из земаља у успону због подстицања тражње у зони евра и САД. Подстицање раста зоне евра, која је најзначајнији трговински партнер Србије, требало би да се преко канала екстерне тражње одрази на виши извоз и тако допринесе расту БДП-а Србије;

– **Канал каматне стопе** – донете мере ЕЦБ-а требало би да се одразе и на ниже трошкове отплате постојећих евроиндексираних кредита у Србији и нижу цену новог задуживања. И трошкови сервисирања камата по основу већ узетих кредита из иностранства такође би требало да буду нижи. То може допринети расту расположивог дохотка привреде и становништва и расту средстава за нове инвестиције;

– **Сигнални канал**, тј. већа спремност инвеститора за улагања у земље у успону. Изгledi да ће експанзивност монетарне политике ФЕД-а бити даље повећана представља снажан контрафактор евентуалном погоршању сентимента инвеститора услед неизвесних трговинских политика водећих економија и успоравања глобалног раста;

– **Канал портфолио инвестиција**, тј. већи портфолио приливи ка земљама у успону. Ситуација је сада другачија него пре годину дана, када је заоштравање трговинских тензија било праћено очекивањима да ће ФЕД заоштравати монетарну политику и када је забележено смањење прилива капитала, па и одлив у знатном броју земаља у успону, пре свега оним најрањивијим. Заокрет у монетарној политици ФЕД-а и експанзивнија монетарна политика ЕЦБ-а требало би да умање притисак на земље у успону. По том основу може се очекивати већа спремност инвеститора да прихвате ниже стопе приноса. Ипак, опрезност је и даље потребна, с обзиром на већу изложеност инвеститора ка земљама у успону, што ову класу active инвеститора чини рањивом ако се сентимент на тржишту погорша;

– **Канал девизног курса** – ублажавање монетарне политике водећих централних банака требало би да делује у смеру јачања валута земаља у успону. Промена релативних цена домаћих и страних добара утиче и на промену трошкова пословања, а самим тим и тражње за домаћим и увозним добрима. Међутим, смер и интензитет тих промена зависи од много фактора, као што су степен ригидности цена, јачина преносног ефекта девизног курса и удео спољне трговине који се обавља у валути наспрам које је домаћа валута ојачала.

Захваљујући домаћим факторима – оствареној и очуваној ценовној стабилности и релативној стабилности девизног курса, укупној макроекономској и финансијској стабилности, као и поправљању услова пословања – Србија ће остати привлачна за дугорочне инвестиције, што ће се, уз повећање извозне понуде, одржавати на задржавање високе стопе раста извоза и у наредном периоду. Поред тога, девизне резерве, које су на крају септембра повећане на 13,3 млрд евра, повећавају отпорност Србије на ризике из међународног окружења.

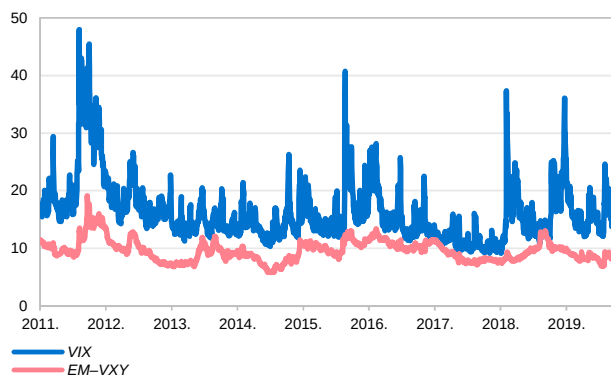
Финансијска и робна тржишта

Заоштравање трговинских тензија између САД и Кине током августа одразило се и на раст волатилности на финансијским тржиштима, али је наставак преговора, уз очекивања додатног ублажавања монетарне политике водећих централних банака, допринео њеном постепеном смањивању након тога. Имплицитна мера **волатилности финансијских тржишта** (*VIX*) тако није битније промењена на нивоу тромесечја (раст од 1,2 п.п., на 16,2% крајем Т3), као ни волатилност валута земаља у успону, која је, мерено *EM-VXY*, смањена за 0,1 п.п., на 8,2%. У октобру су обе мере смањене, *VIX* за 3,0 п.п., а *EM-VXY* за 1,0 п.п.

Најава нових царина САД на увоз из Кине у августу и лошији изгледи глобалног привредног раста по том основу проузроковали су даљи пад **приноса на државне обвезнице** развијених земаља. Уз напредак у трговинским преговорима и смањење вероватноће изласка Велике Британије из ЕУ без договора, приноси на обвезнице су делимично порасли, али су и даље били прилично испод нивоа с краја П1, а у појединим случајевима и даље негативни. Тако су у току Т3 приноси на немачке државне десетогодишње обвезнице пали за 0,2 п.п., на -0,6%, а на упоредиве француске и аустријске обвезнице за по 0,3 п.п., на -0,3%. У августу је први пут цела крива приноса на немачке обвезнице била у негативној зони и ту се задржала и након тога. У потрази за профитом, инвеститори су улагали у обвезнице периферних земаља зоне евра, па су и њихови приноси пали, највише на десетогодишње државне обвезнице Италије (за 1,3 п.п., на 0,8%) и Грчке (за 1,1 п.п., на 1,3%). Приноси на десетогодишње државне обвезнице у САД снижени су са 2,0% крајем П1 на 1,7% крајем Т3, али је разлика између њих и приноса на тромесечне америчке државне обвезнице постала позитивна почетком октобра, што је донекле ублажило страховања од рецесије. Током октобра приноси на десетогодишње америчке државне обвезнице нису битније промењени, док су у већини развијених европских земаља благо порасли.

Посматрано крајем периода, све водеће светске валуте су ослабиле према **долару**. Према оцени аналитичара, иако је економска активност успорила и у САД и у зони евра, нешто бољи изгледи у погледу инфлације у САД отежавају ФЕД-у најаву продуженог периода знатнијег ублажавања монетарне политике, за разлику од ЕЦБ-а, која је већ указала на то да ће веома експанзивна монетарна политика бити потребна у дужем временском периоду. То се одразило и на

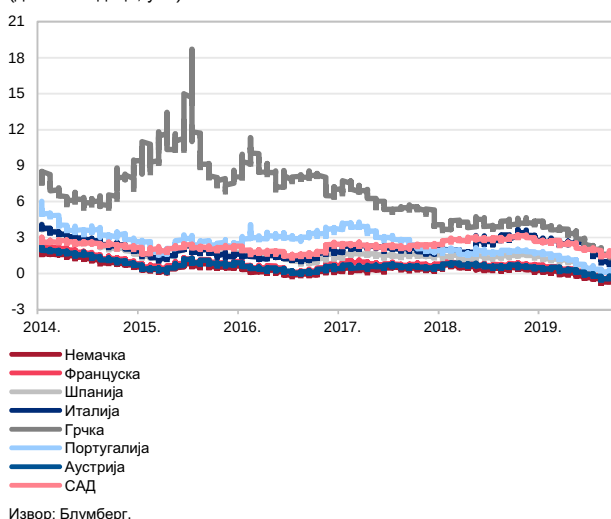
Графикон IV.6.10. Имплицитна волатилност међународног финансијског тржишта* (у %)



Извор: Блумберг.

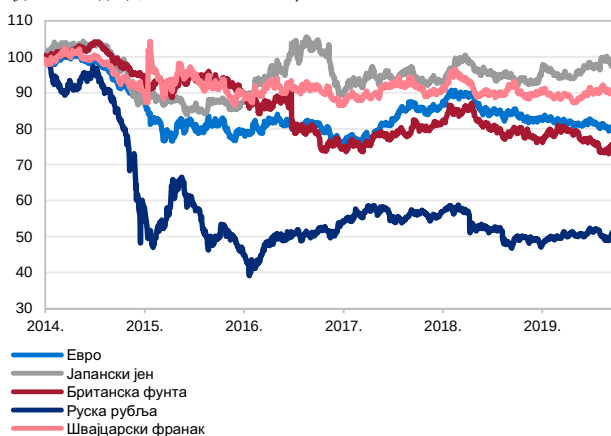
* *VIX* (Chicago Board Options Exchange Market Volatility Index) мера је имплицитне волатилности S&P 500 индекса опција; *EM-VXY* (JPMorgan emerging markets implied volatility index) мера је агрегатне волатилности валута земаља у успону на бази тромесечних форвард опција.

Графикон IV.6.11. Принос на десетогодишње обвезнице по земљама (дневни подаци, у %)



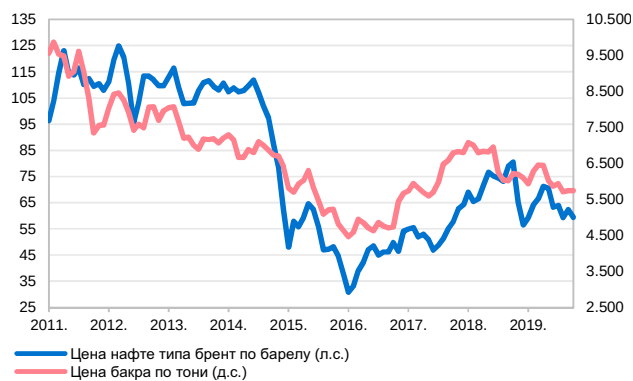
Извор: Блумберг.

Графикон IV.6.12. Кретање курсева одређених националних валута према долару* (дневни подаци, 31. 12. 2013 = 100)

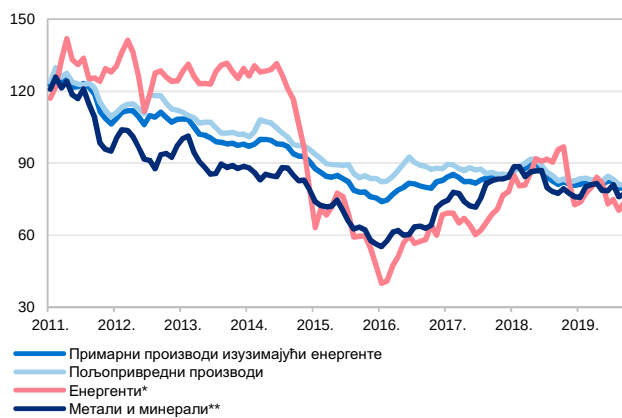


Извор: ММФ.

* Раст представља апрецијацију.

Графикон IV.6.13. Кретање цена нафте и бакра
(просечне месечне цене, у USD)

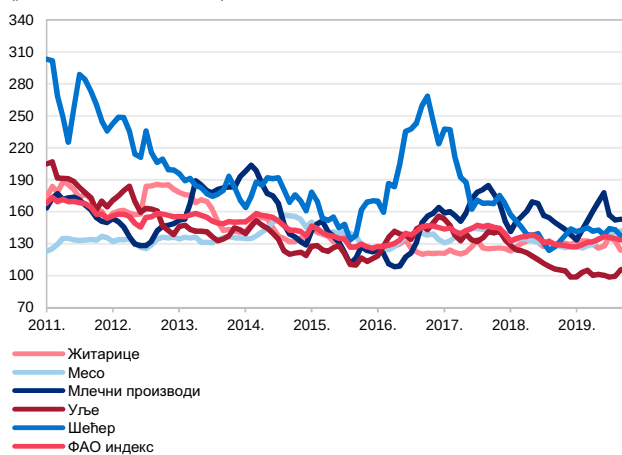
Извор: Блумберг.

Графикон IV.6.14. Индекс цена примарних производа
(2010 = 100)

Извор: Светска банка.

* Сировна нафта, природни гас и угљ.

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

Графикон IV.6.15. Индекс светских цена хране
(реално, 2002–2004 = 100)

Извор: ФАО, УН.

слабљење **евра према долару**, за 4,3% у Т3. Неизвесност око Брежита допринела је слабљењу фунте (3,0% у Т3), а након јачања у П1, према долару су ослабили и руска рубља (2,4%), швајцарски франак (2,1%) и јапански јен (0,3%). Током октобра већина валута водећих земаља повратила је део своје вредности према долару. У условима ниских, па чак и негативних приноса на обвезнице, као и раста цена акција, **цена злата** је наставила да расте, за 5,4% у Т3 и додатних 1,7% у октобру.

Цена нафте на светском тржишту била је волатилна током Т3, при чему је крајем септембра била за 7,1% нижа него крајем П1 и износила је 59,9 долара по барелу. Почетком тромесечја цена нафте је падала под утицајем лошијих изгледа глобалног привредног раста и рекордно високе производње у САД. Након што је у августу пала на 57 долара по барелу, цена нафте је средином септембра скочила на близу 70 долара по барелу услед напада на нафтна постројења у Саудијској Арабији. Међутим, како се показало да је ефекат на смањење производње по том основу био краткотрајан, забринутост за глобални привредни раст и последично лошији изгледи тражње за нафтом поново су преовладали. Паду цене нафте крајем септембра додатно је допринело јачање долара према другим светским валутама. Током октобра цена нафте је била релативно стабилна и крајем месеца је износила 59,6 долара по барелу.

Цене метала и минерала су, услед успоравања светске производње, пада пословног поверења и забринутости за глобални привредни раст, наставиле да се смањују. Према индексу цена примарних производа Светске банке, цене метала и минерала пале су у Т3 за 1,5%. Након снажног раста од почетка године, цена руде гвожђа пала је за 14,6% у Т3 услед опоравка извоза из Бразила, док је раст залиха допринео даљем паду цене бакра (2,1% у Т3). С друге стране, цена никла је снажно порасла у Т3 (47,8%) услед забране извоза руде никла из Индонезије, која ступа на снагу 2020, што је две године раније него што се првобитно очекивало.

Мерено **ФАО индексом**, светске цене хране су, након раста у П1, у Т3 пале за 1,9%. Највише су смањене цене житарица (9,1%), пре свега услед изгледа да ће жетва кукуруза у САД, највећем произвођачу и извознику кукуруза, бити много боља него што се претходно очекивало. Пале су и цене шећера, за 8,3% у Т3, услед добрих изгледа производње у наредном периоду, а ниже су биле и цене млечних производа, за 2,9%. С друге стране, међу прехранбеним

производима који улазе у ФАО индекс, порасле су цене уља (8,2%) и у септембру су достигле највиши ниво у више од годину дана, пре свега по основу опоравка глобалне тражње за палминим уљем. Раст цена меса, започет у фебруару ове године, настављен је и у ТЗ, када су оне порасле за 2,9%, тј. за 11,8% од почетка године. Томе је највише допринео раст цене свињског меса услед високе увозне тражње из Кине, како би се надоместио пад домаће производње који је изазван афричком свињском кугом. Према извештају Европске комисије, по том основу цене свињског меса у ЕУ расту од средине марта и тренутно се налазе на највишем нивоу од септембра 2013. године.

V. Пројекција инфлације

Према новембарској централној пројекцији, очекујемо да ће се мг. инфлација до краја ове и у П1 наредне године кретати око доње границе дозвољеног одступања од циља, на шта ће пре свега деловати ефекат високе базе код цена поврћа. Након тога, базни ефекат код цена поврћа деловаће у супротном смеру, што ће, уз раст агрегатне тражње и очекивано убрзање раста регулисаних цена, утицати на постепено приближавање инфлације централној вредности циља до краја периода пројекције. 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.

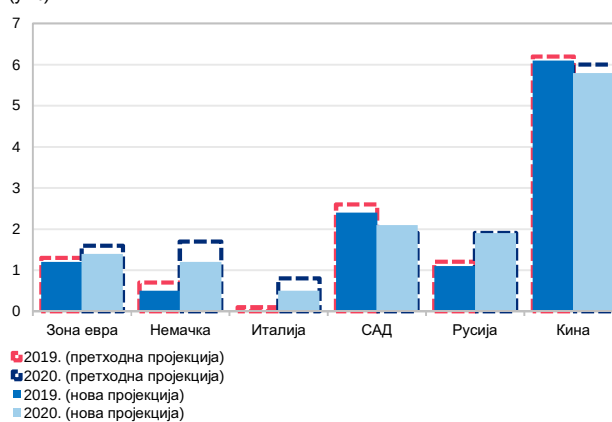
Прогнозу раста БДП-а за 2019. повећали смо на 3,6%, јер су домаћи фактори у досадашњем току године успешно компензовали нижу екстерну тражњу. Расту инвестиција највише доприноси наставак реализације инфраструктурних пројеката, унапређење пословног амбијента и повољни извори финансирања приватног сектора, док раст потрошње домаћинства воде позитивни трендови на тржишту рада. Очекујемо да ће се раст БДП-а у 2020. убрзати на око 4% и да ће сличну динамику задржати и у средњем року, вођен инвестицијама, извозом, као и растом потрошње домаћинства на одрживим основама. Ризике пројекције БДП-а у средњем року оцењујемо као симетричне, при чему ризике који потичу из међународног окружења оцењујемо као асиметричне наниже, а ризике из домаћег окружења као асиметричне навише.

Претпоставке пројекције

Екстерне претпоставке

Кретања у међународном окружењу обележило је **успоравање глобалне трговине и привредног раста**, као и додатне експанзивне мере водећих централних банака како би се умањили негативни ефекти растућег протекционизма и неизвесности. ММФ²⁸ је поново смањило своју пројекцију раста глобалне економије, на 3,0% за ову годину, што је најнижи ниво од светске економске кризе. У односу на пројекцију из јула, раст је смањен за 0,2 п.п. У наредној години ММФ очекује умерено побољшање и раст глобалне економије од 3,4%, што је за 0,1 п.п. ниже него у јулу. Као главне разлоге корекције наниже навео је растуће трговинске баријере, повећану неизвесност у трговини и геополитици, специфичне факторе који изазивају макроекономску тензију у неколико земаља у успону и структурне факторе, као што су низак раст продуктивности и демографске промене у развијеним економијама због повећања просечне старости становништва.

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



Извор: ММФ WEO (октобар 2019) и ММФ WEO Update (јул 2019).

²⁸ World Economic Outlook, октобар 2019.

Табела V.0.1. Најважније претпоставке пројекције

	2019.		2020.		2021.	
	Авг.	Нов.	Авг.	Нов.	Авг.	Нов.
Екстерне претпоставке						
Извештаја о инфлацији						
Раст БДП-а у зони евра	1,2%	1,1%	1,4%	1,2%	1,4%	1,4%
Инфлација у зони евра (просек)	1,3%	1,2%	1,4%	1,0%	1,6%	1,5%
Референтна каматна стопа ЕЦБ-а (просек)*	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%
Цене примарних пољопривредних производа на светском тржишту (Т4 на Т4)**	-3,0%	-7,0%	3,1%	7,3%	2,5%	5,6%
Цена нафте типа брент по барелу (децембар, у USD)	63	61	60	57	59	56
Интерне претпоставке						
Регулисане цене (дец. на дец.)	3,7%	3,4%	4,0%	3,7%	4,0%	4,0%
Трендови						
Апрецијацијски тренд реалног курса (просек)	0,3%	0,3%	0,4%	0,4%	0,5%	0,5%
Тренд реалне камате (просек)	0,2%	0,2%	0,0%	-0,1%	0,0%	0,0%

* ECB Survey of Professional Forecasters (SPF).

** Композитни индекс цена соје, пшенице и кукуруза.

Извор: НБС, ЕЦБ, *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.

Према процени ММФ-а, раст би био и нижи у обе године, за 0,5 п.п., да су изостали монетарни стимуланси водећих централних банака. За разлику од успоравања глобалног раста, које је синхронизовано, ММФ очекује да опоравак неће бити равномеран. Раст развијених економија пројектовао је на 1,7% у 2019. и 2020, а земаља у успону на 3,9% и 4,6%.

Када је у питању **привредни раст зоне евра**, нашег најважнијег трговинског партнера, он је у нашој текућој пројекцији коригован у складу са септембарском пројекцијом ЕЦБ-а. Према тој пројекцији, реални раст БДП-а зоне евра биће успорен на 1,1% у 2019, а затим ће се постепено убрзавати на 1,2% и 1,4% у 2020. и 2021. години. У поређењу с претходном пројекцијом, раст за ову годину коригован је наниже, за 0,1 п.п., због показатеља који указују на то да ће очекивани опоравак у другој половини године бити одложен, посебно у индустријској производњи. Раст за 2020. коригован је наниже, за 0,2 п.п., углавном због тзв. *carry-over* ефекта, док за 2021. пројекција није мењана. На лошије изгледе за раст утицала је пре свега слаба глобална трговина, у условима и даље присутне неизвесности због растућег протекционизма, која се негативно одражава на прерађивачку индустрију. Сектор услуга који је усмерен на домаће тржиште и грађевинарство испољавају већу отпорност, а ситуација на тржишту рада наставља да се побољшава. Нова пројекција ЕЦБ-а садржи ниже каматне стопе, нижу цену нафте, постизање договора око Брегзита и извесно фискално лабављење у наредном периоду, што би требало да допринесе повратку раста зоне евра на средњорочни тренд. И *Consensus Forecast* очекује раст зоне евра од 1,1% у 2019, као и пре три месеца, док је за 2020. поново смањено своја очекивања, али овај пут више, за 0,3 п.п., на 0,9%. ММФ је нешто оптимистичнији, иако је смањено своје пројекције раста зоне евра на 1,2% и 1,4% за ову и наредну годину.

Када су у питању **наши најзначајнији трговински партнери у зони евра**, *Consensus Forecast* је, у односу на прогнозу од пре три месеца, поново смањено очекивани раст **Немачке** за ову и наредну годину, за 0,2 п.п. и 0,6 п.п., на 0,5% и 0,8%. Као главни разлог смањења наводи неповољне водеће показатеље економске активности, пре свега произвођачки *PMI*, који у септембру указује на смањење нових наруџбина и производње на најнижи ниво у више од десет година. Несумњиво да извозно оријентисана немачка привреда осећа последице

слабљења глобалне трговине, поред изазова у ауто-индустрији, па се све више чују предлози привредника, али и званичника ЕУ да се предузму фискални стимуланси, поготово ако се има у виду да Немачка пету годину заредом остварује фискални суфицит. Очекивани привредни раст **Италије**, који је за 2019. благо већи него пре три месеца (0,1% наспрам 0,0%), док за 2020. није мењан (0,4%), одражава мишљење испитаника *Consensus Forecast*-а да се италијанска привреда ипак неће знатније опоравити због неизвесности у међународном окружењу и слабе домаће тражње. ММФ је смањио своју пројекцију раста Немачке на 0,5% у овој години (са 0,7%), а у наредној на 1,2% (са 1,7%). За Италију је такође смањио раст на 0% (са 0,1%) и на 0,5% (са 0,8%) у овој и наредној години.

За разлику од земаља зоне евра, **очекивани раст земаља нашег региона**, које су такође наши важни трговински партнери, није у великој мери коригован наниже. Према *Consensus Forecast*-у, очекивани раст региона **југоисточне Европе**²⁹ у овој години **исти је као пре три месеца** (3,5%), док је за 2020. годину незнатно смањен, за 0,1 п.п., на 2,8%. Процена раста **региона средње Европе**³⁰ од 3,8% и 3,1% у овој и наредној години није мењана у односу на јул. Међутим, разлике постоје посматрано по земљама. С једне стране, раст је у највећој мери смањен за Словачку (за 0,7 п.п. у 2019. и 0,5 п.п. у 2020), због високе зависности прерађивачке индустрије од извоза и слабијег раста њених главних трговинских партнера. Раст је смањен и за БиХ и Словенију за обе године. С друге стране, очекивани раст је за поједине земље повећан, пре свега за Мађарску и Румунију, које су наставиле да се у већој мери ослањају на домаћу тражњу како би надокнадиле слабљење екстерне тражње. Ублажавање монетарних политика ЕЦБ-а и ФЕД-а требало би повољно да се одрази на све земље у региону, пре свега због продужавања повољних екстерних услова финансирања.

Инфлаторни притисци у већини развијених земаља и даље су слаби, па пројектована инфлација наставља да се креће испод циља централних банака током хоризонта пројекције. У нашој пројекцији претпоставили смо да ће се **инфлација у зони евра** кретати у складу са октобарском пројекцијом ЕЦБ-а, према којој ће она бити ниска ове и следеће године (1,2% и 1,0%), да би 2021. била повећана на 1,5%. У

Табела V.0.2. **Процена привредног раста по земљама**
(реални раст, у %)

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

Извор: *Consensus Forecast*.

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

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

Извор: *Consensus Forecast*.

Графикон V.0.3. **Претпоставка о инфлацији у зони евра**
(мг. раст, у %)



Извор: ЕЦБ, *Consensus Forecast* и прерачун НБС.

²⁹ Албанија, БиХ, Бугарска, Хрватска, Северна Македонија, Румунија и Србија.

³⁰ Чешка, Мађарска, Пољска, Словачка и Словенија.

поређењу с претходном пројекцијом, ЕЦБ је највише смањила пројектовану инфлацију за наредну годину (за 0,4 п.п.), а за по 0,1 п.п. у 2019. и 2021. Као главни разлог ревизије ЕЦБ наводи очекиване ниже светске цене нафте.³¹ Нижу инфлацију у зони евра у наредном периоду очекују и стручни прогнозери.³² Према октобарској анкети ЕЦБ-а, стручни прогнозери поново су смањили своја очекивања (за по 0,1 п.п.), тако да у овој и наредној години очекују стопу инфлације од 1,2%, а у 2021. од 1,4%. Поред података о нижој инфлацији од очекиване у периоду од претходне анкете, на то су утицали ниже светске цене нафте и слабији изгледи за привредни раст. Према *Consensus Forecast*-у, очекивана инфлација у зони евра такође је нижа него пре три месеца – у овој и наредној години износи 1,2%.

Знатнији инфлаторни притисци не очекују се ни у земљама региона. Инфлација би у овим земљама у највећој мери требало да буде опредељена привредним растом и растом зарада, с једне стране, и ниском увозном инфлацијом, с друге стране. *Consensus Forecast* је у октобру повећао прогнозу инфлације у 2019. за **регион југоисточне Европе** за 0,4 п.п. у односу на јул, на 3,4%, а у 2020. години за 0,5 п.п., на 3,2%. *Consensus Forecast* је повећао и своје прогнозе инфлације у **средњој Европи**, али мање (за по 0,1 п.п.), на 2,5% и 2,7% у овој и у наредној години.

У условима ниских инфлаторних притисака, водеће централне банке су реаговале додатним експанзивним мерама монетарне политике како би ублажиле негативне ефекте трговинских тензија на привредни раст. Путање **референтних каматних стопа водећих централних банака** поново су ревидиране наниже. **ФЕД** је у септембру и октобру смањio референтну каматну стопу за по 25 б.п. (на 1,50–1,75%), због негативног утицаја глобалних кретања на економске изгледе САД и ниских инфлаторних притисака. Такође, сигнализирао је спремност да предузме и значајније мере ако америчка економија покаже знаке слабљења. Сudeћи према фјучерсима, тржиште очекује да ће се смањивање референтне каматне стопе наставити – путања очекиване референтне стопе ФЕД-а с краја октобра на нижем је нивоу него приликом израде наше претходне пројекције.

Графикон V.0.4. Очекивана референтна каматна стопа ФЕД-а* (на годишњем нивоу, у %)



Извор: ФЕД и Блумберг.

* Очекивања тржишта базирана на фјучерсима.

³¹ Претходна, јунска пројекција ЕЦБ-а закључена је 15. маја, када је светска цена нафте повећана на преко 70 долара по барелу.

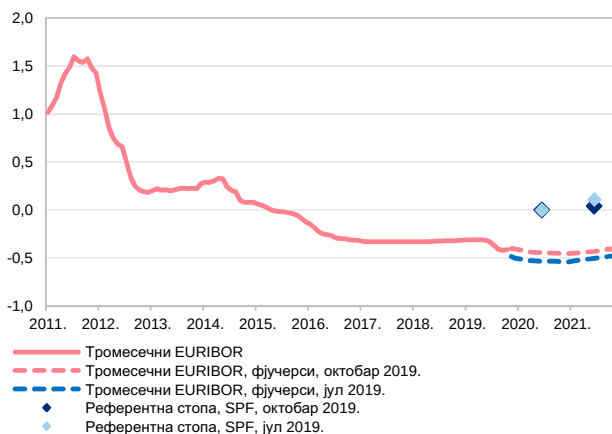
³² *ECB Survey of Professional Forecasters (SPF)*.

Када су у питању **финансијски услови у зони евра**, која је најзначајнији и 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. Септембарски пакет мера ЕЦБ-а највећи је у последње три године: стопа на депозитне олакшице у негативној зони даље је смањена и донета је одлука о поновном покретању програма куповине активе. ЕЦБ је такође сигнализирала да је спремна да учини и више ако буде потребно да би се инфлација одрживо вратила на циљ у средњем року, али и да више очекује од фискалне политике. Председник ЕЦБ-а је истакао потребу да фискална политика реагује смањењем пореза и већом потрошњом, посебно у оним земљама чија је позиција таква да могу спровести овакве мере.

Експанзивнију монетарну политику ЕЦБ-а него пре три месеца очекују и стручни прогнозери, који су у октобру изнели оцену да се референтна каматна стопа ЕЦБ-а неће повећавати током 2020. године, док агрегатна очекивања за 2021. износе свега 0,04%. Претпоставка наше пројекције јесте и да ће однос евра и долара остати непромењен током хоризонта пројекције, на нивоу просека у последње две недеље пред закључење пројекције (1,11 долара за еврo). Очекивани нови циклус ублажавања монетарних политика требало би позитивно да се одрази на услове на међународном финансијском тржишту и на токове капитала према земљама у успону и стабилност на њиховим девизним тржиштима.

Неизвесност у погледу будућих кретања у међународном окружењу односи се на кретање **светских цена примарних производа**. Неизвесно је пре свега кретање светске цене **нафте**, која је, након раста средином септембра због напада на постројења Саудијске Арабије, смањена на ниво од око 60 долара по барелу у октобру, тако да је била за 26% нижа од просечне цене из октобра претходне године. Релативно ниска цена нафте на светском тржишту последица је забринутости да би тражња могла бити слаба због лошијих изгледа за глобални привредни раст. Према процени *EIA*³³, светска цена нафте типа брент требало би у просеку да буде 59 долара по барелу у Т4 ове године, а да потом падне на 57 долара по барелу у Т2 2020. Благи опоравак цене нафте, на 62 долара по барелу, *EIA* очекује у П2 2020. Ризици

Графикон V.0.5. 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.0.6. Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент (USD/барел)



Извор: Блумберг.

Графикон V.0.7. Претпоставка о кретању светских цена примарних пољопривредних производа (Т4 2013 = 100)



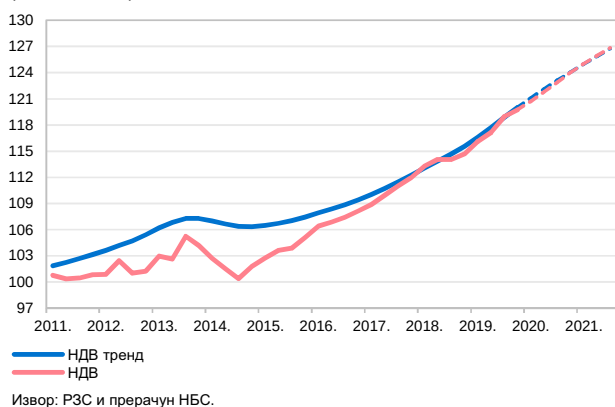
Извор: CBOT, Euronext и прерачун НБС.

³³ U.S. Energy Information Administration.

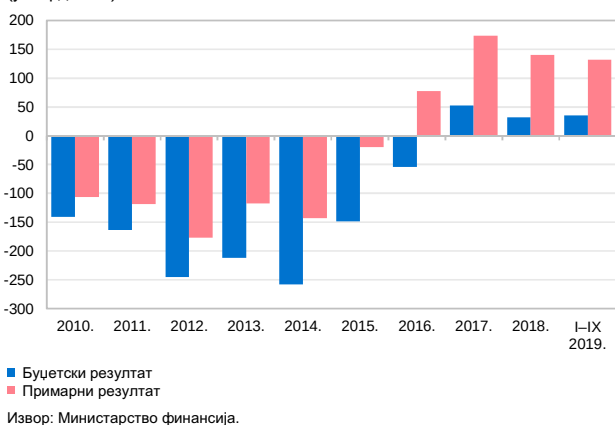
Графикон V.0.8. Претпоставка о кретању домаћих цена примарних пољопривредних производа (базни индекс, 2013 = 100)



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



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



пројекције односе се на могуће изненадне поремећаје у понуди, који би деловали у правцу раста светске цене нафте, али још више на успоравање раста глобалне тражње за нафтом, која би деловала у супротном правцу. Непознаница је у којој мери ће очекивана нижа цена нафте подстаћи тражњу.

У складу с нафтним фјучерсима с почетка новембра (узимајући просек у последње две недеље), у новој пројекцији претпоставили смо светску цену нафте од 61 долар по барелу у децембру 2019, а затим 57 и 56 долара по барелу у децембру 2020. и 2021. године, што је ниже од наше пројекције пре три месеца.

Неизвесност постоји и када је реч о кретању цена других примарних производа на светском тржишту, пре свега **метала и примарних пољопривредних производа**. Њихова волатилност одражава све већи утицај фактора на страни понуде, на супрот слабијој светској тражњи. За кретање цена примарних пољопривредних производа, које су посебно важне за Србију, у нашој пројекцији користили смо податке о фјучерсима с берзи *Euronext Paris* и *Chicago Board of Trade*. Према тим подацима, претпоставили смо нешто већи пад цена примарних пољопривредних производа у 2019. (−7,0%), а затим нешто већи раст у 2020. и 2021. години (7,3% и 5,6%) него у претходној пројекцији.

Интерне претпоставке

Цене примарних пољопривредних производа на **домаћем тржишту**,³⁴ као и на светском, смањене су током ТЗ, а нарочито су смањене цене пшенице с доласком овогодишњег рода. То је, у складу с нашим очекивањима изнетим у претходном извештају, утицало да се трошкови сировина у производњи хране спусте испод неутралног нивоа. Имајући у виду кретање фјучерса на париској и чикашкој берзи, очекујемо да ће и домаће цене пољопривредних производа у 2019. бити ниже него претходне године, што је већи пад од претпостављеног у августовској пројекцији. У складу с кретањем фјучерса, у наредне две године очекује се њихов раст.

Раст **регулисаних цена** од почетка ове године био је готово у потпуности вођен поскупљењем цигарета услед раста акциза и на мг. нивоу у септембру је износио 2,3%. Ако се има у виду најављен раст цена електричне енергије у децембру од 3,9%, мг. раст

³⁴ Мерено композитним индексом цена пшенице, кукуруза и соје.

регулисаних цена у овој години износиће 3,4%. За 2020. и 2021. годину претпоставили смо да ће раст регулисаних цена износити 3,7% и 4,0%.

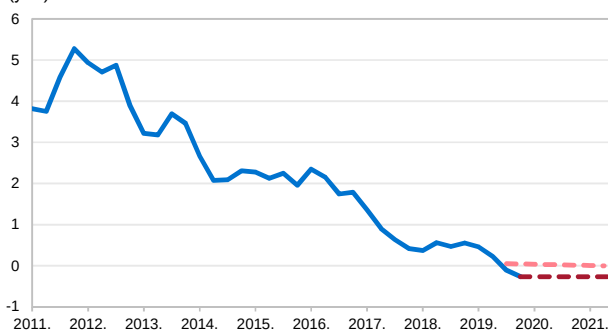
У условима ниских трошковних притисака, очекујемо да ће **инфлациона очекивања** остати стабилна до краја периода пројекције. С обзиром на то, као и ниже каматне стопе у зони евра и нижу премију ризика земље, **тренд реалне каматне стопе** требало би да остане нижи током хоризонта пројекције него што је то био случај у претходној пројекцији.

Претпоставка пројекције је даљи раст **агрегатне тражње**. Током ТЗ остварен је бржи раст НДВ-а од потенцијалног, што је утицало на то да се производни јаз нађе на неутралном нивоу. У наредном периоду очекује се даљи раст домаће тражње, која ће бити подржана 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. Ипак, процењени раст потрошње биће спорији од реалног раста БДП-а и неће изазвати раст интерне и екстерне неравнотеже.

Као резултат пуне координације мера монетарне и фискалне политике, успешно спроведене фискалне консолидације и раста економске активности, и у 2019. настављена су повољна **фискална кретања**. Закључно са септембром остварен је фискални суфицит опште државе од 35,1 млрд динара и примарни суфицит од 131,9 млрд динара, и то у условима знатно виших капиталних издатака државе и повећаних издатака за плате и пензије. Захваљујући елиминисању фискалне неравнотеже, учешће јавног дуга централног нивоа власти у пројектованом БДП-у на крају септембра смањено је на 52,0%, а наставак његове силазне путање очекујемо и у наредном периоду. Према процени Министарства финансија, карактер фискалне политике у наредном периоду требало би да буде благо експанзиван, без већих притисака на раст инфлације. За ову годину планиран је дефицит опште државе 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, одражавају се на **нижу премију ризика земље и побољшање кредитног рејтинга** и његово приближавање инвестиционом

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



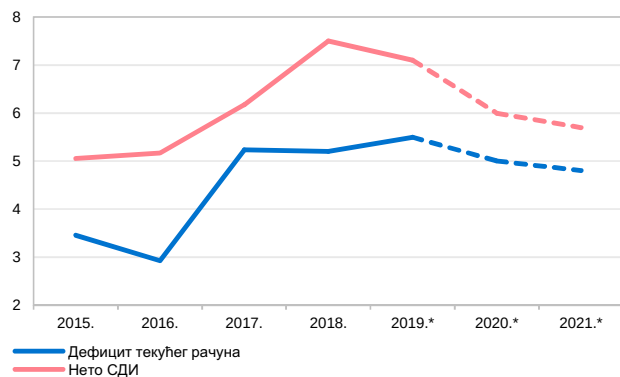
— Историјски подаци
 - - - - - Августовска пројекција
 - - - - - Новембарска пројекција
 Извор: CBOT, Euronext и прерачун НБС.

Табела V.0.4. Процена фискалних кретања 2019–2022. (у % БДП-а)

	Процена	Пројекција		
	2019.	2020.	2021.	2022.
Јавни приходи	41,4	40,2	39,4	38,7
Порески приходи	36,5	35,8	35,4	34,9
Непорески приходи	4,6	4,1	3,7	3,5
Јавни расходи	41,9	40,7	39,9	39,2
Расходи за запослене	9,5	9,5	9,5	9,5
Пензије	10,4	10,2	10,0	9,8
Камате	2,1	1,9	1,7	1,6
Капитални расходи	4,4	4,5	4,6	4,7
Укупни биланс	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
Примарни биланс	1,6	1,5	1,3	1,2

Извор: Министарство финансија.

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



Извор: НБС.

* Пројекција НБС.

нивоу, што доприноси **релативној стабилности на девизном тржишту и већој отпорности Србије на ризике из међународног окружења.**

Извоз робе и услуга требало би и у наредном периоду да убрза стопу раста, чему ће допринети остварен висок прилив СДИ у разменљиве секторе и очекивани опоравак екстерне тражње. Због наставка инвестиционог циклуса очекујемо и раст увоза опреме и репроматеријала, док ће раст животног стандарда грађана и потрошачке тражње допринети расту увоза потрошне робе. Процењујемо да ће учешће дефицита текућег рачуна платног биланса у БДП-у у овој години бити око прошлогодишњег нивоа, а да ће се у наредним годинама постепено смањивати. Очекујемо да ће прилив СДИ достићи ниво из претходне године и да ће у нето износу, пету годину заредом, више него у потпуности покрити дефицит текућег рачуна платног биланса, што очекујемо и у наредним годинама.

Пројекција инфлације

Краткорочна пројекција инфлације

Према централној пројекцији за Т4, инфлација би до краја године требало да се креће око доње границе циљаног распона.

На благ раст мг. инфлације с текућег нивоа од 1,1% утицаће раст регулисаних цена, који ће се услед планиране корекције цена електричне енергије убрзати са 2,3% мг. у септембру на 3,4% мг. у децембру. У истом смеру деловаће и очекивани раст доприноса цена нафтних деривата због ниске прошлогодишње базе. С друге стране, услед ниских трошкова у производњи хране, нижи допринос се очекује од цена хране, и прерађене и непрерађене.

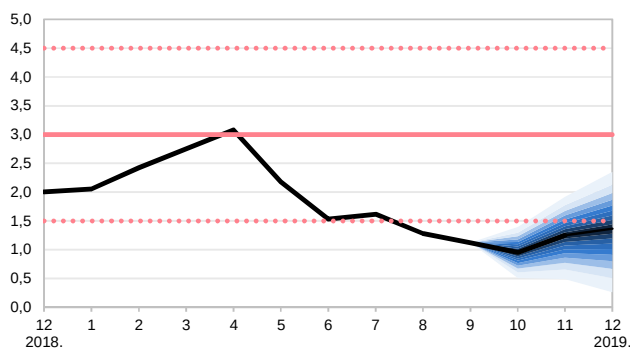
Кључни ризици пројекције до краја године, као и до сада, остају пре свега везани за кретање цена воћа и поврћа, с обзиром на њихову изражену волатилност и утицај на динамику кретања укупне инфлације.

Средњорочна пројекција инфлације

Полазећи од претпоставки пројекције, очекујемо да ће се мг. инфлација кретати око доње границе циља за инфлацију до средине наредне године, након чега ће се постепено приближавати његовој централној вредности.

Као и у претходној пројекцији, очекујемо да ће се наставити раст **агрегатне тражње**, који готово

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



Извор: НБС.

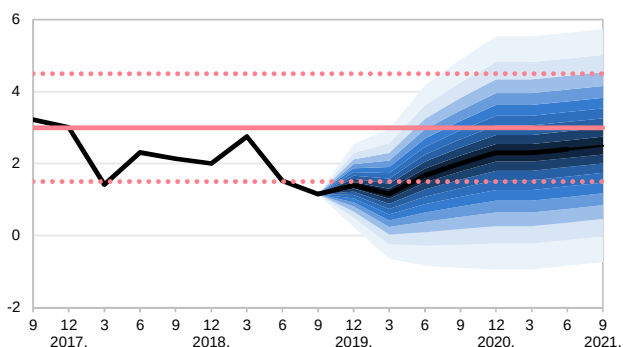
непрекидно траје од краја 2014. године. С обзиром на то да је током ТЗ остварен бржи раст НДВ-а од потенцијалног, производни јаз се нашао на неутралном нивоу и до краја периода пројекције очекујемо да ће се кретати у позитивној зони. Затварање негативног производног јаза брже је него што смо то претпоставили у претходној пројекцији због бржег раста домаће тражње, који је подржан 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. Позитиван ефекат имају и ниске каматне стопе на евроиндексиране кредите, које би требало да остану ниске дуже него што се очекивало, с обзиром на најављену експанзивнију монетарну политику ЕЦБ-а. Ниске каматне стопе биће подржане и ниском премијом ризика земље, која је недавно пала испод 50 б.п., што је њен историјски минимум. С друге стране, мању екстерну тражњу очекујемо због успоравања глобалног раста и раста привреде зоне евра, а пре свега Немачке и Италије, наших главних спољнотрговинских партнера.

Очекујемо да ће раст **регулисаних цена** у овој години износити 3,4%, пре свега по основу корекције цена цигарета у фебруару и јулу, као и најављеног раста цена електричне енергије, који је изостао прошле године. Тиме би допринос раста регулисаних цена инфлацији био за 0,2 п.п. већи него прошле године. У наредној години очекујемо раст регулисаних цена од 3,7%, а 4% у 2021. години.

Цена нафте на светском тржишту поново је смањена од претходне пројекције, што је утицало на даље смањење цена нафтних деривата на домаћем тржишту и њихов негативан допринос м.г. инфлацији. С обзиром на то да тржишни учесници, према фјучерсима, очекују да ће цене нафте на светском тржишту бити нешто ниже у односу на текући ниво, допринос цена нафтних деривата инфлацији могао би се током наредне године стабилизovati око нуле.

С почетком овогодишње пољопривредне сезоне, **цене свежег поврћа** смањиле су свој допринос расту инфлације (са 1,5 п.п. у априлу на -0,2 п.п. у септембру), у већој мери него што смо то очекивали у претходним пројекцијама. Тиме су се ове цене нашле испод неутралног нивоа, што би у наредном периоду требало да услови њихов постепени раст. Ипак, најнижи допринос инфлацији цене свежег поврћа

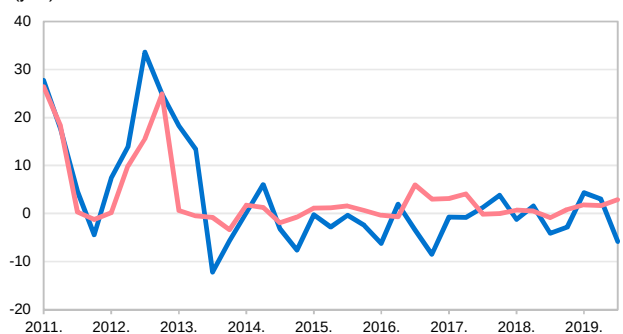
Графикон V.0.14. Пројекција инфлације
(м.г. стопе, у %)



Извор: НБС.

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

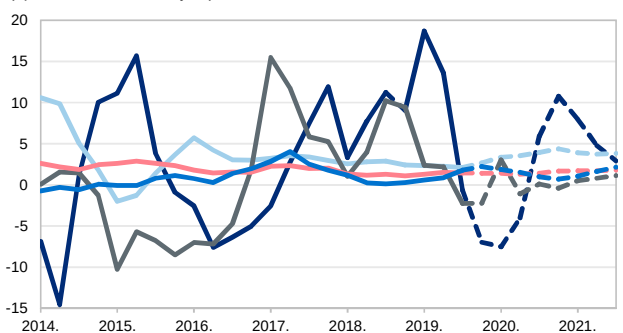
Графикон V.0.15. РМТП и цена хране
(у %)



— Јаз РМТП
— Цене хране, без воћа и поврћа (дсз. раст, на год. нивоу)

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

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



— Воће и поврће
— Регулисана цена
— Нафтни деривати
— Непрехранбени производи и услуге
— Храна

Извор: НБС.

имаће у априлу наредне године, да би након тога, с доласком нове пољопривредне сезоне, започео постепен раст доприноса ових цена.

Пратећи динамику цена примарних пољопривредних производа, процењујемо да ће се **трошкови сировина у производњи хране** кретати благо испод неутралног нивоа до краја године. Након тога, очекујемо умерени раст цена примарних пољопривредних производа и враћање трошкова сировина у производњи хране на неутрални ниво, у складу с претпостављеним кретањем цена примарних пољопривредних производа на светском тржишту, с обзиром на то да светске цене у највећој мери утичу на кретање домаћих цена примарних пољопривредних производа.

Имајући у виду очекивано кретање цена примарних пољопривредних производа, које су важне сировине у производњи прерађене хране (пшенице, кукуруза, соје), не очекујемо притиске на раст **прехрамбене инфлације**. Штавише, пад цена примарних пољопривредних производа последњих месеци, нарочито пшенице, условио је снижење трошкова у производњи хране, што би у наредном периоду требало да доведе до успоравања прехрамбене инфлације, упркос постепеном расту јединичних трошкова рада. У средњем року очекујемо да ће њен раст бити скроман и првенствено одређен постепеним растом агрегатне тражње и јединичних трошкова рада.

Благ раст очекујемо и код **непрехрамбене инфлације** – да њено кретање буде одређено растом агрегатне тражње. Притом, очекујемо да ће се непрехрамбена инфлација кретати око доње границе дозвољеног одступања од циља током периода пројекције.

Такође, не очекујемо притиске ни по основу раста **увозних цена** изражених у динарима до краја периода пројекције, с обзиром на то да се очекује чак и нешто нижа инфлација у међународном окружењу него приликом израде претходне пројекције. Очекивана инфлација је пре свега нижа за зону евра, која је наш најважнији трговински партнер.

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 се

разликовати 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 глобалне привреде могло бити и веће од процењеног, што би смањило тражњу за примарним производима. Трговинске тензије између водећих светских економија и даље су изражене, као и геополитичке тензије, што би могло да наруши пословно поверење и негативно се одрази на инвестиције, продуктивност и привредни раст. Поред тога, по основу трговинских тензија могућ је и 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 главни покретач раста тражње за примарним производима на светском тржишту као земља с највећом инвестиционом потрошњом на свету. Иако је Кина реаговала на успоравање раста монетарним и фискалним стимулансима, економска активност би ипак могла бити испод очекиване, посебно у случају поновног заоштравања трговинских тензија.

Када су у питању фактори на страни понуде, они су специфични за сваки примарни производ. Иако тржишни учесници, према фјучерсима, очекују нешто ниже **светске цене нафте** у односу на текући ниво, померања су могућа у оба смера, с обзиром на нестабилну равнотежу светске понуде и тражње. Наиме, геополитичке тензије не јењавају, уз неизвесност у погледу већег ограничавања 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 *OPEC*-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 вештачких ђубрива већ и преко утицаја на производњу биогорива. Међутим, 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 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 ФЕД-а и ЕЦБ-а, а последично и услова на међународном финансијском тржишту и односа између евра и долара. ФЕД је у октобру поново смањio распон референтне каматне стопе за 25 б.п. (на 1,50–1,75%), како би се одржао привредни раст у САД, у условима успоравања глобалног раста. Иако је ФЕД сигнализирao да не би требало да буде даљих смањења референтне стопе, осим у случају погоршања економских перформанси САД тржиште, према фјучерсима, очекује њено даље смањење.

ЕЦБ је у септембру донела пакет мера монетарних подстицаја и сигнализирала да је спремна да учини и више ако буде потребно да би се инфлација одрживо вратила на циљ у средњем року. Поред тога, неизвесно је да ли ће бити фискалних стимуланса, барем у оним земљама које су у позицији да могу да их користе. Неизвесност у погледу будућих услова на међународном финансијском тржишту могла би да утиче на нестабилност глобалних токова капитала. Штавише, 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 пројекцији смо користили претпоставку да ће раст **регулисаних цена** ове године износити 3,4%, након прошлогodiшњег релативно скромног раста од 2,4%. За наредни период претпоставили смо њихово умерено убрзање (на 3,7% у 2020. и 4% у 2021). Међутим, како је у протеклих неколико година раст ових цена углавном био спорији од очекиваног, процењујемо да постоје ризици да оне остваре нижи раст од очекиваног, тако да су по овом основу ризици пројекције асиметрични наниже.

Оцењујемо да су **ризиви у погледу остварења пројекције инфлације, заједно посматрано, симетрични до краја периода пројекције**.

Одлуке о монетарној политици и у наредном периоду зависиће од процене ефеката досадашњег ублажавања монетарне политике на кретање инфлације у наредном периоду, као и утицаја осталих домаћих фактора и фактора из међународног окружења. С

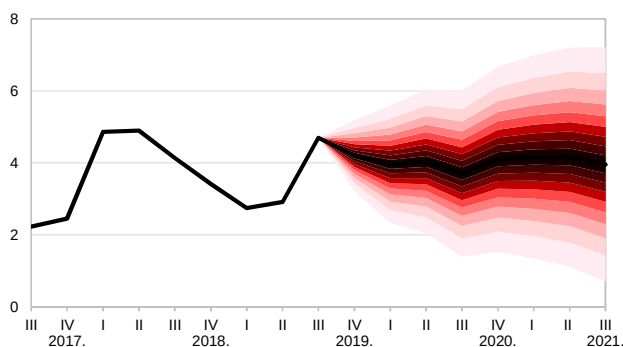
обзиром на то да кључни ризици пројекције и даље у највећој мери потичу из међународног окружења, Народна банка Србије ће наставити пажљиво да прати и анализира кретања на међународном робном и финансијском тржишту и да оцењује њихов утицај на економска кретања у Србији. Као и до сада, монетарна политика биће предвидива и доследна у остваривању ниске и стабилне инфлације у средњем року, истовремено чувајући финансијску стабилност и доприносећи одрживом привредном расту и очувању макроекономске стабилности.

Пројекција БДП-а

Опоравак прерађивачке индустрије након завршених ремонта у нафтној и хемијској индустрији и услед активирања инвестиција из претходног периода, уз висок прилив СДИ, као и даљи раст активности у грађевинарству и услужним секторима, определили су убрзање раста БДП-а у Т3 на 4,7% у односу на исти период претходне године, а на 1,8% дсз. у односу на Т2. Очекујемо да ће раст БДП-а и у Т4 имати релативно снажну динамику, вођен истим факторима као у Т3, као и ефектом ниже базе из претходне године у прерађивачкој индустрији (на коју се негативно одразило успоравање екстерне тражње и увођење такса на производе који се пласирају на Косово и Метохију), тако да ће стопа раста БДП-а на нивоу године износити 3,6%, уместо раније очекиваних 3,5%. Посматрано на нивоу године, позитиван допринос том расту потећи ће од свих услужних и производних сектора, изузев пољопривреде, која ће највероватније имати неутралан уместо негативан допринос, како смо, под претпоставком просечне пољопривредне сезоне, очекивали у августу. Према нашој процени, то ће неутралисати нешто нижи допринос индустрије од претходно очекиваног услед тога што је екстерна тражња даље успорила и што су остале на снази таксе на производе који се испоручују на Косово и Метохију.

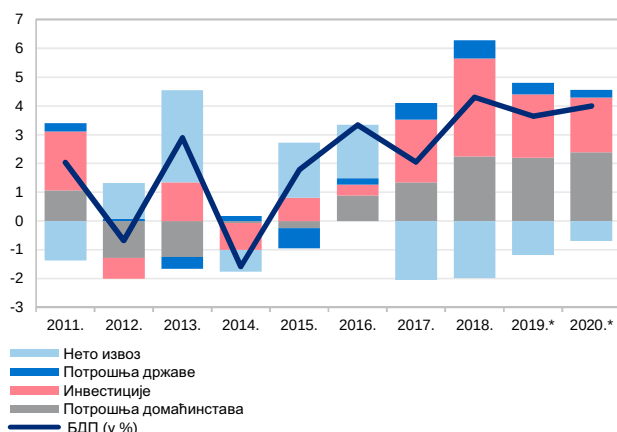
Посматрано с расходне стране, инвестиције (које ће, према нашој процени, ове године достићи 23% БДП-а) остале су кључан чинилац привредног раста, захваљујући наставку реализације инфраструктурних пројеката, унапређењу пословног амбијента и повољним изворима финансирања приватног сектора. Потрошња домаћинства даље расте, највише захваљујући наставку позитивних трендова на тржишту рада, расту поверења потрошача и нижим трошковима кредитног задужења. С друге стране, имајући у виду инвестициони циклус у земљи и даље успоравање екстерне тражње, процењујемо да ће

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



Извор: НБС.

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



Извор: РЗС и НБС.

* Процена НБС.

допринос нето извоза бити негативан, али у мањој мери него у 2018, чему доприноси повећање извозних капацитета по основу активирања инвестиција из претходног периода.

Очекујемо да ће се раст БДП-а у 2020. убрзати на око 4% и да ће сличну динамику задржати и у средњем року. Највећи позитиван допринос расту БДП-а очекује се од потрошње домаћинстава (од око 2,5 п.п. у 2020), с обзиром на њено доминантно учешће у структури БДП-а. За потрошњу се процењује да ће расти на одрживим основама, тј. без изазивања унутрашње и спољне неравнотеже. Очување макроекономске стабилности, повољни финансијски услови, наставак спровођења структурних реформи, даља интеграција у ЕУ, као и наставак реализације инфраструктурних пројеката, требало би да допринесу даљем расту фиксних инвестиција и њиховог учешћа у БДП-у (уз допринос БДП-у у 2020. од близу 2 п.п.). Требало би да активирање инвестиција, посебно у разменљиве секторе, обезбеди одржање релативно снажне динамике раста извоза робе и услуга, чему ће доприносити и очекивани постепени опоравак екстерне тражње. С друге стране, наставак инвестиционог циклуса и све веће укључивање домаћих фирми у светске производне ланце утицаће и на раст увоза опреме и репроматеријала, а даљи раст финалне потрошње на већи увоз потрошних добара. У таквим околностима, очекујемо да ће допринос нето извоза БДП-у највероватније и у 2020. бити негативан (−0,7 п.п.), а у средњем року неутралан.

Посматрано с производне стране, највећи допринос постепеном убрзању раста БДП-а у средњем року требало би да пружи бржи раст прерађивачке индустрије, са стране понуде – као резултат активирања нових и проширења постојећих капацитета, а са стране тражње – као резултат постепеног убрзања раста код главних спољнотрговинских партнера. Убрзање раста активности очекујемо и у услужним секторима по основу наставка позитивних кретања на тржишту рада и раста домаће тражње. Снажан подстицај расту БДП-а требало би да пружи и грађевинарство, с обзиром на актуелне и планиране пројекте у области саобраћајне инфраструктуре, као и повољне тенденције на тржишту некретнина. Код пољопривреде претпоставили смо да ће приноси бити на нивоу вишегодишњег просека, што би у 2020, након још једне натпросечне пољопривредне сезоне,

требало да услови њен благ негативан допринос расту БДП-а. Када је реч о пројекцији за 2020. годину, треба имати у виду да ће убрзању раста БДП-а допринети и релативно висок тзв. *carry-over* ефекат (који ће, према нашим проценама, износити око 1,5 п.п.),³⁵ с обзиром на то да се економска активност у овој години убрзала у П2 и да ће се у Т4 кретати изнад годишњег просека.

Ризике пројекције БДП-а за наредни период, слично као и претходни пут, оцењујемо као симетричне, при чему су ризици који потичу из међународног окружења асиметрични наниже, а ризици из домаћег окружења асиметрични навише.

Кључни ризик који потиче из међународног окружења односи се на **темпо раста зоне евра и с тим повезану динамику привредног раста у земљама средње и југоисточне Европе**, с којима зона евра, али све више и Србија, остварује снажне економске везе. Иако је на почетку године раст у зони евра био бржи од очекиваног, трговинске тензије које су последица протекционистичких мера водећих светских економија, уз присутне геополитичке тензије, укључујући и одлагање коначног договора око Брегзита, неповољно су се одражавале на поверење инвеститора. То је, уз смањену активност у аутомобилској индустрији, неповољно деловало на раст економске активности у наставку године. Иако се за наредни период очекује постепено убрзање раста привреде зоне евра, према већини релевантних међународних финансијских институција, ризици ове пројекције су асиметрични наниже, што би у случају њиховог ефектуирања могло утицати на спорији раст извоза Србије и последично спорији раст производње у прерађивачкој индустрији. С друге стране, укидање такса од 100% на производе који се испоручују на Косово и Метохију могло би позитивно да се одрази на производњу у прерађивачкој индустрији, пре свега прехрамбених производа.

Као мала и отворена привреда, Србија је под утицајем и **токова капитала и односа главних валута на међународном финансијском тржишту**. Спорији глобални привредни раст и присутна неизвесност на међународном финансијском тржишту по основу трговинских и геополитичких тензија могли би се негативно одразити на пословно поверење и инвестиционе одлуке, што би вероватно смањило прилив капитала у земље у успону, укључујући и Србију. Ипак, ови ефекти би у великој мери или у потпуности могли бити неутралисани експанзивним

³⁵ Ефекат пренетих тенденција из ове године. За детаље видети Извештај о инфлацији – фебруар 2018, Осврт 3, стр. 40.

мерама монетарних политика водећих централних банака, за које постоји могућност додатног ублажавања. Поред тога, треба истаћи и да је Србија, захваљујући очуваној макроекономској стабилности, смањеној унутрашњој и спољној неравнотежи, повећању домаће штедње и мањим потребама за екстерним задуживањем, смањила своју изложеност евентуалним негативним дешавањима на међународном финансијском тржишту.

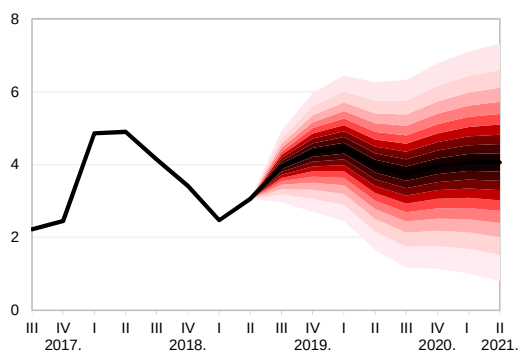
Ризици пројекције БДП-а у одређеној мери се односе и на **кретање цена примарних производа, пре свега нафте, основних метала и житарица**. С обзиром на то да је Србија нето увозница нафте, раст њене цене прелио би се на нижи расположиви доходак и више трошкове пословања, док би пад цене нафте имао супротан ефекат. С друге стране, када је реч о ценама основних метала (посебно челика и бакра) и житарица, Србији као нето извознику погодује њихов евентуални раст на светском тржишту.

Ако се узме све у обзир, ризике пројекције по основу привредног раста зоне евра и наших других важних спољнотрговинских партнера оцењујемо као асиметричне наниже, а ризике по основу кретања на међународном робном и финансијском тржишту као симетричне.

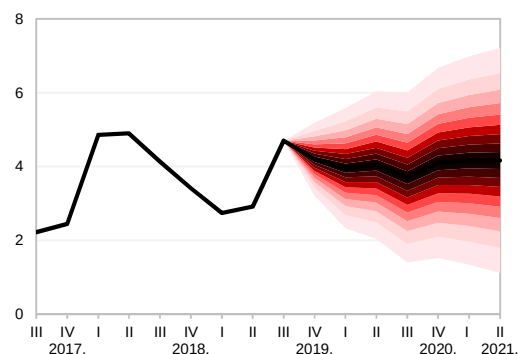
За разлику од ризика који потичу из међународног окружења, ефекат појединих домаћих фактора на раст БДП-а оцењујемо као асиметричан навише. То се односи, пре свега, на могући **снажнији раст приватних инвестиција** од претпостављеног, што је био случај и у претходној и у овој години. То би, уз наставак структурних реформи и планирана даља системска унапређења пословног амбијента, требало да допринесе и бржем расту укупне факторске

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

Августовска пројекција
(мг. стопе, у %)



Новембарска пројекција
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

продуктивности. При томе, боља реализација капиталних издатака државе у односу на план у 2018. и у овој години указује на то да би и инвестиције државе у наредном периоду могле расти брже од очекивања. С обзиром на то да су инвестиције претежно усмерене у разменљиве секторе, требало би да њихово веће активирање допринесе и убрзању раста извоза, посматрано с расходне стране, односно раста прерађивачке индустрије, посматрано с производне стране. Поред тога, могућа су и повољнија кретања у грађевинарству од очекиваних, пре свега по основу наставка интензивног улагања у инфраструктуру и позитивних трендова у области некретнина.

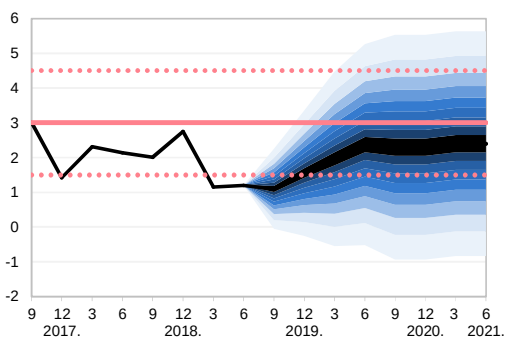
Ризик пројекције БДП-а односи се и на кретање **пољопривредне производње**, за коју смо претпоставили да ће у 2020, као и у наредним годинама, бити просечна. С обзиром на то да ова пројекција може одступити у оба смера, пре свега у зависности од агрометеоролошких услова, ризике по овом основу оцењујемо као симетричне.

Поређење и остварење пројекција инфлације

У поређењу с пројекцијом коју смо објавили у августовском Извештају о инфлацији, нова средњорочна пројекција инфлације је на nižем нивоу до средине наредне године, а затим на нешто вишем нивоу до краја периода пројекције. Главни разлог ниже пројектоване инфлације до средине наредне године јесте већи пад цена поврћа у ТЗ од очекиваног, који је снизио пројектоване мг. стопе инфлације до средине наредне године, али их је, због базног ефекта, након тога повећао.

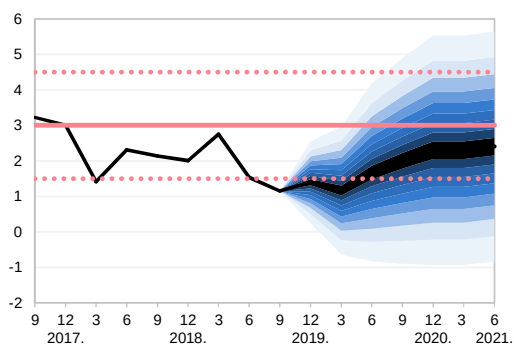
Графикон V.0.20. Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације

Августовска пројекција
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

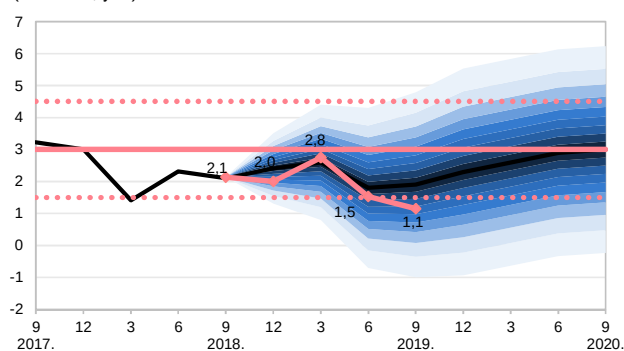
Новембарска пројекција
(мг. стопе, у %)



У правцу ниже пројектоване инфлације делују и даље присутни апresiasiјски притисци, због којих смо раст цена непрехрамбених производа пројектовали на нешто нижем нивоу него у августовској пројекцији, упркос нешто бржем затварању производног јаза. Поред тога, нижем расту цена непрехрамбених производа и услуга допринеће и нижа инфлација у међународном окружењу, на основу ниже увозне инфлације.

С друге стране, пројектована прехранбена инфлација нешто је виша због раста цена свињског меса на светском тржишту, који, подстакнут растом тражње из источне Азије, траје од марта ове године. Поред тога, изван утицај на вишу пројектовану прехранбену инфлацију има и производни јаз, који се у новој пројекцији брже затвара него у претходној пројекцији.

Графикон V.0.21. Остварење пројекције инфлације из новембра 2018.
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

Када је у питању остварење пројекције из новембра 2018, може се видети да је инфлација до средине ове године била у складу с централним вредностима које смо пројектовали и пре годину дана. Само у Т3 ове године инфлација је била испод пројектованог централног нивоа. Најважнији разлози за одступање остварене инфлације наниже у односу на нашу централну пројекцију од пре годину дана јесу **ниже светске цене нафте и регулисане цене**. Светске цене нафте су биле ниже за око 20% од оних које смо, према фјучерсима, претпоставили у пројекцији из новембра 2018, па су и домаће цене нафтних деривата биле ниже, а тиме и њихов допринос инфлацији. Такође, нижи је био и допринос регулисаних цена, јер су оне забележиле скромнији раст у Т3 ове године (2,1% мг.) од претпостављеног у пројекцији из новембра 2018. (3,3% мг.).

Табела А
Показатељи екстерне позиције Србије

	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	I 2019.	II 2019.	III 2019.
ПОКАЗАТЕЉИ ЕКСТЕРНЕ ЛИКВИДНОСТИ (у %)																	
Девизне резерве / увоз робе и услуга (у месецима)	6,1	9,0	7,5	5,4	9,7	8,4	8,8	7,7	7,6	6,6	6,7	6,2	5,4	5,3	5,3	5,4	5,8
Девизне резерве / краткорочни дуг	177,0	265,1	250,6	162,6	220,6	191,2	299,9	237,3	268,6	294,0	256,4	234,0	200,1	254,7	240,8	252,3	
Девизне резерве / БДП	22,1	34,8	30,5	22,9	32,6	31,7	34,0	32,4	30,7	27,9	29,1	27,8	25,4	26,3	26,4	27,7	29,7
Отплата дуга / БДП	4,7	9,7	9,6	10,1	12,1	11,3	11,7	12,3	12,6	13,3	11,1	12,3	10,9	11,3	8,8	8,3	
Отплата дуга / извоз робе и услуга	19,8	36,2	37,5	37,5	48,8	37,5	37,3	36,0	33,0	32,7	25,2	25,9	22,2	22,8	16,7	15,9	
ПОКАЗАТЕЉИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)																	
Спољни дуг / БДП	56,2	55,2	55,1	58,8	68,6	74,5	68,1	76,1	70,4	72,4	73,5	72,1	65,3	62,6	62,7	63,4	
Краткорочни дуг / БДП	12,5	13,1	12,2	14,1	14,8	16,6	11,3	13,7	11,4	9,5	11,3	11,9	12,7	10,3	11,0	11,0	
Спољни дуг / извоз робе и услуга	234,9	205,7	214,3	218,9	276,9	247,1	216,5	223,6	184,0	177,7	166,8	152,4	132,4	126,3	124,8	124,6	
ПОКАЗАТЕЉИ ИЗЛОЖЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКОМ РИЗИКУ (у %)																	
Девизне резерве / М1	290,3	356,1	306,7	300,4	393,4	416,6	429,6	402,1	330,4	278,1	250,2	207,3	176,2	168,0	183,3	185,2	188,8
Девизне резерве / примарни новцац	169,8	179,5	173,8	140,7	190,5	196,4	207,6	197,9	199,9	196,6	193,7	196,6	185,0	171,4	176,6	198,1	207,6
СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ) / БДП																	
	67,1	73,0	74,7	78,0	65,1	75,3	78,0	84,5	87,1	91,8	96,2	100,7	106,3	108,8	116,0	114,5	111,3
МЕМОРАНДУМ (у млн евра)																	
БДП ¹⁾	22.276	25.906	31.551	35.701	32.486	31.546	35.432	33.679	36.427	35.467	35.716	36.723	39.183	42.855	10.197	11.284	11.928 ²⁾
Спољни дуг	12.520	14.291	17.382	20.982	22.272	23.509	24.123	25.645	25.644	25.679	26.234	26.494	25.573	26.829	27.142	27.817	
Сервисирање спољног дуга	1.054	2.513	3.039	3.594	3.922	3.564	4.154	4.130	4.595	4.728	3.960	4.508	4.285	4.849	896	940	
Девизне резерве НБС	4.922	9.020	9.634	8.162	10.602	10.002	12.058	10.915	11.189	9.907	10.378	10.205	9.962	11.262	11.440	12.146	13.295
Краткорочни дуг ³⁾	951	968	1.044	1.832	1.852	1.758	612	455	196	99	303	672	893	1.480	1.277	1.525	
Биланс текућих трансакција	-1.778	-2.356	-5.474	-7.126	-2.032	-2.037	-3.656	-3.671	-2.098	-1.985	-1.234	-1.075	-2.051	-2.223	-893	-744	-639
КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ (промена рејтинга и изгледа)																	
	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2017.	2018.	2019.	
	Јун/Мај	Феб.	Јул	Март/Дец.	Дец.	Нов.	Март	Авг.	Јул	Јан.	Дец.	Јан/Март/Јун/Дец.	Март	Дец.	Дец.	Септ.	
S&P	BB- /стабилан	BB- /позитиван	BB- /стабилан	BB- /негативан	BB- /стабилан		BB /стабилан	BB- /негативан				BB- /позитиван		BB /стабилан	BB /позитиван		
Fitch	BB- /стабилан			BB- /негативан		BB- /стабилан		BB- /негативан		B+ /стабилан	B+ /позитиван	BB- /стабилан		BB /стабилан		BB+ /стабилан	
Moody's									B1 /стабилан			B1 /позитиван	Ba3 /стабилан			Ba3 /позитиван	

Методолошка објашњења:

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

¹⁾ Према методологији ESA 2010.
²⁾ По оригиналној рочности.
³⁾ Процена НБС.

Напомене:

- РЗС је извршио ревизију података о БДП-у за период 2005–2017. године, што је утицало на промену учешћа макроекономских показатеља у БДП-у.
- Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.
- Од 2007. подаци о извозу и увозу робе и услуга усклађени су са смерницама садржаним у *Приручнику за израду платног биланса и међународне инвестиционе позиције* бр. 6 ММФ-а (BPM6). Подаци за 2005. и 2006. приказани су према претходној методологији.
- Од 1. јануара 2010. РЗС региструје извоз и увоз према општем систему трговине, који представља шири концепт и обухвата сву робу која улази на економску територију земље или је напушта, са изузетком робе која је у транзиту. Упоредиве податке РЗС је објавио за 2007, 2008. и 2009. годину. Претходне године су дате према специјалном систему трговине. Размена с Црном Гором регистрована је према припадајућим трансакцијама од 2003. године.
- Од септембра 2010. измењена је методологија статистике спољног дуга тако да се у спољни дуг јавног сектора укључују обавезе по основу алокације SDR (475,1 млн евра), искоришћене у децембру 2009, док су из спољног дуга приватног сектора искључени кредити закључени пре 20. децембра 2000. по којима се не врше плаћања (974,8 млн евра, од чега се 422,6 млн евра односи на домаће банке, 552,2 млн евра на домаћа предузећа).
- Отплата спољног дуга не укључује отплате по основу краткорочних кредита и превремену отплату дуга.

Табела Б
Основни макроекономски показатељи

	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	I 2019.	II 2019.	III 2019.
Реални раст БДП-а (у %)¹)	5,5	4,9	6,4	5,7	-2,7	0,7	2,0	-0,7	2,9	-1,6	1,8	3,3	2,0	4,4	2,7	2,9	4,7²)
Потрошачке цене (у % у односу на исти месец претходне године)²)	17,7	6,6	11,0	8,6	6,6	10,3	7,0	12,2	2,2	1,7	1,5	1,6	3,0	2,0	2,8	1,5	1,1
Девизне резерве НБС (у млн евра)	4.922	9.020	9.634	8.162	10.602	10.002	12.058	10.915	11.189	9.907	10.378	10.205	9.962	11.262	11.440	12.146	13.295
Извоз робе и услуга (у млн евра)³)	5.329	6.948	8.110	9.583	8.043	9.515	11.145	11.469	13.937	14.451	15.728	17.385	19.312	21.238	5.363	5.912	6.137
- стопа раста у % у односу на претходну годину	19,1	30,4	-	18,2	-16,1	18,3	17,1	2,9	21,5	3,7	8,8	10,5	11,1	10,0	10,6	10,8	11,4
Увоз робе и услуга (у млн евра)³)	9.612	11.970	15.468	18.267	13.099	14.244	16.487	16.992	17.782	18.096	18.643	19.597	22.343	25.392	6.464	7.012	7.140
- стопа раста у % у односу на претходну годину	0,7	24,5	-	18,1	-28,3	8,7	15,7	3,1	4,7	1,8	3,0	5,1	14,0	13,6	12,2	12,3	10,5
Текући рачун платног биланса³) (у млн евра)	-1.778	-2.356	-5.474	-7.125	-2.032	-2.037	-3.656	-3.671	-2.098	-1.985	-1.234	-1.075	-2.051	-2.223	-893	-744	-639
у % БДП-а	-8,0	-9,1	-17,3	-20,0	-6,3	-6,5	-10,3	-10,9	-5,8	-5,6	-3,5	-2,9	-5,2	-5,2	-8,8	-6,6	-5,4
Незапосленост по Анкети (у %)⁴)	20,8	20,9	18,1	13,6	16,1	19,2	23,0	23,9	22,1	19,2⁷)	17,7	15,3	13,5	12,7	12,1	10,3	
Зараде (просечне за период, у еврима)⁷)	210,4	257,8	347,1	402,0	337,8	331,8	372,5	366,1	388,5	379,8	367,9	374,5	383,9	419,7	454,5	462,4	463,4
Републички буџетски суфицит/дефицит (у % БДП-а)⁴)				-1,6	-3,0	-3,2	-3,8	-5,6	-4,9	-5,9	-2,7	-0,2	0,7	0,6	1,3	0,4	2,0
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а)⁴)	1,1	-1,4	-1,8	-2,5	-4,2	-4,3	-4,5	-6,4	-5,1	-6,2	-3,5	-1,2	1,1	0,6	1,0	0,5	1,2
Јавни дуг Републике Србије (централни ниво државе, у % БДП-а)⁵)	47,6	33,9	27,9	26,8	30,9	39,5	42,8	52,9	56,0	66,2	70,0	67,8	57,9	53,7	51,0	51,4	52,0
Курс динара према долару (просек у периоду)	66,87	67,03	58,39	55,76	67,47	77,91	73,34	88,12	85,17	88,54	108,85	111,29	107,50	100,28	104,06	104,95	105,82
Курс динара према долару (крај периода)	72,22	59,98	53,73	62,90	66,73	79,28	80,87	86,18	83,13	99,46	111,25	117,14	99,12	103,39	105,00	103,77	107,43
Курс динара према евра (просек у периоду)	82,99	84,11	79,96	81,44	93,95	103,04	101,95	113,13	113,14	117,31	120,73	123,12	121,34	118,27	118,23	117,97	117,72
Курс динара према евра (крај периода)	85,50	79,00	79,24	88,60	95,89	105,50	104,64	113,72	114,64	120,96	121,63	123,47	118,47	118,19	117,97	117,91	117,53
МЕМОРАНДУМ:																	
БДП (у млн евра)⁵)	22.276	25.906	31.551	35.701	32.486	31.546	35.432	33.679	36.427	35.467	35.716	36.723	39.183	42.855	10.197	11.284	11.928⁹)

¹) У сталним ценама претходне године.

²) Цене на мало до 2006. године.

³) Од 2007. подаци о платном билансу (текући рачун, извоз и увоз робе и услуга) усклађени су са смерницама садржаним у *Приручнику за израду платног биланса и међународне инвестиционе позиције* бр. 6 ММФ-а (BPM6). Подаци за 2005. и 2006. приказани су према претходној методологији. Због прекида серије, за 2007. стопе раста извоза и увоза робе и услуга нису приказане. Од 1. јануара 2010. РЗС региструје извоз и увоз према општем систему трговине, који представља шири концепт и обухвата сву робу која улази на економску територију земље или је напушта, са изузетком робе која је у транзиту. Упоредиве податке РЗС је објавио за 2007, 2008. и 2009. годину. Претходне године су дате према специјалном систему трговине. Размена с Црном Гором регистрована је према припадајућим трансакцијама од 2003. године.

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

⁵) Према методологији ЕСА 2010.

⁶) Нова методологија *Анкете о радној снази* од 2014. године.

⁷) До 2017. године зараде се приказују по старој методологији. Од 2017. године зараде се објављују према новој методологији и на основу података Пореске управе. За прерачуна динарских зарада у евре коришћен је просечни курс RSD/EUR у посматраном периоду. За ТЗ 2019. приказане су просечне зараде у јулу и августу.

⁸) Подаци о учешћу јавног дуга у БДП-у преузети су с веб-сајта Управе за јавни дуг.

⁹) Процена НБС.

Напомене:

1. РЗС је извршио ревизију података о БДП-у за период 2005–2017. године, што је утицало на промену у чешћа макроекономских показатеља у БДП-у.
2. Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.
3. Извор за податак о стопи незапослености је *Анкета о радној снази* РЗС-а.
4. Извор за податак о јавном дугу је Министарство финансија.

Списак графикана и табела

Графикони

III.0.1. Допринос мг. стопи раста потрошачких цена	11
III.0.2. Укупна и базна 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. Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред	13
III.0.6. Перципирана и очекивана инфлација становништва	14
III.0.7. 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 динарских 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	17
IV.1.9. Приноси на еврообвезнице земаља у региону	18
IV.1.10. Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала	18
IV.1.11. Структура финансијског биланса	19
IV.1.12. Структура СДИ по секторима	19
IV.1.13. Кретање курса динара и евра према долару	19
IV.1.14. Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту	20
IV.1.15. Девизне резерве и покривеност краткорочног спољног дуга	20
IV.1.16. Кретање курсева одређених националних валута према евр	20
IV.2.1. Домаћи кредити немонетарном сектору и МЗ	21
IV.2.2. Доприноси тромесечном расту М2, секторска структура	22
IV.2.3. Кредитна активност и БДП	22
IV.2.4. Структура новоодобрених кредита привреди, по наменама	22
IV.2.5. Структура новоодобрених кредита привреди, по величини предузећа	23
IV.2.6. Утицај појединих фактора на промену кредитних стандарда у одобравању кредита и кредитних линија предузећима	23
IV.2.7. Структура новоодобрених кредита становништву	23
IV.2.8. Утицај појединих фактора на промену кредитних стандарда у одобравању кредита и кредитних линија становништву	24
IV.2.9. Учешће <i>NPL</i> у укупним кредитима, бруто принцип	25
IV.3.1. Доприноси мг. стопи раста БДП-а – расходна страна	30
IV.3.2. Кретање инвестиција у основне фондове	30
IV.3.3. Извоз и увоз робе и услуга	34
IV.3.4. Извоз услуга	34
IV.3.5. Кретање главних компонената увоза	34
IV.3.6. Робна размена у еврима	35
IV.4.1. Кретање показатеља економске активности	40
IV.4.2. Физички обим производње по гранама прерађивачке индустрије	40
IV.4.3. Физички обим производње у енергетици и рударству	41
IV.4.4. Показатељи грађевинске активности	41
IV.4.5. Показатељи активности сектора услуга	41

IV.5.1.	Просечна номинална нето зарада	42
IV.5.2.	Номиналне нето зараде по делатностима	42
IV.5.3.	Структура мп. раста укупне формалне запослености	43
IV.5.4.	Допринос мп. расту укупне формалне запослености по делатностима	43
IV.5.5.	Показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази	44
IV.6.1.	Доприноси дсз. стопи раста БДП-а зоне евра	48
IV.6.2.	Кретање БДП-а и показатеља економске активности зоне евра	48
IV.6.3.	Водећи показатељи сектора производње по земљама – <i>PMI Manufacturing</i>	49
IV.6.4.	Водећи економски показатељи у САД	49
IV.6.5.	Кретања на тржишту рада у САД	50
IV.6.6.	Кретање хармонизованог индекса потрошачких цена по земљама	51
IV.6.7.	Кретање индекса потрошачких цена за изабране земље	51
IV.6.8.	Кретање референтних стопа по земљама	52
IV.6.9.	Инфлација и циљ по земљама у септембру 2019.	53
IV.6.10.	Имплицитна волатилност међународног финансијског тржишта	57
IV.6.11.	Принос на десетогодишње обвезнице по земљама	57
IV.6.12.	Кретање курса одређених националних валута према долару	57
IV.6.13.	Кретање цена нафте и бакра	58
IV.6.14.	Индекс цена примарних производа	58
IV.6.15.	Индекс светских цена хране	58
V.0.1.	Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2019. и 2020. ММФ-а	61
V.0.2.	Претпоставка о расту БДП-а у зони евра	62
V.0.3.	Претпоставка о инфлацији у зони евра	63
V.0.4.	Очекивана референтна каматна стопа ФЕД-а	64
V.0.5.	Очекивана референтна каматна стопа ЕЦБ-а и фјучерси за тромесечни <i>EURIBOR</i>	65
V.0.6.	Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент	65
V.0.7.	Претпоставка о кретању светских цена примарних пољопривредних производа	65
V.0.8.	Претпоставка о кретању домаћих цена примарних пољопривредних производа	66
V.0.9.	Пројектовано кретање производног јаза	66
V.0.10.	Фискални и примарни резултат буџета опште државе	66
V.0.11.	Тренд реалне каматне стопе	67
V.0.12.	Дефицит текућег рачуна и нето прилив СДИ	68
V.0.13.	Краткорочна пројекција инфлације	68
V.0.14.	Пројекција инфлације	69
V.0.15.	РМТП и цена хране	69
V.0.16.	Пројекција компонената инфлације	69
V.0.17.	Пројекција раста БДП-а	72
V.0.18.	Доприноси реалном расту БДП-а	72
V.0.19.	Поређење текуће с претходном пројекцијом раста БДП-а	74
V.0.20.	Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације	75
V.0.21.	Остварење пројекције инфлације из новембра 2018.	76

Табеле

III.0.1.	Допринос мг. стопи раста потрошачких цена	11
III.0.2.	Раст и доприноси компонената расту потрошачких цена у ТЗ 2019.	12
IV.1.1.	Кредитни рејтинг	18
IV.2.1.	Монетарни агрегати	21
IV.3.1.	Кретање главних показатеља и извора потрошње домаћинства	30
IV.3.2.	Показатељи кретања инвестиција	31
IV.4.1.	Доприноси мг. расту БДП-а	42
IV.5.1.	Кретања формалне запослености и незапослености	43
V.0.1.	Најважније претпоставке пројекције	62
V.0.2.	Процена привредног раста по земљама	63
V.0.3.	Процена инфлације по земљама	63
V.0.4.	Процена фискалних кретања 2019-2022.	67
Табела А. Показатељи екстерне позиције Србије		77
Табела Б. Основни макроекономски показатељи		78

Графикони у освртима

O.1.1.	Номиналне мг. стопе раста кредита	26
O.1.2.	Доприноси мг. расту кредита привреди	26
O.1.3.	Промена кредитних стандарда привреди и допринос фактора	27
O.1.4.	Тражња привреде за кредитима и допринос фактора	27
O.1.5.	Доприноси мг. расту кредита становништву	28
O.1.6.	Промена кредитних стандарда становништву и утицај фактора	28
O.1.7.	Тражња становништва за кредитима и утицај фактора	28
O.1.8.	Учешће укупних кредита у БДП-у и оцена дугорочног тренда	29
O.2.1.	Реални раст БДП-а и потрошње домаћинства	32
O.2.2.	Потрошња домаћинства – показатељи и извори	32
O.2.3.	Доприноси расту потрошње домаћинства	33
O.3.1.	Кретање показатеља екстерне тражње за извозом Србије	36
O.3.2.	Реални раст извоза	36
O.3.3.	Првих десет извозних тржишта Србије	36
O.3.4.	Извоз агро-комплекса	37
O.3.5.	Извоз аутомобилске индустрије	37
O.3.6.	Извоз челика и бакра	38
O.4.1.	Стопа активности (15–64 године) и запослености (15+ година) према полној структури	45
O.4.2.	Стопа активности (15–64 године) и запослености (15+ година) по регионима Србије	45
O.4.3.	Динамика укупне незапослености	46
O.4.4.	Секторска динамика формалне запослености	46
O.4.5.	Промена стопе активности и запослености у Србији и земљама у окружењу од 2014. до 2018.	47
O.4.6.	Беверицова крива за Србију	47
O.5.1.	Актива ФЕД-а и ЕЦБ-а	54
O.5.2.	Очекиване референтне каматне стопе ФЕД-а и ЕЦБ-а и фјучерси за тромесечни <i>EURIBOR</i>	55

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	3,00	0
11. јул	2,75	-25
8. август	2,50	-25
12. септембар	2,50	0
10. октобар	2,50	0
7. новембар	2,25	-25
12. децембар		

Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије

Саопштење са седнице Извршног одбора, 12. 9. 2019.

На данашњој седници, Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је да референтну каматну стопу задржи на нивоу од 2,5%.

Доносећи такву одлуку, Извршни одбор је, пре свега, имао у виду августовску средњорочну пројекцију инфлације и очекивано кретање других макроекономских показатеља из домаћег и међународног окружења у наредном периоду, као и потребу да се у потпуности сагледају ефекти досадашњег ублажавања монетарне политике. И према августовској средњорочној пројекцији, инфлација ће бити чврсто под контролом, као и претходних година. Извршни одбор подсећа на то да је међугодишња инфлација, у складу са очекивањима, успорена од маја, услед смањења доприноса цена воћа и поврћа инфлацији с доласком нове пољопривредне сезоне. На ниске инфлаторне притиске указује и базна инфлација, која је и даље ниска и стабилна, као и инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде, која се и за годину и за две године унапред налазе у доњој половини циљаног распона. Све наведено говори и у прилог исправности одлука о смањењу референтне каматне стопе на претходне две седнице Извршног одбора – у јулу и августу.

Опрезност у вођењу монетарне политике и даље је потребна, пре свега због кретања у међународном окружењу. Народна банка Србије оцењује да је неизвесност на међународном финансијском и робном тржишту повезана, пре свега, с утицајем трговинских тензија и потенцијалним ефектима политика водећих светских економија на глобална кретања. Европска централна банка је најавила додатне монетарне подстицаје, док је Систем федералних резерви, у складу са очекивањима, у јулу снизио референтну каматну стопу, што доприноси задржавању повољних глобалних финансијских услова. Међутим, остало је отворено питање да ли ове мере ФЕД-а означавају почетак новог циклуса ублажавања монетарне политике, тј. да ли ће се смањивање референтне каматне стопе наставити и у наредном периоду, или је у питању једнократно прилагођавање. Неизвесно је и кретање цена нафте и примарних пољопривредних производа на светском тржишту, с обзиром на комплексан утицај бројних фактора на страни понуде и тражње, због чега је неопходно опрезно вођење монетарне политике.

Извршни одбор подсећа на то да је рејтинг агенција Moody's овог месеца поправила изгледе за повећање кредитног рејтинга Србије за задуживање у домаћој и страниј валути са „стабилних” на „позитивне”, што додатно говори у прилог јачању домаће економије и повољним макроекономским изгледима. 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. Повољна фискална кретања, уз остварење суфицита јавних финансија, присутна током претходне две године, настављена су и током седам месеци ове године, а дефицит текућег рачуна платног биланса у пуној мери покривен је нето приливом страних директних инвестиција. Индустриска производња је у јулу повећана за 3,7%, посматрано на међугодишњем нивоу. Раст је вођен прерађивачком индустријом, која је у односу на јул претходне године повећана за 6,0%, а у односу на јун ове године за 8,2% десезонирано. Међугодишњи раст прерађивачке индустрије био је широко распрострањен – забележен је у 18 од 24 гране. Извршни одбор очекује да ће привредни раст од 3,5% у овој години бити вођен домаћом тражњом, тј. инвестицијама и потрошњом, а да ће стране директне инвестиције, које доприносе расту производних и извозних капацитета, остати један од фактора екстерне одрживости у средњем року.

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

Саопштење са седнице Извршног одбора, 10. 10. 2019.

На данашњој седници, Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је да референтну каматну стопу задржи на нивоу од 2,5%.

Доносећи такву одлуку, Извршни одбор је, пре свега, имао у виду очекивано кретање инфлације и других макроекономских показатеља из домаћег и међународног окружења у наредном периоду, као и досадашње ублажавање монетарне политике. Извршни одбор истиче да ће инфлација, као и претходних година, бити под

контролом и у наредном периоду. Она је у августу успорена на 1,3% међугодишње, услед даљег смањења доприноса цена воћа и поврћа инфлацији с доласком нове пољопривредне сезоне. На ниске инфлаторне притиске указује и базна инфлација, која је и даље ниска и стабилна, као и инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде, која се и за годину и за две године унапред налазе у доњој половини циљаног распона.

Опрезност у вођењу монетарне политике и даље је потребна, пре свега због кретања у међународном окружењу. Народна банка Србије оцењује да су међународно финансијско и робно тржиште у великој мери под утицајем неизвесних трговинских политика водећих светских економија и успоравања глобалног раста. Подршку глобалној привреди дају монетарне политике водећих централних банака – Европска централна банка је у септембру започела да спроводи нове монетарне подстицаје, док је Систем федералних резерви, у складу са очекивањима, у септембру поново снижио референтну каматну стопу, што би требало да додатно позитивно допринесе глобалним финансијским условима. Међутим, неизвесно је колико ће се монетарна политика водећих централних банака у наредном периоду разликовати од очекивања тржишта, што би могло да утиче на токове капитала према земљама у успону. Неизвесно је и кретање цена нафте и примарних пољопривредних производа на светском тржишту, с обзиром на сложен утицај бројних фактора на страни понуде и тражње, због чега је неопходно опрезно вођење монетарне политике.

Извршни одбор истиче да је отпорност наше привреде на евентуалне негативне утицаје из међународног окружења повећана захваљујући смањеној интерној и екстерној неравнотежи, повољним макроекономским изгледима за наредни период, као и све вишем нивоу девизних резерви наше земље. Повољна фискална кретања, уз остварење суфицита јавних финансија, присутна током претходне две године, настављена су и ове године, а дефицит текућег рачуна платног биланса у пуној мери покривен је нето приливом страних директних инвестиција. Кретање актуелних економских показатеља указује на раст активности у нафтној и хемијској индустрији након завршених ремонта, што уз већи раст грађевинарства и услуга води убрзању раста бруто домаћег производа током трећег тромесечја. Таква кретања су у складу с нашом пројекцијом привредног раста од 3,5% у овој години, који ће бити вођен домаћом тражњом, тј. инвестицијама и потрошњом.

Извршни одбор наглашава да је, након што је рејтинг агенција *Moody's* поправила изгледе за повећање кредитног рејтинга Србије са „стабилних” на „позитивне”, агенција *Fitch Ratings* повећала кредитни рејтинг Србије за дугорочно задуживање у домаћој и страниј валути на *BB+*. Тиме је Република Србија, чувајући стабилност и трансформишући своју економију, први пут дошла на корак од добијања инвестиционог рејтинга, карактеристичног за економије које одликује висока сигурност улагања. То не само да је потврда економског напретка и резултата које остварује Република Србија већ доприноси даљем побољшању услова финансирања и расту инвестиција у Србији.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће бити донета одлука о референтној каматној стопи одржаће се 7. новембра.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 7. 11. 2019.

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је на данашњој седници да референтну каматну стопу смањи на ниво од 2,25%. Смањењем референтне каматне стопе на нови, најнижи ниво у режиму циљања инфлације, Народна банка Србије додатно подржава кредитни и привредни раст.

Доносећи такву одлуку, Извршни одбор је, пре свега, имао у виду да су инфлаторни притисци додатно ослабили. Као и у другим земљама у окружењу, услед смањења доприноса цена хране, пре свега поврћа с доласком нове пољопривредне сезоне, као и ниже светске цене нафте, међугодишња инфлација у Србији се претходних неколико месеци успоравала и у септембру је износила 1,1%. На ниске инфлаторне притиске указује и базна инфлација, која је и даље ниска и стабилна, као и инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде, која се и за годину и за две године унапред налазе у доњој половини циљаног распона. Према новембарској централној пројекцији, међугодишња инфлација до краја ове и у првој половини наредне године кретаће се око доње границе дозвољеног одступања од циља, а њено постепено приближавање централној вредности циља очекује се у средњем року под утицајем раста агрегатне тражње.

Извршни одбор истиче да је отпорност наше привреде на евентуалне негативне утицаје из међународног окружења повећана захваљујући смањеној интерној и екстерној неравнотежи, повољним макроекономским изгледима за наредни период, као и рекордном нивоу девизних резерви наше земље. Јавне финансије су, као и у претходне две године, у суфициту, а дефицит текућег рачуна платног биланса пету годину заредом у пуној мери покривен нето приливом страних директних инвестиција. Актуелни економски показатељи указују на то да је раст бруто домаћег производа у трећем тромесечју био већи од претходних пројекција, вођен опоравком прерађивачке

индустрије након завршених ремонта у нафтној и хемијској индустрији и услед активирања инвестиција из претходног периода, као и бржим растом активности у сектору грађевинарства и услуга. Домаћи фактори су у досадашњем делу године успешно компензовали нижу екстерну тражњу, при чему расту инвестиција доприносе наставак реализације инфраструктурних пројеката и унапређење пословног амбијента, као и повољни услови финансирања. Бележи се и даљи раст потрошње домаћинстава на одрживим основама, пре свега захваљујући наставку позитивних кретања на тржишту рада, као и нижим трошковима кредитног задужења.

Поред повољних домаћих макроекономских услова спровођења монетарне политике, на одлуку Извршног одбора да додатно смањи референтну каматну стопу утицала су и кретања у међународном окружењу, пре свега успоравање глобалне трговине и привредног раста и мере ублажавања монетарних политика водећих централних банака. Европска централна банка је у септембру донела нови пакет мера монетарних подстицаја (највећи у последње три године) и најавила да је спремна да учини и више док се не постигне одрживо приближавање инфлације циљу. Систем федералних резерви је у октобру, у складу са очекивањима, поново снизио референтну каматну стопу. То доприноси задржавању повољних глобалних финансијских услова, што би требало позитивно да се одрази на токове капитала према земљама у успону. Поред тога, инфлаторни притисци у међународном окружењу и даље су ниски, пре свега у зони евра, која је наш најзначајнији спољнотрговински партнер.

На данашњој седници, Извршни одбор је усвојио новембарски Извештај о инфлацији, који ће јавности бити представљен 14. новембра. Том приликом биће детаљно образложене одлуке монетарне политике и макроекономска кретања која их опредељују.

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

CIP - Каталогизација у публикацији
Народна библиотека Србије, Београд

33

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

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