



Народна банка Србије

2016
август

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

2016
август

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.

Августовски *Извештај о инфлацији* размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 11. августа 2016. 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

Ана Глигоријевић, вицегувернер

Веселин Пјешчић, вицегувернер

Диана Драгутиновић, вицегувернер

Ђорђе Јевтић, директор Управе за надзор над финансијским институцијама

**СКРАЋЕНИЦЕ КОРИШЋЕНЕ
У ОВОМ ИЗВЕШТАЈУ**

БДП – бруто домаћи производ

б.п. – базни поен

Г – година

ДФО – друге финансијске организације

д.с. – десна скала

дсз. – десезонирано

ЕЦБ – Европска централна банка

ЕИБ – Европска инвестициона банка

ЕМВИ – индекс обвезница тржишта у успону

ЕУ – Европска унија

ФАО – Организација Уједињених нација за храну и пољопривреду

ФЕД – Систем федералних резерви САД

FISIM – услуге финансијског посредовања индиректно мерене

ХоВ – хартије од вредности

ИПЦ – индекс потрошачких цена

л.с. – лева скала

М – месец

МДТ – међубанкарско девизно тржиште

млн – милион

млрд – милијарда

мг. – међугодишње

ММФ – Међународни монетарни фонд

НДВ – непољопривредна додата вредност

NPL – проблематични кредити

П – полугодиште

п.п. – процентни поен

СДИ – стране директне инвестиције

SDR – специјална права вучења

Т – тромесечје

Не наводе се друге општепознате скраћенице.

Садржај

I. Резиме	1
II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији	7
III. Кретање инфлације	9
IV. Детерминанте инфлације	15
1. Кретања на финансијском тржишту	15
2. Новац и кредити	24
<i>Осврт 1: Услови финансирања малих и средњих предузећа</i>	29
3. Тржиште непокретности	31
4. Агрегатна тражња	32
5. Економска активност	36
6. Кретања на тржишту рада	39
7. Међународно окружење	41
<i>Осврт 2: Брегзит и његов утицај на Србију</i>	50
V. Пројекција инфлације	53
<i>Осврт 3: Побољшане макроекономске перспективе Србије у последње две године</i>	67
Табела А. Индикатори екстерне позиције Србије	70
Табела Б. Основни макроекономски индикатори	71
Списак графикана и табела	72
Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе	75
Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије	76

I. Резиме

Као и у претходном периоду, инфлаторни притисци су и у другом тромесечју били ниски, чему и даље доприносе већина домаћих фактора и ниски трошковни притисци из међународног окружења. Због релативно ниске цене нафте и трошкова у производњи хране, негативан допринос међугодишњој инфлацији и даље потиче од цена хране и нафтних деривата, чиме су у највећој мери неутралисани ефекти прошлогодишњег поскупљења цигарета и електричне енергије, као и раста цена непрехрамбених производа и услуга. Међугодишња инфлација је у јуну успорена на 0,3%, а кретање испод доње границе циља наставила је и базна инфлација, која је у јуну износила 1,5%.

Упркос добрим економским перформансама на почетку године, изгледи глобалног раста за наредни период кориговани су наниже, на шта је утицала и одлука Велике Британије да напусти Европску унију. Када је реч о привредном расту зоне евра, нашег најзначајнијег спољнотрговинског партнера, очекује се да ће због Брежита он бити успорен са 1,5% ове на 1,3% следеће године. Иако је током претходних месеци забележен извешан опоравак цена нафте и примарних пољопривредних производа на светском тржишту, оне су на нижем нивоу него пре годину дана, а од јула су поново у паду. У околностима изузетно ниских инфлаторних притисака и лошијих изгледа за глобални привредни опоравак, водеће централне банке изразиле су спремност да њихова политика остане експанзивна дуже него што се претходно очекивало. Њихова брза реакција је у највећој мери утицала и да турбуленције на међународном финансијском тржишту изазване Брежитом буду смирене у релативно кратком року.

Вредност динара у односу на евро остала је приближно непромењена у другом тромесечју. Притисци на слабљење динара у највећој мери били су последица смањеног улагања страних инвеститора у динарске хартије од вредности, повећане тражње домаћих предузећа за девизама за потребе увоза, а крајем јуна и турбуленција на међународном финансијском тржишту изазваних Брежитом. У супротном смеру деловао је повећан прилив страних директних инвестиција, већи откуп девиза мењача од физичких лица, добри извозни резултати, раст нето имовине индексиране валутном

Инфлаторни притисци су и даље веома ниски због дезинфлаторног утицаја већине домаћих фактора, али и ниских трошковних притисака из међународног окружења.

Кретања у међународном окружењу у периоду од претходног Извештаја о инфлацији обележили су нешто лошији изгледи за глобални привредни опоравак, на шта је утицала и одлука Велике Британије да напусти Европску унију и с тим повезана повећана неизвесност на међународном финансијском и робном тржишту.

И у условима повећане нестабилности на међународном финансијском тржишту, релативна стабилност курса динара је одржана.

клаузулом, као и интервенције Народне банке Србије. Од краја јуна присутни су апрецијацијски притисци, чему доприноси нижа премија ризика земље. Пад премије ризика земље након Брегзита може се довести у везу с повољнијом перцепцијом страних инвеститора у погледу улагања у земље у успону због очекивања да ће мере монетарне политике водећих централних банака бити експанзивне дуже од претходно очекиваног, али и с позитивним оценама Међународног монетарног фонда након јунске посете и повећањем кредитног рејтинга земље које је извршила агенција *Fitch*. Народна банка Србије пажљиво је пратила дешавања на међународном финансијском тржишту и оцењивала јачину екстерних поремећаја, реагујући правовремено и одмерено на прекомерна краткорочна одступања девизног курса у оба смера – у току дугог тромесечја нето продајом 255,0 милиона евра, а у јулу куповином 355,0 милиона евра.

Ублажавање монетарне политике настављено је у јулу, када је референтна каматна стопа Народне банке Србије снижена на 4%.

Након што је смањена у фебруару, референтна каматна стопа Народне банке Србије није мењана до јула, када је снижена на 4%. На већу опрезност при доношењу одлука о референтној каматној стопи у овом периоду упућивала је неизвесност на међународном робном и финансијском тржишту, на коју је додатно утицала одлука Велике Британије о изласку из Европске уније. Како су тржишта након Брегзита била брзо умирена, а цене нафте и примарних пољопривредних производа на светском тржишту поново у паду, Извршни одбор је на седници у јулу оценио да се ниски инфлаторни притисци могу очекивати и у наредном периоду и одлучио да додатно ублажи монетарну политику. Истакнуто је да смањење унутрашње и спољне неравнотеже повећава отпорност домаће привреде на спољне потресе, као и да би ризици из међународног окружења могли бити умањени експанзивнијим мерама водећих централних банака. У августу висина референтне каматне стопе није мењана, имајући у виду очекиване ефекте дотадашњег смањења референтне каматне стопе, као и очекивано кретање инфлације у наредном периоду.

Знатно ублажавање монетарне политике у претходном периоду наставило је да се позитивно одражава на кретања на кредитном тржишту.

Захваљујући ублажавању монетарне политике у претходном периоду, трошкови задуживања државе и приватног сектора додатно су смањени током другог тромесечја. Тако је каматна стопа на двогодишње динарске државне хартије од вредности у односу на прво тромесечје снижена за 0,7 процентних поена, на 4,3%, а на трогодишње за 0,6 процентних поена, на 5,4%. Просечна пондерисана каматна стопа на динарске кредите привреди и становништву у јуну је износила 9,1% и у односу на март смањена је за 0,4 процентна поена. Након што је почетком 2016.

привремено успорена, што је уобичајено за почетак године, кредитна активност се током другог тромесечја убрзала и у јуну је, искључујући ефекат промене девизног курса, раст домаћих кредита износио 3,5% међугодишње. Имајући у виду очекивано убрзање економске активности и досадашње ублажавање монетарне политике, у наредном периоду очекујемо даљи раст кредитне активности. То очекују и пословне банке, што закључујемо на основу резултата јулске анкете о кредитној активности. Монетарна политика ће и у наредном периоду наставити да преко кредитне активности подстиче привредни раст, у мери у којој то дозволе кретања кључних фактора инфлације и неизвесности из међународног окружења.

Побољшање фискалних изгледа настављено је и током другог тромесечја, вођено углавном одрживим повећањем наплате пореских прихода. Консолидовани буџетски дефицит у првој половини године износио је око 0,9% бруто домаћег производа и био је за готово половину нижи него у истом периоду прошле године и знатно нижи од квантитативног критеријума утврђеног у оквиру треће ревизије аранжмана с Међународним монетарним фондом. Притом, уколико се изузму расходи за камате, на нивоу опште државе остварен је суфицит, који је износио 3,1% бруто домаћег производа. Током јунске мисије представници Међународног монетарног фонда позитивно су оценили економске перформансе и надмашивање фискалних циљева, а пројектовани дефицит за 2016. смањен је на 2,5% бруто домаћег производа.

Захваљујући бржем расту извоза од увоза робе и услуга у првој половини ове године, спољнотрговинска неравнотежа наставила је да се смањује. Дефицит текућег рачуна у односу на исти период претходне године нижи је за близу 20% и више него у пуној мери покривен нето приливом страних директних инвестиција. Захваљујући унапређењу пословног окружења и структурним реформама, нето прилив страних директних инвестиција у 2015. години износио је 5,4% бруто домаћег производа и, релативно посматрано, био је највиши у региону. Висок прилив страних директних инвестиција настављен је у првој половини ове године и био је за и 6,5% виши у односу на исти период претходне године. Процењујемо да ће се смањење учешћа дефицита текућег рачуна у бруто домаћем производу наставити и ове године, уз пад за око 0,6 процентних поена, на 4,2% бруто домаћег производа, а очекујемо да се задржи и његова пуна покривеност страним директним инвестицијама.

Побољшање фискалних резултата је настављено и у другом тромесечју, што додатно доприноси одрживости јавних финансија и повећава отпорност Србије на екстерне потресе.

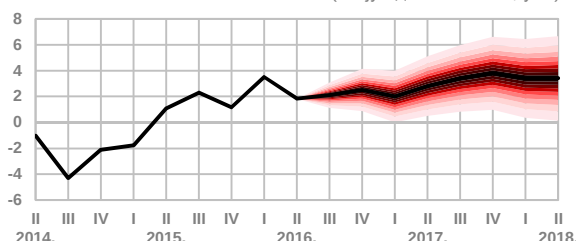
Знатно смањење унутрашње и спољне неравнотеже потврда су пуне координације мера монетарне и фискалне политике.

Након изузетно снажног десезонираног раста у првом тромесечју, економска активност је, према нашој процени, у другом тромесечју стагнирала, али је посматрано на међугодишњем нивоу њен раст и даље висок.

Према нашој процени, економска активност је током другог тромесечја стагнирала – бруто домаћи производ је, након изузетно снажног десезонираног раста (од 1,8%) у првом тромесечју, у другом тромесечју забележио благ пад од 0,1%. Позитивна кретања настављена су у прерађивачкој индустрији, на шта су у највећој мери утицали активација ранијих инвестиција и економски опоравак зоне евра. Раст активности је остварен и у појединим услужним секторима, чему је пре свега допринео постепен опоравак зарада и запослености у приватном сектору. С друге стране, капитални ремонти на електроенергетским постројењима одразили су се на активност сектора рударства и енергетике. Посматрано с расходне стране, позитиван допринос дале су све компоненте домаће тражње, док је, за разлику од првог тромесечја, када је имао висок позитиван допринос, допринос нето извоза у другом тромесечју био негативан. Притом, раст извоза, који је у претходном тромесечју био веома снажан, настављен је и у другом тромесечју, али је раст увоза, пре свега опреме и репроматеријала за потребе индустрије и грађевинарства, био бржи.

Опоравак економске активности требало би да се убрза у овој години на око 2,5%, а у 2017. на око 3,0% и да буде вођен инвестицијама, извозом, али и опоравком потрошње домаћинства.

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



Према нашој процени, бруто домаћи производ ће у 2016. убрзати раст на око 2,5%, а затим на око 3% у 2017. захваљујући првенствено повољнијим кретањима у прерађивачкој индустрији, грађевинарству и појединим услужним секторима. Уз претпоставку просечне пољопривредне сезоне, позитиван допринос ове године очекујемо и од пољопривреде, при чему се на основу резултата остварених у досадашњем делу године чини да би он могао бити и већи од тренутно оцењеног. Посматрано с расходне стране, очекује се даљи снажан раст инвестиција услед наставка интензивне реализације инфраструктурних пројеката и повољнијег инвестиционог амбијента, коме доприносе и нижи трошкови пословања по основу камата на постојеће кредите и нижа цена новог задуживања. Позитивна кретања у спољнотрговинској активности од почетка године, тј. бржи реални раст извоза од увоза, требало би да резултирају позитивним доприносом нето извоза. Поред тога, позитиван допринос очекује се од потрошње домаћинства, подржане растом запослености и зарада у приватном сектору, али и вишим расположивим дохотком по основу ниже цене новог задуживања и отплате постојећих кредита, као и ниже цене нафте.

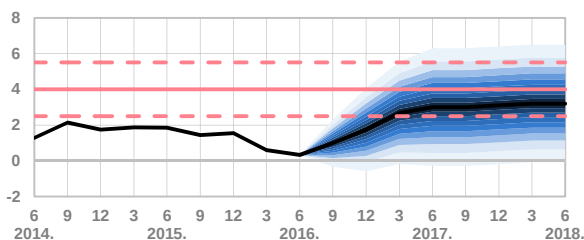
Међугодишња инфлација би у наредним месецима требало да започне раст и врати се у границе циља у првој половини следеће године. Након тога, очекујемо да ће се до краја периода пројекције кретати у границама дозвољеног одступања од циља. На такво кретање утицаће пре свега ниска база код цена нафтних деривата, постепен раст агрегатне тражње у Србији и постепен раст инфлације у међународном окружењу, тј. зони евра, док ће је ниски трошкови у производњи хране још неко време успоравати. Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације односи се пре свега на кретање светских цена примарних производа и даља дешавања на међународном финансијском тржишту, а у одређеној мери и на раст регулисаних цена.

Нова пројекција инфлације благо је нижа у односу на пројекцију објављену у мајском Извештају о инфлацији, док је распон пројекције остао симетричан. Нижа пројекција инфлације последица је ревизије наниже претпоставки о кретању цене нафте и примарних пољопривредних производа на светском тржишту у односу на мајску пројекцију, као и израженог пада цена поврћа на домаћем тржишту у другом тромесечју. Као последица тога, повратак инфлације у границе циља биће нешто спорији, тако да, уместо почетком 2017, њен повратак очекујемо до средине 2017. године.

Одлуке о монетарној политици Народне банке Србије и у наредном периоду зависиће од процене Извршног одбора у погледу јачине (дез)инфлаторног утицаја фактора инфлације, посебно оних који долазе из међународног окружења. Као и до сада, Народна банка Србије пажљиво ће пратити даље кретање светских цена примарних пољопривредних производа и нафте, као и дешавања на међународном финансијском тржишту.

Према нашој новој пројекцији, међугодишња инфлација би у наредним месецима требало да отпочне умерен раст и врати се у границе циља у првој половини следеће године, након чега ће наставити да се креће у границама циља.

Пројектована инфлација
(међугодишње стопе, у %)



Нижа текућа пројекција инфлације у односу на претходну последица је пре свега ревизије наниже претпоставки о кретању цена нафте и примарних пољопривредних производа на светском тржишту.

Карактер монетарне политике у наредном периоду и даље ће у највећој мери одређивати дешавања у међународном окружењу.

II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији

У периоду од претходног Извештаја о инфлацији Извршни одбор Народне банке Србије донео је одлуку о даљем смањењу референтне каматне стопе за 25 б.п., на 4,0% у јулу.

На већу опрезност при доношењу одлука о референтној каматној стопи у току ове године упућивала је неизвесност на међународном робном и финансијском тржишту, посебно у погледу кретања цена нафте и других примарних производа, као и различитих монетарних политика водећих централних банака. Додатну нестабилност на међународном финансијском тржишту изазвала је одлука Велике Британије о изласку из ЕУ. Како су тржишта након Бреگزита била брзо умирена, а цене нафте и примарних пољопривредних производа на светском тржишту поново у паду, Извршни одбор је на седници у јулу оценио да се ниски инфлаторни притисци могу очекивати и у наредном периоду и одлучио да додатно ублажи монетарну политику. Смањење унутрашње и спољне неравнотеже повећаће отпорност домаће привреде на екстерне потресе којима су изложене и друге привреде. Такође, екстерни ризици могли би бити умањени споријим заоштравањем монетарне политике ФЕД-а од претходно очекиваног, као и евентуалним додатним експанзивним мерама монетарне политике ЕЦБ-а.

Основу за доношење одлука о монетарној политици у периоду од мајског Извештаја о инфлацији представљала је мајска пројекција инфлације, према којој се повратак инфлације у границе циља очекивао почетком следеће године, а потом стабилизација на нивоу који је нешто виши од 3,0%. Такво кретање инфлације очекивало се као резултат ниске базе код цена нафтних деривата и воћа и поврћа, даљег опоравка светских цена примарних производа, постепеног раста агрегатне тражње у Србији, као и постепеног повећања инфлације у међународном окружењу. Ризици остварења мајске пројекције инфлације били су симетрични и односили су се првенствено на даље кретање светских цена примарних производа и дешавања на међународном финансијском тржишту, а у одређеној мери и на домаћу пољопривредну сезону и раст регулисаних цена ове године.

У мају је пројекција раста БДП-а ревидирана навише због наставка раста инвестиција и знатно побољшаних извозних перформанси од почетка године. Очекивао се раст БДП-а у 2016. од 2,25–2,5% (наспрам 1,8% у фебруару), а у 2017. од око 3,0% (наспрам 2,2% у фебруару).

Полазећи од такве пројекције инфлације и БДП-а и узимајући у обзир нове информације о кретањима у земљи и међународном окружењу, Извршни одбор Народне банке Србије **у мају и јуну није мењао висину референтне каматне стопе (4,25%)**. Такве одлуке Извршни одбор је донео имајући у виду пре свега неизвесност у међународном окружењу и очекиване ефекте дотадашњег смањења референтне каматне стопе на кретање инфлације у наредном периоду.

И даље присутна неизвесност на међународном робном и финансијском тржишту и очекивано слабљење дезинфлаторних притисака по основу светских цена примарних производа у наредном периоду налагали су опрезну монетарну политику Народне банке Србије у овом периоду. Светске цене нафте и примарних пољопривредних производа наставиле су да се опорављају. Уз очекивано повећање инфлације у зони евра и убрзанији опоравак економске активности у Србији, очекивало се да то допринесе постепеном расту м.г. инфлације у наредном периоду. Неизвесност је била присутна по основу различитих оцена о динамици повећања референтне каматне стопе ФЕД-а, што се одражавало

на токове капитала у готово свим земљама у успону, па и у Србији.

Изражену нестабилност на међународном финансијском и робном тржишту изазвала је и одлука грађана Велике Британије о изласку из ЕУ. Иако су директни ефекти такве одлуке на Србију веома мали, с обзиром на то да Србија има ограничену директну изложеност ка Великој Британији како путем трговинског, тако и путем финансијског канала, могући су индиректни ефекти, пре свега преко утицаја на зону евра, која је наш главни трговински партнер. Забринутост за последице које би Брегзит могао да има на привредни раст зоне евра због очекиване економске и политичке несигурности довела је до смањења прогноза раста зоне евра, пре свега за 2017. У таквим околностима чини се да инвеститори очекују да ће настала неизвесност навести ФЕД да одложи повећање референтне каматне стопе, као и да ће монетарна политика ЕЦБ-а бити експанзивнија. То би се позитивно одразило на ликвидност на међународном финансијском тржишту и токове капитала према земљама у успону, а тиме и Србији.

Ниски инфлаторни притисци по основу већине домаћих фактора, који се очекују и у наредном периоду, очекивано успоравање раста зоне евра и задржавање високе ликвидности на међународном финансијском тржишту, али и пад цена нафте и примарних пољопривредних производа на светском тржишту од краја јуна, определили су **одлуку Извршног одбора о даљем смањењу референтне каматне стопе – на 4,0% у јулу**. На ниске

инфлаторне притиске у наредном периоду указују и додатно снижена инфлациона очекивања тржишних учесника. Према оцени Извршног одбора, спровођење мера фискалне консолидације и структурних реформи се наставља, као и смањење спољне неравнотеже, што доприноси већој отпорности домаће привреде на екстерне потресе. Боље макроекономске перформансе наше привреде и њене изгледе за наредни период потврдили су у јуну и ММФ и рејтинг агенције. Агенција *Fitch* је у јуну повећала кредитни рејтинг Србије, уз стабилне изгледе за његово даље повећање.

Поред смањења референтне каматне стопе, Извршни одбор је на седници у јулу усвојио и измену Одлуке о каматним стопама Народне банке Србије, **којом је коридор каматних стопа у односу на референтну каматну стопу даље смањен са $\pm 1,75$ п.п. на $\pm 1,50$ п.п.** Та мера, по оцени Извршног одбора, допринеће јачању трансмисионог механизма монетарне политике кроз канал каматних стопа.

Имајући у виду очекиване ефекте дотадашњег смањења референтне каматне стопе, као и очекивано кретање инфлације у наредном периоду, Извршни одбор на седници **у августу није мењао висину референтне каматне стопе**. Према оцени Извршног одбора, на повратак мг. инфлације у границе циља утицаће пре свега ниска база код цена нафтних деривата, постепен раст агрегатне тражње у Србији и постепен раст инфлације у међународном окружењу, док ће је ниски трошкови у производњи хране још неко време успоравати.

III. Кретање инфлације

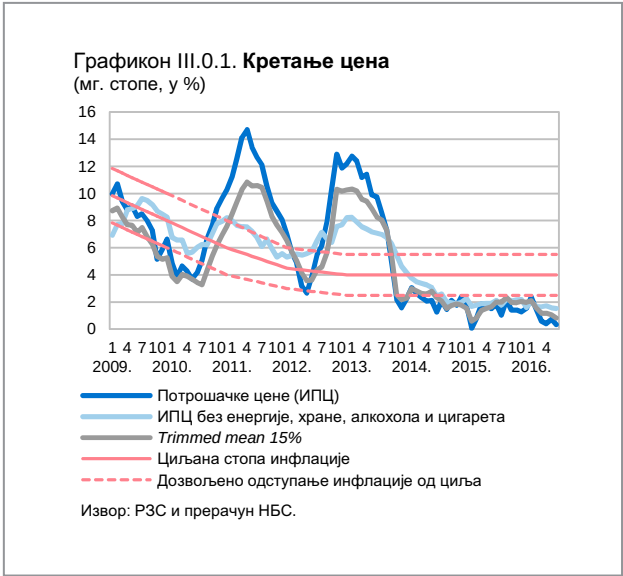
Као и у претходном периоду, инфлаторни притисци су и у Т2 били ниски. Иако су се цене нафте и примарних пољопривредних производа на светском тржишту опорављале у Т2, трошковни притисци по том основу остали су релативно слаби. Такође, ниским инфлаторним притисцима и даље доприносе већина домаћих фактора и ниска инфлација у међународном окружењу, посебно у зони евра, нашем главном спољнотрговинском партнеру. На нивоу тромесечја забележен је раст цена, који је био вођен ценама нафтних деривата, туристичких пакет-аранжмана и воћа, док су у супротном смеру деловале цене поврћа.

Да су инфлаторни притисци ниски, указују и инфлациона очекивања – додатно су смањена краткорочна и средњорочна инфлациона очекивања финансијског сектора, као и средњорочна очекивања привреде.

Кретање инфлације у Т2

У складу са очекивањима изнетим у мајском Извештају о инфлацији, м.г. инфлација је у Т2 наставила да се креће испод доње границе дозвољеног одступања од циља, али је тромесечје завршила на нивоу нижем од очекиваног и износила је 0,3%. Негативан допринос м.г. инфлацији у јуну потицао је од цена непрерађене хране (−0,9 п.п.), али и од цена нафтних деривата (−0,3 п.п.), чиме је у знатној мери неутралисан позитиван допринос регулисаних цена (0,8 п.п.) и цена непрехрамбених производа и услуга (0,6 п.п.). И даље релативно висок допринос регулисаних цена додује се прошлогодишњем поскупењу електричне енергије и цигарета.

Посматрано на нивоу тромесечја, потрошачке цене су у Т2 порасле 0,5%, што је било ниже у односу на наша ранија очекивања. Главни узрок одступања биле су цене поврћа, због којих су цене непрерађене хране, уместо очекиваног раста, исказале пад од 0,6%. Поред непрерађене хране, у Т2 је појевтинила и прерађена храна, док су у супротном смеру деловале цене енергије, услуга и индустријских производа без хране и енергије.

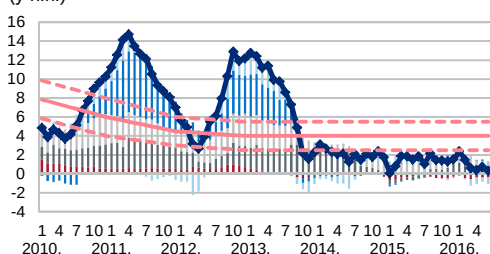


Табела III.0.1. **Раст потрошачких цена по компонентама**
(тримесечне стопе, у %)

	Учешће у ИПЦ	2015.		2016.	
		III	IV	I	II
Потрошачке цене (ИПЦ)	100,0	-0,1	-0,5	0,4	0,5
Непрерађена храна	11,6	-6,3	-5,9	5,5	-0,6
Прерађена храна	20,5	0,9	-0,3	0,9	-0,3
Индустријски производи без хране и енергије	28,7	0,5	1,7	-0,2	0,5
Енергија	15,5	2,2	-2,0	-1,4	1,7
Услуге	23,7	0,4	0,7	-0,5	1,1
Показатељи базне инфлације					
ИПЦ без енергије	84,5	-0,5	-0,2	0,7	0,3
ИПЦ без енергије и непрерађене хране	72,9	0,6	0,8	0,0	0,5
ИПЦ без енергије, хране, алкохола и цигарета	45,1	0,2	0,9	-0,4	0,9
Регулисане цене	18,7	3,7	1,0	0,1	-0,4

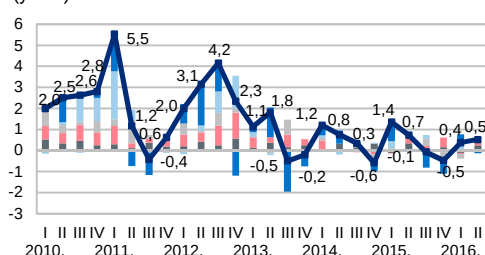
Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Утицај цена хране на тримесечну инфлацију поново је у Т2 постао негативан (-0,1 п.п.). Притом су доприноси цена прерађене и непрерађене хране били готово изједначени. У оквиру **непрерађене хране**, поврће је појефтинило 9,1% (допринос -0,4 п.п.), а највећи део тог појефтинјења десио се у јуну.¹ С друге стране, цене воћа су у Т2 порасле (16,4%, допринос 0,3 п.п.), као и цене свежег меса (2,2%, допринос 0,1 п.п.). Појефтинјење **прерађене хране** у истом тримесечју (0,3%) било је вођено падом цене млека и млечних производа.

Цене нафте на светском тржишту су у Т2 наставиле раст започет у Т1. Као резултат тога, цене **нафтних деривата** на домаћем тржишту су, након три тримесечја пада, у Т2 порасле (6,9%, допринос инфлацији 0,3 п.п.). Због тога је, упркос појефтинјењу природног гаса, грејања и чврстог огрева, у групи **енергија** забележен раст цена од 1,7%. С друге стране, попут светске цене нафте, која је и даље нижа него пре годину дана, и домаће цене нафтних деривата су у јуну биле ниже у односу на јун прошле године за око 7%.

Цене услуга су у Т2 порасле 1,1% (допринос инфлацији 0,3 п.п.). Тај раст је у потпуности био последица сезонског поскупљења туристичких пакет-аранжмана за око 40% (допринос инфлацији 0,3 п.п.).

Раст у Т2 забележиле су и цене **индустријских производа без хране и енергије** (0,5%, допринос инфлацији 0,1 п.п.). На то су највише утицала сезонска поскупљења одеће и обуће.

Базна инфлација (мерена ИПЦ-ом по искључењу цена енергије, хране, алкохола и цигарета) у Т2 је остварила раст од 0,9%. Тај раст је био одређен ценама туристичких пакет-аранжмана и одеће и обуће. Посматрано на м. нивоу, базна инфлација се од августа 2014. креће испод доње границе дозвољеног одступања од циља и у јуну је износила 1,5%.

Регулисане цене су у Т2 благо снижене (0,4%, допринос -0,1 п.п.), услед пада цене природног гаса (-16,1%). Истовремено, регулисане цене су успориле и свој м. раст, са 5,6% на крају Т1 на 4,4% на крају Т2. Њихов м. раст и даље је последица пре свега поскупљења електричне енергије и цигарета у последњој години дана (допринос 0,5 п.п., односно 0,4 п.п.).

¹ Тако је, на пример, цена парадајза у том месецу опала за готово 30%, краставца за више од 40%, а тиквица преко 60%.

Произвођачке и екстерне цене

У Т2 су произвођачке и екстерне цене порасле, али су трошковни притисци по овом основу и даље ниски, о чему сведочи чињеница да су у односу на исти период претходне године те цене или ниже или остварују незнатан раст.

Након пада у Т1, **цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште** у Т2 су порасле (0,9%). Тај раст је био вођен ценама произвођача деривата нафте, што се може довести у везу са опоравком цене нафте на светском тржишту. Иако у знатно мањој мери, на раст произвођачких цена деловале су и цене произвођача папира и производа од папира и цене произвођача прехранбених производа. С друге стране, благ пад произвођачких цена забележен је у снабдевању електричном енергијом, гасом и паром и у производњи хемикалија и хемијских производа.

На мг. нивоу, цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште наставиле су пад у Т2. Оне су у јуну текуће године биле за 1,6% ниже него у јуну прошле године.

Цене произвођача пољопривредних производа наставиле су у Т2 раст, који је износио 1,2%. Тај раст био је вођен ценама произвођача кукуруза и пшенице, индустријског биља и живе стоке (пре свега свиња), док су, с друге стране, произвођачке цене млека и живине смањене. Посматрано на мг. нивоу, после пет месеци пада, цене пољопривредних произвођача су у мају порасле (0,7%).

Након што су три тромесечја биле у паду, у Т2 су **цене елемената и материјала за уграђивање у грађевинарству** порасле за 1,9%. Посматрано на мг. нивоу, пад тих цена је ублажен у односу на март и у јуну је износио 1,0%.

Тромесечни раст екстерних цена исказаних у динарима² настављен је и у Т2 (2,0%), на шта је у највећој мери утицао раст светских цена нафте. Поред њих, у Т2 су порасле и светске цене хране, као и просечан ниво цена у ЕУ, којим апроксимирамо екстерне цене услуга. У незнатној мери на раст екстерних цена у динарима одразила се и блага номинална депрецијација динара према евр у Т2

² Као показатељ екстерних цена коришћен је пондерисани просек индекса светских цена нафте и хране, потрошачких цена у ЕУ и извозних цена Немачке, једног од наших најзначајнијих спољнотрговинских партнера. Пондери су одређени према учешћу ових категорија у структури увоза Србије.

Табела III.0.2. Показатељи раста цена
(мг. стопе, у %)

	2015.		2016.	
	Септ.	Дец.	Март	Јун
Потрошачке цене	1,4	1,5	0,6	0,3
Цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште	-1,2	0,7	-1,5	-1,6
Цене произвођача пољопривредних производа	5,8	-2,2	-0,4	0,7*
Цене елемената и материјала за уграђивање у грађевинарству	-1,7	-1,6	-1,5	-1,0

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Мај на мај.

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



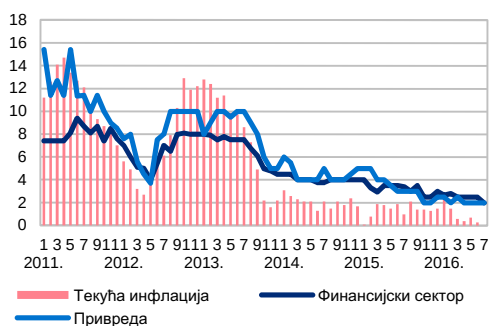
Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



Извор: Destatis, ФАО, Блумберг и прерачун НБС.

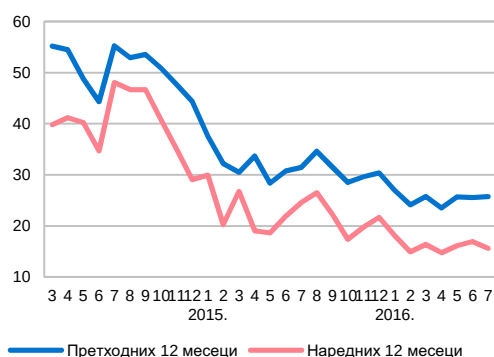
Графикон III.0.6. Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред* (мг. стопе, у %)



Извор: Галуп, Ипсос/Нинамедија и НБС.

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

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



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

* Анкета није спроведена у новембру 2014.

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



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

* Анкета није спроведена у новембру 2014.

(0,1%). Наведена кретања успорила су мг. пад екстерних цена, на 1,5% у јуну.

Инфлациона очекивања

Инфлациона очекивања тржишних субјеката и даље су ниска. У периоду од претходног Извештаја о инфлацији, додатно су смањена краткорочна и средњорочна инфлациона очекивања финансијског сектора, као и средњорочна очекивања привреде.

Инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред, према анкети агенције Блумберг, крећу се у границама циља готово три године, а последњих месеци у распону од 2,8% до 3,0%. Према последњим, августовским подацима, финансијски сектор очекује да ће инфлација у августу 2017. године износити 2,8%. Према анкети агенције **Нинамедија**,³ инфлациона очекивања финансијског сектора су од марта била на нивоу од 2,5%, а у јулу су смањена на 2,0%. Привреда од априла има стабилна инфлациона очекивања од 2,0%.

Уобичајено виша у односу на друге секторе, инфлациона очекивања становништва за годину дана унапред стабилизовала су се на нивоу од 5% од октобра 2015. до јула 2016, уз привремено повећање у марту и мају на 6,0%. На релативно стабилна инфлациона очекивања становништва указује и квалитативна анкета,⁴ према којој је очекивана инфлација на знатно нижем нивоу у односу на претходни период. Такође, она је и даље нижа него перципирана инфлација, која, уобичајено за оцене становништва, указује на вишу инфлацију него што је она заиста била у протеклој години дана. Нижа очекивана од перципиране инфлације упућује на закључак да део становништва који сматра да су цене повећане у претходних 12 месеци не очекује да ће се то наставити и у наредних 12 месеци.

Средњорочна инфлациона очекивања финансијског сектора, која се у границама циља крећу од увођења ове анкете, у марту 2014, додатно су снижена. Након априлског смањења на 3,0%, финансијски сектор је своја очекивања даље смањивао и она су у јулу износила 2,5%. Привреда је такође смањила своја очекивања у априлу на 2,5%, а затим у мају на 2,0%.

³ Нинамедија клипинг д.о.о. Нови Сад од децембра 2014. спроводи анкету о очекивањима економских субјеката.

⁴ Детаљније о квалитативним очекивањима становништва видети у *Извештају о инфлацији – фебруар 2016*, Осврт 2, стр. 15.

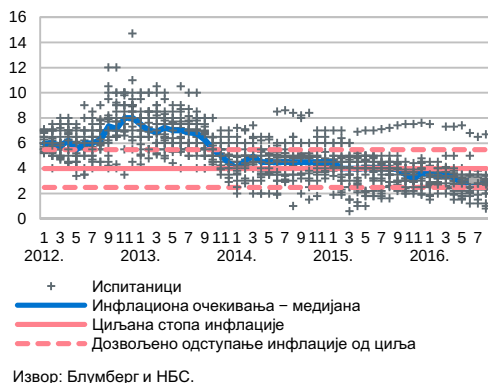
Након тога их није мењала. Средњорочна инфлациона очекивања становништва су виша, али су од фебруара прошле године стабилна и на нивоу од 5,0%.

Дисперзија одговора испитаника финансијског сектора и даље је релативно стабилна и најнижа од свих сектора и у анкетама Блумберга и у анкетама Нинамедије. Дисперзија одговора испитаника привреде, након раста у прва два месеца ове године, константно се смањивала и сада се налази на најнижем нивоу у последње четири године. Иако знатно виша,

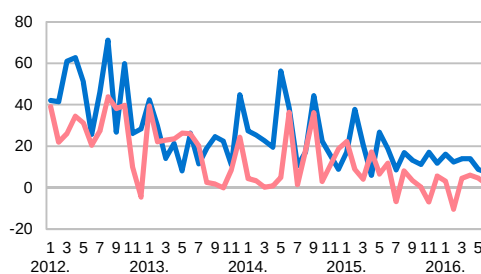
смањивала се и дисперзија одговора становништва на најнижи ниво у последње две године.

Током Т2 је смањен нето проценат⁵ предузећа која у наредна три месеца очекују раст цена инпута (са 14,0% на 7,6%), као и нето проценат предузећа која очекују раст цена својих производа (са 4,6% на 1,8%). Захваљујући постигнутој макроекономској стабилности, повећан је део предузећа који не очекује да ће мењати цене својих производа у наредна три месеца са 89,7% на крају Т1 на 97,2% на крају Т2.

Графикон III.0.9. Циљана инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред – финансијски сектор (мг. стопе, у %)



Графикон III.0.10. Очекивања предузећа у погледу промене цена њихових инпута и производа и услуга (нето проценат, "+" = повећање, "-" = смањење)



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

⁵ Разлика између процента предузећа која су се изјаснила да очекују повећање и процента предузећа која су се изјаснила да очекују смањење цена својих инпута и производа и услуга. Ради повећања репрезентативности, подаци су пондерисани пословним приходом.

IV. Детерминанте инфлације

1. Кретања на финансијском тржишту

Каматне стопе на међубанкарском тржишту новца незнатно су повећане током Т2. Трошкови задуживања државе и приватног сектора додатно су снижени, чему су допринели досадашње ублажавања монетарне политике, побољшање макроекономских перформанси и нижа премија ризика земље, што је потврђено и побољшањем кредитног рејтинга земље у јуну.

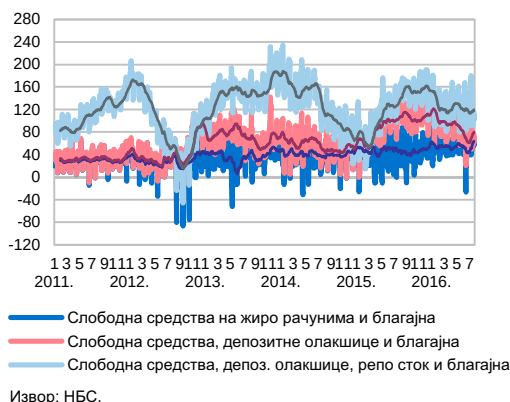
Кретање курса динара било је релативно стабилно током Т2. Иако су се турбуленције на светским тржиштима након Брегзита осетиле и на домаћем девизном тржишту, захваљујући адекватној и правовременој реакцији Народне банке Србије, девизно тржиште је врло брзо умирено. Од тада су интервенције Народне банке Србије усмерене на спречавање прекомерног краткорочног јачања динара, којем доприноси и већа активност страних инвеститора на домаћем тржишту државних ХоВ.

Каматне стопе

Просечна репо стопа⁶ повећана је током Т2 за 0,5 п.п. и крајем јуна је износила 3,0%. Од краја маја постепено се смањивао распон између просечне репо и референтне каматне стопе, због тога што је на аукцијама репо ХоВ у овом периоду повлачен готово целокупни понуђени вишак динарске ликвидности банака. Од јула томе доприноси и одлука Народне банке Србије да додатно сузи коридор каматних стопа у односу на референтну стопу, са $\pm 1,75$ п.п. на $\pm 1,5$ п.п.

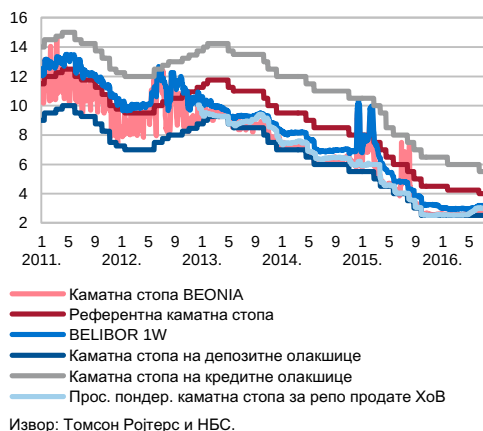
Каматне стопе на међубанкарском тржишту новца у Т2 оствариле су мањи раст од просечне репо стопе. Тако је каматна стопа *BEONIA* у јуну у просеку

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



⁶ Стопа остварена на репо аукцијама пондерисана износом продатих ХоВ.

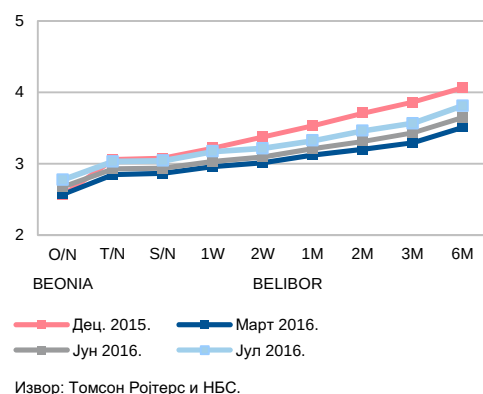
Графикон IV.1.2. Кретање каматних стопа
(дневни подаци, на годишњем нивоу, у %)



износила 2,7%, што је за 0,1 п.п. више у односу на њену просечну вредност из марта. Истовремено, у складу с постепеним смањењем вишкова динарске ликвидности банака, промет на међубанкарском преконоћном тржишту новца је повећан и у просеку је износио 3,5 млрд динара, или за 0,7 млрд динара више него у Т1.

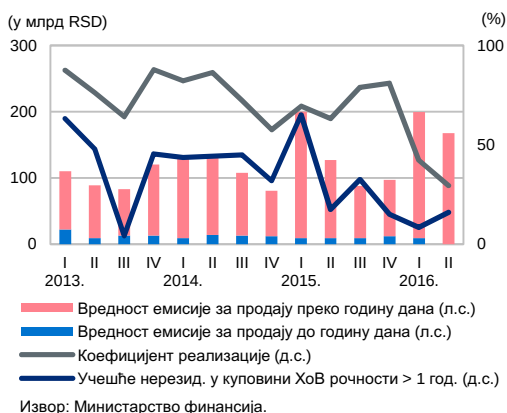
Исто толико (0,1 п.п.) повећане су и просечне месечне вредности каматних стопа *BELIBOR* и у јуну оне су се кретале у распону од 2,9% за најкраћу до 3,7% за рочност од шест месеци. Посматрано крајем периода, раст тих стопа био је нешто израженији (до 0,25 п.п., колико је повећана стопа за најдужу рочност). Благ раст каматних стопа на међубанкарском тржишту новца је настављен у јулу, уз раст промета.

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



Пад каматних стопа на динарске државне ХоВ настављен је у Т2, а држава се у јуну, захваљујући досадашњем ублажавању монетарне политике и знатном побољшању макроекономских показатеља, задуживала по двоструко нижим стопама него пре две године. Током Т2 стопа на двогодишње ХоВ снижена је за 0,7 п.п., на 4,3%, а стопа на трогодишње ХоВ за 0,6 п.п., на 5,4%. Најкраћи рок на који се држава задужила на том тржишту био је годину дана, што је и једина рочност за коју стопе приноса готово нису промењене у односу на Т1 (4,0%). И на аукцији двогодишњих амортизационих обвезница с варијабилним купоном везаним за референтну каматну стопу фиксна маргина је додатно смањена (за 0,2 п.п., на 0,3 п.п.). Пад каматних стопа је настављен и у јулу. Тако је на аукцији седмогодишњих динарских ХоВ стопа приноса износила 6,0%, што је за 4,8 п.п. ниже у односу на претходну која је одржана у марту 2015.

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



Иако су купили нешто већи износ ХоВ на примарном тржишту него у Т1, учешће страних инвеститора у примарној куповини динарских ХоВ није било високо. На њихово понашање утицала је пре свега и даље висока неизвесност на међународном финансијском тржишту и у Т2 они су учествовали само на аукцијама трогодишњих и једногодишњих динарских ХоВ. Међутим, на аукцији седмогодишњих ХоВ у јулу њихово присуство је повећано. То се може довести у везу с растом изложености инвеститора према тржиштима у успону након Брегзита, услед очекивања да ће мере монетарне политике водећих централних банака бити експанзивне дуже од претходно очекиваног, али и с позитивним оценама ММФ-а након јунске посете и повећањем кредитног рејтинга земље.

Сличан пад (између 0,2 п.п. и 0,7 п.п.) забележиле су и каматне стопе на аукцијама државних ХоВ у еврима. Стопе постигнуте на аукцијама у Т2 кретале су се у распону између 0,9% за једногодишње и 4,2% за десетогодишње ХоВ.

Укупан промет на секундарном тржишту државних ХоВ у Т2 је износио 131,2 млрд динара, што је за 51,8 млрд динара више него у Т1. Највише се трговало ХоВ иницијалне рочности од две и три године, а страни инвеститори су и у Т2 били активнији на страни продаје. Стопе приноса биле су у паду и у јуну су се налазиле у распону од 3,5% за преосталу рочност од четири месеца до 6,0% за преосталу рочност од 62 месеца.

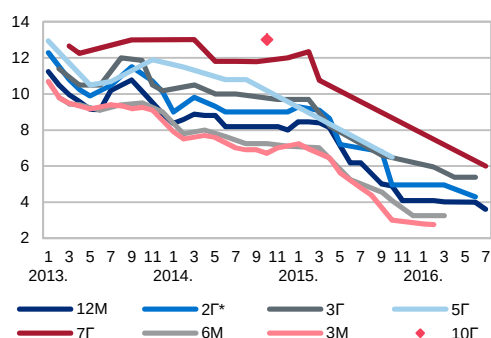
На кредитном сегменту, каматне стопе на кредите приватном сектору наставиле су пад током Т2, спутивши се на нове најниже нивое. Смањење каматних стопа је опредељено досадашњим ублажавањем монетарне политике, ниским каматним стопама у зони евра и појачаном конкуренцијом међу банкама.

Просечна пондерисана каматна стопа на динарске кредите привреди и становништву смањена је у Т2 за 0,4 п.п. и у јуну је износила 9,1%. Пад је забележен код кредита становништву, чија је просечна цена смањена за 1,1 п.п., на 10,5% у јуну. Снижене су стопе на све врсте кредита, а највећи пад (1,3 п.п.) бележи се код стопа на готовинске и остале кредите, које су у јуну износиле 10,7% и 9,3%. Цена кредита за адаптацију стамбеног простора снижена је за 0,8 п.п., на 6,7%, а потрошачких за 0,1 п.п., на 9,9%.

Просечна пондерисана каматна стопа на новоодobreне динарске кредите привреди није промењена у односу на март и у јуну је износила 6,6%. При томе, снижене су стопе на инвестиционе кредите (за 0,4 п.п., на 7,7%) и кредите за обртна средства (0,2 п.п., на 5,9%), док је цена извозних кредита повећана на 4,5%, а осталих на 7,5%.

Просечна пондерисана каматна стопа на новоодobreне кредите у еврима и динарске евроиндексиране кредите привреди и становништву смањена је у Т2 за 0,4 п.п., на 3,7%. За толико је смањена и просечна стопа на кредите привреди, која је у јуну износила 3,5%. Пад је био најизраженији за евроиндексиране кредите за обртна средства (за 0,7 п.п., на 3,4%), а снижене су и стопе на инвестиционе (на 3,9%), остале (на 3,6%) и кредите за увоз (на 2,4%). На пад просечне стопе на кредите становништву, која је снижена за 0,7 п.п., на 4,7%,

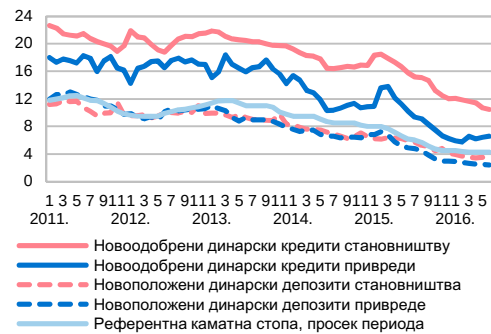
Графикон IV.1.5. Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ
(на годишњем нивоу, у %)



Извор: Министарство финансија.

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

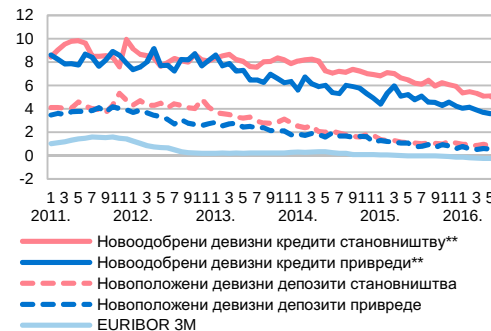
Графикон IV.1.6. Кретање каматних стопа на динарске кредите и депозите привреди и становништву*
(просечне пондерисане вредности, на годишњем нивоу, у %)



Извор: НБС.

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

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



Извор: Европска банкарска федерација и НБС.

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

** У еврима и евроиндексирани.

највише је утицало снижење стопа на стамбене кредите (за 0,4 п.п., на 3,5% у јуну). И стопе на готовинске (3,7%) и потрошачке кредите (5,7%) биле су ниже, једино је цена осталих кредита повећана (на 7,4%).

Стопе на динарске депозите привреде и грађана снижене су у Т2 за по 0,3 п.п. и у јуну су износиле 2,4% и 3,3%, респективно. Стопа на девизну штедњу грађана снижена је за 0,1 п.п., на 0,8%, док је стопа на новоположене депозите привреде остала непромењена (0,5%).

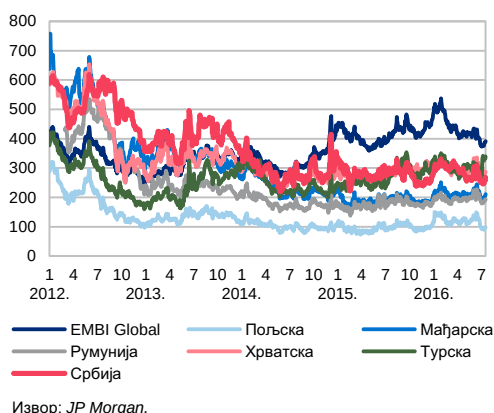
Премија ризика

Премија ризика Србије, тј. разлика у приносима на доларске еврообвезнице Србије у односу на америчке државне хартије, током Т2 била је под утицајем глобалних, али и домаћих фактора. Од глобалних фактора, њено кретање обележио је референдум Велике Британије о изласку из ЕУ. Референдум је доминантно утицао на кретања на тржишту, поготово како се јун приближавао узрокујући осцилације премије ризика свих земаља у успону, па и Србије. Неочекиван резултат референдума иницијално је преусмерио инвеститоре ка развијеним земљама и подстакао раст премије ризика земаља у успону. Међутим, тржишта су се релативно брзо опоравила и велики број земаља у успону је тромесечје завршио с нижом премијом ризика него што га је започео. У јулу је премија ризика готово свих земаља у успону смањена.

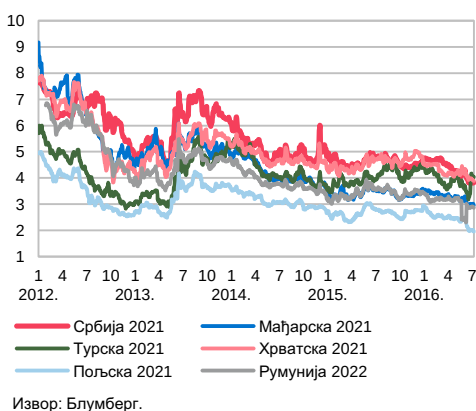
Премија ризика Србије, мерена *EMBI*, пала је током Т2 за 40 б.п., а затим током јула за додатних 15 б.п., на 269 б.п. Током Т2 смањен је и *EMBI Global* (за 27 б.п.). У овом периоду смањене су и премије ризика земаља Јужне Америке, док су премије ризика земаља нашег региона биле на вишем или истом нивоу као и крајем Т1, али су током јула и оне смањене.

Знатном смањењу премије ризика Србије у посматраном периоду допринели су и домаћи фактори, пре свега смањење унутрашње и спољне неравнотеже, захваљујући доследном спровођењу мера фискалне консолидације и структурних реформи. Боље макроекономске перформансе наше привреде и њене изгледе за наредни период потврдио је у јуну и ММФ, а агенција *Fitch* је у истом месецу повећала кредитни рејтинг Србије (са *B+* на *BB-*, уз стабилне изгледе за његово даље повећање). У саопштењу агенције истиче се да је повећање рејтинга

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



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



Србије резултат бољих макроекономских перформанси, политичке стабилности, успешно спроведене фискалне консолидације, стабилности банкарског сектора и спровођења реформи које су договорене трогодишњим аранжманом с ММФ-ом. Рејтинг агенција *Standard & Poor's* потврдила је кредитни рејтинг Србије за дугорочно задуживање у домаћој и страниј валути на нивоу *BB-*, уз задржавање „стабилних“ изгледа за његово побољшање. Потврда рејтинга заснива се на очекивању да ће нова Влада наставити да спроводи програм фискалне консолидације и структурних реформи, што би требало додатно да повећа поверење инвеститора у погледу улагања у Србију.

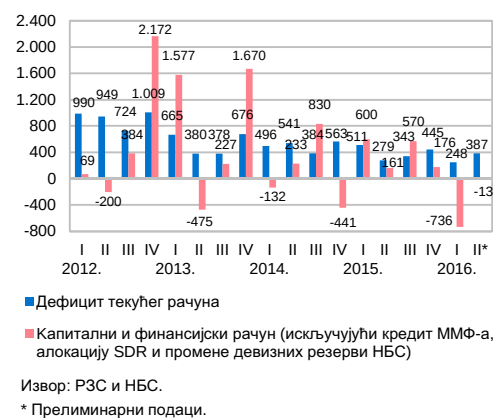
Прилив капитала из иностранства

У поређењу с Т1, прилив СДИ био је виши, а одлив по основу портфолио инвестиција и смањења кредитних обавеза резидената према иностранству нижи. Поред тога, банке су у Т2 смањиле износ средстава које су држале на рачунима у иностранству.

Према прелиминарним подацима, у Т2 је остварен нето прилив СДИ од 495,6 млн евра, чиме је прилив по овом основу од почетка године достигао 830,8 млн евра. Овај прилив је за 6,5% већи у односу на исти период претходне године, када је такође био висок, и био је више него довољан да покрије текући дефицит. Инвестиције су у највећој мери потицале из земаља ЕУ, а као и прошле године, биле су распрострањене на велики број пројеката у различитим делатностима. Највећи износи били су усмерени у прерађивачку индустрију, финансијски сектор, грађевинарство, трговину, саобраћај и телекомуникације. Истовремено, на име дивиденди и камата по основу СДИ у току Т2 извршена су нето плаћања према иностранству у износу од 188,0 млн евра и 12,1 млн евра, респективно.

Очекујемо да ће у 2016. укупан нето прилив СДИ износити око 1,6 млрд евра, или око 5% БДП-а, што обезбеђује пуну покривеност дефицита текућег рачуна, који се за ову годину процењује на 4,2% БДП-а. Улагања би требало да буду распоређена пре свега у извозно оријентисане секторе, што ће допринети одрживом привредном расту у наредним годинама. Наставак структурних реформи, даље унапређење пословног и инвестиционог амбијента, опоравак наших трговинских партнера и напредак у процесу евроинтеграција требало би да дају кључан допринос приливу СДИ.

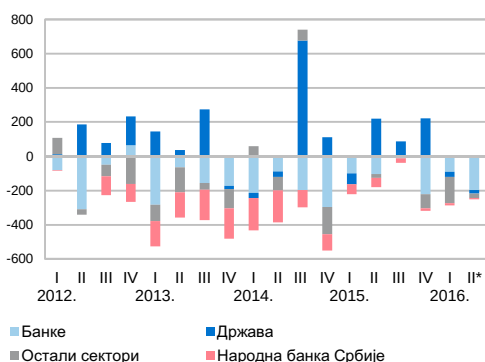
Графикон IV.1.10. Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала (у млн EUR)



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



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



Извор: НБС.
* Прелиминарни подаци.

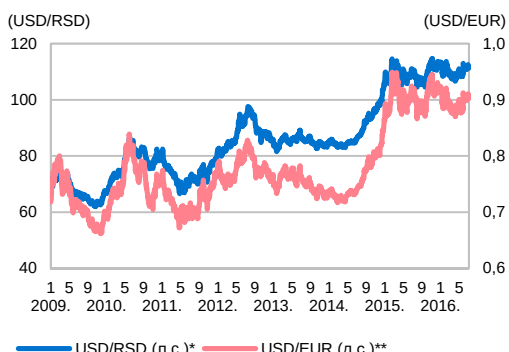
Нето одлив капитала (331,3 млн евра) у Т2 регистрован је по основу **портфолио инвестиција**, али је био нижи него у Т1. Одлив по том основу је последица пре свега наставка смањења изложености страних инвеститора према тржиштима у успону након почетка нормализације монетарне политике ФЕД-а, а допринеле су му и турбуленције на међународном финансијском тржишту уочи и непосредно након Брежита. Истовремено, резиденти су повећали своја улагања у иностране, пре свега дужничке ХоВ, што је такође резултирало одливом по том основу. На име камата по основу портфолио инвестиција страним инвеститорима током Т2 исплаћено је 110,1 млн евра.

Резиденти су у Т2 смањили своје обавезе по основу **финансијских кредита** за 250,9 млн евра. Највише су се раздужиле банке (196,5 млн евра), док су обавезе предузећа по прекограничним кредитима смањене за 25,7 млн евра, а државе за 21,5 млн евра.

Народна банка Србије је у априлу платила последњу рату главнице дуга ММФ-у (7,2 млн евра), чиме је у потпуности измирила обавезе по основу стендај аранжмана из 2009. године. Актуелни трогодишњи аранжман из предострожности, одобрен почетком 2015, успешно се спроводи без потребе за повлачењем средстава.

Кретања на девизном тржишту и курс динара

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



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

Притисци на слабљење динара током Т2 били су последица наставка повлачења страних инвеститора из динарских државних ХоВ и раста тражње домаћих предузећа за девизама. Међутим, раст СДИ и извоза, повећани откуп ефективног страног новца од физичких лица, повећање нето имовине банака индексиране валутном клаузулом, као и интервенције Народне банке Србије, утицали су на то да кретања на девизном тржишту у овом периоду буду релативно стабилна. Динар је у Т2, посматрано крајем периода, ослабио према еврџ за 0,3%, а на нивоу просека тромесечја за 0,1%.

Турбуленције на међународном финансијском тржишту након објављивања резултата референдума у Великој Британији осетиле су се и на домаћем девизном тржишту, али је захваљујући адекватној и правовременој реакцији Народне банке Србије и комуникацији с јавношћу девизно тржиште врло брзо умирено. Народна банка Србије је после тога интервенисала искључиво на страни куповине девиза

како би спречила прекомерно краткорочно јачање динара. Аpreciјацијским притисцима у јулу допринело је повећано интересовање страних инвеститора за улагање у динарске државне ХоВ и мања куповина девиза од стране домаћих предузећа од уобичајене. Курс динара према евр у је остао готово непромењен у односу на јун.

Резултати референдума највише су утицали да, посматрано крајем периода, евро у Т2 ослаби према долару за 1,9%, тако да је и динар ослабио према долару за 2,2%.

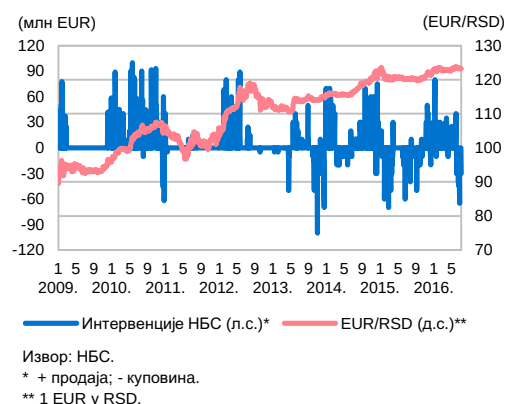
Наставак позитивних кретања у прерађивачкој индустрији утицао је на већу тражњу домаћих предузећа за девизама за потребе плаћања увоза енергената, опреме и репроматеријала. Поред тога, банке и предузећа су наставили да смањују своје кредитне обавезе према иностранству. Знатне износе девиза на МДТ-у купили су и страни инвеститори, који су, у условима различитих монетарних политика водећих централних банака и присутне неизвесности на међународном финансијском тржишту, наставили да смањују своје портфеље државних ХоВ.

Током Т2 остварен је већи раст СДИ у поређењу с Т1, а и извоз је наставио да расте. Висок нето прилив СДИ, који је у првих шест месеци ове године за око 6,5% виши у поређењу с претходном, сведочи о повољној перцепцији инвеститора о дугорочним улагањима у Србију. Прилив дознака из иностранства, али и доспеће последње серије обвезница старе девизне штедње утицали су на повећан откуп ефективног страног новца по мењачким пословима у Т2. Током јуна повећана је и валутно индексирана актива банака, које су, ради уравнотежавања девизних позиција, креирале понуду девиза, што је у великој мери ублажило депрецијацијске притиске.

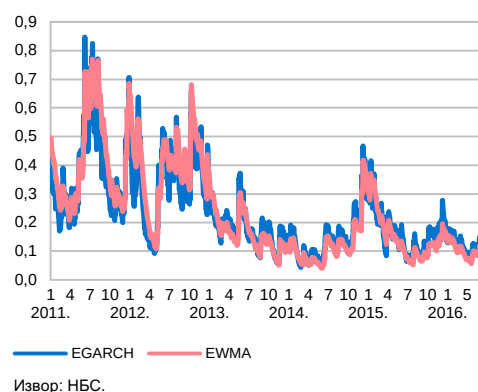
Одржана релативна стабилност динара у условима турбуленција на међународном финансијском тржишту, које су присутне већ извесно време, доказује да је отпорност домаће привреде на екстерне потресе повећана услед знатног побољшања макроекономских фундамената. То потврђује и повећање кредитног рејтинга Србије, са *B+* на *BB-*, које је агенција *Fitch* извршила у јуну. Почетком јула, агенција *Standard & Poor's* потврдила је кредитни рејтинг Србије на нивоу *BB-*, уз задржавање стабилних изгледа за његово побољшање.

Просечан дневни промет на МДТ-у смањен је у Т2 и износио је 25,4 млн евра, што је за 7,1 млн евра ниже

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



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



него у Т1.⁷ Најнижи просечни дневни промет забележен је у априлу (24,4 млн евра), а највиши у јуну (26,8 млн евра). И осцилације курса динара према еврџ, мерене методама *EWMA*⁸ и *EGARCH*⁹, кретале су се у складу с кретањем промета – у априлу и мају оне су биле на нижем нивоу, да би се у јуну благо повећале.

Како би ублажила прекомерне краткорочне осцилације курса, Народна банка Србије је у Т2 интервенисала на МДТ-у нето продајом девиза у износу од 255,0 млн евра, највише у априлу. На страни куповине девиза интервенисала је једном у априлу, са 10,0 млн евра и једном крајем јуна са 30,0 млн евра. Током јула интервенисала је искључиво на страни куповине, и то у износу од 355,0 млн евра.

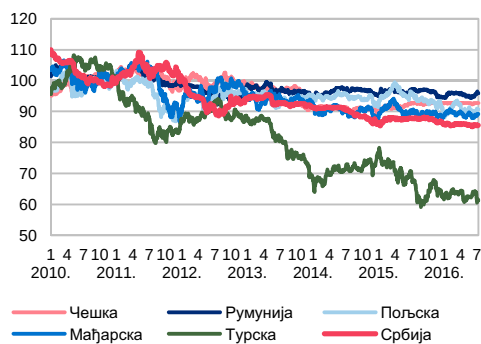
Износ девизних свопова био је нешто нижи него у Т1. Тако је на редовним девизним своп аукцијама које организује Народна банка Србије укупно продато и купљено по 74,0 млн евра на двонедељним и по 34,0 млн евра на тромесечним аукцијама. И износ девизних свопова које су банке закључиле међусобно у Т2 (20,6 млн евра) био је нижи него у претходном тромесечју.

Већина валута осталих земаља региона са сличним режимом девизног курса током Т2 је ослабила у односу на евро. Од посматраних валута највише је слабио пољски злот (3,6%). Румунски леј је ослабио за 1,0%, мађарска форинта за 0,6%, а чешка круна за 0,3%, колико је ослабио и динар. Једино је турска лира незнатно ојачала (0,1%).

Кретања на берзи

Индекси Београдске берзе су током Т2 бележили осцилације у оба смера. Крајем јуна, после објаве резултата референдума у Великој Британији, колебања на светским берзама осетила су се и на домаћем тржишту капитала. Посматрано крајем периода, вредности домаћих берзанских индекса биле су скоро непромењене у односу на крај Т1 – *BELEX15* износио је 604,7 индексних поена, а *BELEXline*

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



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

⁷ Без Народне банке Србије.

⁸ *EWMA* (Exponentially Weighted Moving Average) – метод пондерисаних покретних просека код кога се процентуалним дневним променама девизног курса додељују различити пондери за различите временске тренутке, при чему ти пондери експоненцијално опадају удаљавањем од садашњег момента.

⁹ *EGARCH* (Exponential General Autoregressive Conditional Heteroskedasticity) – метод оцено условне варијансе који приказује асиметричан ефекат позитивних и негативних шокова на оцено условне варијансе.

1.326,0, што је за 0,2% и 0,3%, респективно, ниже него крајем марта.

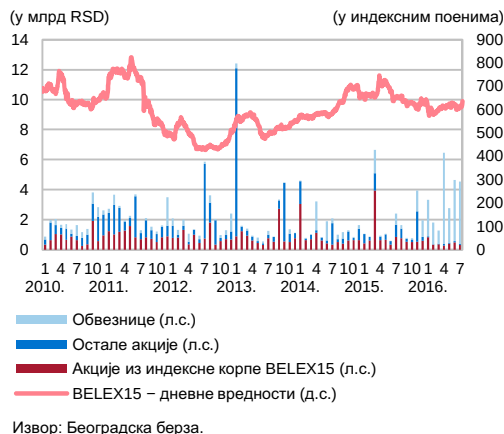
Укупан промет акција у Т2 снижен је за 0,2 млрд динара у односу на Т1 и износио је 1,4 млрд динара. При томе, преко 80% промета резултат је трговања акцијама из индексне корпе *BELEX15*, а највећи износ трговања остварен је у јуну (0,6 млрд динара). Страни инвеститори учествовали су у укупном промету акцијама са 0,6 млрд динара, а због нето продаје у јуну, они су на нивоу тромесечја били нето продавци акција у износу од 21,3 млн динара.

За разлику од акција, трговање обвезницама додатно је повећано у Т2. Укупан промет обвезницама (12,4 млрд динара) био је скоро три пута виши него у Т1, а тај раст дугује се пре свега повећаном трговању дугорочним обвезницама Републике Србије (11,4 млрд динара).¹⁰ При томе, на трансакције са страним инвеститорима односило се око 20% овог промета. Промет последњом преосталом серијом обвезница старе девизне штедње А2016 износио је 1,0 млрд динара. Овим ХоВ трговало се до 19. маја, када су, због доспећа крајем месеца, искључене са листинга берзе. Током Т2 није било трговања муниципалним обвезницама.

Тржишна капитализација Београдске берзе крајем јуна износила је 646,7 млрд динара и била је за 7,5 млрд динара нижа него крајем марта. При томе, капитализација регулисаног сегмента повећана је за 2,8 млрд динара, док је капитализација МТП сегмента¹¹ смањена за 10,3 млрд динара. Учешће тржишне капитализације у оцењеном БДП-у смањено је за 0,3 п.п., на 16,0% на крају Т2.

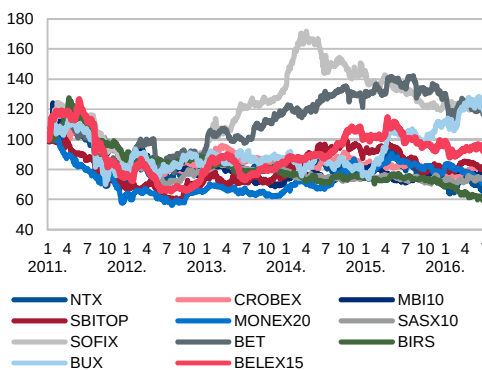
Индекси на берзама региона током Т2 бележили су различита кретања. Највише је смањена вредност индекса на берзи у Подгорици (8,1%), док је највећи раст (2,1%) остварен на берзи у Софији.

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



Графикон IV.1.18. Кретање берзанских индекса у региону

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



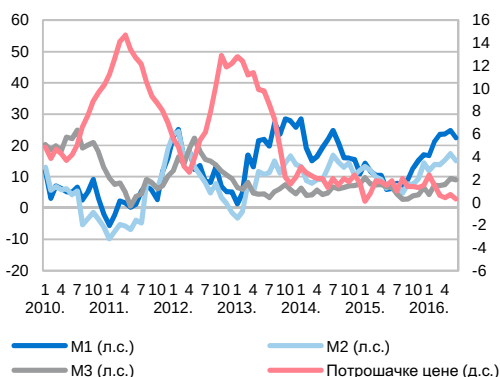
¹⁰ Од новембра 2015. омогућено је трговање државним дугорочним обвезницама на Београдској берзи.

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

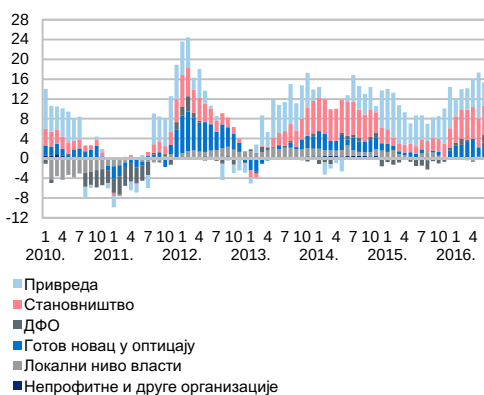
Табела IV.2.1. Монетарни агрегати
(реалне мг. стопе, у %)

	2015.		2016.		Учешће у МЗ јун 2016. (у %)
	Септ.	Дец.	Март	Јун	
МЗ	1,5	5,0	6,6	8,7	100,0
Девизни депозити	-0,7	1,1	3,6	5,8	66,1
М2	6,2	12,7	13,1	14,8	33,9
Динарски орочени и штедни депозити	2,9	6,6	-9,5	-3,5	8,1
М1	7,6	15,4	22,8	22,1	25,7
Депозити по виђењу	10,6	19,6	26,3	24,8	18,9
Готов новац у оптицају	0,4	5,6	14,2	15,1	6,8

Извор: НБС.

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

Извор: РЗС и НБС.

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

Извор: НБС.

2. Новац и кредити

Понуда новца повећана је током Т2 како по основу динарске, тако и по основу девизне компоненте. Захваљујући опоравку економске активности, настављен је раст депозита привреде, а повећана је и штедна грађана, и у динарима и у девизама. Раст новчане масе определило је веће кредитирање приватног сектора.

Монетарни агрегати

Динарски примарни новац је у Т2 номинално повећан за 2,1%, а реално за 1,5%. Тај раст је, уз нешто виши износ девизних депозита које су банке држале код Народне банке Србије, утицао и да укупан примарни новац оствари слично повећање (номинално за 2,0%, а реално за 1,5%). Ипак, примарни новац је на крају јуна и даље на nižем нивоу него пре годину дана – динарски за 6,0%, а укупни за 11,2%.

Због битно побољшане фискалне позиције смањена је потреба државе за задуживањем, тако да су износи доспелих динарских ХоВ премашили ново задужење по овом основу, па су динарски депозити државе у Т2 смањени за 32,4 млрд динара. Део динарских средстава искоришћен је и за куповину девиза од Народне банке Србије, пре свега ради исплате обвезница старе девизне штедне које су доспеле у мају, тако да је држава у Т2 деловала на раст динарског примарног новца са 16,5 млрд динара. Расту ликвидности банака допринеле су и девизне трансакције платног промета с Косовом и Метохијом и мања улагања банака у репо ХоВ (укупно са 14,6 млрд динара). С друге стране, највећи део креиране ликвидности повучен је интервенцијама Народне банке Србије на МДТ-у (30,1 млрд динара).

Динарска новчана маса реално је повећана у Т2, при чему је М1 повећан за 5,8%, а М2 за 5,6%. Повећани су и девизни депозити, што је уз раст динарске новчане масе утицало и да МЗ буде повећан за 3,4%.¹²

Структура динарске новчане масе наставила је да се мења у корист веће заступљености депозита по виђењу, због чега М1 бележи бржи мг. раст него М2. Ти депозити су у Т2 повећани за 24,9 млрд динара, а раст средстава био је пре свега остварен на рачунима

¹² Због додатног унапређења секторске класификације, у складу са применом уредбе о класификацији делатности, која је ступила на снагу у августу 2010, током Т2 извршене су промене у серији података.

предузећа, и то оних из области прерађивачке индустрије. Повећани су и износи на трансакционим депозитима осталих сектора, изузев јавних предузећа. Средства на динарским рачунима дужих рочности била су виша за 8,8 млрд динара по основу раста средстава на рачунима предузећа из области трговине и индустрије, као и раста средстава на рачунима ДФО и динарске штедње грађана.

Дужи период ниске и стабилне инфлације, релативна стабилност девизног курса, повољније каматне стопе и порески третман у односу на девизну штедњу допринели су да динарска штедња становништва у Т2 буде повећана за додатних 0,9 млрд динара. У јуну је она достигла до сада највиши ниво (47,7 млрд динара), што је три и по пута више него пре пет година. И девизна штедња грађана је повећана за 141,5 млн евра, на 8,5 млрд евра у јуну, а том расту је допринело и доспеће последње серије обвезница старе девизне штедње у мају. Поред штедње грађана, захваљујући повољним извозним резултатима, повећани су и девизни депозити привреде.

Посматрано на мг. нивоу, раст новчане масе наставља да убрзава – у јуну је М1 био реално већи за 22,1%, М2 за 14,8%, а М3 за 8,7%. Томе је допринео и остварен економски опоравак у последњој години дана подржан, између осталог, и кредитима банака.

Кредити

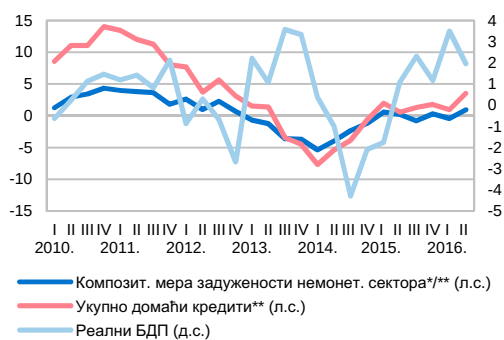
Након сезонски уобичајеног привременог успоравања почетком 2016, раст домаћих кредита у каснијим месецима постепено је убрзаван и у јуну је, искључујући ефекат промене девизног курса, износио 3,5% мг. Опоравку кредитне активности у већој мери доприноси раст кредита становништву (7,2% мг. у јуну), а од маја позитиван допринос поново долази и од кредита привреди, који у јуну бележе мг. раст од 1,2%. Искључујући ефекат промене девизног курса,¹³ домаћи кредити су у Т2 повећани за 2,4%, а њихово учешће у оцењеном БДП-у за 0,9 п.п., на 48,6%.

Имајући у виду очекивано убрзање економске активности у 2016. и знатно снижене каматне стопе на кредите, чему су допринели досадашње ублажавања монетарне политике Народне банке Србије и ниске каматне стопе на међународном

Графикон IV.2.3. **Домаћи кредити немонетарном сектору и М3**
(номиналне мг. стопе, у %)



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

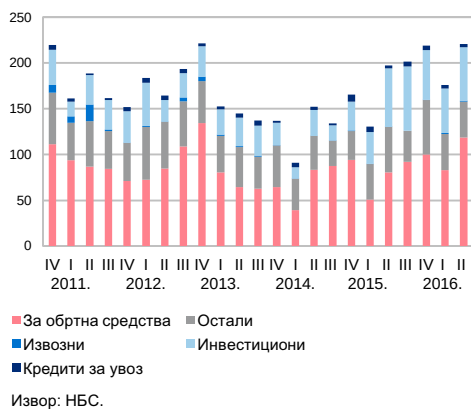


* Као показатељ укупног задуживања, обухвата домаће кредитирање приватног сектора, јавних предузећа и локалних нивоа власти, као и директно задуживање предузећа и становништва у иностранству.

** Искључен ефекат промене девизног курса.

¹³ Обрачунато по курсу динара према евра, швајцарском франку и долару на дан 30. септембра 2014. (тзв. програмски курс који се користи за потребе праћења аранжмана с ММФ-ом), узимајући у обзир валутну структуру потраживања по основу кредита.

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



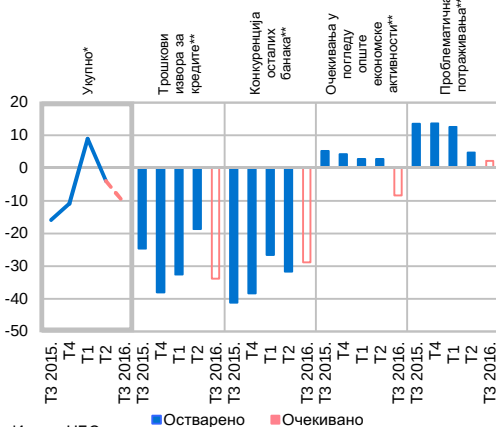
тржишту новца, али и међусобна конкуренција банака, очекујемо да ће се раст кредитне активности наставити и у наредном периоду.

Кредити привреди су у Т2 забележили раст од 1,5%, или 16,8 млрд динара, без ефекта промене девизног курса. Тај раст је резултат повећаног кредитирања привредних друштава, док је кредитирање јавних предузећа наставило да се смањује. Негативан утицај доспећа субвенционисаних кредита на стање потраживања по основу кредита привреди континуирано је слабио све до краја јуна, када су доспели и последњи кредити из овог програма.

На повољнија кретања у Т2 указује и укупан износ новоодобрених кредита привреди (220,8 млрд динара), који је био за 12% виши него у истом периоду претходне године, при чему се 24% тог износа односило на кредите који су код исте банке рефинансирани под повољнијим условима. Тражња предузећа за кредитима, као и раније, била је у највећој мери вођена потребом финансирања обрtnих средстава, тако да су кредити за обрtna средства чинили више од половине новоодобрених кредита привреди (око 54%). Задржано је и знатно учешће инвестиционих кредита у новоодобреним кредитима (око 26%), чиме је потврђен већи значај кредита у финансирању инвестиција. Захваљујући опоравку инвестиционог кредитирања, учешће те категорије кредита у стању потраживања од привреде наставља да расте и у јуну је износило 34,2%, или за 2,6 п.п. више него крајем 2015. И рачност кредитног портфолија је додатно продужена – кредити с рачношћу дужом од две године у јуну су чинили две трећине потраживања од привреде.

Резултати јулске анкете Народне банке Србије о кредитној активности банака¹⁴ показују да су кредитни стандарди, након привременог поопштравања почетком године, ублажени у Т2. На то су пре свега утицали конкуренција међу банкама и нижи трошкови извора за кредите. Ти фактори би, уз убрзање економске активности, требало да допринесу даљем ублажавању стандарда, које се очекује у Т3. Услови задуживања предузећа били су повољнији по основу нижих каматних маржи, пратећих трошкова, уз дуге рокове отплате, док су захтеви у погледу максималног износа кредита били строжи, а поопштрени су и стандарди у погледу захтеваног колатерала, што је у складу са

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 поопштравање, а негативне на ублажавање кредитних стандарда у односу на претходно тромесечје.

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

¹⁴ Поменућу анкету Народна банка Србије спроводи од почетка 2014. Учешће у анкети је добровољно, а одзив готово 100%.

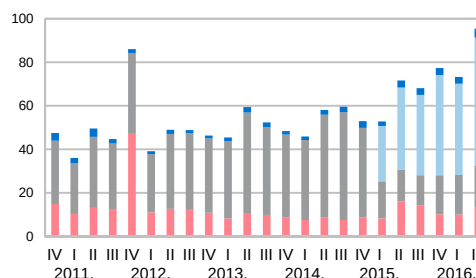
продужењем рочности кредита. Према оцени банака, тражња предузећа и за динарским и за девизним кредитима наставила је да расте и била је пре свега вођена потребом финансирања обртних средстава. Позитиван допринос потиче и од реструктурирања дугова, као и финансирања инвестиција. Исти фактори требало би да буду и покретачи њеног даљег раста у наредном периоду.

Кредити становништву наставили су раст и у Т2 и искључујући ефекат промене курса, повећани су за 3,4%, или 25,5 млрд динара. То је највећи тромесечни прираст кредита још од Т3 2008. Обим новоодобрених кредита становништву у Т2 (95,5 млрд динара) био је за трећину виши у односу на исти период претходне године, а грађани су и даље највише користили готовинске кредите и кредите за рефинансирање. Током Т2 ти кредити су у просеку чинили 61% новоодобрених кредита становништву и били су готово у потпуности у динарима (преко 99%), а око 70% њих било је с роком отплате преко пет година. И износ нових стамбених кредита повећан је у односу на претходне месеце, али је њихово учешће у укупним новим кредитима и даље релативно скромно (око 14% у Т2). Задуживање по кредитним картицама и прекорачењима по текућим рачунима било је на сличном нивоу као у Т1.

Резултати јулске анкете о кредитној активности показују да су банке и у Т2 наставиле са ублажавањем кредитних стандарда становништву. Као и код привреде, ублажавање стандарда било је вођено пре свега нижим трошковима извора за кредите и конкуренцијом банака. Тренд снижења каматних маржи је настављен, пратећи трошкови су нижи, а нуђени су и повољнији рокови отплате, уз нешто блаже захтеве у погледу колатерала. У складу са очекивањима банака, тражња грађана за кредитима наставила је да расте. Најтраженији су и даље били динарски готовински кредити и кредити за рефинансирање, а друго тромесечје заредом евидентиран је знатан раст тражње за стамбеним кредитима. На раст тражње за кредитима највише су утицали потреба рефинансирања постојећих обавеза и куповина непокретности, а ти фактори, према оцени банака, требало би да буду и главни покретачи њеног очекиваног раста у Т3.

Крајем јуна 29,8% пласмана банака привреди и становништву било је у динарима, или за 1,1 п.п.

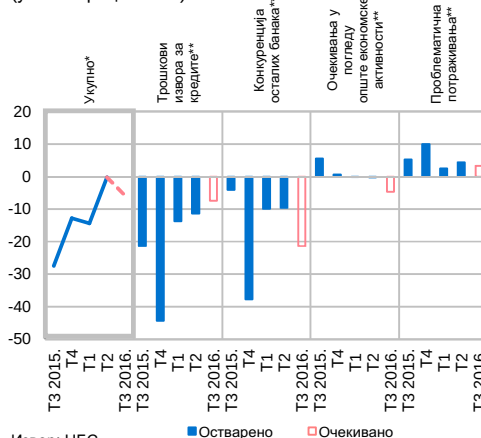
Графикон IV.2.7. Структура новоодобрених кредита становништву (у млрд RSD)



Извор: НБС.

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

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

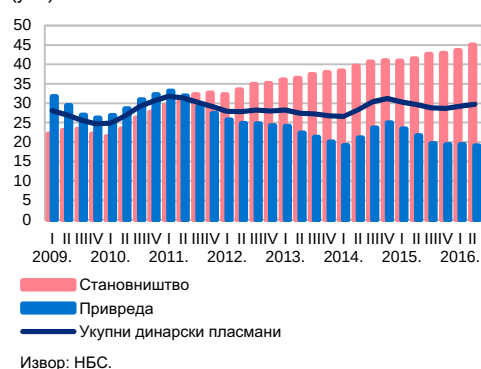


Извор: НБС.

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

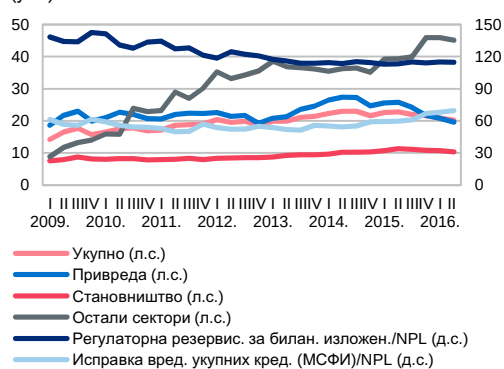
** Позитивне вредности указују на допринос датог фактора поштравању, а негативне ублажавању кредитних стандарда.

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



Извор: НБС.

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



Извор: НБС.

више него крајем 2015. Грађани се све више задужењују у динарима и у П1 у просеку је 75% нових кредита становништву било у динарима. То је резултирало и растом динаризације пласмана становништву, која је у П1 повећана за 2,1 п.п. и у јуну је достигла 45,0%. Насупрот томе, степен динаризације пласмана привреди (19,1%) смањен је за 0,3 п.п. у односу на крај 2015, делом и због доспећа динарских кредита одобрених у оквиру програма субвенционисаних кредита. Ипак, ново задужење привреде у динарима (око 22% у просеку у П1) више је за око 7 п.п. у односу на исти период претходне године.

Резултати спровођења Стратегије за решавање проблематичних кредита већ су видљиви. Од почетка године учешће *NPL* у укупним кредитима, рачунато по бруто принципу, смањено је за 1,4 п.п. и у јуну је износило 20,2%. Учешће *NPL* у сектору привреде смањено је за 2,1 п.п., на 19,6%, а код становништва за 0,5 п.п., на 10,3%¹⁵. Паду тог учешћа доприноси наплата, реструктурирање, отпис и продаја дела *NPL*, с једне стране, и раст нових кредита, с друге стране.

И поред релативно високог учешћа *NPL* у укупним кредитима, коефицијент адекватности капитала од 21,6% указује на високу капитализованост домаћег банкарског сектора. Исправка вредности укупних кредита у јуну је износила 69,5% *NPL* (што је за 9,9 п.п. више него пре годину дана), а регулаторна резервисања за билансну изложеност¹⁶ и даље у потпуности покривају износ бруто *NPL* и у јуну су износила 114,7%.

¹⁵ Уколико се укључе предузетници и приватна домаћинства, то учешће је такође смањено за 0,6 п.п., на 11,1%.

¹⁶ Регулаторна резерва није рачуноводствена категорија, што значи да не пролази кроз биланс успеха, већ само служи за обрачун капитала банака. Ради се на групној основи по класама активе за које су дефинисани износи резервисања (0%, 2%, 15%, 30% и 100% потраживања класификованих у категорије А, Б, В, Г и Д, респективно).

Осврт 1: Услови финансирања малих и средњих предузећа

Мала и средња предузећа препозната су као носиоци успешног и одрживог привредног развоја и неретко представљају извор иновативности и побољшања конкурентности економија. И у Србији се посебна пажња посвећује њиховом развоју. Влада је у марту 2015. донела Стратегију за подршку развоја малих и средњих предузећа, предузетништва и конкурентности за период од 2015. до 2020. године. Ова стратегија представља наставак и надградњу раније важеће политике у овој области, уважавајући у потпуности принципе регулативе ЕУ из области предузетништва и конкурентности, пре свега Стратегију Европа 2020. и Акт о малим предузећима. Усаглашеност домаће регулативе с правним тековинама ЕУ убрзаће процес преговарања са ЕУ (у конкретном случају у оквиру преговарачког поглавља 20 – Предузетништво и индустријска политика).

Као циљеви Стратегије дефинисани су унапређење пословног окружења, унапређење приступа изворима финансирања, континуиран развој људских ресурса, јачање одрживости и конкурентности микро, малих, средњих предузећа и предузетника (у даљем тексту: МСПП), унапређење приступа новим тржиштима и развој и промоција предузетничког духа и подстицање предузетништва жена, младих и социјалног предузетништва. Према овој стратегији, очекује се да до 2020. број МСПП буде повећан на 350.000 (у 2014. износи 324.272), број запослених у овом сектору на 950.000 (у 2014. износи 761.539) и реална просечна стопа раста бруто додате вредности у периоду од 2015. до 2020. у овом сектору од $3,0\% \pm 1\%$. Како би подржала спровођење Стратегије и даље помогла раст и развој предузетништва, Влада од марта спроводи пројекат „Година предузетништва 2016“, који обухвата 33 различита програма подршке предузетницима, укупне вредности око 16 млрд динара, при чему једну четвртину чине бесповратна средства, а остало су кредитни и други аранжмани. Поред тога, захваљујући гаранцијама Владе, а посредством домаћих банака, МСПП су доступне и кредитне линије иностраних кредитора (ЕИБ-а, Владе Републике Италије, Европске агенције за реконструкцију и др.). Међу њима издваја се ЕИБ-ова кредитна линија Апекс, путем којих је МСПП и локалним властима од 2002. до јуна 2016. одобрено преко 1 млрд евра кредита. Такође, програм субвенционисаних кредита из 2014. у оквиру кога је одобрено 136 млрд динара, био је првенствено намењен финансирању МСПП (свега 10% ових кредита одобрено је великим предузећима).

Сектор малих и средњих предузећа,¹ посматрано према броју привредних субјеката, има апсолутну већину у Србији – према последњим расположивим подацима Републичког завода за статистику, у 2014. је 99,8% предузећа имало тај статус, при чему су најбројнија предузећа која запошљавају до девет радника, тј. предузетници и микропредузећа. У малим и средњим предузећима било је запослено скоро две трећине (64,8%) укупно запослених радника у нефинансијском сектору, док су она учествовала у стварању бруто додате вредности с више од једне половине (56,0%). Скоро трећина је регистрована у области трговине, а затим следи прерађивачка индустрија, стручне, научне, иновационе и техничке делатности и саобраћај и складиштење.

У свом пословању МСПП пре свега се ослањају на сопствена средства. Према Анкети 1.000 предузећа за 2015.,² више од половине испитаника (62%) навело је да уопште не користи спољне изворе финансирања. У структури извора финансирања сопствена средства учествују са 85,3%, док се 10,1% обезбеђује задужењем код банака. Остатак чине средства породице или пријатеља, инострани извори финансирања, зајмови државних институција, лизинг и донације и бесповратна средства. Међутим, према резултатима ове анкете, потреба за кредитима у 2015. је повећана, као и просечан износ задужења (на 23.000 евра). Приликом добијања кредита у тежем положају су новооснована МСПП, с обзиром на то да их банке посматрају као ризичније у односу на постојеће клијенте. Све то указује на потребу веће доступности алтернативних видова финансирања. У том погледу је Народна банка Србије, са своје стране, приступила изради регулаторног оквира за функционисање недепозитних финансијских институција, чиме ће се створити додатни потенцијал за финансирање МСПП, поготово у делу микросегмента и новооснованих (*start up*) предузећа.

¹ Дефиниција малих и средњих предузећа у Србији разликује се од стандардне дефиниције ЕУ. Према Закону о рачуноводству и ревизији, предузеће има статус малог или средњег уколико испуњава најмање два од следећа три критеријума: просечан број запослених до 250, годишњи приход до 10 млн евра и вредност пословне имовине до 5 млн евра.

² Анкета се спроводи једном годишње у оквиру *USAID*-овог Пројекта за боље услове пословања, у којој 98% анкетираних чине мала и средња предузећа.

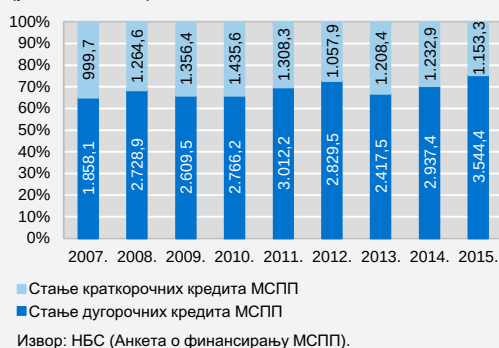
Да су услови задуживања МСПП побољшани, показују резултати анкете Народне банке Србије о кредитној активности банака. Ублажавање стандарда банака за кредите овим предузећима присутно је уназад више од годину дана, а услови задуживања били су повољнији пре свега по основу нижих маржи, пратећих трошкова и дужих рокова отплате, а у П2 2015. ублажени су и захтеви у погледу колатерала. Тражња ових предузећа, према оцени банака, бележи континуиран раст откако се спроводи анкета (од почетка 2014), а банке очекују наставак тог раста и у Т3 2016. И учесници ЕИБ-ове анкете о кредитној активности у земљама централне, источне и југоисточне Европе³ у последњој анкети, која је објављена у јулу, означили су мала и средња предузећа као главне носиоце раста тражње за кредитима. Поред тога, према овој анкети, очекује се ублажавање кредитних стандарда привреди и раст тражње у наредном периоду, који би били у складу с кретањима и на нивоу просека у региону.

Једном годишње, ради прикупљања података за потребе *OECD*-овог пројекта *SME Financing Scoreboard*, Народна банка Србије анкетира банке о финансирању МСПП⁴ и резултати ове анкете указују да су потраживања банака од МСПП додатно повећана у 2015. При томе, рочна структура тих потраживања је побољшана – повећано је задуживање привредника на дуги рок, док су краткорочна потраживања била у паду. Према овој анкети, проценат предузећа од којих је захтеван колатерал (искључујући менице) није промењен у односу на 2014. и износио је 54%. Банке и даље овим предузећима одобравају кредите по вишим стопама него великим предузећима, али је и овде присутан тренд њиховог знатног пада, пре свега код кредита у динарима, захваљујући знатном ублажавању монетарне политике Народне банке Србије од маја 2013. године. И просечна пондерисана каматна стопа на кредите у еврима и евроиндексиране кредите је снижена, првенствено услед пада каматних стопа на међународном тржишту новца, али и пада премије ризика земље, мада је тај пад био нижи у поређењу с падом каматних стопа на динарске кредите. Према резултатима ове анкете, каматне стопе на динарске кредите МСПП у просеку су у 2015. износиле 12,3%, а на кредите у иностраној валути 6,6%, што је у односу на 2013. ниже за 6,0 п.п., односно 1,9 п.п.

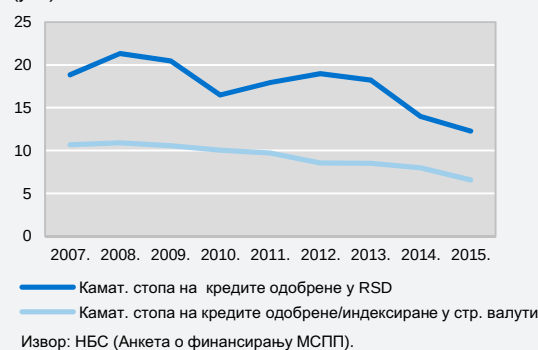
Према резултатима исте анкете, у 2015. око 28% поднетих кредитних захтева МСПП било је одбијено, док је однос искоришћених и одобрених кредита достигао 95%, што се може довести у везу с повољнијим условима по којима су банке одобравале кредите (ниже каматне стопе и дужи рокови отплате).

Присуство позитивних тенденција у финансирању МСПП, које је потврђено из више различитих извора, даје разлоге за оптимизам да ће напредак бити настављен и у наредном периоду и да ће то за резултат имати већи допринос МСПП стварању бруто додате вредности и нових радних места.

Графикон О.1.1. Краткорочни и дугорочни кредити МСПП
(у % и млн EUR)



Графикон О.1.2. Просечне каматне стопе на новоодobreне кредите МСПП
(у %)



³ Из Србије у овој анкети учествује десет банака, чија актива чини око 65% укупне aktive банкарског сектора Србије.

⁴ У анкети учествује 27 банака, чија актива чини 90% укупне aktive банкарског сектора Србије.

3. Тржиште непокретности

На благ опоравак тржишта непокретности указује већи промет непокретности у Т2 и већа тражња за стамбеним кредитима. Побољшана законска регулатива наставила је да се позитивно одражава и на раст понуде на тржишту непокретности.

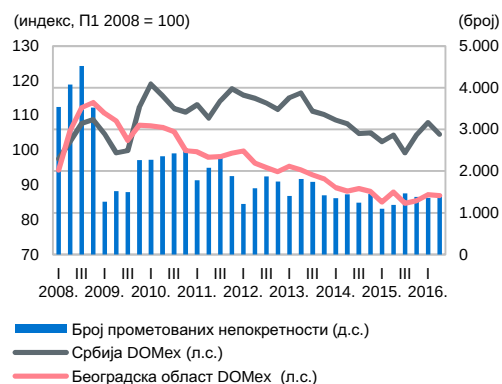
Након два узастојна тромесечја раста, просечна цена некретнина у Србији, мерено индексом *DOMex*,¹⁷ у Т2 је смањена за 3,2%. Пад цене некретнина забележен је у свим регионима изузев у Шумадији и западној Србији. Посматрано на м.г. нивоу, цене некретнина су у Т2 стагнирале, при чему је благ пад цене у београдском региону надокнадило повећање цена у Војводини и региону Шумадије и западне Србије.

Разлика у просечној цени некретнине по регионима остала је релативно непромењена и у односу на Т1 и на нивоу целе Србије. Просечна цена је у Т2 износила 867,0 евра по квадратном метру.

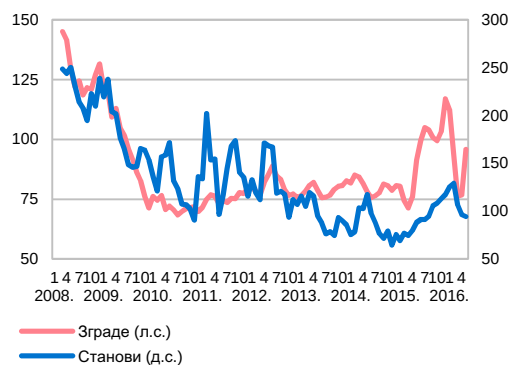
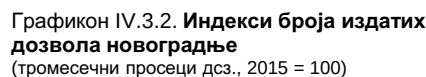
Број прометованих непокретности¹⁸ био је за 6,0% виши у односу на Т1. Раст промета у Т2 још је израженији посматрано у односу на исти период претходне године (20,5%), чиме је настављен тренд снажног м.г. раста започетог у Т1. Посматрано по регионима, раст промета је забележен у свим регионима изузев београдског.

Повољније трендове на тржишту некретнина најављују и резултати из анкете о кредитној активности банака, који указују на повећану тражњу становништва за стамбеним кредитима и истичу куповину непокретности као један од главних фактора раста тражње за кредитима. На то је делом утицао и пад каматних стопа на новоодobreне стамбене кредите, као и благо ублажавање стандарда банака у погледу одобравања стамбених кредита.

Позитивна кретања настављена су и на страни понуде на тржишту некретнина, с обзиром на то да број завршених станова у Т1 и даље расте и виши је за



ИЗБОР: НКОВС.



Извор: РЗС и прерачун НБС.

¹⁷ Овај индекс објављује Национална корпорација за осигурање стамбених кредита, а односи се само на непокретности чија је куповина финансирана осигураним кредитима.

¹⁸ И број прометованих непокретности и цена стана по квадратном метру такође се односе само на некретнине чија је куповина финансирана осигураним кредитима.

84,6% мг., док је површина новоизграђених станова у истом периоду повећана за 107,7% мг. Већа понуда станова може се очекивати и у наредном периоду, будући да је број издатих грађевинских дозвола у априлу и мају повећан за 5,0% мг. у случају зграда и 19,0% мг. у случају станова.

4. Агрегатна тражња

Повећање увоза, које је у највећој мери резултат раста набавки опреме, репроматеријала и енергије из иностранства за потребе индустрије и грађевинарства, надмашило је повећање извоза, па је допринос нето извоза у Т2 био негативан. Зато је БДП, након снажног раста у Т1, стагнирао у Т2, уз задржавање релативно високе стопе раста на мг. нивоу од 1,8%. Позитивна кретања настављена су у области инвестиција како приватних, тако и државних. Наставља се опоравак и потрошње домаћинства, вођен растом зарада у приватном сектору и нижим трошковима задуживања.

Према нашој процени, раст БДП-а у 2016. износиће око 2,5% и биће вођен инвестицијама и извозом, а позитиван допринос ове године очекује се и од приватне потрошње.

Домаћа тражња

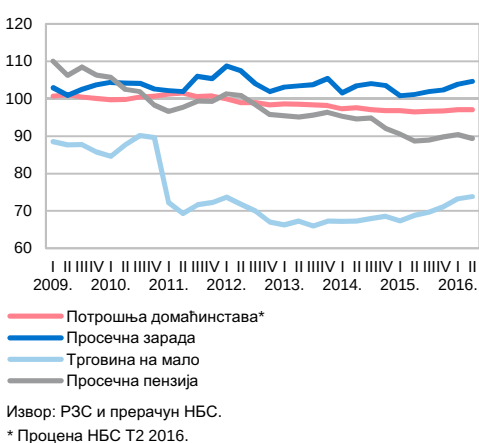
Потрошња домаћинства је и у Т2 бележила раст (0,2% дсз.) и позитивно је допринела кретању БДП-а са 0,1 п.п. На то указују пре свега снажан раст увоза потрошних добара (7,5% дсз.) и кретање показатеља у области трговине, туризма и угоститељства. Промет у трговини на мало је порастао за 0,8% дсз., а на мг. нивоу за 7,3%. Раст потрошње домаћинства на мг. нивоу процењује се на 0,6%, уз позитиван допринос БДП-у од 0,4 п.п.

Реална маса нето зарада, која је у Т2 наставила раст (1,9% дсз.), вођена пре свега повећањем масе зарада у приватном сектору (3,2% дсз.), била је главни извор раста потрошње домаћинства. Поред тога што се нижи трошкови новог задуживања и даље позитивно одражавају на раст кредита намењених потрошњи, расту расположивог дохотка доприносе и нижи трошкови отплате постојећих кредита. Повећан је и прилив дознака из иностранства у односу на Т1, премда је и даље нижи у односу на исти период прошле године. С друге стране, благ пад исказали су

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



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



трансфери социјалног осигурања (0,5% дсз.), али је њихов износ у Т2 био виши у односу на исти период претходне године.

Посебно значајан са становишта средњорочне одрживости привредног раста јесте и даљи раст **приватних инвестиција**, које су, према нашој процени, у Т2 повећане 2,4% дсз., уз позитиван допринос кретању БДП-а од 0,4 п.п. На веће инвестиције указује раст увоза опреме (1,3% дсз.), већа производња грађевинског материјала и раст броја запослених у грађевинарству. Посматрано на мг. нивоу, приватне инвестиције и даље расту (3,0%), уз позитиван допринос БДП-у од 0,5 п.п.

Наставак унапређења пословног и инвестиционог амбијента и позитивне оцене међународних рејтинг агенција повољно су деловали на раст прилива СДИ у Т2, који је био за око 50% виши у односу на Т1. Слична кретања очекујемо и у наредном периоду, на шта би додатан утицај требало да има отварање два најважнија поглавља у преговорима о приступању ЕУ у јулу, које ће додатно повећати усклађеност пословних пракси и правну сигурност инвеститора. Поред СДИ, финансирање инвестиција настављено је и кроз повећано одобравање инвестиционих кредита, на шта су позитивно деловали ублажавање монетарне политике и пад каматних стопа на међународном финансијском тржишту.

Поред инвестиција у фиксне фондове, позитиван допринос БДП-у у Т2 потиче од **промена у залихама**, што се може видети кроз раст залиха готових производа у индустрији, а посебно у нафтној, хемијској, папирној и дрвеној индустрији и у производњи машина и опреме.

Позитиван допринос кретању БДП-а у Т2 дала је и **потрошња државе** (0,2 п.п.), која је порасла за 1,0% дсз. Таквом кретању допринело је повећање издатака за куповину робе и услуга, док су расходи за зараде у јавном сектору наставили пад. Раст ове компоненте тражње настављен је и на мг. нивоу (4,6%), уз позитиван допринос БДП-у од 0,8 п.п.

Према нашој процени, раст су у Т2 наставиле и **инвестиције државе** (3,2% дсз.), што се у највећој мери дугује бржој реализацији пројеката на саобраћајној инфраструктури. Слично као и остале компоненте домаће тражње, и државне инвестиције су на мг. нивоу наставиле да расту (33,0%) и позитивно су допринеле БДП-у са 0,8 п.п.

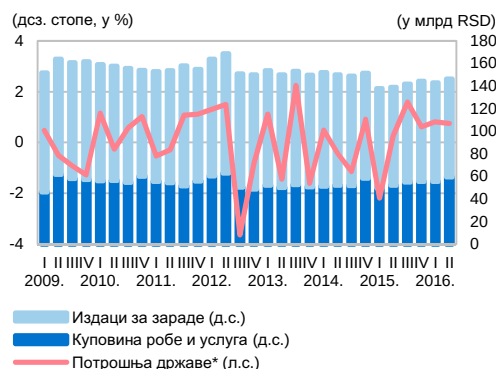
Табела IV.4.1. Показатељи кретања инвестиција

	2015.			2016.	
	II	III	IV	I	II
Реални показатељи (дсз. подаци, тромесечни раст, у %)					
Залихе индустријских производа	0,1	0,2	-2,8	0,5	0,2
Индустријска производња капиталних производа	-4,3	-9,3	6,5	5,5	-1,9
Извоз средстава за рад*	1,5	3,0	5,1	25,7	-1,7
Увоз средстава за рад*	1,6	-0,4	0,1	2,1	3,0
Залихе капиталних производа	1,9	-3,9	2,3	5,0	1,4
Индустријска производња интермедијарних производа	3,3	0,9	1,2	4,1	4,5
Извоз интермедијарних производа*	4,5	3,5	3,0	2,2	2,5
Увоз интермедијарних производа*	0,6	0,9	5,0	-1,3	2,4
Залихе интермедијарних производа	1,1	-1,7	2,3	2,5	2,1
Индустријска производња грађевинског материјала	0,2	1,6	7,4	-1,0	3,5
Залихе грађевинског материјала	-2,5	-2,1	0,8	2,8	2,0
Инвестиције државе**	17,1	12,4	11,4	3,8	3,2

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Извоз и увоз су изражени у еврима.

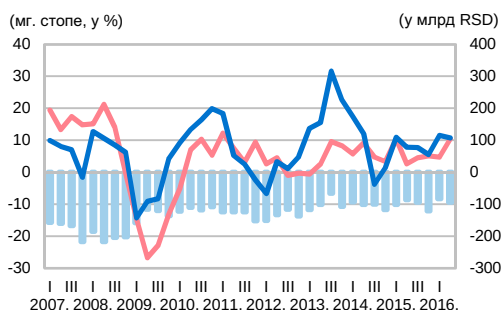
** Инвестиције државе су дефлациониране индексом цена произвођача индустријских производа.

Графикон IV.4.3. Потрошња државе
(реални износи)

Извор: РЗС, Министарство финансија и прерачун НБС.

* Процена НБС за Т2 2016.

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



— Нето извоз (д.с.) — Увоз (л.с.)
— Извоз (л.с.)

Извор: РЗС и прерачун НБС.

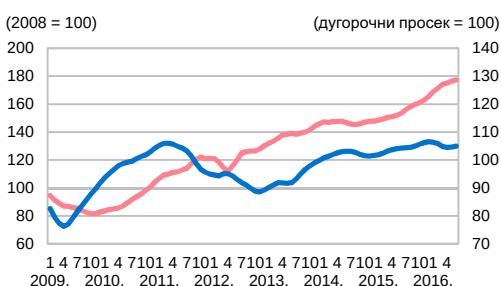
* Процена НБС за Т2 2016.

Нето екстерна тражња

Након снажног раста у Т1 (10,6% дсз.), реални извоз робе и услуга је и у Т2 задржао тај ниво (уз раст од 0,4% дсз.), захваљујући даљем расту у зони евра и побољшању ценовне и трошковне конкурентности. На такву динамику указивало је и кретање показатеља екстерне тражње за извозом Србије,¹⁹ који је у Т2 задржао ниво из претходног тромесечја. С друге стране, реални увоз робе и услуга и у Т2 бележи релативно висок дсз. раст (2,4%), што је утицало на то да допринос нето извоза кретању БДП-а у Т2, након два тромесечја у позитивној зони, буде негативан (-1,3 п.п.).

Посматрано на мг. нивоу, реални извоз робе и услуга задржао је релативно висок раст од 10,7%, али је због снажног убрзања мг. раста реалног увоза робе и услуга на 10,4%, допринос нето извоза БДП-у у Т2 ипак био негативан (-1,0 п.п.).

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



— Базични извоз 3М просек, дсз.* (л.с.)
— Показатељ екстерне тражње 3М просек (t-2), (д.с.)

Извор: Европска комисија, РЗС и НБС.

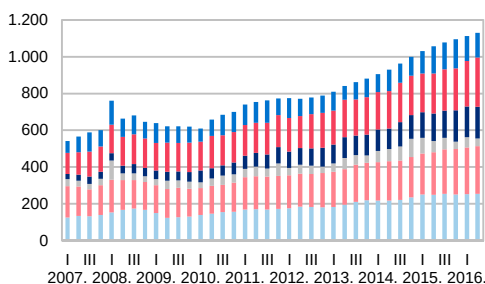
* Без пољопривреде, енергената, моторних возила и основних метала.

На благо побољшање ценовне и трошковне конкурентности домаће привреде током Т2 указује депрецијација реалног ефективног курса динара према евр и долару од 0,5% и нижи јединични трошкови рада у прерађивачкој индустрији (1,3% дсз.). Позитиван ефекат на спољнотрговинске токове имали су и односи размене, који су у Т2 побољшани захваљујући нижем паду извозних цена у односу на увозне цене.

Након снажног раста у Т1 (9,1% дсз.), робни извоз изражен у еврима у Т2 је порастао 1,8% дсз. Ипак, и поред успоравања раста, задржана је његова широка дисперзованост, тако да је већи извоз у односу на Т1 забележен у 15 од 23 гране прерађивачке индустрије.

За разлику од Т1 када је исказао пад, извоз нафтних деривата порастао је у Т2, чему је допринео опоравак светске цене нафте. Слична кретања регистрована су и у извозу основних метала, коме је погодовао опоравак цене челика на светском тржишту, као и у извозу машина и опреме. Бржи раст извоза у Т2 забележен је код електричне опреме, која је појединачно дала највећи позитиван допринос расту робног извоза. Иако мање него у Т1, позитиван допринос извозу у Т2 наставили су да пружају и дувански и прехранбени производи, одећа, производи од гуме и пластике и фармацеутски производи.

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



■ Транспортне ■ Туристичке ■ Грађевинске
■ ИКТ услуге ■ Пословне ■ Остале услуге

Извор: РЗС и прерачун НБС.

¹⁹ Водећи показатељ екстерне тражње за извозом Србије конструисан је на основу кретања водећег показатеља економске климе Европске комисије (ESI). Обухвата 20 земаља наших најзначајнијих спољнотрговинских партнера, где су пондери њихова учешћа у извозу Србије.

Добри извозни резултати у Т2 забележени су и код пољопривредних производа, чији је извоз порастао 14,2% дсз. Томе је првенствено допринео кукуруз, чији је извоз, количински посматрано, био виши за око 30% него у Т1. Поред тога, релативно висок раст извоза у Т2 регистрован је и у случају воћа и поврћа (10,5% дсз.).

С друге стране, извоз моторних возила је, након релативно високог раста у Т1, благо опао у Т2 (1,3% дсз.), што је пре свега допринело споријем расту робног извоза. Слична извозна кретања присутна су и код производа од метала и хемијских производа, који такође имају знатно учешће у извозу прерађивачке индустрије.

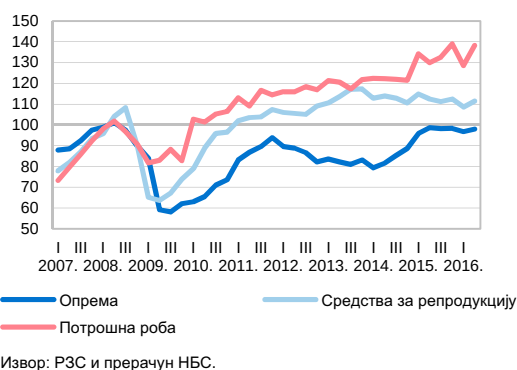
Поред робног извоза, у Т2 је настављен и раст извоза услуга (1,6% дсз.), захваљујући у највећој мери повећаном извозу пословних услуга. После благог смањења у Т1, опоравак извоза забележен је и у случају информативних и компјутерских услуга. Позитиван допринос наставили су да пружају и извоз туристичких и транспортних услуга, али у мањој мери у поређењу с претходним тромесечјем.

Снажном расту робног увоза израженог у еврима од 6,8% дсз. у Т2 допринео је повећан увоз свих компоненти. Наставак раста инвестиција одразио се на већи увоз опреме (1,3% дсз.), а већа активност у прерађивачкој индустрији на већи увоз репроматеријала (2,6% дсз.). Поред тога, опоравак финалне потрошње домаћинстава и државе допринео је и већем увозу потрошних добара (7,5% дсз.).

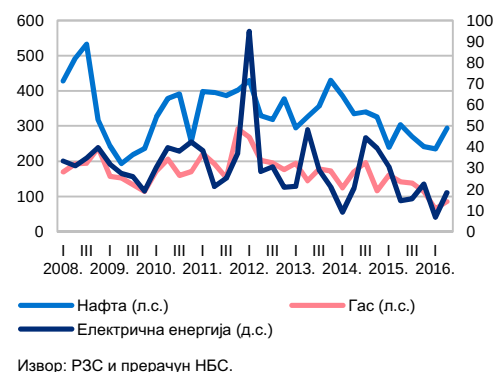
Посматрано по намени ЕУ, највећи допринос расту робног увоза у Т2 потиче од повећаног увоза енергената, који је био за 17,5% дсз. виши него у Т1. Томе је допринео снажан раст увоза сирове нафте (24,8% дсз.) и природног гаса (32,8% дсз.), што се може објаснити растућим потребама индустрије и грађевинарства. С тим у вези повећан је и увоз интермедијарних производа (0,8% дсз.), док је виши увоз капиталних производа (5,6% дсз.) последица растуће инвестиционе потрошње. Допринос расту увоза у одређеној мери потиче и од већег увоза нетрајних и трајних потрошних добара.

Покривеност робног увоза извозом (мерено дванаестомесечним покретним просеком) у јуну је

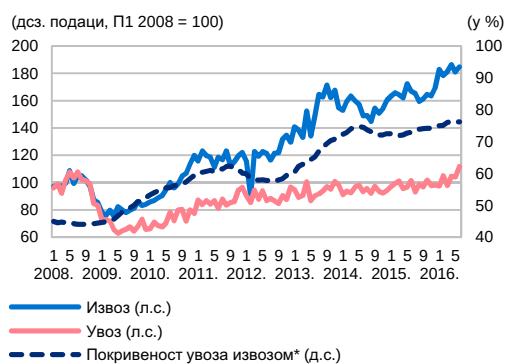
Графикон IV.4.7. Кретање главних компоненти увоза
(дсз. подаци, П1 2008 = 100)



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



Графикон IV.4.9. Робна размена у еврима



достигла 76,2% и била је за 0,2 п.п. виша у односу на март. Такође, дсз. робни извоз је у јуну био за 84,8% виши него пре кризе,²⁰ а свој преткризни ниво у јуну је премашио и робни увоз за 11,6%.

5. Економска активност

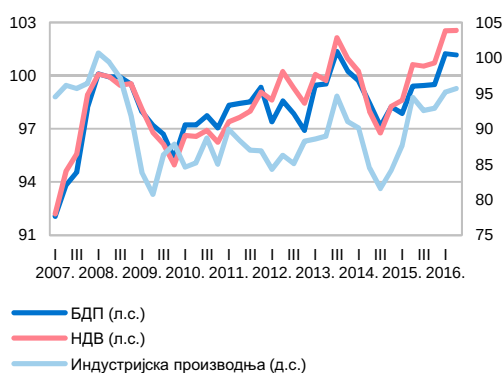
Позитивна кретања у прерађивачкој индустрији настављена су и у Т2, што је, уз наставак раста појединих услужних сектора, позитивно допринело кретању БДП-а. С друге стране, капитални ремонти на електроенергетским постројењима утицали су на негативан допринос сектора рударства и енергетике, тако да је БДП у Т2 стагнирао. Раст БДП-а на м.г. нивоу је, према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, износио 1,8%, а његово успоравање делом је последица ишчежавања базног ефекта у секторима рударства и енергетике.

Процењујемо да ће раст БДП-а ове године бити убрзан на око 2,5%, у највећој мери захваљујући наставку позитивних тенденција у индустрији и грађевинарству, као и опоравку пољопривреде.

Након релативно снажног раста у Т1 (1,8% дсз.), БДП је у Т2, према нашој процени, стагнирао (–0,1% дсз.). Позитиван допринос наставила је да пружа прерађивачка индустрија, на коју су се позитивно одразили ниски трошкови финансирања, активација ранијих инвестиција и наставак раста економске активности зоне евра. Наставак позитивних економских кретања забележен је и у секторима трговине, саобраћаја и услуга смештаја и исхране, а на основу до сада доступних процена, позитиван допринос БДП-у очекује се и од пољопривреде. С друге стране, пад активности забележен је у секторима рударства и енергетике, као и у појединим услужним секторима с доминантним учешћем државе. Економска активност, мерена НДВ-ом, у Т2 је стагнирала и налазила се на 2,5% изнад свог преткризног нивоа.²¹

Према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, раст БДП-а у Т2 износио је 1,8% м.г. Таквом кретању су, према нашој процени, у највећој мери допринела позитивна кретања у појединим

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

²⁰ Ниво из П1 2008.

²¹ Ниво из П1 2008.

услугним секторима, а позитиван допринос наставили су да пружају и индустрија и грађевинарство.

За разлику од Т1, када је био релативно висок, раст физичког обима производње у индустрији у Т2 је износио 0,5% дсз. На спорији раст индустријске производње деловало је смањење физичког обима производње у сектору снабдевања електричном енергијом, гасом и паром за 9,4% дсз. и у рударству за 1,7% дсз., што је последица капиталних ремонта у електроенергетском систему, који би требало да повећају производњу у наредном периоду и продуже радни век постојећих капацитета. С друге стране, позитивна кретања настављена су у прерађивачкој индустрији, која је, вођена инвестицијама из претходног периода и екстерном тражњом, забележила раст физичког обима производње од 2,6% дсз.

У оквиру прерађивачке индустрије, дсз. раст физичког обима производње у Т2 забележен је у 15 области, које учествују са око 80% у прерађивачкој индустрији и које у великој мери своју производњу пласирају у извоз. Посматрано на мг. нивоу, раст физичког обима производње забележен је у 18 од 24 области. Највећи позитиван допринос потиче од производње нафтних деривата, на шта се позитивно одразио опоравак њихове цене, као и од производње прехранбених производа. Поред тога, значајан допринос расту дала је производња основних метала, на шта је утицао раст цене челика на светском тржишту у Т2. Производња аутомобилске индустрије, упркос смањењу производње у компанији „Фијат аутомобили Србија“, благо је порасла у Т2. Позитивна кретања настављена су и у хемијској индустрији, производњи електричне опреме, гуме и пластике и текстила. Нешто већи пад физичког обима производње забележен је у области штампања и умножавања аудио и видео записа и у преради дрвета.

У складу са очекивањима, у Т2 је регистровано успоравање мг. раста физичког обима индустријске производње на 2,1% због ишчежавања базног ефекта у секторима рударства и енергетике, као и поменутих ремонта. Управо су та два сектора индустрије негативно допринела кретању физичког обима производње на мг. нивоу – енергетика 1,9 п.п. и рударство са 0,1 п.п. Физички обим производње у прерађивачкој индустрији у Т2 је тек благо успорио мг. раст на 5,6% и позитивно допринео расту физичког обима укупне индустрије са 4,1 п.п.

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

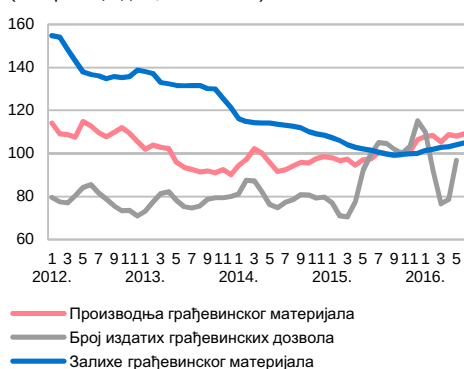


Графикон IV.5.3. Физички обим производње по гранама прерађивачке индустрије (дсз. подаци, П1 2008 = 100)

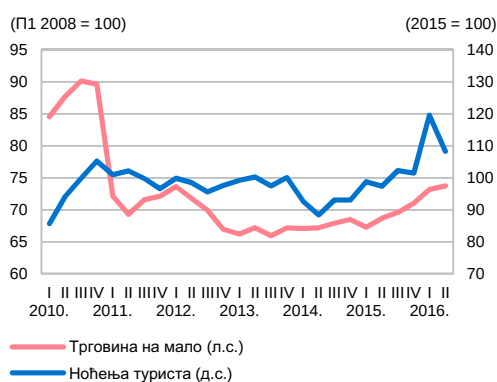


Графикон IV.5.4. Доприноси мг. расту физичког обима индустријске производње (у п.п.)



Графикон IV.5.5. Показатељи грађевинске активности
(3м просеци дсз., 2015 = 100)

Извор: РЗС и прерачун НБС.

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

Извор: РЗС и прерачун НБС.

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

	2015.			2016.	
	T2	T3	T4	T1	T2*
БДП (у %, дсз.)	1,6	0,0	0,0	1,8	-0,1
Пољопривреда	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0
Индустрија	1,2	-0,4	-0,2	0,8	0,1
Грађевинарство	0,3	0,1	0,0	0,1	0,0
Услуге	0,2	0,2	-0,1	0,7	-0,1
Нето порези	0,0	0,1	0,0	0,1	-0,1

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

Грађевинарство је и у Т2 наставило да пружа позитиван допринос расту БДП-а. На то указују повећана производња грађевинског материјала (11,1% м.г.) и раст броја запослених у грађевинарству. Поред тога, број издатих грађевинских дозвола наставио је током априла и маја да бележи м.г. раст.

Снажан подстицај расту БДП-а у 2016. требало би да дâ пољопривреда, будући да су у досадашњем делу пољопривредне сезоне постигнути бољи резултати од раније очекиваних, који су били засновани на просечним десетогодишњим приносима. Према последњој процени Републичког завода за статистику, производња пшенице је, захваљујући бољим приносима, у 2016. повећана за 18,8% у односу на претходну годину. Поред тога, процене стручњака указују да би овогодишњи приноси кукуруза могли бити за око 10% виши у односу на десетогодишњи просек, што би повећало производњу кукуруза за око 20% у односу на претходну годину. На ту могућност указују и повољни временски услови у досадашњем делу пољопривредне сезоне, који за сада погодују оптималном развоју кукуруза и индустријског биља. Ипак, у текућој пројекцији БДП-а задржали смо претпоставку просечне пољопривредне сезоне, што подразумева раст производње у 2016. од око 3%, уз допринос расту БДП-а од 0,2 п.п.

Слично као и у претходном тромесечју, позитиван допринос кретању БДП-а очекује се и по основу раста активности у појединим услужним секторима. Доступни показатељи у секторима трговине и услуга смештаја и исхране указују на наставак раста активности у овим секторима. Тако је промет у трговини на мало у Т2 порастао 0,8% дсз., а раст је настављен и на м.г. нивоу (7,3%). Наставак м.г. раста забележен је и код броја долазака и ноћења туриста. Поред тога, током Т2 убрзан је и м.г. раст обима новоодобрених кредита привреди и становништву, што указује на подршку коју финансијски сектор даје расту БДП-а.

Имајући у виду кретања у П1 и очекивања до краја године, процењујемо да ће раст БДП-а ове године бити убрзан на око 2,5%, чему ће допринети наставак позитивних тенденција у индустрији и грађевинарству, као и опоравак пољопривредне производње. Опоравак се очекује и у појединим услужним секторима захваљујући опоравку финалне потрошње.

6. Кретања на тржишту рада

Раст економске активности постепено се прелива на тржиште рада, које су у Т2 карактерисали раст запослености и повећање реалне зараде. С растом запослености, смањен је и број незапослених лица, који се, према подацима Националне службе за запошљавање, у јуну спустио на најнижи ниво у последњих 15 година.

Зараде и продуктивност рада

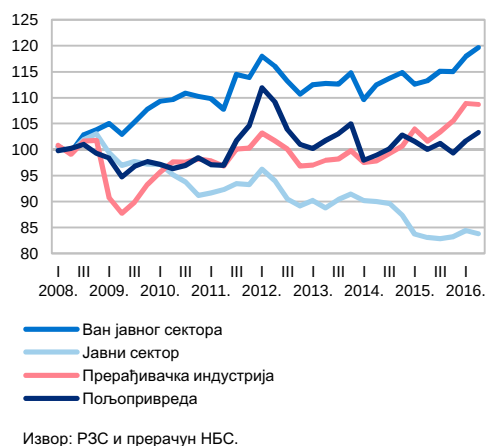
Вођена растом зарада у приватном сектору, укупна **реална нето зарада** у Т2 је порасла 0,7% дсз. С друге стране, реална нето зарада у јавном сектору, након два тромесечја раста, у Т2 је смањена, на шта су у највећој мери утицале ниже зараде у образовању и здравству. То је резултирало даљим смањењем јаза између зарада у приватном и јавном сектору, па је у јуну просечна зарада у јавном сектору била 4,9% виша него у приватном. У априлу је, први пут откад се прати по садашњој методологији, просечна зарада исплаћена у приватном сектору била виша од просечне зараде у јавном сектору.

Посматрано по делатностима, највећи дсз. раст зараде у Т2 забележен је у секторима пословања некретнинама, у оквиру стручних, научних, иновационих и техничких делатности и у саобраћају, док је раст зараде у пољопривреди и у сектору снабдевања електричном енергијом, гасом и паром био мање изражен. Просечна реална зарада у секторима који обухватају највећи број запослених (прерађивачка индустрија, грађевинарство и трговина) била је практично непромењена у односу на Т1, док је њен нешто израженији пад забележен у рударству, угоститељству и у области уметности, забаве и рекреације.

Реална зарада је у Т2, посматрано у односу на исти период претходне године, била виша за 3,6%. Томе је у највећој мери допринео наставак раста зараде у приватном сектору (5,0%), на који се позитивно одразио раст економске активности. Поред тога, на мг. нивоу је порасла и реална зарада у јавном сектору услед повећања зараде у образовању и здравству почетком године.

Релативно снажан раст у Т2 остварила је и реална маса нето зарада у приватном сектору (3,2% дсз.), док је, с друге стране, у јавном сектору забележен њен дсз. пад. Просечна исплаћена номинална нето зарада

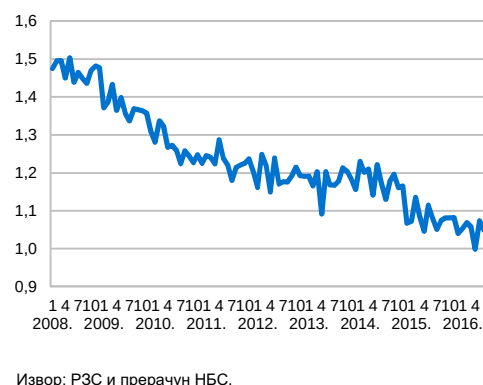
Графикон IV.6.1. Кретање реалне нето зараде (дсз. подаци, П1 2008 = 100)



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



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



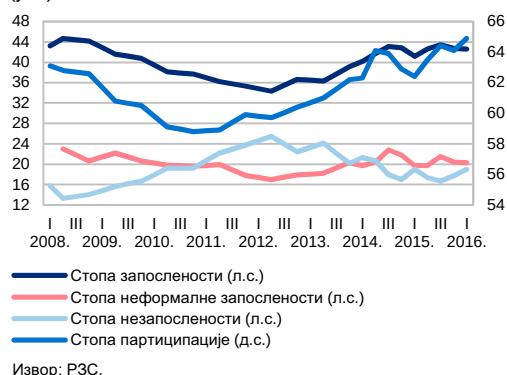
Графикон IV.6.4. Кретање продуктивности, бруто реалних зарада и јединичних трошкова рада у индустрији (дсз. подаци, П1 2008 = 100)



у Републици Србији у Т2 износила је 46.549 динара, што је за 6,8% више него у Т1, а за 4,1% у односу на исти период претходне године.

Током Т2 забележено је благо побољшање трошковне конкурентности домаће привреде будући да су **јединични трошкови рада** у прерађивачкој индустрији, која производи највећи део разменљивих добара, смањени 1,3% дсз. Таквом кретању допринеле су ниже бруто реалне зараде, као и раст продуктивности (0,4% дсз.), који је остварен захваљујући бржем расту физичког обима производње у односу на број запослених. С друге стране, јединични трошкови рада у укупној индустрији у Т2 су порасли за 1,1% дсз. услед смањења продуктивности у секторима енергетике и рударства.

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



Запосленост

Снажан раст економске активности од почетка године почео је постепено да се прелива и на тржиште рада, на коме је током Т2 забележен раст формалне запослености и смањење незапослености. Подаци о формалној запослености добијени из базе **Централног регистра обавезног социјалног осигурања** показују да је у Т2 број запослених повећан 1,6%, уз раст броја запослених код правних лица, као и броја приватних предузетника и запослених код њих. С друге стране, смањен је број индивидуалних пољопривредника.

Раст формалне запослености је у Т2 забележен у већини сектора привреде, при чему је био најизраженији у прерађивачкој индустрији, грађевинарству и трговини, тј. секторима који су водили раст економске активности од почетка године. Мањи број запослених је у јуну у односу на март забележен једино у финансијском сектору и образовању.

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

	2015.		2016.	
	T3	T4	T1	T2
Укупан број формално запослених	0,7	-0,9	0,2	1,6
Запослени код правних лица	0,7	-1,2	0,1	1,4
Приватни предузетници и запослени код њих	1,4	0,5	1,1	3,5
Индивидуални пољопривредници	-1,4	-1,2	-0,9	-1,1
Незапослена лица	-1,3	-1,6	3,4	-5,7
Први пут траже запослење	-1,1	-1,7	1,6	-4,7
Били у радном односу	-1,5	-1,6	4,4	-6,1

Извор: РЗС и Национална служба за запошљавање.

Повећање запослености праћено је и смањењем броја незапослених. Према подацима **Националне службе за запошљавање**, у јуну је број незапослених износио 706.611 лица, што је најнижи ниво у последњих 15 година, и нижи је за 42.327 лица у односу на март ове године. Слично као и у случају запослености, мањи број незапослених лица забележен је у свим групама занимања, при чему је највећи пад регистрован у оним групама које су повезане са сектором прерађивачке индустрије. Поред тога, релативно високо смањење незапослености

регистровано је и у групама занимања пољопривреда и прерада хране и трговина, туризам и угоститељство, што би се делом могло приписати и сезонским кретањима.

7. Међународно окружење

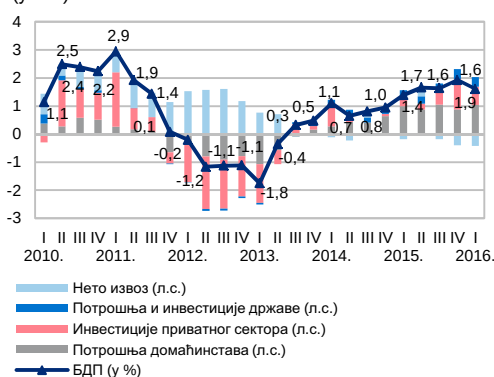
Упркос добрим економским перформансама на почетку године, изгледи глобалног раста за наредни период ипак су кориговани наниже. На то је утицала и одлука Велике Британије да напусти ЕУ. И поред очекиваних негативних ефеката Брежита на привреду зоне евра, она би требало да настави да бележи умерен раст, док се убрзање раста БДП-а, након нешто слабијих резултата на почетку године, очекује у САД.

Спорији глобални привредни опоравак од раније прогнозираног и с тим повезана нестабилност на међународном финансијском тржишту, као и изузетно ниски инфлаторни притисци, повећали су изгледе да ће мере монетарне политике водећих централних банака бити експанзивније него што се претходно очекивало. Банка Енглеске је у августу донела нове мере, а тржиште очекује да ће то у септембру урадити и ЕЦБ. Такође, аналитичари очекују да ће ФЕД направити паузу у процесу нормализације монетарне политике и да ће референтну каматну стопу највероватније повећати у децембру. Повећана ликвидност на међународном тржишту могла би позитивно да се одрази на токове капитала у земљама у успону, па и у Србији.

Економска активност

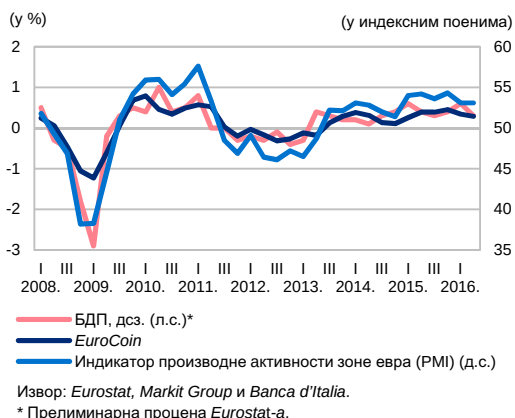
Вођен домаћом тражњом, раст БДП-а у зони евра је у Т1 знатно убрзан, на 0,6% дсз., при чему је убрзање раста забележено у свим већим привредама. За разлику од Т4 2015, када је највећи допринос долазио од инвестиција, у Т1 је на раст БДП-а највише утицала потрошња домаћинства, на коју су наставили позитивно да се одражавају повећање запослености, ниска цена нафте и ниска инфлација. Допринос инвестиција расту БДП-а у Т1 такође је био позитиван, али мањи него у претходном тромесечју, док је нето извоз наставио да пружа негативан допринос због успореног раста главних трговинских партнера.

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

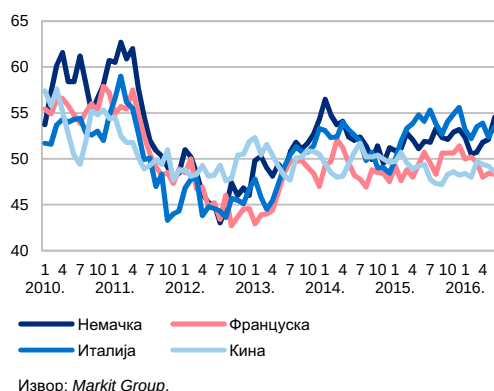


Извор: Eurostat.

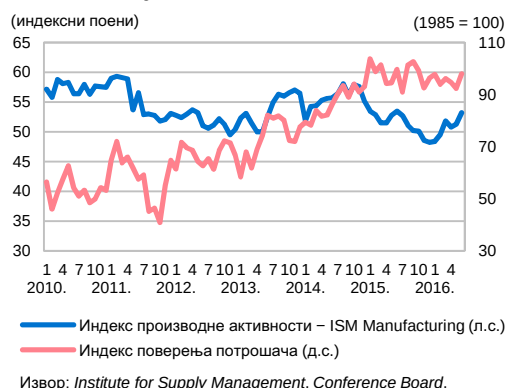
Графикон IV.7.2. Кретање БДП-а и показатеља економске активности зоне евра (тримесечне стопе)



Графикон IV.7.3. Водећи показатељи сектора производње по земљама – PMI Manufacturing (индексни поени)



Графикон IV.7.4. Водећи економски показатељи у САД



Кретање текућих показатеља указује на раст БДП-а и у Т2, али нешто споријим темпом у поређењу с Т1.²² То потврђује и прелиминарна процена Eurostat-а која износи 0,3% дсз. Композитни индекс економске активности у зони евра у Т2 је у просеку био нешто нижи него у Т1, али се и даље налазио дубоко у зони експанзије, док је показатељ економских очекивања Европске комисије (*Economic Sentiment Indicator*) био у просеку виши него у Т1. Посматрано по земљама, у Немачкој се очекује успоравање раста БДП-а по основу ниже екстерне тражње, док ће домаћа тражња, пре свега потрошња домаћинства, наставити да пружа снажан позитиван допринос. На то указује раст показатеља потрошачког поверења подстакнут повећањем запослености, растом очекиваних прихода, ниском инфлацијом и нижим трошковима задуживања. Према *Consensus Forecast*-у, спорији раст у односу на Т1 очекује се и у Италији, док би БДП у Француској, након снажног раста у Т1, требало да стагнира у Т2.

Изгледи раста зоне евра за 2016. и 2017. ревидирани су наниже, у највећој мери због негативних ефеката Бреگزита.²³ Према јулској процени *Consensus Forecast*-а, у 2016. очекује се раст БДП-а од 1,5%, а за 2017. 1,3%, што је за 0,1 п.п., односно 0,3 п.п. ниже у односу на очекивања од средине јуна. Треба истаћи да је најновија процена *Consensus Forecast*-а повољнија од оне која је дата непосредно након референдума у Великој Британији и која је предвиђала корекцију наниже стопе раста зоне евра у 2017. за чак 0,6 п.п. Нижи раст БДП-а зоне евра за 0,2 п.п. у 2017. очекује и ММФ у својој најновијој пројекцији, али је, с друге стране, пројекција раста за 2016. коригована навише за 0,1 п.п. због бољих од очекиваних резултата забележених у Т1.

Ипак, и поред негативних последица Бреگزита, очекује се да зона евра настави да бележи умерен раст у средњем року. Потрошња домаћинства требало би да остане ослонац раста, с обзиром на побољшану ситуацију на тржишту рада и виши реални расположиви доходак. Подстицај расту требало би да дају и инвестиције, којима погодују ниски трошкови задуживања, као и фискални стимуланси у појединим земљама. Депрецијација евра према долару требало би позитивно да се одрази на екстерну тражњу, али би спорији раст у земљама с тржиштима у успону

²² Према процени *Consensus Forecast*-а из јуна, очекује се раст од 0,3% дсз., а иста стопа добија се и на основу кретања композитног индекса производне и услужне активности зоне евра (*PMI Composite*), који објављује *Markit Economics*.

²³ Видети Осврт 2 на стр. 50.

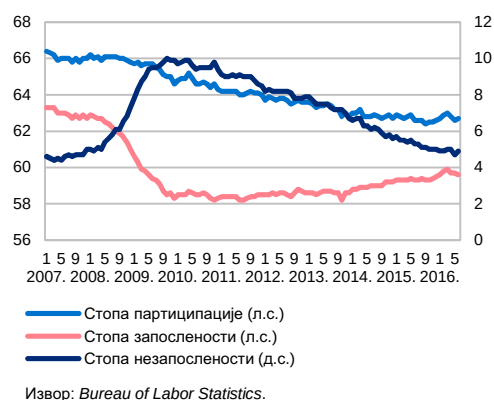
требало да у кратком року настави да кочи њен снажнији опоравак.

Потрошња домаћинства је и у Т1 била покрената раста **БДП-а** у САД, који је задржао темпо раста из Т4 од 0,2% дсз. Позитиван допринос расту БДП-а дала је и државна потрошња, а након два тромесечја и нето извоз, док су инвестиције у фиксне фондове опале. Према прелиминарној процени, у Т2 је забележено убрзање раста БДП-а на 0,3% дсз., што је испод очекивања. Потрошња домаћинства је и у овом тромесечју наставила да пружа највећи позитиван допринос, на шта указује континуиран раст промета у трговини, као и кретање показатеља поверења потрошача (*Consumer Confidence Index*), који је у јуну достигао највишу вредност од почетка године. На таква кретања велики утицај имају и повољни трендови на тржишту рада у Т2, тј. наставак пада стопе незапослености (за 0,1 п.п., на 4,9% у јуну) и снажан раст броја новоотворених радних места ван пољопривреде у јуну.²⁴ С друге стране, индустријска производња је на мг. нивоу и даље у паду, у највећој мери због ниже експлоатације и прераде нафте, док прерађивачка индустрија бележи раст, на шта указује и кретање показатеља производне активности (*ISM Manufacturing*), који је у јуну достигао највишу вредност у последњих 18 месеци.

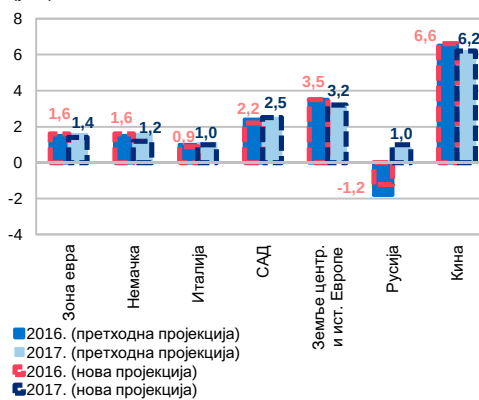
Према процени ММФ-а, БДП у САД требало би да у 2016. порасте за 2,2%, што је за 0,2 п.п. ниже од раније очекиваног због лошијих резултата у Т1. Процењује се да би утицај Брегзита на економска кретања у САД требало да буде умерен, јер се очекује да спорији процес нормализације монетарне политике и дужи период ниских дугорочних каматних стопа неутралишу негативне ефекте јачања долара.

Раст **економске активности** у Т1 настављен је у већини **земаља централне и источне Европе**, али нешто споријим темпом него у 2015. Успоравање раста уочено је у готово свим земљама централне Европе и било је делом условљено високом базом из претходне године, као и смањеним пласманом средстава из фондова ЕУ, који су у претходном периоду били важан извор финансирања инвестиција. Изузетак представља Румунија, где су експанзивне фискалне мере од почетка године дале снажан подстицај приватној потрошњи и убрзању

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



Графикон IV.7.6. Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2016. и 2017. ММФ-а (у %)



²⁴ Овај показатељ је у јуну забележио највишу вредност од почетка године (292.000), након неочекивано ниског нивоа у мају (24.000).

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

	Consensus Forecast Април 2016.		Consensus Forecast Јул 2016.	
	2016.	2017.	2016.	2017.
Пољска	3,6	3,4	3,3	3,3
Чешка	2,4	2,7	2,4	2,5
Мађарска	2,4	2,6	1,9	2,6
Албанија	3,3	3,7	3,2	3,6
Бугарска	2,7	2,8	2,6	2,8
БиХ	2,9	3,0	3,1	3,2
Македонија	3,7	3,6	3,3	3,5
Црна Гора	-	-	-	-
Румунија	4,1	3,4	4,2	3,3
Словенија	2,1	2,3	2,1	2,2
Хрватска	1,5	1,8	1,8	1,9

Извор: Consensus Forecast.

раста БДП-а. Добри резултати на почетку године забележени су и у земљама југоисточне Европе, у којима се у 2016. очекује убрзање привредног раста. Опоравак цене нафте од фебруара повољно се одразио на економске прилике у **Русији**, тако да је у Т1 забележено успоравање м.г. пада БДП-а на 1,2%, а јавили су се и апрецијацијски притисци на рубљу. Изгледи кретања БДП-а за 2016. сада су повољнији, тако да се, према ММФ-у, очекује пад од 1,2%, уместо раније очекиваних 1,8%, док аналитичари *Consensus Forecast*-а у јулу прогнозирају пад од 0,8% у односу на пад од 1,3% из априла.

Подржан стимулативним мерама кинеских власти, **раст БДП-а у Кини** је у Т2 задржао темпо из Т1 (6,7% м.г.), што је нешто изнад тржишних очекивања. Индустриска производња је у Т2 благо убрзала м.г. раст на 6,1%, а позитиван допринос наставио је да пружа и нето извоз, додатно подржан депрецијацијом јуана према долару. Имајући то у виду, ММФ је у јулу благо кориговао навише процену раста за 2016. (за 0,1 п.п., на 6,6%), док је за 2017. годину она остала непромењена (6,2%).

Кретање инфлације

Након пет месеци, инфлација у **зони евра** вратила се у јуну у позитивну зону (0,1% м.г.), у највећој мери захваљујући успоравању пада цена енергије (-6,4% м.г.). Притом, базна инфлација, која искључује најволатилније компоненте, цене хране и енергије, била је виша и износила је 0,8% као и у мају. Највише повећање међу компонентама индекса цена (1,1% м.г.) забележено је у услужном сектору, који је највећи сектор у привреди зоне евра. На основу нафтних фјучерса, ЕЦБ очекује да ће стопе инфлације остати ниске и у неколико наредних месеци, а да би затим требало да започну раст, великим делом услед базног ефекта цена енергије. Постепен раст инфлације требало би да се настави у 2017. и 2018. години, захваљујући експанзивној монетарној политици и очекиваном економском опоравку. Према ЕЦБ-овој јулској анкети стручних прогнозера,²⁵ инфлациона очекивања су се у великој мери стабилизovala на 0,3% за ову годину, 1,2% за следећу и 1,5% за 2018. (што је, упркос Брејтиту,²⁶ за свега 0,1 п.п. ниже за 2017. и 2018. годину у односу на анкету из априла). Дугорочна инфлациона

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



Извор: Eurostat, Bureau of Labor Statistics и статистички завод за појединих земаља.

* ИПЦ.

²⁵ ECB Survey of Professional Forecasters (SPF).

²⁶ Анкета је спроведена у периоду од 30. јуна до 6. јула 2016.

очекивања (за 2021. годину) непромењена су и износе 1,8%. Међутим, ова инфлациона очекивања, која су добијена на основу анкете, разликују се од тржишних инфлационих очекивања, која су непосредно након Брегзита знатно пала. После привременог повећања у мају на 1,5%, дугорочна тржишна инфлациона очекивања поново су пала – тржиште је у јулу очекивало да ће пројектована инфлација у зони евра 2021. године за пет година унапред, тј. 2026, бити 1,4%.²⁷

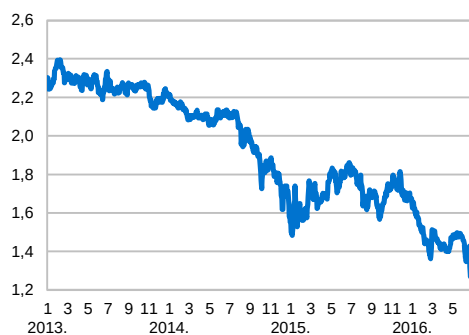
У готово свим земљама **централне и источне Европе** током Т2 бележе се негативне стопе инфлације. Оне су чак и израженије него у претходном тромесечју, а најјача дефлација бележи се у Румунији и Бугарској. Дефлацији у Румунији допринело је смањење стопе ПДВ-а од почетка ове године. С друге стране, Турска и Русија имале су релативно високе стопе инфлације (око 7,5% м.г. у јуну), првенствено због депрецијације националних валута у претходном периоду.

Подржана привредним растом, инфлација у **САД** се током Т2 стабилизовала на око 1,0% м.г., што је испод десетогодишњег просека од 1,7%. Базна инфлација (искључујући храну и енергију) такође се стабилизовала на 2,3% и она је изнад десетогодишњег просека од 1,9%. Притом, произвођачке цене су у јуну забележиле највеће повећање од почетка ове године због раста цена енергије и услуга. Инфлација у САД је испод циља од 2012. године, али се очекује њен постепен раст, који би, заједно с јачањем америчке привреде, на шта указују подаци објављени у јулу, требало да одреде даљу нормализацију монетарне политике у наредном периоду.

Монетарна политика

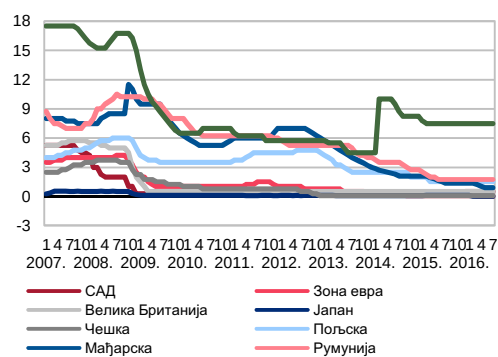
Слабији изгледи за глобални привредни раст и наставак ниских инфлаторних притисака дају основу за очекивање тржишта да ће монетарне политике водећих централних банака бити експанзивније него што се претходно мислило. **Банка Енглеске** је на састанку у јулу, након Брегзита, задржала референтну каматну стопу на непромењеном нивоу од 0,5%, али је смањила износ капитала који пословне банке морају да држе у резервама, чиме је повећан капацитет

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



Извор: Thomson Reuters.

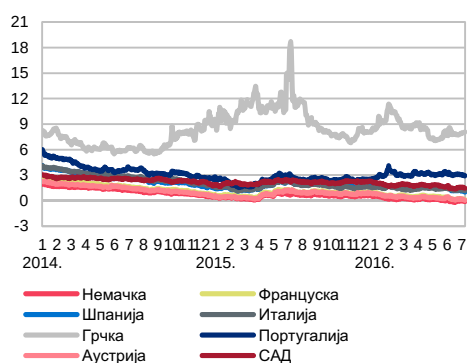
Графикон IV.7.9. Кретање референтних стопа по земљама (на годишњем нивоу, у %)



Извор: Централне банке одабраних земаља.

²⁷ The five-year, five-year breakeven forward.

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



Извор: Блумберг.

банакa за кредитирање привреде и становништва за 150 млрд фунти. На састанку у августу референтну каматну стопу смањила је на 0,25%, истовремено најављујући могућност њеног даљег снижења у току ове године близу нултог нивоa. Донела је и одлуку о куповини државних обвезница у износу од 60 млрд фунти у наредних шест месеци (чиме је овај програм куповине повећан на 435 млрд фунти), а у наредних 18 месеци куповаће и корпоративне обвезнице у износу од 10 млрд фунти.

За сада није било промена у монетарној политици **ЕЦБ-а**. Истичући да се опоравак привреде наставља, ЕЦБ је додала Бреgzит на листу ризика за изгледе у наредном периоду, поред могућег успоравања раста земаља у успону и спорог темпа структурних реформи у зони евра. На састанку у јулу закључила је да су финансијски услови и даље изузетно повољни за раст кредитне активности. Домаћа тражња је подржана растом инвестиција и одрживим растом запослености, као и још релативно ниским ценама нафте, које додатно дају подршку реалном расположивом дохотку домаћинстава. Поред тога, оцењено је да ће фискална политика у зони евра бити умерено експанзивна у 2016, а затим неутрална у 2017. и 2018. години.

ЕЦБ је истакла да је финансијско тржиште зоне евра, након иницијално изражене нестабилности због Бреgzита, показало охрабрујућу отпорност. Најављена спремност водећих централних банака да обезбеде ликвидност уколико то буде било потребно, експанзивна монетарна политика, као и регулација и супервизија финансијског сектора зоне евра, помогле су да се превазиђе шок на тржиштима услед Бреgzита. Ипак, неизвесност око Бреgzита утицаће не само на привреду Велике Британије већ и на привреду зоне евра. Због тога тржиште очекује да ће и ЕЦБ реаговати, иако је пре само четири месеца донела нове експанзивне мере монетарне политике. Поред тога, очекује да се каматне стопе неће мењати, али да ће се продужити трајање програма квантитативних олакшица до септембра 2017. године.

ЕЦБ је одложила одлуку о евентуалним додатним монетарним мерама за септембар, када нове пројекције узму у обзир ефекте Бреgzита на зону евра. Инфлација би и даље требало да буде знатно испод циља (испод, али близу 2%). Иако ће постепено током године расти, због ишчежавања утицаја нижих цена нафте, инфлаторни притисци и даље би требало да буду изузетно ниски.

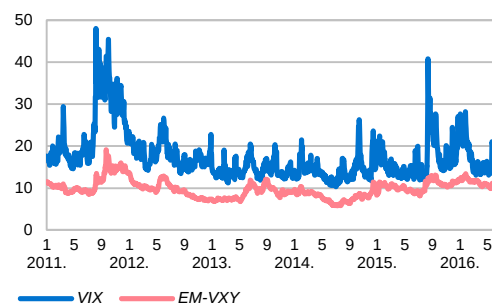
Поред дешавања у међународном окружењу, слабији мајски подаци о кретањима у америчкој привреди, пре свега о отварању нових радних места, одложили су реализацију плана **ФЕД-а** о нормализацији монетарне политике у јуну. Након тога, у јулу, са охрабрујућим подацима с тржишта рада, ФЕД је истакао да су ризици за економске изгледе у наредном периоду смањени, али није мењао висину референтне стопе. Тржиште очекује да ће се повећање референтне каматне стопе највероватније десити у децембру, али се не искључује ни могућност да би се то могло десити у септембру. Очекивања да ће нормализација монетарне политике ФЕД-а бити успорена и да ће ликвидност на међународном финансијском тржишту расти требало би да има позитиван ефекат на токове капитала према земљама у успону, па и Србији.

Поред Србије, до ублажавања монетарне политике дошло је још у неколико земаља **централне** и **источне Европе**. Због дезинфлаторних притисака и инфлације која је дуже време испод циља, централна банка Мађарске је у марту, априлу и мају смањила референтну каматну стопу за по 15 б.п., на 0,90%. Референтну стопу у априлу и мају смањивала је и централна банка Албаније, за по 25 б.п., на 1,25%. Турска централна банка је у јуну, пети месец заредом, смањила стопу на кредитне олакшице на 8,75%, у складу са очекивањима аналитичара, док су референтна стопа и стопа на депозитне олакшице задржане на непромењеном нивоу (7,50% и 7,25%, респективно). Први пут за последњу годину дана референтну каматну стопу у јуну смањила је и централна банка Русије за 50 б.п., на 10,5%, захваљујући стабилизацији цене нафте и јачању рубље. Она је најавила могућност даљег смањења референтне стопе, оцењујући да би инфлаторни притисци и у наредном периоду требало да слабе.

Финансијска и робна тржишта

Кретања на међународном финансијском и робном тржишту обележио је референдум Велике Британије о изласку из ЕУ. Неочекивани резултат иницијално је изазвао изражену нестабилност на међународном финансијском тржишту. Девизни курс евра је само у једном дану, 24. јуна, изгубио 3,5% вредности у односу на амерички долар, док је британска фунта ослабила чак 11% према долару и нашла се на најнижем нивоу од 1985. године. Цена злата је знатно порасла, док је цена нафте смањена. Акције светских компанија су падале, а цене америчких и немачких државних хартија расле.

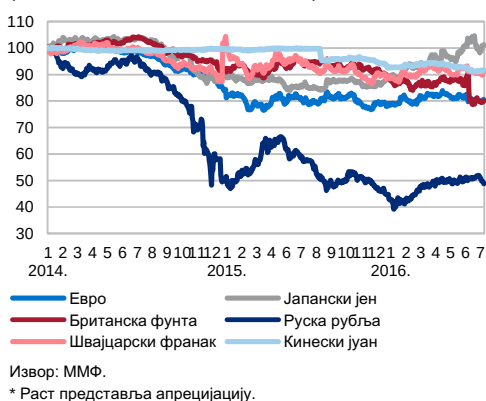
Графикон IV.7.11. **Имплицитна волатилност међународног финансијског тржишта*** (у %)



Извор: Блумберг.

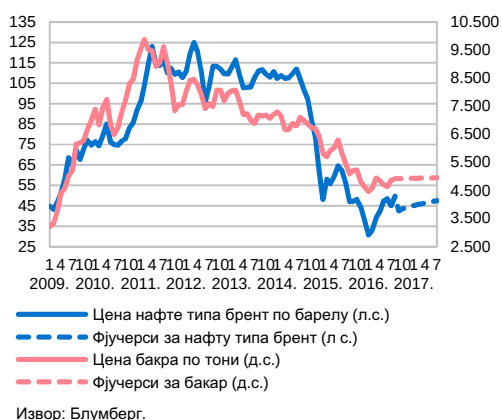
* VIX (Chicago Board Options Exchange Market Volatility Index) мера је имплицитне волатилности S&P 500 индекса опција; EM-VXY (JPMorgan emerging markets implied volatility index) мера је агрегатне волатилности валута земаља у успону на бази тромесечних форвард опција.

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



Услед потврђене спремности централних банака на нове експанзивне мере, као и очекиване спорије нормализације монетарне политике ФЕД-а, неизвесност на финансијским тржиштима је донекле смањена. Фунта се опоравила након иницијалног пада услед Брежита. Слично је и са евром, који је Т2 завршио слабији за 2,0% у односу на долар, али је током јула то слабљење заустављено и евро је ојачао за 0,1%. Евро је и даље јачи у односу на долар него у марту ове или децембру прошле године. И индекси већине главних светских берзи били су током јула на вишем нивоу него у периоду пре референдума. На смањење неизвесности указује и кретање *VIX*-а, *Standard & Poor's 500* индекса опција, који је по објављивању резултата референдума скочио на 26%, али се до краја јула спустио на 12%. На извесно смиривање ситуације указују и приноси на петогодишње и десетогодишње америчке државне ХоВ, који су у јулу повећани. Ипак, они су и даље на nižем нивоу него што су били у протеклих неколико тромесечја.

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



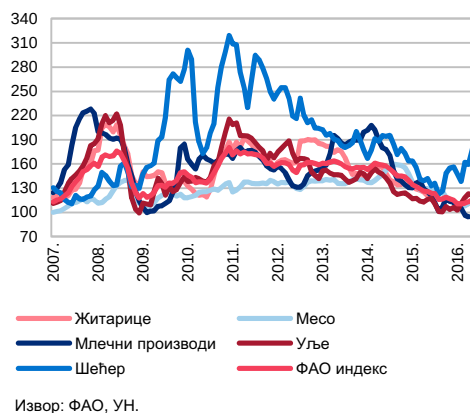
Крајем Т2 цена нафте била је за око 25% већа у односу на крај Т1. У другој половини маја цена **нафте** достигла је 50 долара за барел, први пут од новембра 2015. На раст цене утицало је смањење понуде, пре свега због пожара у Канади, политичке нестабилности у Венецуели и Нигерији и даљег смањења производње у САД. Такође, захваљујући ниској цени и постепеном опоравку економске активности, порасла је и тражња. Током јуна цена нафте била је релативно стабилна и кретала се у интервалу од 46 до 51 долара за барел, док је након Брежита, само за неколико дана, пала за преко 7%. Пад цене нафте настављен је током јула и она је на крају месеца била нижа за 15,3% у односу на крај јуна. Према нафтним фјучерсима, цена нафте типа брент у децембру 2016. требало би да достигне 45 долара за барел, а у децембру 2017. године 49 долара за барел.

Светске цене хране постепено расту и, мерене ФАО индексом, у јуну су, пети месец заредом, повећане. Јунско повећање од 4,2% било је највеће месечно повећање у последње четири године. На нивоу тромесечја, цене хране су номинално и реално биле веће за 8,4% у односу на Т1. Ипак, у односу на исти период прошле године, цене хране су на крају Т2 биле реално ниже за 2,4%, а номинално за 1,0%.

Током Т2 повећане су цене свих врста хране, пре свега шећера (за 26,0%), а нешто умереније и меса (8,5%), житарица (6,3%), млечних производа (5,9%) и уља (1,4%). Цене житарица повећане су пре свега због раста цене кукуруза услед слабијег извоза из Бразила. Постојала је и бојазан да ће због неповољних временских прилика у САД род пшенице бити лошији. Цене млечних производа се опорављају с ниског нивоа, на који су пале у претходном периоду. У поређењу с крајем Т2 прошле године, цене млечних производа су и даље реално ниже за 15,3%, а цене меса за 7,9%.

Током јула су светске цене хране, мерене ФАО индексом, реално смањене за 0,8%, због пада цена житарица и уља, док су цене млечних производа, меса и шећера забележиле даљи раст. До пада цена житарица дошло је због вести да је жетвена сезона у САД и црноморском региону ипак била боља од очекиване.

Графикон IV.7.14. Индекс светских цена хране (реално, 2002 – 2004 = 100)



Осврт 2: Брегзит и његов утицај на Србију

Одлука Велике Британије о изласку из ЕУ после 43 године додатно је повећала нестабилност, која је већ бележена на међународном финансијском и робном тржишту. Девизни курс евра је само у једном дану, 24. јуна, изгубио 3,5% вредности у односу на амерички долар, док је британска фунта ослабила 11% према долару и нашла се на најнижем нивоу од 1985. године. Цене акција британских банака пале су у просеку за 20% за недељу дана, с тим да је већи пад забележен код банака које су фокусиране на британско тржиште. Цене акција компанија које су фокусиране на домаће тржиште опале су за 10%. На глобалном нивоу, цена злата је за свега два дана повећана за 4,9%, док је цена нафте смањена за 7,1%. И индекси на светским берзама били су у паду, док су цене америчких и немачких државних хартија порасле. У таквим околностима смањена су очекивања у погледу привредног раста на глобалном нивоу за наредни период, пре свега Велике Британије и зоне евра.

Чини се да је почетна реакција тржишних учесника широм света на исход референдума у Великој Британији ипак била пренаглашена, о чему сведочи и чињеница да су оцене негативног утицаја Брегзита на привредни раст Велике Британије и зоне евра које су дате непосредно након Брегзита у међувремену ублажене. Тако, на пример, према јулској процени *Consensus Forecast-a*, у 2016. очекује се раст БДП-а зоне евра од 1,5%, а у 2017. од 1,3%, што је за 0,1 п.п., односно 0,3 п.п. ниже у односу на очекивања од средине јуна, док је непосредно након референдума дата нижа оцена раста зоне евра за 2017. за чак 0,6 п.п. Након иницијалног пада услед Брегзита, слабљење фунте је током јула заустављено. Слично је и са евром, који је Т2 завршио слабији за 1,9% у односу на долар, али је током јула то слабљење заустављено и евро је ојачао за 0,1%. И индекси већине главних светских берзи били су у јулу на вишем нивоу него у периоду пре референдума. Смиревању ситуације у јулу великим делом допринела је исказана спремност централних банака на нове експанзивне мере, уколико то буде било потребно, као и очекивање спорије нормализације монетарне политике ФЕД-а.

Турбуленције на међународном финансијском тржишту осетиле су се и на домаћем девизном тржишту. Међутим, захваљујући адекватној и правовременој реакцији Народне банке Србије интервенцијама на девизном тржишту, оно је врло брзо умирено. Продајом 40,0 млн евра одмах на почетку дана у петак, 24. јуна, Народна банка Србије спречила је ширење панике и одржала стабилност девизног тржишта. Иако је динар у петак незнатно ослабио, већ почетком наредне недеље дошло је до опоравка његове вредности, и то без девизних интервенција Народне банке Србије. Штавише, од 1. јула Народна банка Србије интервенисала је искључиво на страни куповине девиза, тако да је до краја јула купљено 355,0 млн евра.

Када процењујемо потенцијални утицај Брегзита на Србију, треба имати у виду да су његови **директни ефекти веома мали**, с обзиром на то да Србија има ограничену директну изложеност ка Великој Британији путем трговинског и финансијског канала. Наше трговинске везе с Великом Британијом су скромне: у Велику Британију извозимо око 1,7% укупног извоза робе (пре свега проводнике за авионе, возила и бродове, гуме за аутомобиле, воће и поврће), а из Велике Британије увозимо 1,0% укупног увоза робе (пре свега друмска возила, медицинске и фармацеутске производе и индустријске машине).¹ Такође, финансијске изложености наших банака и предузећа према Великој Британији готово и да нема. Домаће банке нису кредитирале британске економске субјекте, а домаћа предузећа су врло мало улагала у британску привреду. Вредност тих улагања на крају 2015. године износила је око 35 млн евра, или 1,3% укупних СДИ из Србије у иностранство. С друге стране, и Велика Британија је врло мало изложена према Србији, пре свега преко СДИ, чије је стање на крају 2015. износило око 590 млн евра, или 2,2% укупних СДИ из иностранства у Србију (првенствено у дуванску индустрију и финансијски сектор). Када су у питању кредити, банке у Великој Британији одобравале су их предузећима у Србији, али је стање тих кредита свега 271,2 млн евра. Такође, не постоји значајна изложеност према Великој Британији у погледу прилива дознака, с обзиром на то да се њихов удео у укупним дознакама у последњих неколико година креће на нивоу од око 3–4%.

¹ Подаци за првих шест месеци 2016.

Евентуално, на Србију, као и на друге земље у успону, могући су **индиректни ефекти** Брежита преко финансијског и реалног канала. Када су објављени резултати референдума у Великој Британији, чинило се да су земље у успону међу најрањивијима због процеса повлачења инвеститора у сигурна уточишта – валуте ових земаља, акције и државне ХоВ биле су негативно погођене. Међутим, након иницијалног пада, оне су почеле да бележе позитивна кретања, а премије ризика већине ових земаља, па и Србије, да се смањују. Иако неизвесност изазвана Брежитом подстиче инвеститоре да пребацују своја средства из активе земаља у успону у сигурна уточишта (пре свега америчке и немачке државне ХоВ и злато), позитиван ефекат на токове капитала у земље у успону, па и Србију, могли би да имају изгледи о томе да ће монетарне политике водећих централних банака бити експанзивније од претходно очекиваних. Банка Енглеске је у августу смањила референтну стопу на 0,25% и повећала обим куповине обвезница државе и приватног сектора, а у септембру нове мере очекују се и од ЕЦБ-а. Такође, очекује се да ће ФЕД успорити процес нормализације монетарне политике. Ипак, опрезност је неопходна због чињенице да би добри подаци о кретањима у америчкој привреди лако могли да обнове очекивања инвеститора да ће ФЕД пре краја ове године повећати референтну каматну стопу.

Поред финансијског канала, индиректни негативни ефекти Брежита на Србију могући су и преко реалног канала, пре свега преко утицаја на економску активност зоне евра, која је наш најважнији трговински партнер. Извоз Србије у зону евра могао би бити мањи, а могле би бити мање и инвестиције из зоне евра у Србију. За сада је тешко предвидети колики ће бити ефекат Брежита на раст зоне евра, јер то зависи од многобројних фактора. Верује се да ће због Брежита бити одложен један део пројеката и инвестиција, али је непознаница у којој мери. С друге стране, чињеница да су ЕЦБ и Банка Енглеске исказале спремност да реагују свим расположивим средствима, уколико то буде било потребно, даје основу за веровање да ефекат ипак неће бити велик.

Иако је међународно финансијско тржиште показало приличну отпорност након референдума, аналитичари се слажу у оцени да је Брежит дугорочан процес и да је пред нама период неизвесности и прилагођавања на глобалном нивоу. То захтева посебну пажњу и праћење носилаца монетарне политике. Народна банка Србије ће и даље, пажљиво пратећи кретања у међународном окружењу, процењивати потенцијалне ризике и реаговати правовремено како би у што већој мери умањила њихово евентуално преливање на домаће тржиште.

V. Пројекција инфлације

Према нашој централној пројекцији, м.г. инфлација ће у наредним месецима отпочети раст који ће водити њеном повратку у границе циља у П1 следеће године. Након тога, требало би да настави да се креће у границама циља до краја периода пројекције. На такво кретање инфлације утицаће пре свега ниска база код цена нафтних деривата, постепен раст агрегатне тражње у Србији и инфлације у међународном окружењу, док ће је ниски трошкови сировина у производњи хране, као резултат добре пољопривредне сезоне и даљег појефтињења примарних пољопривредних производа, још неко време успоравати. Ризици остварења пројекције инфлације су симетрични и односе се пре свега на кретање светских цена примарних производа и даља дешавања на међународном финансијском тржишту, а у одређеној мери и на раст регулисаних цена, пре свега цене електричне енергије.

БДП би ове године требало да убрза раст на око 2,5%, а у 2017. години на око 3,0%. Раст би и даље требало да буде вођен инвестицијама и извозом, а све већу улогу ће добијати и потрошња домаћинства.

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

Почетни услови

У складу са очекивањима изнетим у мајском Извештају о инфлацији, м.г. инфлација је у Т2 наставила да се креће испод доње границе дозвољеног одступања од циља ($4,0 \pm 1,5\%$) и тромесечје је завршила на нивоу од 0,3%. Као и у претходном периоду, ниски инфлаторни притисци били су присутни како по основу већине домаћих фактора, тако и по основу још увек релативно ниских цена примарних производа на светском тржишту и уопште ниске инфлације у међународном окружењу. Базна инфлација (мерена ИПЦ-ом по искључењу цена хране, енергије, алкохола и цигарета), која је од августа 2014. такође испод доње границе циља, у јуну је износила 1,5% м.г.

Посматрано на тромесечном нивоу, потрошачке цене су у Т2 порасле 0,5%. Тај раст је био вођен ценама нафтних деривата, сезонским поскупљењем туристичких пакет-аранжмана и воћа, док су у супротном смеру деловале цене поврћа.

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

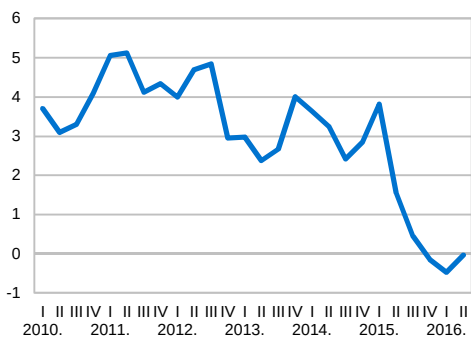


Извор: НБС.

У складу с дуже времена присутним ниским инфлаторним притисцима, инфлациона очекивања тржишних субјеката су додатно снижена. Тако су, према анкети агенције Нинамедија, инфлациона очекивања финансијског сектора за наредну годину дана у јулу снижена на 2%. Очекивања за две године унапред финансијског сектора налазе се на доњој граници циља, а у случају привреде су нижа и износе 2%. Према августовској анкети агенције Блумберг, инфлациона очекивања финансијског сектора за наредну годину дана су снижена на 2,8%, са 2,85% у јулу.

Вредност динара у односу на евро остала је приближно непромењена у Т2 – динар је ослабио 0,1%²⁸. Иако су у Т2 били присутни депрецијацијски притисци (изазвани повлачењем страних инвеститора из државних ХоВ, повећаном тражњом домаћих предузећа за девизама, а крајем јуна и Брегзитом), у супротном смеру деловали су повећан прилив СДИ, већи откуп девиза од физичких лица у мењачницама, добри извозни резултати, раст нето имовине банака индексиране валутном клаузулом, као и интервенције Народне банке Србије. Како би ублажила прекомерне краткорочне осцилације курса, Народна банка Србије је у Т2 банкама нето продала 255,0 млн евра, да би у јулу, када су преовладали апрецијски притисци, од њих купила 355,0 млн евра.

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



Извор: НБС.

Индекс монетарних услова указује на задржавање експанзивног карактера монетарне политике, што је у складу с присутним дезинфлаторним притисцима и отвореним негативним производним јазом. Притом, експанзивност монетарне политике је повећана у Т2 услед продубљивања депрецијацијског јаза реалног девизног курса, што је последица бржег раста цена у зони евра у односу на домаће, с једне стране, и стабилног курса динара према евр, с друге стране. Реална каматна стопа²⁹ и даље се налази испод свог неутралног нивоа, у незнатно мањој мери него у Т1.

Фискално прилагођавање настављено је и у Т2, тако да је консолидовани буџетски дефицит у П1 износио 18,2 млрд динара (0,9% БДП-а) и био је готово упола нижи него у истом периоду прошле године. Притом, био је и више него четири пута нижи од нивоа договореног у трећој ревизији аранжмана с ММФ-ом

²⁸ Промена просечног курса динара у Т2 у односу на Т1.

²⁹ Реална каматна стопа је добијена као разлика између једнедељног *BELIBOR*-а и инфлационих очекивања финансијског сектора за наредну годину дана према анкети агенције Блумберг.

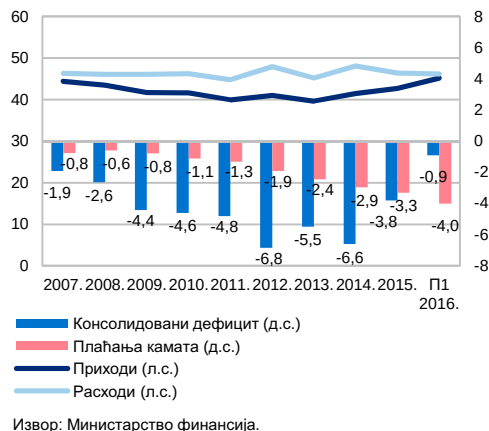
(78,3 млрд динара), а уколико се изузму расходи за отплату камата, остварен је суфицит у висини 3,1% БДП-а. На смањење консолидованог буџетског дефицита утицали су пре свега већи приходи по основу ПДВ-а и акциза. Према последњој расположивој процени ММФ-а (из јуна), дефицит би у 2016. години требало да буде снижен на око 2,5% БДП-а.

БДП је, након изузетно снажног раста (од 1,8% дсз.) у Т1, у Т2 стагнирао (пад од 0,1% дсз.). Посматрано на мг. нивоу, његов раст је и даље висок. Раст извоза је настављен, а јачање инвестиционе тражње предузећа и у мањој мери потрошње домаћинстава водило је релативно снажном расту увоза током Т2. Повећање инвестиција је настављено захваљујући даљој реализацији инфраструктурних пројеката и повећаном приливу СДИ, док се опоравак потрошње домаћинстава може довести у везу с растом зарада и запослености у приватном сектору, као и растом расположивог дохотка по основу нижих трошкова задуживања и нижих цена нафте.

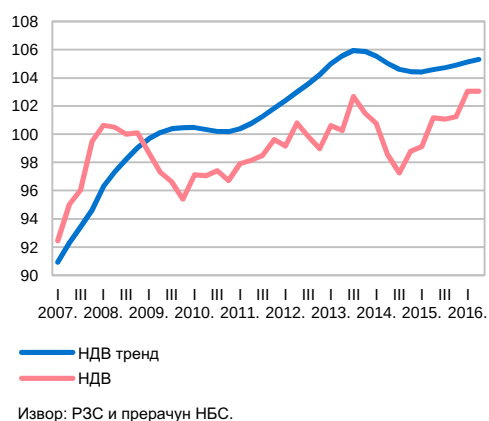
НДВ³⁰ је у Т2 стагнирала, што је утицало на благо проширење негативног производног јаза³¹ у односу на Т1. То значи да је и интензитет дезинфлаторних притисака по основу агрегатне тражње нешто већи него у претходном тромесечју.

Након раста од 0,6% дсз. у Т1, показатељи економске активности указују на то да је БДП зоне евра у Т2 успорио раст на 0,3% дсз. Ипак, економски опоравак зоне евра настављају да подржавају ниске цене нафте и експанзивна монетарна политика ЕЦБ-а, која је у јуну допуњена новим програмом циљаних дугорочних операција рефинансирања (*TLTRO*³² II), чиме је ликвидност банака повећана за око 400 млрд евра. У претходном периоду ЕЦБ је референтну каматну стопу задржала на нивоу од 0,0%, а до краја јула у свом портфелу имала је више од 1.165 млрд евра откупљене активе (тренутни обим месечне куповине активе износи 80 млрд евра). ФЕД од децембра прошле године није мењао референтну каматну стопу, а према мишљењу већине аналитичара, до њеног повећања могло би да дође у децембру ове године.

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



Графикон V.0.4. Производни јаз
(Т3 2008 = 100)



³⁰ НДВ (непољопривредна додата вредност) представља БДП умањен за вредност пољопривредне производње и нето пореза.

³¹ Производни јаз рачунат је на основу НДВ-а, а као апроксимација производног потенцијала привреде коришћен је тренд НДВ-а оцењен Калмановим филтером.

³² Targeted longer-term refinancing operations.

Табела V.0.1. Претпоставке пројекције

(у заградама су дате промене у односу на претходну пројекцију)

Екстерне претпоставке	2016.		2017.	
	Мај	Авг.	Мај	Авг.
Инфлација у зони евра (годишњи просек)	0,2%	0,3%	1,4%	1,3%
Референтна каматна стопа ЕЦБ-а (на крају године)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Раст БДП-а у зони евра	1,5%	1,5%	1,6%	1,3%
Цене примарних пољопривредних производа на светском тржишту (Т4 на Т4)*	7,3%	-6,5%	4,0%	10,0%
Цена нафте типа брент по барелу (крај године, у USD)	49	45	52	49
Интерне претпоставке				
Регулисане цене (дец. на дец.)	3,8%	3,5%	4,0%	4,0%
Трендови				
Апрецијацијски тренд реалног курса (просек)	0,7%	0,7%	0,9%	0,7%
Тренд реалне камате (просек)	2,0%	2,0%	1,4%	1,6%

* Композитни индекс цена соје, пшенице и кукуруза.

Извор: НБС.

Претпоставке пројекције инфлације

Екстерне претпоставке

У текућој пројекцији инфлације претпоставка о расту БДП-а зоне евра у 2016. остала је непромењена у односу на мајску пројекцију (1,5%), док је претпоставка о расту у 2017. години ревидирана наниже (са 1,6% на 1,3%).³³ Разлог ревизије је Брегзит, тј. одлука Велике Британије да изађе из ЕУ. Домаћа тражња у зони евра остаће и даље подржана експанзивним мерама монетарне политике ЕЦБ-а и, сходно томе, повољнијим финансијским условима, који погодују инвестицијама, као и још увек ниском ценом нафте, која позитивно утиче на реални расположиви доходак домаћинстава и приватну потрошњу. С друге стране, неизвесност око одвијања Брежита, присутне геополитичке тензије и релативно слабе перспективе раста земаља у успону представљају главне ризике наниже по привредни опоравак зоне евра.

Мг. инфлација у зони евра остала је ниска и Т2 је завршила на нивоу од 0,1%. На сличном нивоу требало би да буде и у наредним месецима, а раст ће највероватније отпочети крајем ове године и наставити га и у 2017. Тај раст биће последица ишчезавања базног ефекта по основу пада цена нафте у претходном периоду, а подржаће га и мере ЕЦБ-а и даљи привредни опоравак зоне евра. У текућој пројекцији претпоставка о просечној инфлацији у зони евра ове и наредне године остала је приближно иста као у мајској пројекцији (0,3%, односно 1,3%). Имајући у виду изјаве челника ЕЦБ-а, очекујемо да ће у наредној години дана референтна каматна стопа ЕЦБ-а бити задржана на садашњих 0,0%, док би куповина aktive у износу од 80 млрд евра месечно требало да буде настављена бар до краја марта 2017.

Иако су светске цене примарних пољопривредних производа (кукуруза, пшенице, соје)³⁴ у Т2 порасле, у јулу су нагло опале (15% у односу на јун). Јулски пад главни је разлог ревизије наниже наше претпоставке о кретању тих цена у односу на мајску пројекцију, када смо очекивали да ће оне у 2016. порастати. Према последњим расположивим подацима с тржишта фјучерса, светске цене примарних пољопривредних производа ове године ће забележити пад, а затим

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



Извор: Consensus Forecast и процена НБС.

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



Извор: BSE, CBOT и НБС.

³³ Претпоставке о расту БДП-а зоне евра у 2016. и 2017. години у складу су са очекивањима изнетим у јулском Consensus Forecast-у.

³⁴ Мерене као композитни индекс који садржи доларске цене кукуруза, пшенице и соје с референтних светских берзи.

имати тренд тек благог повећања, што значи да ће и даље остати на релативно ниском нивоу.

Цена нафте³⁵ на светском тржишту наставила је да се опоравља у априлу и мају, а почетком јуна прешла је ниво од 50 долара по барелу. Међутим, од тада има благо опадајући тренд и почетком августа спустила се на око 42 долара по барелу. Ипак, то је и даље ниво који је за преко 50% виши у односу на јануарски минимум. Према последњим расположивим фјучерсима, у наредном периоду не би требало да дође до битнијег опоравка цене нафте и на крају ове године она ће износити 45 долара по барелу, а на крају 2017. године 49 долара по барелу. У складу с тим, нашу претпоставку о кретању светске цене нафте ревидирали смо наниже у односу на мајску пројекцију.

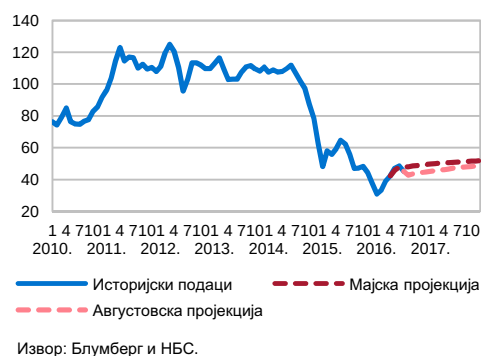
Интерне претпоставке

Имајући у виду очекивано кретање цена примарних пољопривредних производа на светском тржишту и велику повезаност са истим ценама на домаћем тржишту, очекујемо да ће и домаће цене примарних пољопривредних производа ове године забележити пад, а следеће одређени раст.

Претпоставка о расту регулисаних цена у 2016. благо је снижена у односу на мајску пројекцију и он сада износи око 3,5% (допринос инфлацији 0,7 п.п.). Тај раст би највећим делом требало да буде резултат претпостављеног поскупљења електричне енергије (7%, допринос 0,4 п.п.) и цигарета (4,7%, допринос 0,2 п.п.), при чему у овом тренутку није познато да ли ће до поскупљења електричне енергије и доћи. У 2017. години претпоставили смо раст регулисаних цена од око 4%.

Досадашњи резултати фискалне консолидације знатно су бољи од планираних и очекујемо да ће тако остати и у наредном периоду. То би требало додатно да допринесе одрживости јавних финансија и смањењу учешћа јавног дуга у БДП-у, што би требало и да се повољно одрази на премију ризика земље. Поред тога, очекивано даље смањење дефицита текућег рачуна платног биланса, уз СДИ које ће бити више него довољне да покрију тај дефицит, требало би да допринесу стабилним кретањима на девизном тржишту у наредном периоду.

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



³⁵ Цена нафте типа брент.

Претпоставка пројекције је и апрецијацијски тренд реалног девизног курса, уобичајен за земље у транзицији и условљен отклањањем ценовних диспаритета пре свега у области регулисаних цена, као и Баласа–Семјуелсоновим ефектом.³⁶

Пројекција

Пројекција инфлације

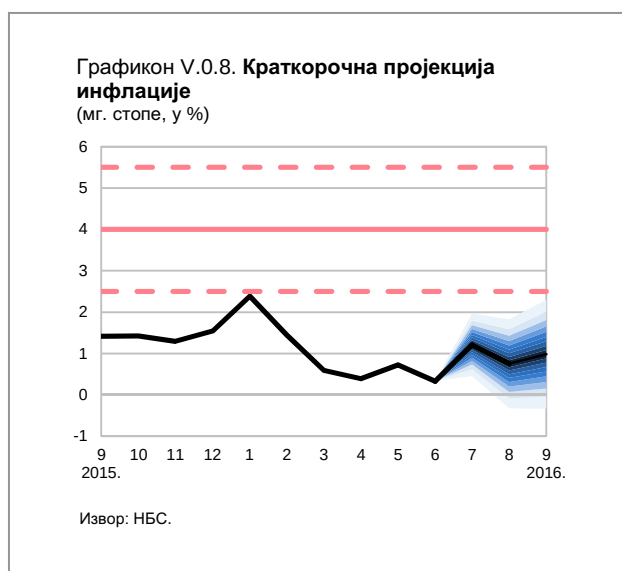
Према нашој централној пројекцији, м.г. инфлација ће у наредним месецима отпочети раст који ће водити њеном повратку у границе циља у П1 следеће године, након чега ће наставити да се креће у оквиру тих граница до краја периода пројекције.

Краткорочна пројекција инфлације

Према краткорочној пројекцији инфлације, м.г. инфлација ће у Т3 наставити да се креће испод доње границе дозвољеног одступања од циља, уз месечне осцилације. Наиме, након раста у јулу, очекујемо њен пад у августу (због изласка из обрачуна прошлогодишњег поскупљења електричне енергије) и затим опет раст у септембру.

Посматрано на тромесечном нивоу, цене ће у Т3 порастати. Њихов раст требало би да буде вођен регулисаним ценама (пре свега јулским поскупљењем цигарета), а нешто нижи позитиван допринос очекујемо и од цена хране и непрехрамбених производа и услуга. У оквиру хране, цене поврћа требало би да забележе изражен, сезонски уобичајен пад, а цене воћа такође сезонски уобичајен раст, док би раст цена остале хране требало да буде пре свега последица сезонског поскупљења свежег меса.³⁷

Базна инфлација (тј. промена ИПЦ-а по искључењу цена хране, енергије, алкохола и цигарета) у Т3 би такође требало да настави кретање испод доње границе дозвољеног одступања од циља. Посматрано на тромесечном нивоу, она ће остварити раст, који ће бити вођен повећањем цена индустријских производа.



³⁶ Код транзиционих привреда, конвергенција дохотка према дохотку развијених привреда праћена је релативно бржим растом цена (конвергенција цена).

³⁷ Такође, раст цене меса бележи се у ЕУ, као и на светском тржишту.

Средњорочна пројекција инфлације

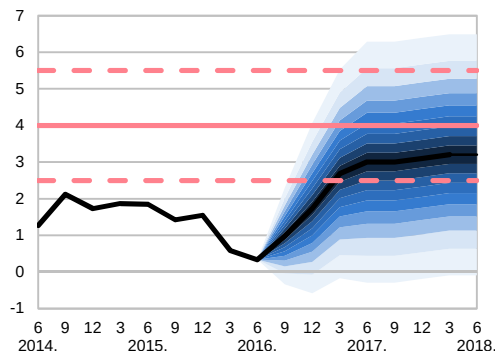
Мг. инфлација би у наредним месецима требало да започне раст и врати се у границе циља у П1 следеће године. Након тога, очекујемо да ће наставити да се креће у оквиру граница циља до краја периода пројекције (тј. до јуна 2018). На такво кретање инфлације утицаће пре свега ниска база код цена нафтних деривата и постепен раст агрегатне тражње у Србији и инфлације у међународном окружењу, тј. зони евра, док ће је ниски трошкови сировина у производњи хране још неко време успоравати.

Као последица пада светске цене нафте, домаћи нафтни деривати су у периоду август 2015 – фебруар 2016. појефтинили за близу 15% и тако снижили инфлацију за око 0,8 п.п. Упркос томе што се очекује да опоравак светске цене нафте буде врло спор, наведена појефтињења (тј. ниска база) у наредном периоду „излазиће“ из обрачуна мг. инфлације. Дакле, дезинфлаторни утицај нафтних деривата биће све мањи и ишчезнуће вероватно крајем ове године.

Ове године требало би да дође до опоравка домаће тражње и, последично, слабљења дезинфлаторних притисака по основу негативног производног јаза. Тај јаз је отворен од 2008. године као последица преливања светске финансијске кризе на Србију, али се већ више од годину дана смањује. Упркос могућим краткорочним одступањима, попут овог које се десило у Т2, процењујемо да ће у средњем року задржати тренд смањења. Оно би требало да буде подржано досадашњим ублажавањем монетарне политике Народне банке Србије, као и експанзивном монетарном политиком ЕЦБ-а. Осим преко канала веће екстерне тражње за нашим извозом, монетарна политика ЕЦБ-а доприноси расту наше економске активности и преко канала каматних стопа на евроиндексиране кредите, јер ниске каматне стопе подстичу кредитну, а тиме и економску активност.

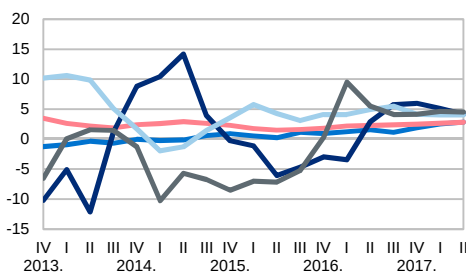
Посматрано по компонентама инфлације, јачање агрегатне тражње пре свега би требало да се одрази на цене непрехрамбених производа и услуга, чији је мг. раст већ дуже време низак. Он је у последње две и по године у просеку износио 2,3%. Поред ниске агрегатне тражње, разлог томе је и ниска инфлација у међународном окружењу, која врши притисак наниже на наше увозне цене. Имајући то у виду, очекујемо да

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



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

Графикон V.0.10. Пројекција компоненти
инфлације
(просечна мг. стопа, у %)



— Храна
— Непрехрамбени производи и услуге
— Воће и поврће
— Регулисане цене
— Нафтни деривати

раст инфлације у зони евра и агрегатне тражње у Србији у наредном периоду резултирају благим узлазним трендом цена непрехрамбених производа и услуга. У мањој мери томе ће допринети и затварање депрецијацијског јаза реалног девизног курса. Према нашој централној пројекцији, раст цена непрехрамбених производа и услуга ће се крајем периода пројекције (јун 2018) приближити нивоу од 3% м.г.

С друге стране, повећање инфлације у наредном периоду требало би да успоравају ниски трошкови сировина у производњи хране. Наиме, процењује се да је овогодишњи род воћа и поврћа врло добар, а принос кукуруза и пшенице 10%, односно 20% виши од десетогодишњег просека. Цене поврћа су већ у Т2 исказале изражен пад, а према нашој процени, негативан допринос воћа и поврћа м.г. инфлацији задржаће се до почетка наредне пољопривредне сезоне. Јулски пад цена примарних пољопривредних производа (кукуруза, пшенице и соје) такође је снизио трошкове у производњи хране (продубљивање негативног јаза РМТП³⁸), те би и по том основу м.г. прехранбена инфлација³⁹ још неко време требало да остане ниска. Она се, иначе, у последње три године у просеку кретала око нуле. С друге стране, поскупљење свежег меса утицаће на њен раст, којем ће од следеће године доприносити и очекивани благи опоравак светских цена примарних пољопривредних производа. Раст м.г. прехранбене инфлације одвијаће се постепено, тако да ће се у јуну 2018. (крај периода пројекције) она приближити нивоу од 3%.

У пројекцији смо претпоставили да ће регулисане цене ове године порастати за око 3,5% и да ће њихов раст бити вођен претпостављеним поскупљењем електричне енергије и поскупљењем цигарета. Следеће године би регулисане цене требало да порасту око 4%, тако да у целом периоду пројекције њихов допринос м.г. инфлацији не би требало да прелази 1,0 п.п.

Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације односи се пре свега на кретање светских цена примарних производа и даља дешавања на међународном финансијском тржишту, а у одређеној

Графикон V.0.11. Утицај РМТП на кретање цена хране (у %)



Извор: НБС.

³⁸ Реални маргинални трошкови произвођача прерађене хране (РМТП) рачунају се као однос цена примарних пољопривредних производа и цена хране. Када су ови трошкови нижи од нивоа тренда, отворен је негативан јаз РМТП.

³⁹ Мерена као м.г. раст ц цене индустријско-прехранбених производа.

мери и на раст регулисаних цена, пре свега цене електричне енергије ове године.

У складу с последњим расположивим информацијама с тржишта фјучерса, претпоставили смо да ће цене примарних пољопривредних производа ове године забележити пад, а следеће раст, док ће се цена нафте у периоду пројекције тек благо опоравити. Међутим, како су цене примарних производа по природи врло променљиве, вероватноћа одступања стварног кретања од претпостављеног није занемарљива. Тако би се то одступање и код цене нафте и код цена примарних пољопривредних производа могло десити у оба смера – и навише и наниже. Имајући у виду утицај наведених цена на цене на домаћем тржишту, то значи да би и стварна инфлација могла одступити у оба смера у односу на пројектовану.

Ризици у вези с кретањима на светским финансијским тржиштима остају асиметрични навише, иако би ликвидност на тим тржиштима требало да остане врло висока бар још неко време, и упркос томе што се домаће девизно тржиште показало отпорним на (глобалну) узнемиреност инвеститора изазвану Брегзитом. Стабилност домаћег тржишта очувана је правовременом реакцијом Народне банке Србије путем интервенција на девизном тржишту и транспарентном комуникацијом с јавношћу. Када је реч о даљим кретањима на светским тржиштима и с тим повезаном асиметријом навише, наставак нормализације монетарне политике ФЕД-а могао би да делује у смеру колебљивијег кретања капитала ка земљама у успону, укључујући и Србију. Уколико би, као последица тога, прилив капитала био смањен, то би могло водити депрецијацијским притисцима на динар и у крајњој линији одређеном притиску навише на домаће цене. С друге стране, као и до сада, у супротном смеру ће деловати експанзивна монетарна политика ЕЦБ-а.

Ризик у вези с кретањем регулисаних цена је асиметричан наниже. Наиме, иако то у овом тренутку није извесно, због опрезности смо у пројекцији претпоставили да ће електрична енергија ове године поскупети 7%. Уколико се то не догоди, м.г. инфлација ће бити нижа у односу на пројектовану

путању за око 0,4 п.п. Поред тога, још није познат календар корекције акциза на цигарете за следећу годину, па би раст регулисаних цена и у 2017. могао бити нешто мањи од претпостављеног.

Узимајући у обзир све наведено, оцењујемо да су ризици у погледу остварења пројекције инфлације симетрични. Одлуке о монетарној политици Народне банке Србије и у наредном периоду зависиће од процене Извршног одбора у погледу јачине (дез)инфлаторног утицаја фактора инфлације, посебно оних који долазе из међународног окружења. Као и до сада, Народна банка Србије пажљиво ће пратити даље кретање светских цена примарних пољопривредних производа и нафте, као и дешавања на светским финансијским тржиштима.

Пројекција БДП-а

БДП би ове године требало да оствари раст од око 2,5% (што представља горњу границу интервала из маја⁴⁰), а следеће године да га убрза на око 3,0% (непромењено у односу на мајску пројекцију).

Као и у 2015. години, раст БДП-а у 2016. требало би да буде вођен инвестицијама, а то потврђују и подаци из П1. На даље повећање инвестиционе активности указује већи број фактора – наставак структурних реформи, повољнији услови кредитирања, већи капитални расходи државе, очекивани даљи опоравак економске активности зоне евра, наставак релативно високог прилива капитала по основу СДИ, као и још увек релативно ниска цена нафте, која смањује трошкове пословања привреде.

Позитиван утицај на БДП ове године имаће и нето извоз и потрошња, а њихови доприноси расту БДП-а вероватно ће бити слични.

Упркос одређеном успоравању раста извоза у Т2, извозне перформансе домаће привреде и даље су добре, тј. извоз је и даље релативно висок. Процењујемо да би ове године стопа раста извоза чак могла да буде двоцифрена. Захваљујући томе, допринос нето извоза расту БДП-а остаће позитиван, иако ће раст инвестиција и потрошње водити и одређеном убрзању увоза ове године. У прилог расту нето извоза иду и побољшани односи размене, који су резултат мањег пада извозних цена од увозних.



⁴⁰ У мајској пројекцији оценили смо да ће раст БДП-а ове године бити у интервалу 2,25–2,5%.

За разлику од 2015. године, када је потрошња домаћинства због спровођења фискалне консолидације деловала на смањење БДП-а, ове године очекујемо да њен утицај на БДП буде позитиван. У смеру веће потрошње деловаће инвестиције и извоз, који би требало да подрже већ присутну тенденцију реалног раста зарада и запослености у приватном сектору, али и нижи трошкови задуживања и још увек релативно ниска цена нафте, који позитивно утичу на расположиви доходак домаћинства.

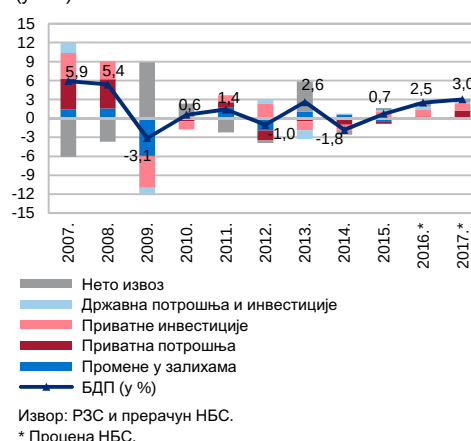
Посматрано с производне стране, веће инвестиције требало би да утичу на задржавање позитивних тенденција у прерађивачкој индустрији и грађевинарству, а већа потрошња на активност у сектору услуга. Позитиван допринос расту БДП-а очекује се и од сектора рударства и енергетике, пре свега имајући у виду њихову ниску базу с почетка прошле године. Поред тога, на раст БДП-а утицаће и пољопривредна производња, за коју и даље претпостављамо да ће ове године бити на нивоу десетогодишњег просека (повећање од 3% у односу на 2015).

Позитивне тенденције из 2016. требало би да буду настављене и у 2017. години, тј. раст БДП-а подржаваће инвестиције, извоз и потрошња домаћинства. Притом ће раст економске активности и даље у највећој мери бити вођен инвестицијама, док ће потрошња домаћинства, вероватно бити следећи главни носилац раста. Допринос нето извоза требало би да остане позитиван и на приближно истом нивоу као у 2016.

Неизвесност у погледу остварења пројекције БДП-а представљају пре свега брзина привредног опоравка зоне евра као нашег главног спољнотрговинског партнера и даље одвијање структурних реформи у Србији, а у одређеној мери и кретање цене нафте на светском тржишту, овогодишња пољопривредна производња и производња у сектору рударства и енергетике.

Задржавање цене нафте на ниском нивоу и неконвенционалне мере ЕЦБ-а могли би водити бржем опоравку зоне евра од очекиваног, тј. већој тражњи за нашим извозом и бржем повећању инвестиција. То би за резултат имало виши раст нашег БДП-а од пројектованог. С друге стране, опоравак зоне евра могао би бити и успорен у случају да се успоравање привредног раста земаља у развоју, пре свега Кине, преко смањења тражње за увозом, негативно одрази на извоз зоне евра, као и због одлуке

Графикон V.0.13. Доприноси реалном расту БДП-а (у п.п.)



Велике Британије да изађе из ЕУ⁴¹ и присутних геополитичких тензија. У том случају, могуће је да раст наших инвестиција и извоза, а тиме и БДП-а, буде нижи од очекиваног.

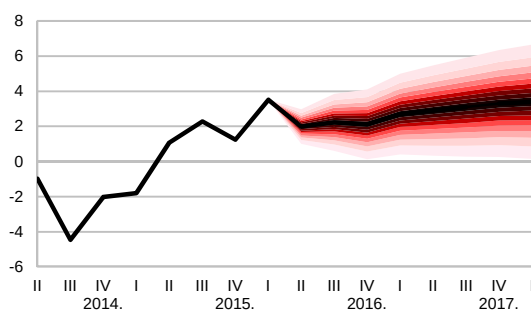
Започете структурне реформе и унапређење инвестиционог и пословног амбијента побољшавају изгледе за раст у средњем року. Међутим, од брзине њиховог даљег спровођења зависиће да ли ће раст бити бржи или спорији од пројектованог. Слично томе, симетрични су и ризици у вези с кретањем цене нафте на светском тржишту, која може одступити и навише и наниже у односу на претпоставку коришћену у пројекцији и тиме успорити или убрзати раст БДП-а.

Кретање активности у сектору рударства и енергетике представља ризик наниже за пројекцију БДП-а за ову годину. Наиме, производња у тим секторима могла би бити нижа од претпостављене због недавно започетих ремонта, чији утицај на производњу у овој години још није могуће са сигурношћу проценити. С друге стране, очекивани врло добар род воћа и поврћа ове године и знатно виши принос кукуруза и пшенице од десетогодишњег просека указују на то да ће раст пољопривредне производње ове године вероватно бити већи од претпостављеног. Међутим, како коначни подаци још нису расположиви, у пројекцији смо задржали претпоставку о просечној сезони.

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

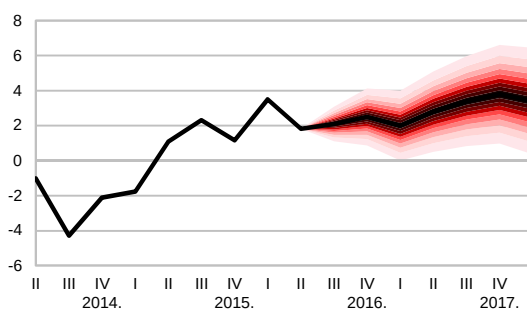
Графикон V.0.14. Поређење текуће с претходном пројекцијом раста БДП-а

Мајска пројекција
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

Августовска пројекција
(мг. стопе, у %)



⁴¹ Очекивани раст зоне евра у 2017. због Брексита је већ коригован наниже за 0,3 п.п., на 1,3% (*Consensus Forecast*).

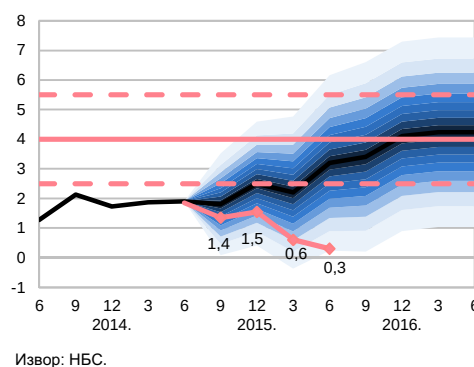
Поређење и остварење пројекција инфлације

Нова пројекција инфлације благо је нижа у односу на пројекцију објављену у мајском Извештају о инфлацији, док је распон пројекције остао симетричан.

Нижа пројекција инфлације последица је ревизије наниже претпоставки о кретању цене нафте и примарних пољопривредних производа на светском тржишту у односу на мајску пројекцију, као и израженог пада цена поврћа (већег од пројектованог) на домаћем тржишту у Т2. Као последица тога, повратак инфлације у границе циља биће нешто спорији, тако да, уместо почетком 2017. године, очекујемо њен повратак до средине 2017.

Мг. инфлација се у последњој години дана кретала испод централне вредности пројекције из августа 2015, али у границама пројектованог распона, при чему се у јуну ове године налазила на доњој граници распона те пројекције. Узрок одступања стварне од пројектоване инфлације били су пре свега дезинфлаторнији од очекиваних утицаји из екстерног окружења. Уместо очекиваног постепеног опоравка од краја прошле године, инфлација у зони евра остала је врло ниска, што се пренело на нижи раст наших увозних цена. Такође, упркос одређеном опоравку последњих месеци, светске цене нафте и примарних пољопривредних производа још су испод нивоа на који су указивали фјучерси пре годину дана. То је за

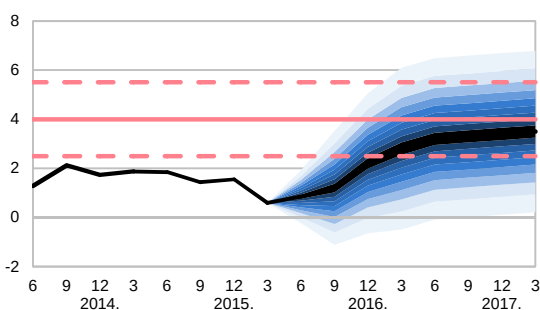
Графикон V.0.16. Остварење пројекције инфлације из августа 2015.
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

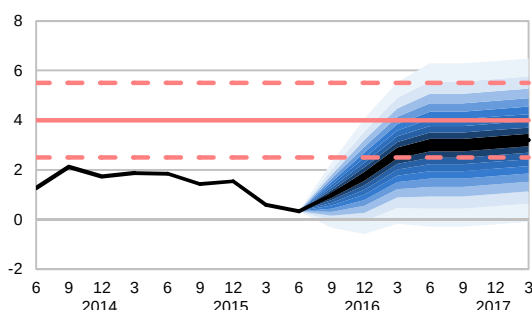
Графикон V.0.15. Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације

Мајска пројекција
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

Августовска пројекција
(мг. стопе, у %)



Табела V.0.2. Пројекције главних макроекономских показатеља за Србију

	2016.		2017.	
	Претходна	Нова	Претходна	Нова
Инфлација (годишњи просек, у %)				
ММФ	1,7	1,3	3,1	-
Европска комисија	1,6	-	2,8	-
<i>Consensus Forecast</i>	2,0	1,5	3,4	3,0
Блумберг	2,1	1,4	3	2,9
БДП (%)				
ММФ	1,8	2,5	2,3	-
Европска комисија	2,0	-	2,5	-
<i>Consensus Forecast</i>	1,8	2,2	2,4	2,5
Блумберг	1,8	2,3	2,3	2,5
Текући дефицит (% БДП-а)				
ММФ	4,4	-	4,3	-
Европска комисија	4,3	-	4,3	-
<i>Consensus Forecast*</i>	4,3	4,1	4,1	3,9
Блумберг	4,6	4,2	4,6	4,3
Фискални дефицит (% БДП-а)				
ММФ	4	2,5	2,6	-
Европска комисија	3,1	-	2,9	-
<i>Consensus Forecast</i>	-	-	-	-
Блумберг	4,0	3,2	3	2,9

Извор: ММФ (*Republic of Serbia: Third Review under the Stand-By Arrangement, Country Report No. 15/347* и *World Economic Outlook*, април 2016, и саопштење мисије ММФ-а у посети Србији, 21. јун 2016), Европска комисија (*Spring Forecast 2016*), *Consensus Forecast* (април и јул 2016) и *Bloomberg Quarterly Survey* (април и јул 2016).

* Израчунато на основу пројекције доларског БДП-а НБС из маја и августа 2016.

последницу имало задржавање израженог м.г. пада цена домаћих нафтних деривата, као и релативно ниске стопе м.г. прехранбене инфлације. На страни домаћих фактора, нижој инфлацији у односу на пројектовану допринео је пре свега знатан пад цена поврћа у Т2 ове године.

Пројекције других институција

У периоду од последњег, мајског Извештаја о инфлацији, друге релевантне институције побољшале су своје макроекономске пројекције за Србију.⁴² Оне су ревидирале наниже очекивања у погледу инфлације, текућег и буџетског дефицита, док су пројекције економске активности кориговале навише.

У просеку, друге институције очекују инфлацију од око 1,5% ове године и њено повећање на 3% следеће, док у обе године предвиђају раст БДП-а до 2,5%. Поред тога, процењују да ће дефицит текућег рачуна платног биланса ове и наредне године бити нешто изнад 4% БДП-а, док би консолидовани буџетски дефицит требало да буде снижен на између 2,5% и 3,2% БДП-а ове године, односно на испод 3% БДП-а у 2017.

У претходном периоду побољшање макроекономских перформанси Србије препознале су и рејтинг агенције. Агенција *Fitch* је у јуну повећала кредитни рејтинг Србије са *B+* на *BB-*. Између осталог, та агенција очекује да раст БДП-а Србије ове године износи 2,4% (ревизија навише са 1,7%), као и да буџетски дефицит од 2017. буде на нивоу од око 3% БДП-а.

⁴² Изузетак је Европска комисија, која ће своју следећу пројекцију објавити у новембру.

Осврт 3: Побољшане макроекономске перспективе Србије у последње две године

Захваљујући постигнутој макроекономској стабилности и кредибилном спровођењу фискалне консолидације и предузетим структурним реформама, Србија је постала атрактивнија дестинација за улагања. Кредителитет економске политике потврђен је снажним смањењем унутрашње и спољне неравнотеже, а напредак на међународним листама конкурентности допринео је позитивнијој перцепцији инвеститора за улагања у Србију. Допринос Народне банке Србије постигнутој макроекономској стабилности и повољном пословном и инвестиционом амбијенту огледа се пре свега у обезбеђивању ниске и стабилне инфлације, стабилном финансијском сектору, постигнутој релативној стабилности девизног курса и знатном паду каматних стопа на кредите привреди и становништву и нижој цени задуживања државе.

Наведене резултате препознале су и међународне рејтинг агенције, које су у последње две године повећале кредитни рејтинг Србије (агенција *Fitch* са *B+* на *BB-* у јуну 2016), односно потврдиле кредитни рејтинг, уз поправљање његових изгледа.¹ Додатан импулс кредибилитету економске политике пружило је и склапање стендбај аранжмана из предострожности с ММФ-ом у фебруару 2015, у коме су као главни циљеви постављени јачање јавних финансија, спровођење плана структурних реформи и повећање стабилности финансијског сектора. До сада су успешно закључене три ревизије аранжмана, уз постигнуту сагласност на техничком нивоу за четврту и пету ревизију.

Успех у досадашњем спровођењу фискалне консолидације огледа се у знатном побољшању кретања главних макроекономских варијабли, као и њихових пројекција за наредни период. На Графикону О.3.1. представљене су пројекције кретања најзначајнијих макроекономских показатеља од почетка 2015. до најновијих пројекција, које су током времена константно побољшаване.

Видљив је знатан напредак у области јавних финансија, с обзиром на то да је дефицит опште државе смањен са 6,6% БДП-а у 2014. на 3,8% БДП-а у 2015, уз очекиван наставак смањења и стабилизацију на испод 2% БДП-а до 2018. Поред тога, примарни дефицит буџета би, након смањења са 3,7% БДП-а у 2014. на 0,5% БДП-а у 2015, већ у 2016. требало да пређе у суфицит, који је пројектован и за наредне године. Побољшање фискалних перформанси доприноси и смањењу потребе државе за новим задуживањем, тако да би, према новој пројекцији кретања јавног дуга, његово учешће у БДП-у већ у 2016. требало да почне да се смањује. При томе, треба истаћи да су пројекције фискалних показатеља и јавног дуга усаглашене с ММФ-ом, што им даје додатни кредибилитет.

Знатно поправљање макроекономских перформанси забележено је и у случају спољнотрговинских токова, што је резултирало пројектованим нижим дефицитом текућег рачуна. Захваљујући активирању претходних инвестиција у извозно оријентисане области индустрије, извоз је у 2015. забележио бржи реални раст у односу на увоз, а сличан тренд кретања забележен је и од почетка 2016. Добри резултати у спољној трговини последица су и мера фискалне консолидације, које су допринеле нижем увозу, као и повољних околности које су у последње две године присутне на међународном тржишту и које су утицале на побољшане односе размене Србије, тј. већи пад увозних цена у односу на извозне цене. Треба истаћи и да је у 2015. дефицит текућег рачуна у потпуности био покривен нето приливом СДИ, који је захваљујући унапређењу пословног окружења и структурним реформама забележио годишњи раст од близу 50%. Сличан ниво СДИ (око 5% БДП-а) очекујемо и у текућој и наредним годинама, на шта би, поред наставка структурних реформи, требало да утиче и напредак Србије у преговорима о прикључењу ЕУ.

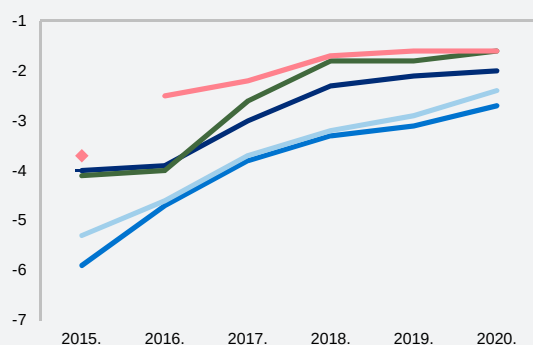
Снажан раст инвестиција и извоза био је главни покретач раста БДП-а у 2015. од 0,74%, који је остварен упркос спровођењу фискалне консолидације. Треба истаћи да је током године прогноза раста за 2015. четири пута коригована навише (уз почетну пројекцију од -0,5% из фебруара 2015. године), захваљујући већем од очекиваног расту инвестиција и нижим од очекиваних негативним ефектима фискалне консолидације на финалну потрошњу. У мају је Народна банка Србије прва изашла с коригованом проценом раста БДП-а за 2016. годину – с раније

¹ Агенција *Standard and Poor's* је у јулу 2016. потврдила кредитни рејтинг Србије на нивоу *BB-*, уз задржавање стабилних изгледа. Такође, агенција *Moody's* је у марту 2016. потврдила кредитни рејтинг Србије на нивоу *B1*, уз поправљање изгледа са стабилних на позитивне.

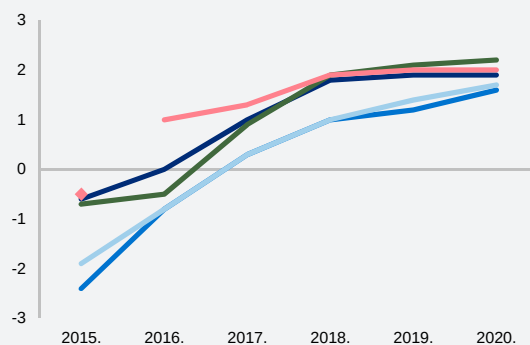
оčekиваних 1,8% на 2,25–2,5%. Раст БДП-а ће и у 2016. бити вођен инвестицијама и извозом с расходне, односно индустријом и грађевинарством с производне стране, што је пожељна структура са становишта његове средњорочне одрживости.

Графикон О.3.1. Ревизије пројекција главних макроекономских показатеља

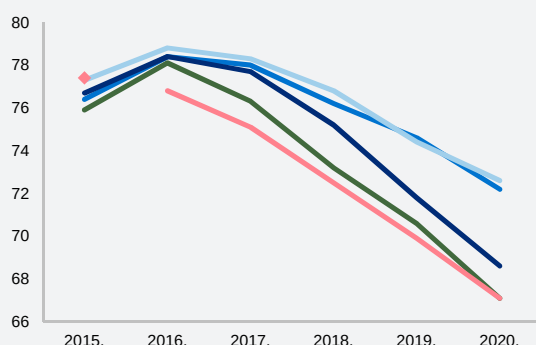
Фискални биланс опште државе
(у % пројектованог БДП-а)



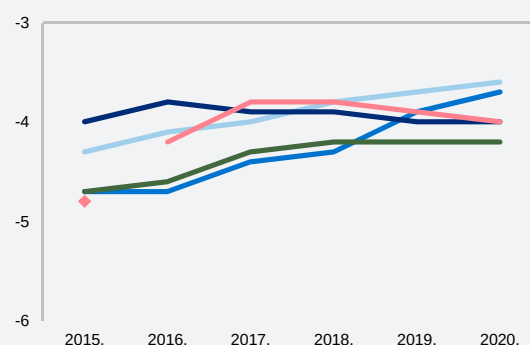
Примарни биланс опште државе
(у % пројектованог БДП-а)



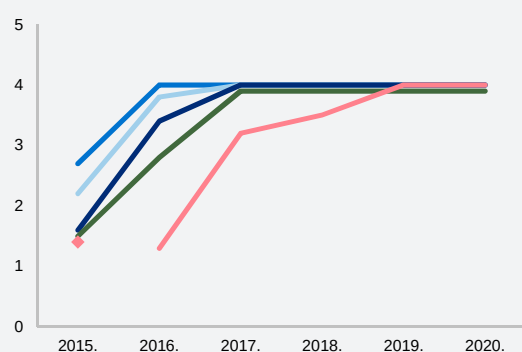
Јавни дуг опште државе
(у % пројектованог БДП-а)



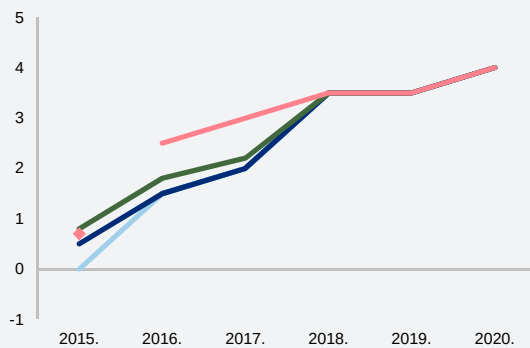
Дефицит текућег рачуна
(у % пројектованог БДП-а)



Просечна инфлација
(мг. стопе, у %)



Раст реалног БДП-а
(у %)



— Фебруар 2015. — Мај 2015. — Август 2015. — Новембар 2015. — Мај 2016.

Извор: Министарство финансија, ММФ и НБС.

За разлику од раста БДП-а, који је коригован навише, пројекција инфлације је током 2015. и од почетка ове године коригована наниже. Поред очекивано ниских инфлаторних притисака који су били присутни по основу домаћих фактора (рестриктивна фискална политика, ниска домаћа тражња и релативно стабилан курс динара), неочекивано снажни притисци потекли су по основу кретања цена у међународном окружењу (пре свега по основу снажног пада цена нафте и примарних пољопривредних производа на светском тржишту), што је у највећој мери одложило повратак инфлације у границе циља. У наредним месецима ипак очекујемо постепен раст мг. инфлације и њен повратак у границе циља током П1 следеће године.

Позитивна макроекономска кретања у последње две године потврда су адекватне комбинације предузетих мера фискалне и монетарне политике, које су у условима повећаних изазова у међународном окружењу омогућиле Србији да забележи привредни раст, уз знатно смањење унутрашње и спољне неравнотеже. И у наредном периоду очекујемо наставак тих позитивних трендова. Тако се у 2016. очекује да фискални дефицит опште државе буде око 2,5% БДП-а, уз примарни суфицит буџета на нивоу од око 1% БДП-а. Очекује се и наставак смањења спољне неравнотеже, уз пројектовани дефицит текућег рачуна од око 4,2% БДП-а, који би и ове године требало да буде покривен нето приливом СДИ. Такође, повољније макроекономске изгледе Србије од почетка године очекују и Европска комисија, међународне финансијске институције и рејтинг агенције.

Табела А
Индикатори екстерне позиције Србије

	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	I 2016.	II 2016.
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ ЛИКВИДНОСТИ (у %)													
Девизне резерве/увоз робе и услуга (у месецима)	6,1	9,0	7,5	5,4	9,7	8,4	8,8	7,7	7,6	6,6	6,6	6,0	5,8
Девизне резерве/краткорочни дуг	177,0	265,1	250,6	162,6	220,6	191,2	299,8	237,4	268,9	300,4	257,7	236,7	
Девизне резерве/БДП	23,3	36,9	32,7	24,2	34,6	33,6	36,1	34,5	32,7	29,7	31,5	28,7	28,0
Отплата дуга/БДП	5,0	10,3	10,3	10,7	12,8	12,0	12,4	13,0	13,4	14,2	12,0	12,3	
Отплата дуга/извоз робе и услуга	19,8	36,2	37,5	37,5	48,8	37,5	37,3	36,0	32,9	32,7	25,4	25,4	
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)													
Спољни дуг/БДП	59,3	58,5	59,0	62,3	72,7	79,0	72,2	80,9	74,8	77,1	80,1	78,2	
Краткорочни дуг/БДП	13,2	13,9	13,1	14,9	15,7	17,6	12,0	14,5	12,1	9,9	12,2	12,1	
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	168,7	161,6	
ИНДИКАТОРИ 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	238,5	220,1
Девизне резерве/примарни новац	169,8	179,5	173,8	140,7	190,5	196,4	207,6	197,9	199,9	196,6	193,7	208,7	200,7
СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ)/БДП													
	70,8	77,4	80,1	82,6	69,0	79,8	82,7	89,8	92,6	97,7	104,9	112,8	114,9
МЕМОРАНДУМ: (у млн евра)													
БДП ¹⁾	21.103	24.435	29.452	33.705	30.655	29.766	33.424	31.683	34.263	33.319	32.908	7.498	8.248 ²⁾
Спољни дуг	12.520	14.291	17.382	20.982	22.272	23.509	24.123	25.645	25.644	25.679	26.374	25.926	
Сервисирање спољног дуга	1.054	2.513	3.039	3.594	3.922	3.564	4.154	4.130	4.592	4.723	3.964	1.014	
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	9.501	9.291
Краткорочни дуг ³⁾	951	968	1.044	1.832	1.852	1.758	612	455	196	99	316	353	
Биланс текућих трансакција	-1.778	-2.356	-5.474	-7.125	-2.032	-2.037	-3.656	-3.671	-2.098	-1.985	-1.577	-248	-387
КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ (промена рејтинга и изгледа)													
	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015..	2016.	2016.
	Јул/Мај	Феб.	Јул	Март/Дец.	Дец.	Нов.	Март	Авг.	Јул	Јан.	Дец.	Јан/Март	Јун
<i>S&P</i>	BB-/стабилан	BB-/позитиван	BB-/стабилан	BB-/негативан	BB-/стабилан		BB-/стабилан	BB-/негативан				BB-/стабилан	
<i>Fitch</i>	BB-/стабилан			BB-/негативан		BB-/стабилан		BB-/негативан		B+/стабилан	B+/позитиван		BB-/стабилан
<i>Moody's</i>									B1/стабилан			B1/позитиван	

Методолошка објашњења:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

1) Према методологији ESA 2010.

2) Процена НБС.

3) По оригиналној рочности.

Напомене:

1. Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.

2. Од 2007. подаци о извозу и увозу робе и услуга су усклађени са смерницама садржаним у Приручнику за израду платног биланса и међународне инвестиционе позиције бр. 6 ММФ-а (BPM6). Подаци за 2005. и 2006. приказани су према претходној методологији.

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

4. Од септембра 2010. измењена је методологија статистике спољног дуга тако да се у спољни дуг јавног сектора укључују обавезе по основу алокације SDR (482,6 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 (976,3 млн евра, од чега се 422,4 млн евра односи на домаће банке, а 553,9 млн евра на домаћа предузећа).

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

Табела Б
Основни макроекономски индикатори

	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	I 2016.	II 2016.
Реални раст БДП-а (у %)¹)	5,5	4,9	5,9	5,4	-3,1	0,6	1,4	-1,0	2,6	-1,8	0,7	3,5	1,8
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	0,4	0,3
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	9.501	9.291
Извоз робе и услуга (у млн евра)³)	5.329	6.948	8.110	9.583	8.043	9.515	11.145	11.469	13.937	14.451	15.631	3.945	4.373
- стопа раста у % у односу на претходну годину	19,1	30,4	-	18,2	-16,1	18,3	17,1	2,9	21,5	3,7	8,2	11,8	9,3
Увоз робе и услуга (у млн евра)³)	9.612	11.970	15.468	18.267	13.099	14.244	16.487	16.992	17.782	18.096	18.899	4.515	5.100
- стопа раста у % у односу на претходну годину	0,7	24,5	-	18,1	-28,3	8,7	15,7	3,1	4,7	1,8	4,4	1,7	7,2
Текући рачун платног биланса³) (у млн евра)	-1.778	-2.356	-5.474	-7.125	-2.032	-2.037	-3.656	-3.671	-2.098	-1.985	-1577	-248	-387
у % БДП-а	-8,4	-9,6	-18,6	-21,1	-6,6	-6,8	-10,9	-11,6	-6,1	-6,0	-4,8	-3,3	-4,7
Незапосленост по Анкети (у %)	20,8	20,9	18,1	13,6	16,1	19,2	23,0	23,9	22,1	19,2⁷)	17,7	19	
Зараде (просечне за период, у еврима)	209,7	260,0	347,1	400,5	337,4	330,1	372,5	364,5	388,6	379,3	368,0	353,7	378,5
Републички буџетски суфицит/дефицит (у % БДП-а)⁴)	0,5	-1,7	-1,6	-1,7	-3,2	-3,4	-4,0	-5,9	-5,2	-6,3	-2,9	-1,0	0,5
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а)⁴)	1,2	-1,5	-1,9	-2,6	-4,4	-4,6	-4,8	-6,8	-5,5	-6,6	-3,8	-1,7	-0,2
Јавни дуг Републике Србије (централни ниво државе, у % БДП-а)	50,2	35,9	29,9	28,3	32,8	41,8	45,4	56,2	59,6	70,4	75,9	72,4	71,9
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	111,37	109,02
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	108,60	111,07
Курс динара према еврау (просек у периоду)	82,99	84,11	79,96	81,44	93,95	103,04	101,95	113,13	113,14	117,31	120,73	122,87	123,02
Курс динара према еврау (крај периода)	85,50	79,00	79,24	88,60	95,89	105,50	104,64	113,72	114,64	120,96	121,63	122,92	123,31
МЕМОРАНДУМ: БДП (у млн евра)⁵)	21.103	24.435	29.452	33.705	30.655	29.766	33.424	31.683	34.263	33.319	32.908	7.498	8.248⁶)

¹) У сталним ценама претходне године.

²) Цене на мало до 2006. године.

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

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

⁵) Према методологији ЕСА 2010.

⁶) Процена НБС.

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

Напомене:

1. Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.

2. Извор за податак о стопи незапослености је Анкета о радној снази РЗС-а.

3. Извор за податак о јавном дугу је Министарство финансија.

Списак графика и табела

Графикони

III.0.1.	Кретање цена	9
III.0.2.	Допринос м.г. стопи раста потрошачких цена	10
III.0.3.	Допринос тромесечној стопи раста потрошачких цена	10
III.0.4.	Допринос тромесечној стопи раста произвођачких цена	11
III.0.5.	Домаћа инфлација и екстерне цене	11
III.0.6.	Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред	12
III.0.7.	Перципирана и очекивана инфлација становништва	12
III.0.8.	Очекивана инфлација за две године унапред	12
III.0.9.	Циљана инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред – финансијски сектор	13
III.0.10.	Очекивања предузећа у погледу промене цена њихових инпута и производа и услуга	13
IV.1.1.	Динарска ликвидност	15
IV.1.2.	Кретање каматних стопа	16
IV.1.3.	Крива приноса на међубанкарском тржишту новца	16
IV.1.4.	Примарно тржиште државних ХоВ у динарима – коефицијент реализације и учешће страних инвеститора	16
IV.1.5.	Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ	17
IV.1.6.	Кретање каматних стопа на динарске кредите и депозите привреди и становништву	17
IV.1.7.	Кретање каматних стопа на девизне кредите и депозите привреди и становништву	17
IV.1.8.	Показатељ премије ризика – <i>EMBI</i> по земљама	18
IV.1.9.	Приноси на еврообвезнице земаља у региону	18
IV.1.10.	Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала	19
IV.1.11.	Структура финансијског биланса	19
IV.1.12.	Финансијски кредити резидената – промена нето задужења	20
IV.1.13.	Кретање курса динара и евра према долару	20
IV.1.14.	Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту	21
IV.1.15.	Краткорочна волатилност курса динара према евр	21
IV.1.16.	Кретање курсева одређених националних валута према евр	22
IV.1.17.	Индекс <i>BELEX15</i> и промет на Београдској берзи	23
IV.1.18.	Кретање берзанских индекса у региону	23
IV.2.1.	Монетарни агрегати и потрошачке цене	24
IV.2.2.	Доприноси м.г. расту М2, секторска структура	24
IV.2.3.	Домаћи кредити немонетарном сектору и М3	25
IV.2.4.	Кредитна активност и БДП	25
IV.2.5.	Структура новоодобрених кредита привреди	26
IV.2.6.	Утицај појединих фактора на промену кредитних стандарда у одобравању кредита и кредитних линија предузећима	26
IV.2.7.	Структура новоодобрених кредита становништву	27
IV.2.8.	Утицај појединих фактора на промену кредитних стандарда у одобравању кредита и кредитних линија становништву	27
IV.2.9.	Учешће динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву	28
IV.2.10.	Учешће <i>NPL</i> у укупним кредитима, бруто принцип	28
IV.3.1.	Индекси цена непокретности <i>DOMex</i> и број прометованих непокретности	31
IV.3.2.	Индекси броја издатих дозвола новоградње	31
IV.4.1.	Доприноси м.г. стопи раста БДП-а – расходна страна	32
IV.4.2.	Потрошња домаћинства	32
IV.4.3.	Потрошња државе	33
IV.4.4.	Извоз и увоз робе и услуга	34
IV.4.5.	Кретање показатеља екстерне тражње и базичног извоза Србије	34
IV.4.6.	Извоз услуга	34
IV.4.7.	Кретање главних компоненти увоза	35

IV.4.8.	Увоз енергената	35
IV.4.9.	Робна размена у еврима	35
IV.5.1.	Кретање показатеља економске активности	36
IV.5.2.	Физички обим производње у енергетици и рударству	37
IV.5.3.	Физички обим производње по гранама прерађивачке индустрије	37
IV.5.4.	Доприноси м.г. расту физичког обима индустријске производње	37
IV.5.5.	Показатељи грађевинске активности	38
IV.5.6.	Показатељи активности сектора услуга	38
IV.6.1.	Кретање реалне нето зараде (дсз. подаци)	39
IV.6.2.	Кретање реалне нето зараде (м.г. раст, у %)	39
IV.6.3.	Однос просечне номиналне нето зараде у јавном сектору и ван јавног сектора	39
IV.6.4.	Кретање продуктивности, бруто реалних зарада и јединичних трошкова рада у индустрији	40
IV.6.5.	Показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази	40
IV.7.1.	Доприноси м.г. стопи раста БДП-а зоне евра	41
IV.7.2.	Кретање БДП-а и показатеља економске активности зоне евра	42
IV.7.3.	Водећи показатељи сектора производње по земљама – <i>PMI Manufacturing</i>	42
IV.7.4.	Водећи економски показатељи у САД	42
IV.7.5.	Кретања на тржишту рада у САД	43
IV.7.6.	Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2015. и 2016. ММФ-а	43
IV.7.7.	Кретање хармонизованог индекса потрошачких цена по земљама	44
IV.7.8.	Дугорочна тржишна инфлациона очекивања у зони евра	45
IV.7.9.	Кретање референтних стопа по земљама	45
IV.7.10.	Принос на десетогодишње обвезнице по земаљама	46
IV.7.11.	Имплицитна волатилност међународног финансијског тржишта	47
IV.7.12.	Кретање курсева одређених националних валута према долару	48
IV.7.13.	Кретање цена нафте и бакра	48
IV.7.14.	Индекс светских цена хране	49
V.0.1.	Индекс монетарних услова	54
V.0.2.	Реална каматна стопа	54
V.0.3.	Фискална кретања	55
V.0.4.	Производни јаз	55
V.0.5.	Претпоставка о инфлацији у зони евра	56
V.0.6.	Претпоставка о кретању светских цена примарних пољопривредних производа	56
V.0.7.	Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент	57
V.0.8.	Краткорочна пројекција инфлације	58
V.0.9.	Пројекција инфлације	59
V.0.10.	Пројекција компоненти инфлације	59
V.0.11.	Утицај РМТП на кретање цена хране	60
V.0.12.	Пројекција раста БДП-а	62
V.0.13.	Доприноси реалном расту БДП-а	63
V.0.14.	Поређење текуће с претходном пројекцијом раста БДП-а	64
V.0.15.	Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације	65
V.0.16.	Остварење пројекције инфлације из августа 2015.	65

Табеле

III.0.1.	Раст потрошачких цена по компонентама	10
III.0.2.	Показатељи раста цена	11
IV.2.1.	Монетарни агрегати	24
IV.4.1.	Показатељи кретања инвестиција	33
IV.5.1.	Доприноси тромесечном расту БДП-а	38
IV.6.1.	Кретања формалне запослености и незапослености	40

Табеле

IV.7.1. Процена привредног раста по земљама	44
V.0.1. Претпоставке пројекције	56
V.0.2. Пројекције главних макроекономских показатеља за Србију	66
Табела А. Индикатори екстерне позиције Србије	70
Табела Б. Основни макроекономски индикатори	71

Графикони у освртима

O.1.1. Краткорочни и дугорочни кредити МСПП	30
O.1.2. Просечне каматне стопе на новоодобрене кредите МСПП	30
O.3.1. Ревизије пројекција главних макроекономских показатеља	68

Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе

2015. година

Датум	Референтна каматна стопа (на годишњем нивоу, у %)	Промена (у базним поенима)
15. јануар	8,00	0
12. фебруар	8,00	0
12. март	7,50	-50
9. април	7,00	-50
11. мај	6,50	-50
11. јун	6,00	-50
9. јул	6,00	0
13. август	5,50	-50
10. септембар	5,00	-50
15. октобар	4,50	-50
12. новембар	4,50	0
10. децембар	4,50	0

2016. година

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

Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије

Саопштење са седнице Извршног одбора, 9. 6. 2016.

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је на данашњој седници да референтну каматну стопу задржи на постојећем нивоу од 4,25 одсто.

Извршни одбор је оценио да у тренутним околностима постојећи степен експанзивности монетарне политике обезбеђује да се инфлација почетком следеће године врати и стабилизује у границама циља.

Приликом доношења одлуке о задржавању референтне стопе, Извршни одбор је имао у виду и даље присутну неизвесност на међународном робном и финансијском тржишту, као и очекивано слабљење дезинфлаторних притисака по основу светских цена примарних производа у наредном периоду. С друге стране, смањењу утицаја спољних ризика доприносе домаћи фактори, пре свега постигнуто и очекивано даље смањење унутрашње и спољне неравнотеже.

Цене нафте и примарних пољопривредних производа на светском тржишту настављају да се опорављају. То би, уз очекивано повећање инфлације у зони евра и убрзанији опоравак економске активности у Србији, требало да допринесе постепеном расту међугодишње инфлације у наредном периоду. Према мајској средњорочној пројекцији Народне банке Србије, инфлација би у границе циља требало да се врати почетком следеће године, а затим да настави кретање на нивоу од око 3%.

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

Саопштење са седнице Извршног одбора, 7. 7. 2016.

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је на данашњој седници да референтну каматну стопу смањи за 0,25 процентних поена, тако да она од данас износи 4 одсто.

Истовремено, Извршни одбор је на данашњој седници усвојио и измену Одлуке о каматним стопама Народне банке Србије, којом је коридор каматних стопа у односу на референтну каматну стопу даље смањен са $\pm 1,75$ одсто на $\pm 1,50$ одсто. Та мера, по оцени Извршног одбора, допринеће даљој стабилизацији каматних стопа на међубанкарском новчаном тржишту, постепеном смањењу распона између просечне репо стопе остварене на репо аукцијама и референтне каматне стопе, као и јачању трансмисије кроз канал каматних стопа.

Доносећи одлуку о даљем смањењу референтне каматне стопе, Извршни одбор је оценио да ће се ниски инфлаторни притисци задржати и у наредном периоду, пре свега по основу већине домаћих фактора. На ниске инфлаторне притиске указују и додатно снижена инфлациона очекивања тржишних учесника. Спровођење мера фискалне консолидације и структурних реформи се наставља. Смањена је спољна неравнотежа, а њено даље смањење очекује се и у наредном периоду. Боље макроекономске перформансе наше економије и њене изгледе за наредни период потврдио је у јуну и Међународни монетарни фонд, а агенција Fitch Ratings је 17. јуна повећала кредитни рејтинг Србије.

Извршни одбор је оценио и да раст неизвесности у међународном окружењу налаже опрезност монетарне политике. Она се пре свега односи на ефекте које ће излазак Велике Британије из Европске уније имати на међународна финансијска и робна тржишта, а тиме и на земље у успону, па и Србију. Поред бољих макроекономских перформанси наше економије, спољни ризици могли би бити умањени могућим додатним експанзивним мерама монетарне политике Европске централне банке и Банке Енглеске, као и споријим заостравањем монетарне политике ФЕД-а од претходно очекиваног.

Извршни одбор је констатовао да, у постојећим околностима, смањење референтне каматне стопе на 4 одсто обезбеђује враћање инфлације у границе циља следеће године.

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

Саопштење са седнице Извршног одбора, 11. 8. 2016.

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

При доношењу одлуке о задржавању референтне каматне стопе, Извршни одбор је имао у виду ефекте досадашњег ублажавања монетарне политике, као и очекивано кретање инфлације у наредном периоду. Према оцени Извршног одбора, на повратак међугодишње инфлације у границе циља утицаће пре свега ниска база код цена нафтних деривата, постепен раст агрегатне тражње у Србији и постепен раст инфлације у међународном окружењу, док ће је ниски трошкови у производњи хране још неко време успоравати.

Извршни одбор је имао у виду и даље присутну неизвесност на међународном робном и финансијском тржишту, утицај ризика по том основу на кретање инфлације и кретање капитала ка земљама у развоју. Ипак, отпорност наше привреде на спољне потресе већа је него раније као резултат доследног спровођења мера фискалне консолидације и структурних реформи. Захваљујући томе, смањење фискалне и спољне неравнотеже се наставља и макроекономски изгледи наше привреде додатно су побољшани, што потврђују и пројекције релевантних међународних институција. Ризици из међународног окружења такође би могли бити умањени експанзивнијим карактером монетарних политика водећих централних банака у наредном периоду.

На данашњој седници Извршни одбор је усвојио августовски Извештај о инфлацији, који ће јавности бити представљен у среду, 17. августа. Том приликом одлуке монетарне политике и макроекономска кретања која их опредељују биће детаљно образложени.

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

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