



Народна банка Србије

2017
август

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

2017
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 10. августа 2017. године.

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

Извршни одбор Народне банке Србије:

Јоргованка Табаковић, гувернер

Веселин Пјешчић, вицегувернер

Диана Драгутиновић, вицегувернер

Ђорђе Јевтић, директор Управе за надзор над финансијским институцијама

**СКРАЋЕНИЦЕ КОРИШЋЕНЕ
У ОВОМ ИЗВЕШТАЈУ**

БДП – бруто домаћи производ
б.п. – базни поен
ДФО – друге финансијске организације
д.с. – десна скала
дсз. – десезонирано
ЕВБРД – Европска банка за обнову и развој
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
ГОМС – Федерални комитет за операције на отвореном тржишту
ХоВ – хартије од вредности
ИПЦ – индекс потрошачких цена
л.с. – лева скала
МДТ – међубанкарско девизно тржиште
млн – милион
млрд – милијарда
мг. – међугодишње
ММФ – Међународни монетарни фонд
НДВ – непољопривредна додата вредност
NPL – проблематични кредити
ОРЕС – Организација земаља извозница нафте
П – полугодиште
п.п. – процентни поен
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
<i>Осврт 1: Ценовна и финансијска стабилност у Србији</i>	9
III. Кретање инфлације	17
IV. Детерминанте инфлације	21
1. Кретања на финансијском тржишту	21
2. Новац и кредити	28
3. Тржиште непокретности	33
4. Агрегатна тражња	34
5. Економска активност	39
<i>Осврт 2: Показатељ економских очекивања за Србију (ESI)</i>	42
6. Кретања на тржишту рада	44
7. Међународно окружење	46
V. Пројекција инфлације	55
Табела А. Индикатори екстерне позиције Србије	69
Табела Б. Основни макроекономски индикатори	70
Списак графикана и табела	71
Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе	74
Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије	75

I. Резиме

Инфлација се од јануара креће у границама циља ($3,0 \pm 1,5\%$) и у јуну је износила $3,6\%$ међугодишње, што је непромењено у односу на март. Њено кретање од почетка године вођено је опоравком светске цене нафте започетим у другој половини 2016, али и ефектима веома хладног времена у јануару и фебруару, који су утицали на то да поскупљење поврћа и чврстих горива буде знатно изнад сезонски уобичајеног. Кретања током другог тромесечја потврдила су да је инфлација претходних месеци била вођена поскупљењем малог броја производа и услуга, а да су инфлаторни притисци и даље ниски, потврђује и ниска и стабилна базна инфлација, која се налази на нивоу од око $2,0\%$ међугодишње. Потрошачке цене су у другом тромесечју расле спорије него што смо то очекивали у мају и знатно спорије него у претходном тромесечју. Раст ових цена био је одређен пре свега вишим увозним ценама воћа и свежег меса, као и сезонским поскупљењем туристичких пакет-аранжмана, док је у супротном смеру деловао знатан пад цена поврћа и грева са исцрпљивањем ефеката хладног времена.

Глобални економски опоравак постаје све извеснији. Позитивна економска кретања у зони евра, нашем најзначајнијем спољнотрговинском партнеру, настављена су у другом тромесечју, уз убрзање раста бруто домаћег производа и његову широку секторску и географску распрострањеност. Бржи раст зоне евра подстицајно је деловао и на убрзање привредног раста и поправљање изгледа за наредни период и у земљама у окружењу, нашим, такође, важним спољнотрговинским партнерима. Након раста у првим месецима ове године, инфлација у светској економији се стабилизovala на нешто вишем нивоу у поређењу с претходном годином. У смеру њеног умереног раста у наредном периоду требало би да утиче глобални економски опоравак, док ће у супротном смеру деловати висока база код цена енергената. У складу с ниским инфлаторним притисцима, Европска централна банка и даље води експанзивну монетарну политику, док је Систем федералних резерви и у јуну повећао референтну каматну стопу. Поред очекивања да ће Систем федералних резерви наставити с повећањем референтне стопе, процењује се да ће до краја године почети да смањује свој биланс, тј. да оконча реинвестирање доспеле главнице хартија од

Инфлација се од почетка године креће у границама циља $3 \pm 1,5\%$ и у јуну је износила $3,6\%$ међугодишње. Да су инфлаторни притисци и даље ниски, потврђује и ниска и стабилна базна инфлација, на нивоу од око $2,0\%$ међугодишње.

Кретања у међународном окружењу од претходног Извештаја о инфлацији обележили су даље поправљање изгледа за раст зоне евра и већине других наших важних спољнотрговинских партнера, као и већа спремност за улагања на међународном финансијском тржишту, упркос повећаној дивергентности монетарних политика водећих централних банака.

вредности купљених током програма квантитативног попуштања. Док повећана дивергентност монетарних политика водећих централних банака чини неизвеснијим глобалне токове капитала према земљама у успону, а тиме и Србији, бољи изгледи за глобални привредни раст повећавали су спремност за улагања на међународном финансијском тржишту током другог тромесечја, што се одразило и на кретања на домаћем девизном тржишту.

Домаће девизно тржиште од априла су карактерисали апрецијацијски притисци, а у истом периоду забележен је и пад премије ризика земље, који је у јулу био на најнижем нивоу откада се прати за Србију.

Током другог тромесечја на домаћем девизном тржишту преовладавали су апрецијацијски притисци, који су настављени и у јулу. На то су утицали бољи извозни резултати, висок прилив страних директних инвестиција, повратак страних инвеститора на тржиште државних хартија од вредности, сезонски раст прилива дознака и раст валутно индексиране активе банака. Релативној стабилности на девизном тржишту већ дуже време доприноси побољшање макроекономских фундамената, које је резултирало падом премије ризика земље у јулу на најнижи ниво откада се прати за Србију. Динар је према евр, посматрано од почетка године, закључно с јулом ојачао за 2,6%, а према долару за 14,2% услед знатног јачања евра према долару. Како би ублажила прекомерно краткорочно јачање динара према евр, Народна банка Србије је у другом тромесечју интервенисала на међубанкарском девизном тржишту куповином девиза у износу од 505,0 милиона евра, а у јулу са 165,0 милиона евра.

У периоду од претходног извештаја Извршни одбор Народне банке Србије задржао је референтну каматну стопу на нивоу од 4,0%. На том нивоу налази се од јула 2016. године.

Одлуке да не мења референтну каматну стопу у периоду од претходног извештаја Извршни одбор Народне банке Србије је доносио имајући у виду очекивано кретање инфлације у средњем року и њене кључне факторе, ефекте досадашњег ублажавања монетарне политике, као и нижи циљ за инфлацију, који од почетка 2017. износи $3,0\% \pm 1,5$ п.п. Поред тога, опрезно вођење монетарне политике у посматраном периоду налагала је и неизвесност на међународном финансијском и робном тржишту, пре свега у погледу динамике нормализације монетарне политике Система федералних резерви и кретања цена примарних производа. Процењивало се да ће ризике из међународног окружења ублажавати бољи макроекономски изгледи наше привреде због спровођења фискалне консолидације и структурних реформи, пуне координације монетарне и фискалне политике и смањене спољне неравнотеже, а у одређеној мери и експанзивна монетарна политика Европске централне банке.

Донете одлуке монетарне политике опредељивале су и кретање каматних стопа на тржишту новца, које су током другог тромесечја бележиле минималне осцилације, док је, захваљујући паду премије ризика земље и конкуренцији између банака, настављен пад трошкова задуживања приватног сектора. Тако је каматна стопа на новоодобрене динарске кредите привреди и становништву током другог тромесечја снижена за 0,9 процентних поена и у јуну је износила 8,5%, а на новоодобрене евроиндексиране кредите за 0,2 процентна поена, на 3,1%.

Досадашње ублажавање монетарне политике Народне банке Србије, ниске каматне стопе у зони евра, смањење унутрашње и спољне неравнотеже, појачана конкуренција међу банкама, раст економске активности и опоравак на тржишту рада допринели су убрзању кредитне активности на 4,5% међугодишње у јуну (искључујући ефекат девизног курса). По искључењу ефекта отписа проблематичних кредита, који је извршен током претходне и ове године, међугодишњи раст укупних кредита је убрзан на 6,7%. Притом, спровођење Стратегије за решавање проблематичних кредита наставља да даје добре резултате. Учешће проблематичних кредита, рачунато по бруто принципу, у јуну је износило 15,6%, што је најнижи ниво од априла 2009. и за 6,7 процентних поена ниже него у августу 2015, када је Стратегија усвојена.

Консолидовани буџетски суфицит од почетка године, вођен пре свега већим растом фискалних прихода, износио је 44,1 милијарду динара (2,1% бруто домаћег производа), док је квантитативним критеријумом аранжмана с Међународном монетарним фондом био дозвољен дефицит опште државе од 36,1 милијарде динара. Притом, ако се изузму расходи за камате, на нивоу опште државе остварен је суфицит од 5,7% бруто домаћег производа. Реални раст прихода од почетка године (5,4% међугодишње) остварен је захваљујући расту прихода од пореза на добит по основу веће профитабилности предузећа у претходној години дана, затим прихода од пореза на додату вредност по основу већег промета и боље наплате прихода, као и већих доприноса услед опоравка тржишта рада. Истовремено, расходи су у односу на исти период претходне године реално нижи (за 1,5%), чему доприносе пре свега мањи издаци за камате. Учешће јавног дуга централне државе, чија је растућа путања преокренута прошле године захваљујући фискалним напорима, наставило је да се смањује и у овој години.

Трошкови задуживања приватног сектора додатно су смањени како на новоодобрене динарске кредите, тако и на евроиндексиране кредите.

Кредитна активност на међугодишњем нивоу се убрзава, при чему је раст стамбених кредита у другом тромесечју највећи тромесечни прираст од трећег тромесечја 2011, када је на снази био и програм субвенционисаног стамбеног кредитирања. Учешће проблематичних кредита у укупним кредитима додатно је снижено и у јуну је износило 15,6%, што је најнижи ниво од априла 2009. године.

Позитивни фискални трендови настављени су и у другом тромесечју, уз суфицит у буџету, који, посматрано од почетка године, износи 2,1% бруто домаћег производа, и примарни суфицит од 5,7% бруто домаћег производа.

Извоз робе изражен у еврима наставља да бележи висок међугодишњи раст (11,3%), уз задржавање широке производне и географске распрострањености, док се раст увоза (12,8%) дугује пре свега повећаним потребама индустрије за опремом и средствима за репродукцију, а у одређеној мери и наставку раста потрошње домаћинства. Такође, настављен је висок прилив страних директних инвестиција (виши је за 12,2% међугодишње), док је одлив по основу портфолио инвестиција знатно нижи него у истом периоду прошле године (за 72,7%).

Раст бруто домаћег производа у другом тромесечју, према проценама Републичког завода за статистику, на међугодишњем нивоу је износио 1,3% и вођен је растом активности у индустрији и услужним секторима, док је негативан допринос потицао од пољопривреде услед неповољних агрометеоролошких услова и ефекта високе базе из претходне године.

Резултати остварени током другог тромесечја показали су да је негативан ефекат хладног времена на извоз почетком године био привременог карактера. Извоз изражен у еврима у првој половини године, у односу на исти период претходне године, виши је за 11,3%, уз задржавање широке распрострањености по областима прерађивачке индустрије. Истовремено, робни увоз изражен у еврима повећан је за 12,8%, што се дугује пре свега повећаним потребама индустрије за опремом и средствима за репродукцију, а у одређеној мери и наставку раста потрошње домаћинства, који се одразио на повећан увоз потрошне робе. То је, уз очекивано већи одлив по основу примарног дохотка у условима раста прилива по основу страних директних инвестиција, за последицу имало привремено виши дефицит текућег рачуна (за 332 милиона евра) у поређењу са истим периодом претходне године. У остатку године очекујемо убрзање динамике извоза, имајући у виду очекивани већи раст зоне евра и наших других спољнотрговинских партнера и, с друге стране, успоравање динамике увоза, које је евидентно и у јуну. То би требало да резултира задржавањем дефицита текућег рачуна ове године на око 4% бруто домаћег производа. Такође, очекујемо да ће дефицит текућег рачуна и даље у пуној мери бити покривен нето приливом страних директних инвестиција, чију смо пројекцију за 2017. ревидирали на 1,7 милијарди евра, јер је остварење у првој половини године било више од очекиваног. У поређењу са истим периодом претходне године, прилив страних директних инвестиција виши је за 12,2%, што је, уз мањи одлив по основу портфолио инвестиција и финансијских кредита, резултирало суфицитом на финансијском рачуну.

Кретање економске активности било је од почетка године под знатним негативним утицајем фактора на страни понуде, који су се, пре свега, одразили на енергетику и пољопривреду, док су домаћа и екстерна тражња наставиле да делују позитивно. Према нашој процени, десезонирани раст бруто домаћег производа у другом тромесечју је износио 0,3% и у највећој мери је вођен индустријом, чија је активност убрзала раст. Започет је опоравак у секторима рударства и снабдевања електричном енергијом, а позитивни трендови у прерађивачкој индустрији настављени су захваљујући активирању инвестиција из претходног периода, убрзању раста зоне евра, као и већој домаћој тражњи. Услед даљег раста потрошње домаћинства, позитиван допринос привредном расту наставили су да пружају и услужни сектори. Посматрано с расходне стране, највећи позитиван допринос расту бруто домаћег производа у другом тромесечју потекао је од инвестиција државе услед интензивније

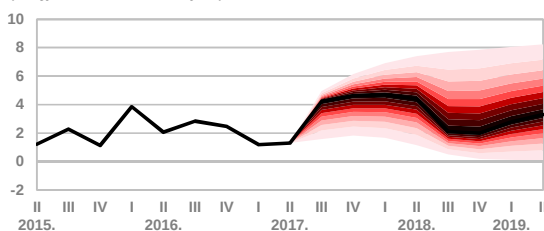
реализације инфраструктурних пројеката. Позитиван допринос наставиле су да пружају и остале компоненте домаће тражње, а смањен је и негативан допринос нето извоза у односу на прво тромесечје захваљујући опоравку извоза, који је почетком године био погођен хладним временом.

У наредном периоду очекујемо убрзање економске активности, које ће резултирати растом бруто домаћег производа у 2017. од око 3% и 3,5% у наредној години. Томе ће допринети опоравак економске активности наших најважнијих спољнотрговинских партнера, диверсификован прилив страних директних инвестиција, као и унапређење пословног и инвестиционог амбијента. Раст бруто домаћег производа у наредном периоду требало би да буде вођен индустријом и услужним секторима, што је у складу с кретањима у првој половини ове године. Позитиван допринос очекује се и од грађевинарства, које би у наредном периоду требало да поправи своје перформансе. У овој години негативан допринос се очекује од пољопривреде. Посматрано с расходне стране, раст бруто домаћег производа биће вођен пре свега инвестицијама и извозом услед наставка интензивне реализације инфраструктурних пројеката и повољнијег инвестиционог амбијента. Позитиван и постепено растући допринос очекује се и од финалне потрошње, претежно по основу раста запослености и зарада у приватном сектору. Ризици пројекције за ову годину су асиметрични наниже и односе се на успешност овогодишње пољопривредне сезоне и брзину опоравка сектора енергетике, док су по основу динамике раста зоне евра, као и кретања на светском тржишту примарних производа (нафта, основни метали и житарице) и међународном финансијском тржишту симетрични. С обзиром на то да су ризици пројекције наниже у овој години последица шокова на страни понуде, чији ће ефекти на економску активност бити анулирани с нормализацијом услова, у наредној години по истом основу ризици су асиметрични навише.

Очекујемо да ће међугодишња инфлација наставити да се креће у оквиру граница циља ($3,0 \pm 1,5\%$) до краја периода пројекције, тј. до другог тромесечја 2019. Инфлацију у наредном периоду успораваће висока база код цена нафтних деривата, а од почетка 2018. и излазак овогодишњих једнократних поскупљења појединих производа и услуга из међугодишњег обрачуна, због чега ће се од почетка наредне године кретати на nižем нивоу од тренутног. У супротном смеру деловаће постепени раст светских цена примарних пољопривредних производа и

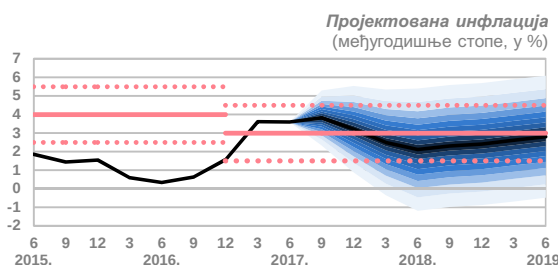
Економска активност би требало да се у овој години убрза на око 3% и у 2018. на око 3,5%.

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



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

**Нова средњорочна пројекција инфлације
нижа је у односу на пројекцију објављену
у мајском извештају како за ову,
тако и за наредну годину.**



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

агрегатне тражње у Србији. Ризици остварења пројекције инфлације су симетрични и односе се пре свега на даља кретања на светском робном и финансијском тржишту, успешност овогодишње домаће пољопривредне сезоне, а у одређеној мери и на раст регулисаних цена.

Нижа пројекција инфлације за ову годину првенствено је резултат нижег оствареног од очекиваног раста потрошачких цена током другог тромесечја, као и нижих маргиналних трошкова увозника и цена примарних пољопривредних производа на домаћем тржишту у поређењу с претходном пројекцијом, чему је допринела номинална апрецијација динара према долару. Поред тога, иако је претпостављена незнатно виша цена нафте у доларима за крај ове године, изражена у динарима она је сада нижа. С друге стране, у поређењу с мајском пројекцијом, претпостављен је незнатно виши раст регулисаних цена ове године.

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

II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији

Од мајског Извештаја о инфлацији референтна каматна стопа задржана је на непромењеном нивоу од 4,0%. Одлуке да не мења висину референтне стопе Извршни одбор је доносио имајући у виду очекивано кретање инфлације у средњем року и њене кључне факторе, као и ефекте досадашњег ублажавања монетарне политике и нижи циљ за инфлацију, који од почетка 2017. износи $3,0\% \pm 1,5$ п.п.

Извршни одбор је процењивао да ће инфлација остати ниска и стабилна и у границама новог, нижег циља до краја периода пројекције, тј. и у наредне две године дана. Очекивао је да ће њено кретање бити пре свега опредељено постепеним опоравком домаће тражње и вишом инфлацијом у међународном окружењу, а да ће је висока база код цена нафтних деривата успоравати. Да су инфлаторни притисци и даље ниски, потврђивало је стабилно кретање базне инфлације на нивоу од око 2% м.г. и инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде, која се како за годину, тако и за две године унапред крећу унутар граница новог, нижег циља.

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

Од мајског извештаја Извршни одбор Народне банке Србије **није мењао висину референтне каматне стопе (4,0%)**. Одлуке да задржи постојећи степен експанзивности монетарне политике Извршни одбор је доносио имајући у виду очекивано кретање инфлације у наредном периоду и њене кључне факторе, ефекте досадашњег ублажавања монетарне политике, као и нижи циљ за инфлацију од 2017. године ($3,0 \pm 1,5\%$).

Основу за доношење одлука о монетарној политици представљала је мајска пројекција инфлације, која је предвиђала да ће се м.г. инфлација током целог периода пројекције кретати у границама новог циља. Притом, предвиђало се да ће се инфлација почетком наредне године наћи на нижем нивоу од тренутног, с обзиром на то да ће једнократна поскупљења појединих производа и услуга остварена у Т1 ове године изаћи из обрачуна м.г. инфлације почетком 2018. године.

Извршни одбор је очекивао да ће постепен раст агрегатне тражње у Србији и виша инфлација у

међународном окружењу, пре свега у зони евра, у наредном периоду имати инфлаторнији утицај, а да ће висока база код цена нафтних деривата деловати супротно, у правцу успорављања инфлације.

По оцени Извршног одбора, раст зарада и запослености у приватном сектору, али и досадашње ублажавање монетарне политике даје подршку јачању домаће тражње. Каматне стопе на домаћем тржишту су у последње готово четири године у паду и последњих месеци су се стабилизовале на најнижем нивоу. Знатно повољнији услови финансирања допринели су расту кредитне активности и инвестиција, што је био један од фактора убрзања привредног раста.

Поред опоравка домаће тражње, Извршни одбор је очекивао опоравак и екстерне тражње. Након спорог глобалног економског опоравка протеклих година, привреде већине земаља и међународна трговина показују знаке видљивијег раста. Поправљени су изгледи за привредни раст зоне евра, што би требало

позитивно да се одрази и на друге земље у окружењу, које су, такође, наши важни спољнотрговински партнери. Поред тога, инфлација у зони евра, након раста почетком године због виших цена енергената и хране, стабилизовала се на нешто вишем нивоу у односу на претходну годину.

С друге стране, Извршни одбор је очекивао да ће на инфлацију деловати и фактори који ће је успоравати. Најважнији од њих је свакако цена нафте на светском тржишту, која је, након раста почетком године, поново пала, првенствено због веће понуде. Због неизвесности у погледу кретања цене нафте у наредном периоду, као и цена других примарних производа, Извршни одбор је истицао и неопходну опрезност при доношењу одлука о монетарној политици. Поред тога, у периоду од претходног извештаја потврђено је да је инфлација од почетка године била првенствено вођена поскупљењем мале групе производа и услуга. Да су инфлаторни притисци и даље ниски, указивала је и ниска и стабилна базна инфлација од око 2% м.г., као и инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде, која се како за годину, тако и за две године унапред крећу унутар граница циља.

Вођење монетарне политике у посматраном периоду захтевало је опрезност и због присутне неизвесности на међународном финансијском тржишту услед

повећане дивергентности монетарних политика водећих централних банака. ФЕД је у јуну поново повећао референтну каматну стопу и саопштио да ће до краја године почети да нормализује свој биланс постепеним смањењем реинвестирања доспеле главнице ХоВ купљених током квантитативног попуштања. Различите процене које инвеститори имају у погледу брзине нормализације монетарне политике ФЕД-а утичу на глобалне токове капитала, посебно када су у питању земље у успону, па и Србија. С друге стране, ЕЦБ је наставила да води експанзивну монетарну политику, уз примену програма квантитативног попуштања до краја 2017, што је ублажавало негативне ефекте нормализације монетарне политике ФЕД-а. Одлуке ЕЦБ-а су посебно важне за Србију с обзиром на финансијску повезаност, као и чињеницу да је зона евра наш најзначајнији трговински партнер.

Ипак, захваљујући структурним побољшањима и смањењу унутрашње и спољне неравнотеже, Србија је повећала своју отпорност на евентуалне негативне утицаје из међународног окружења. Даље поправљање макроекономских изгледа констатовала је у јуну и мисија ММФ-а приликом разматрања седме ревизије аранжмана, као и рејтинг агенције *Standard & Poor's* и *Fitch*, које су потврдиле кредитни рејтинг Србије и задржале позитивне, односно стабилне изгледе за његово даље побољшање.

Осврт 1: Ценовна и финансијска стабилност у Србији

Током претходних пет година Народна банка Србије је постигла и очувала ценовну и финансијску стабилност, испуњавајући тиме своје законом дефинисане циљеве и доприносећи стварању стабилнијег пословног окружења, смањењу интерних и екстерних неравнотежа, нижим трошковима задуживања, већем расположивом дохотку, одрживијем убрзању привредног раста, знатно нижој премији ризика земље, као и поправљању кредитног рејтинга земље, затим ранга на *Doing Business* листи конкурентности и изгледа за наредни период. Резултати су посебно важни уколико се имају у виду услови у којима су постигнути – пре свега снажни изазови из међународног окружења, који су повећавали неизвесност на свим тржиштима и захтевали опрезност централне банке при доношењу одлука и спровођењу мера.

У најкраћем, постигнуто је следеће:

Инфлацију смо спустили с двоцифрених нивоа на ниво упоредив са европским земљама. Од почетка 2017. године она се креће унутар граница новог, нижег циља, а инфлациона очекивања су усидрена.

– Инфлација је с близу 13% у јесен 2012, за мање од годину дана смањена на 2,2%, након чега смо је одржали на ниском нивоу.

– Инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде су крајем 2012. била на нивоу од 8% и 10% и прилично су осцилирала. Данас су она нижа и знатно стабилнија и крећу се у границама новог, нижег циља Народне банке Србије, што значи да се очекује да ће стабилност цена бити очувана у наредној години дана, као и у наредне две године.

– Захваљујући постигнутом – поправљање макроекономских фундамената, ниска инфлација, усидрена инфлациона очекивања, а с намером да постигнуто трајно задржимо, снизили смо инфлациони циљ са $4 \pm 1,5\%$ на $3 \pm 1,5\%$. Овогодишњи резултати и пројекција за наредне две године потврђују оправданост одлуке.

И поред бројних турбуленција из спољног окружења, очувана је стабилност девизног курса, што је битно допринело укупној стабилности.

– Динар је номинално депрецирао према евр за 1,5% у протеклих пет година, наспрам депрецијације од 33,2% током пет година које су им претходиле.

– Нето девизне резерве Народне банке Србије су сачуване и додатно повећане, на 8,4 млрд евра крајем 2016. године (док су, на пример, крајем 2012. биле на нивоу од 6,6 млрд евра). Високе девизне резерве представљају важну компоненту наше економске одбране.

Каматне стопе на динарско задуживање привреде, становништва и државе знатно су снижене, што су огромне уштеде за њих. То доприноси већем расположивом дохотку, расту кредитне и економске активности и успешнијој фискалној консолидацији.

– Каматне стопе на нове динарске кредите привреди смањене су током протекле четири године за 11 п.п., становништву за 10 п.п., док су на каматне стопе на динарске државне ХоВ ниже за око 7 п.п.

– Смањење трошкова камата и негативних курсних разлика било је један од фактора успешности привреде; ефекат уштеда на ове две позиције на профитабилност привреде у 2015. и 2016. износи 148,4 млрд динара.

– Мг. раст кредита је почетком 2015. прешао у позитивну зону и у јуну 2017. је износио 4,5%.

Очувана је финансијска стабилност, учешће *NPL* је знатно смањено, регулаторни оквир је унапређен.

– Банкарски систем је стабилан, адекватно капитализован и ликвидан. Отпоран је на различите шокове, што је потврђено и током тзв. грчке кризе. Комбинација монетарне и регулаторне политике Народне банке Србије, с једне стране, и фискалне политике, с друге стране, створила је повољнију макроекономску слику која је погодовала стабилности финансијског система – систем је стабилнији него пре.

– *NPL* су смањени за близу 7 п.п. током последње две године (тј. од доношења Стратегије за њихово решавање) и за привреду се налазе на најнижем нивоу у последњих девет година.

– Спровели смо посебна дијагностичка испитивања квалитета aktive банака, која раније нису вршена у домаћем банкарском систему и којима је потврђена висока капитализованост финансијског система.

– Усвојен је сет подзаконских аката којима се уводе стандарди Базел III у Србији као једна од значајних реформи којом се регулаторни оквир у Републици Србији у овој области скоро у целини изједначава с важећим регулаторним оквиром у земљама ЕУ.

Поверење у динар се постепено враћа. С обзиром на дубоке корене евроизације, динаризация ће бити постепен процес и остаће један од наших приоритета. Кључан предуслов за наставак резултата на плану динаризации је јесте очување стабилности.

– Динаризация депозита је повећана на око 30%, док је крајем 2012. била испод 20%.

– Динаризация кредита становништву константно расте – са 35% крајем 2012. на готово 50%, колико сада износи. Око 75% нових кредита становништву је током 2015. и 2016. године било у динарима.

– Током 2016. године у понуди банака су се појавили и почели да се одобравају и стамбени динарски кредити, с каматним стопама нижим од 5% и на период до 30 година.

– У децембру 2016. је први пут једна међународна финансијска институција (EBRD) емитовала динарску обвезницу на домаћем финансијском тржишту, а средства обезбеђена на тај начин искоришћена су за динарско кредитирање.

Осврнућемо се на најважније мере и активности пре свега у области монетарне, макро и микро пруденцијалне политике, а затим и резултате који су њима постигнути у протеклих пет година.

Пажљиво пратећи дешавања у домаћем и међународном окружењу, Народна банка Србије је у мају 2013. започела текући циклус ублажавања монетарне политике. Од тада, **референтна каматна стопа је смањена за 7,75 п.п., на 4,0%.** То је њен најнижи ниво у режиму циљања инфлације. Свођење инфлације с двоцифрених нивоа на низак ниво, а затим и њено очекивано кретање на ниском нивоу, омогућили су да у периоду мај 2013 – новембар 2014. године референтну каматну стопу снизимо за 375 б.п. (са 11,75% на 8%). Додатан знатан простор за ублажавање монетарне политике отворио се и у 2015. и 2016. години, што смо и искористили. У условима пуне координације мера монетарне и фискалне политике – референтна каматна стопа је снижена додатно за 400 б.п., на 4% до јула 2016. године. Након тога референтна стопа није мењана с обзиром на ефекте дотадашњег ублажавања монетарне политике, смањење циља за инфлацију од почетка 2017. године, као и неизвесност на међународном робном и финансијском тржишту.

Захваљујући обезбеђеној ниској и стабилној инфлацији, која се у континуитету три године заредом кретала на ниском нивоу, бољим макроекономским фундаментама, усидреним инфлационим очекивањима и нижем расту регулисаних цена у поређењу с претходним периодом, крајем 2016. године донели смо одлуку коју је једино у таквом амбијенту било оправдано донети. **Циљ за инфлацију снизили смо са 4% ± 1,5 на 3 ± 1,5%,** што је најнижи ниво циља у режиму таргетирања инфлације (од јануара 2009). Доношењем ове одлуке потврђујемо нашу решеност да Србију задржимо у групи земаља с ниском, стабилном и предвидивом инфлацијом. То би требало да допринесе снижењу дугорочних динарских каматних стопа, а тиме и смањењу трошкова и валутног ризика код финансирања дугорочних потреба привреде, становништва и државе.

Додатни монетарни подстицај економији у овом периоду Народна банка Србије је дала и **постепеним смањењем стопа девизне обавезне резерве за 9 п.п.,** чиме је банкама ослобођено око 1,1 млрд евра. Корекције стопа обавезне резерве вршили смо пратећи и оцењујући њихов утицај на тржишна кретања, очекиване ефекте на кредитну активност и потенцијалне ефекте на ценовну стабилност. И поред снижења, стопе обавезне резерве на девизне изворе средстава и даље су знатно више од стопа обавезне резерве на динарске изворе средстава: 20% и 13% у поређењу са 5% и 0%, у зависности од рочности обавеза (до и преко две године). Тиме је, коришћењем инструмента обавезне резерве, Народна банка Србије наставила с **преференцијалним третманом динарских извора средстава,** стимулишући и на тај начин већу употребу динара у финансијском систему.

Народна банка Србије је константно радила на унапређењу **монетарног инструментаријума.** Промењен је **модел репо аукција повлачења ликвидности,** које се од децембра 2012. спроводе по варијабилној каматној стопи, уз ограничен обим ликвидности која се повлачи. До јула 2012. године репо операције повлачења ликвидности спровођене су по фиксној каматној стопи (референтна каматна стопа) и уз повлачење целокупног износа вишка ликвидности које банке понуде. У моделу аукција повлачења ликвидности, који се примењује од

децембра 2012. године – референтна каматна стопа представља максималну каматну стопу која може бити прихваћена на аукцији, а максимално се стерилише износ ликвидности који је унапред утврђен. Тиме је, кроз већу конкуренцију банака у пласирању слободних средстава код централне банке, ојачано деловање тржишта, што је у периоду који је уследио **утицало на пад каматних стопа на тржишту новца и кредита**. С обзиром на то да се не повлачи увек укупан износ динарске ликвидности, банке су додатно стимулисане да део ликвидних средстава пласирају привреди и грађанима или у државне ХоВ. Поред тога, прелазак на модел повлачења ликвидности по варијабилној каматној стопи и са ограниченим обимом ликвидности који се повлачи даје могућност да се још ефикасније реагује на краткорочне шокове на тржишту, што смо и користили.

Такође, паралелно са смањењем референтне каматне стопе, **сузили смо ширину коридора каматних стопа са $\pm 2,5$ п.п. на $\pm 1,5$ п.п.** у односу на референтну каматну стопу и на тај начин подстицајно деловали на усидравање (стабилизацију) кретања тржишних каматних стопа унутар ужег коридора.

Проширена је листа дозвољеног колатерала за монетарне операције. Динаризација је један од стратешких опредељења Народне банке Србије, због чега смо **развој тржишта динарских ХоВ** подржали и тиме што смо, поред динарских државних ХоВ, као могућ колатерал у монетарним операцијама с банкама укључили и динарске обвезнице међународних финансијских институција с највишим рејтингом.

Повећана је ефикасност интервенција на девизном тржишту, с обзиром на то да смо с мање постигли више. Константно смо радили на унапређењу праћења кретања на девизном тржишту, односно оцени интензитета и врсте притисака којима је девизно тржиште изложено, прилагођавајући им своје активности, што је утицало на повећање ефикасности самих интервенција. Као резултат, интервенције су биле правовремене, одмерене и уравнотежене са становишта реакције на краткорочне депрецијацијске и апрецијацијске притиске.

Увели смо кинески јуан на курсну листу, након чега је Народна банка Србије прву пут закључила **своп аранжман с другом централном банком**, конкретно – Народном банком Кине. Тиме је, у случају потребе, омогућена размена националних валута Србије и Кине, а ради унапређења економске сарадње двеју земаља и очувања финансијске стабилности. Крајем претходне године уследио је и долазак *Bank of China* на домаће банкарско тржиште, чији је крајњи власник – *Bank of China Ltd* из Кине, која је у првих пет банака у свету по вредности тржишних трансакција.

Србија је у кризу ушла са учешћем *NPL* у укупним кредитима од око 11%, а почетком 2009. године то учешће је прешло 14%. Ради системског решавања питања *NPL*, Народна банка Србије је, у сарадњи с Владом РС, током 2015. израдила, а у августу и усвојила **Стратегију за решавање питања проблематичних кредита с пратећим акционим плановима**. Народна банка Србије је у року спровела све активности дефинисане својим акционим планом, а као резултат, учешће *NPL* смањено је од усвајања Стратегије за око 7 п.п., на најнижи ниво од априла 2009. године. Конкретно, унапређен је регулаторни оквир за третман реструктурираних потраживања ради подстицања одрживих пракси реструктурирања и спречавања праксе неодрживог рефинансирања (*evergreening*). Уведена је могућност уступања *NPL* лицима ван банкарског сектора и пре њиховог доспећа. Такође, унапређено је управљање лошом активом у банкама увођењем додатних захтева за банке у контексту стратешког планирања и самог процеса управљања лошом активом и објављене су Смернице за објављивање података и информација банке које се односе на квалитет активе. Поред тога, објављене су Смернице за примену Међународног рачуноводственог стандарда 39, унапређен је систем извештавања банака о *NPL*, спроведена анализа у вези с препрекама и ограничењима тржишта *NPL*, успостављена база података о непокретностима које банке узимају као колатерал, а уведени су и додатни захтеви за банке у контексту праћења квалитета инструмената обезбеђења и рада лица која врше процену тих инструмената.

Народна банка Србије је у претходном периоду **посебну пажњу посветила развоју макропруденцијалне политике**, којом се доприноси очувању и јачању стабилности финансијског система као целине. **Увођење стандарда Базел III** одражава стратешко опредељење Народне банке Србије да континуирано унапређује правни оквир, у складу с међународним стандардима и прописима ЕУ, уз уважавање специфичности домаћег тржишта. Поред минималног капиталног захтева, **уводе се заштитни слојеви капитала**, чија је улога да покрију ризике који могу бити цикличне природе (на пример, прекомерни кредитни раст или прекомерни раст цена некретности), структурне природе (на пример, висок степен финансијске евроизације), али и системске важности. Друга кључна новина јесте

увођење **нових стандарда ликвидности** који захтевају, као прво, да банка има довољно високо квалитетне ликвидне имовине која јој омогућава да издржи снажан одлив депозита у периоду од 30 календарских дана и, као друго, да финансира своје активности довољно стабилним изворима финансирања у периоду од годину дана.

На предлог Народне банке Србије донети су и други реформски закони и регулаторна решења којима се унапређује пословни амбијент у Србији. **Изменама и допунама Закона о банкама** успостављена је функција реструктурирања, односно ефикасан и флексибилан механизам за решавање случајева проблематичних банака, усклађен с најбољом европском и светском праксом. **Законом о платним услугама** унапређује се платни промет у земљи и са иностранством и постиже већа сигурност за клијенте, уз истовремено повећање ефикасности платних трансакција. **Новим Законом о осигурању** стварају се бољи и ефикаснији механизми за заштиту грађана и истовремено се уводи ред у тај сегмент финансијског тржишта, а начин обављања делатности осигурања приближава се европским стандардима. Као регулатор банкарског тржишта, Народна банка Србије је усвојила **системско решење** које помаже грађанима да превазиђу тешкоће у отплати кредита у швајцарским францима, али које истовремено не угрожава правну сигурност, тржишно пословање и одговорност свих тржишних учесника за преузете обавезе. Такође, **изменама прописа у домену заштите корисника финансијских услуга** обезбеђена је већа заштита права корисника тих услуга. Поред тога, прописана је обавеза банака да у превремену отплату кредита урачунају средства која су више наплатиле по основу једностранних повећања променљивих неодредивих елемената каматне стопе пре почетка примене Закона о заштити корисника финансијских услуга, по ком основу су банке корисницима услуга вратиле значајна средства.

Мере које је Народна банка Србије предузела у домену монетарне, макро и микро пруденцијалне политике, као и ефикасна координација ових политика с фискалном и другим економским политикама, дале су жељене резултате.

Графикон О.1.1. Кретање цена
(мг. стопе, у %)



године креће у границама новог, нижег циља, што очекујемо да ће се наставити и до краја периода најновије пројекције. Да су инфлаторни притисци ниски, потврђује и кретање базне инфлације на нивоу од око 2%, као и **усидрена средњорочна инфлациона очекивања** унутар граница новог циља.

Графикон О.1.2. Инфлациона очекивања
12 месеци унапред
(мг. стопе, у %)



Први и најважнији резултат предузетих мера јесте стабилизација инфлације на ниском нивоу. Инфлација је ниска, стабилна и предвидива четири године. Она је с близу 13% у јесен 2012, за мање од годину дана смањена на 2,2%, након чега смо је одржали на ниском нивоу. Просечна инфлација се у периоду 2014–2016. кретала у распону од 1,1% до 2,1%, док се у периоду 2008–2012. кретала у распону од 6,2% до 12,5%. Ниски инфлаторни притисци од 2013. године делом су били последица ниских трошковних притисака из међународног окружења, али пре свега резултат ефеката домаћих фактора – релативне стабилности девизног курса, усидрених инфлационих очекивања и ефеката фискалне консолидације. По оствареној стабилности цена Србија је сада постала упоредива с другим европским земљама. Инфлација се од почетка 2017.

Обезбеђење ниске и стабилне инфлације **ојачало је кредибилитет Народне банке Србије**, што је констатовала и рејтинг агенција *Standard & Poor's*. У свом саопштењу из јуна 2017. године ова агенција посебно наглашава оперативну независност и јачање кредибилитета Народне банке Србије, чему доприноси неколико година заредом ниска и стабилна инфлација, која ће, и према мишљењу агенције, остати у границама циља од $3 \pm 1,5\%$ у средњем року.

Ублажавање монетарне политике утицало је на **знатан пад каматних стопа на динарске кредите приватном сектору и динарско задуживање државе**. У периоду од четири године каматне стопе на нове динарске кредите привреди смањене су за 11 п.п., а становништву за 10 п.п. Осетно су снижене и каматне стопе на постојеће кредите приватном

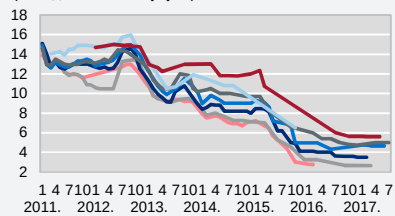
сектору, што је допринело расту њиховог расположивог дохотка. Ниже су и **каматне стопе на динарске државне ХоВ**, за око 7 п.п. Тиме су битно снижени трошкови динарског задуживања државе, што је, уз повољнији економски амбијент у условима ниске инфлације и стабилног курса, помогло и фискалној консолидацији и бржем паду учешћа јавног дуга у БДП-у због мањих потреба државе за задуживањем. У истом периоду су смањене и каматне стопе на евроиндексиране кредите, за 3,5 п.п. за привреду и за 3,8 п.п. за становништво. **На основу кретања каматних стопа на евроиндексиране кредите, може се рећи да се знатан део пада дугује нижој премији ризика земље и конкуренцији између банака**, док је део пада повезан с нижим каматним стопама на евротрежишту новца. **Премија ризика Србије је снажно пала**, за 370 б.п., чиме се у јулу спустила на 129 б.п., што је њен најнижи ниво откада се прати (април 2005).

Мг. раст кредита је почетком 2015. прешао у позитивну зону. Захваљујући битно нижим каматним стопама, убрзању економске активности и опоравку тржишта рада, тражња за кредитима је расла у 2015. и 2016. години, што је утицало и на раст кредитне активности, који је, по искључењу ефеката промене курса, износио 1,2% и 1,5%, респективно. Раст је забележен иако су у 2015. години доспевали знатни износи субвенционисаних кредита, док је у 2016. кредитна активност битно била опредељена интензивним активностима банака на решавању питања *NPL* кроз њихов отпис и/или уступање лицима ван банкарског сектора. По искључењу ефеката ових фактора – кредитна активност је у 2016. години повећана за око 4%. Од почетка 2015. године посебно је интензивирано одобравање нових инвестиционих кредита, чији је укупан износ током 2015. и 2016. године био на нивоу укупно одобрених нових инвестиционих кредита током четири године (2011–2014). **Инвестициони кредити били су један од извора финансирања инвестиција у новом инвестиционом циклусу, доприносећи бржем привредном расту.** Током 2017. године мг. раст кредита је настављен и у јуну је износио 4,5% (6,7% по искључењу ефекта отписа *NPL*). Додатан **квалитативан напредак на кредитном тржишту долази и од сегмента стамбеног кредитирања**, имајући у виду да раст стамбених кредита у Т2 2017. године представља највећи тромесечни прираст од Т3 2011, када је на снази био и програм субвенционисаног стамбеног кредитирања.

Подстрек расту кредитне активности у наредном периоду требало би да дође и од **смањења учешћа *NPL***, који су од доношења Стратегије за њихово решавање, тј. током последње две године, смањени за близу 7 п.п. Притом, *NPL* привреди нашли су се на најнижем нивоу у последњих девет година, а највеће смањење учешћа бележи се код предузећа из области које су највише биле погођене кризом.

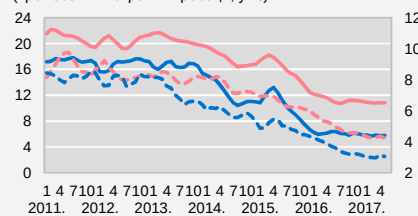
Народна банка Србије је у претходних пет година успоставила и очувала **релативну стабилност девизног курса динара према евр**у, у амбијенту знатних турбуленција на међународном финансијском тржишту. Имајући у виду ниво евроизације домаће економије и

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



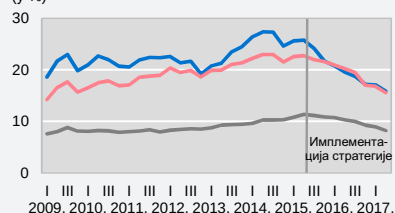
Извор: Министарство финансија.
* Искључене купонске ХоВ чија је каматна стопа везана за референтну каматну стопу НБС.

Графикон О.1.4. Кретање каматних стопа на динарске и евроиндексиране кредите привреди и становништву* (тримесечни покретни просеци, у %)



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

Графикон О.1.5. Учешће *NPL* у укупним кредитима, бруто принцип (у %)

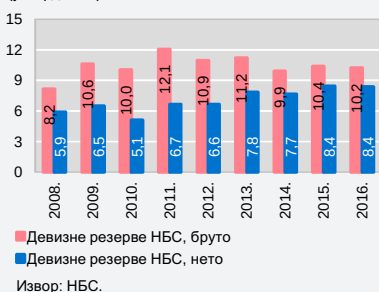


Извор: НБС.

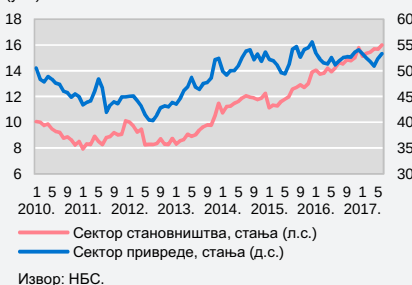
Графикон О.1.6. Кретање курса динара



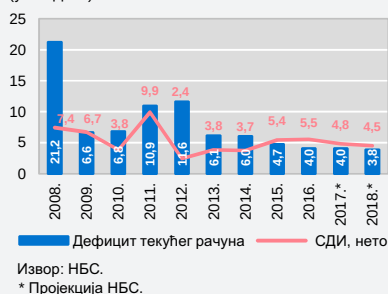
Извор: НБС.
* Закључно са 31. 7. 2017.

Графикон О.1.7. Ниво девизних резерви
(у млрд EUR)

Припремајући у мирним временима одбрамбени систем за надлазеће притиске и улажући у турбулентним временима у стабилност, Народна банка Србије је успела да **очува бруто девизне резерве земље на адекватном нивоу, мерено свим критеријумима, а да их у нето износу повећа – нето девизне резерве на крају 2016. износиле су око 8,4 млрд евра, док су, на пример, 2008. године износиле 5,9 млрд евра.** Отпорност наше економије извесно повећава смањење унутрашње и спољне неравнотеже, док адекватан ниво девизних резерви представља важну компоненту наше економске одбране од евентуалних екстерних потреса.

Графикон О.1.8. Удео динара у укупним депозитима банака од привреде и становништва
(у %)

смањење спољне равнотеже. Текући дефицит платног биланса смањен је са 11,6%, колико је износио 2012, на 4% у прошлој години. Смањење дефицита јесте важно, али је још важније то што је оно постигнуто **растом учешћа извоза робе и услуга** за 14,6% БДП-а (са 36,2% на 50,8% БДП-а) у том периоду, уз његову већу производну и географску распрострањеност. У истом периоду, учешће увоза робе и услуга повећано је за 4,7% БДП-а. Остварени извозни резултати наше привреде, а посебно прерађивачке индустрије, неспорно су одраз повољног пословног и инвестиционог амбијента и повећања њене конкурентности. Србија је прошле године сврстана међу десет земаља које су оствариле **највећи напредак на Doing Business листи конкурентности** Светске банке.

Графикон О.1.9. Дефицит текућег рачуна и СДИ
(у % БДП-а)

преносни ефекат девизног курса на цене, очувана релативна стабилност девизног курса битно је допринела остварењу основних циљева Народне банке Србије – ценовној и финансијској стабилности. Поред тога, стабилност курса, као и инфлације, уз знатно ниже каматне стопе, допринела је ефикасном спровођењу фискалне консолидације. Притом, Народна банка Србије је постигла **већи степен стабилности на девизном тржишту с мањим трошењем девизних резерви, тј. с мање је постигла више.** У последњих пет година, интервенцијама на девизном тржишту, нето је продато 765 млн евра, уз номиналну депрецијацију динара према евра од 1,5% (31. јул 2017), што је знатно мање од 5,7 млрд евра нето продаје у пет година пре тога, када је номинална депрецијација динара износила 33,2%.

Резултати на плану макроекономске стабилизације, знатно ниже каматне стопе на динарске кредите и специфичне мере које промовишу динар допринели су расту нивоа динаризације. Учешће динарских депозита је повећано на око 30%, док је крајем 2012. било испод 20%. Новоодобрени кредити становништву су у великој мери динарски, због чега се бележи готово константан раст динаризације кредита становништву – са 35% крајем 2012. на готово 50%, колико сада износи. Банке од прошле године нуде и стамбене динарске кредите, с каматним стопама нижим од 5% и на период до 30 година. Прошле године је и међународна финансијска организација с највишим рејтингом емитовала прве динарске ХоВ, а средства обезбеђена на тај начин искоришћена су за динарско кредитирање.

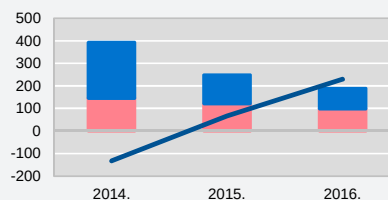
Пуна координација економских политика утицала је и на **смањење спољне равнотеже.** Текући дефицит платног биланса смањен је са 11,6%, колико је износио 2012, на 4% у прошлој години. Смањење дефицита јесте важно, али је још важније то што је оно постигнуто **растом учешћа извоза робе и услуга** за 14,6% БДП-а (са 36,2% на 50,8% БДП-а) у том периоду, уз његову већу производну и географску распрострањеност. У истом периоду, учешће увоза робе и услуга повећано је за 4,7% БДП-а. Остварени извозни резултати наше привреде, а посебно прерађивачке индустрије, неспорно су одраз повољног пословног и инвестиционог амбијента и повећања њене конкурентности. Србија је прошле године сврстана међу десет земаља које су оствариле **највећи напредак на Doing Business листи конкурентности** Светске банке. Да су страни инвеститори препознали тај напредак, говоре и подаци о приливу **СДИ**. Он је претходне две године био на нивоу од по 5,5% БДП-а и надмашио је наша иницијална очекивања, тако да смо пројекције неколико пута ревидирали навише. Остварен прилив у П1 указује на то да ће и ове године бити слично – због чега смо очекивани нето прилив СДИ у 2017. повећали са 1,6 млрд евра на 1,7 млрд евра. И у наредном периоду очекујемо да ће нето прилив СДИ бити **више него довољан за покриће текућег дефицита**, што ће, уз и даље добре извозне резултате подржане и опоравком екстерне тражње, бити солидна подршка и за стабилност девизног тржишта.

Обезбеђујући ценовну и релативну стабилност девизног курса, уз ниже трошкове финансирања приватног сектора, Народна банка Србије дала је значајан допринос **позитивним финансијским резултатима привреде**. Током 2015. и 2016. године привреда је поправила свој нето финансијски резултат за 360 млрд динара. Тај огроман искорак је, свакако, остварен значајним напорима усмереним на рационализацију трошкова и повећање обима пословања, али и **захваљујући смањењу нето трошкова по основу камата и курсних разлика, које му је допринело са 148,4 млрд динара**. Наставак побољшања пословног амбијента, већа профитабилност домаће привреде, повољни услови финансирања, прилив СДИ и побољшани изгледи глобалног раста дају основу за перспективу одрживог убрзања раста.

Као резултат предузетих мера Народне банке Србије, **домаћи банкарски систем је стабилан и високо отпоран** на различите макроекономске шокове. Банкарски систем карактерише **висок ниво капитализације и висока ликвидност** – показатељ адекватности капитала је знатно виши у односу на домаће и међународне регулаторне захтеве, док је просечни месечни ниво ликвидности, такође, знатно изнад регулаторних минимума. Стратешко опредељење ка традиционалном банкарству и одсуство хибридних финансијских инструмената створили су **високо квалитетан капитал** – већину (преко 90%) укупног капитала чини најквалитетнији основни *Tier I* капитал, у коме је доминантан акцијски капитал. Такође, важна је чињеница да се банке које послују у Србији у највећој мери ослањају на **домаће, стабилне изворе финансирања**. Тиме се смањује изложеност банака ризицима из међународног окружења, као и ризику да дође до наглог повлачења средстава од стране матице, што је и био један од изазова с којима су се током кризе суочавале земље у региону.

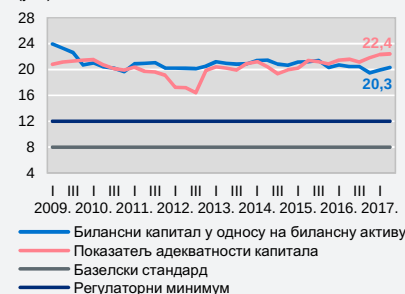
У претходном периоду Народна банка Србије је испунила своје законом дефинисане обавезе и сачувала ценовну и финансијску стабилност. Своје циљеве Народна банка Србије није остварила на терет других, већ управо обрнуто – у њихову корист, што ће наставити да чини и у наредном периоду.

Графикон О.1.10. Финансијски резултат привреде (у млрд RSD)



Извор: НБС.

Графикон О.1.11. Капитализација српског банкарског сектора (у %)



Извор: НБС.

III. Кретање инфлације

Инфлација се од почетка године креће у границама циља $3 \pm 1,5\%$ и у јуну је износила 3,6% мг. У поређењу с Т1, у Т2 је забележена нижа инфлација, која је пре свега била одређена растом увозних цена воћа и свежег меса, као и сезонским поскупљењем туристичких пакет-аранжмана, док је у супротном смеру деловао знатан пад цена поврћа и огрева са исцрпљивањем ефеката хладног времена с почетка године. Да су инфлаторни притисци и даље ниски, потврђује не само чињеница да је инфлација претходних месеци вођена поскупљењем малог броја производа и услуга већ и ниска и стабилна базна инфлација, која се од почетка године креће на нивоу од око 2%, као и инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде, која се и за једну и за две године дана унапред крећу у границама циља Народне банке Србије.

Кретање инфлације у Т2

У складу са очекивањима изнетим у претходним извештајима о инфлацији, мг. инфлација се од јануара креће у границама циља $3,0 \pm 1,5\%$ и у јуну је износила 3,6%, што је непромењено у односу на крај Т1. Притом, у поређењу с март, нижи је мг. допринос нафтних деривата, а виши воћа и свежег меса. Да су инфлаторни притисци и даље ниски, потврђује не само чињеница да је инфлација претходних месеци вођена поскупљењем малог броја производа и услуга, већ и ниска и стабилна базна инфлација (по искључењу енергије, хране, алкохола и цигарета), која од почетка године износи око 2,0% мг.

Посматрано на нивоу тромесечја, потрошачке цене су у Т2 порасле за 0,5%, што је знатно нижи раст у поређењу с Т1. То је било ниже и од наших очекивања за Т2 изнетих у мају, пре свега услед вишег од очекиваног пада цена свежег поврћа, као и нижег од очекиваног поскупљења свежег меса.

Највећи позитиван допринос инфлацији и у Т2 потекао је од **хране и безалкохолних пића** (0,4 п.п.), али у мањој мери него у Т1 због знатног пада цена свежег поврћа (9,8%), који је уследио након изнадсезонског раста у Т1 узрокованог лошим временом почетком године. Цене **непрерађене хране** порасле су за 2,9% (допринос инфлацији 0,3 п.п.), и то по основу поскупљења воћа од 29,7% (допринос инфлацији 0,6 п.п.) и свежег меса од 7,2% (допринос инфлацији 0,3 п.п.), која су била виша од сезонски

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

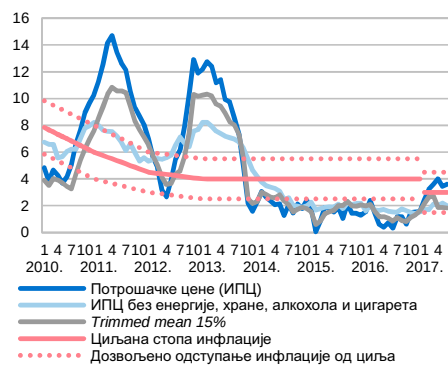
	Учешће у ИПЦ	2016.		2017.	
		III	IV	I	II
Потрошачке цене (ИПЦ)	100,0	0,2	0,5	2,4	0,5
Непрерађена храна	11,3	-2,1	-3,0	11,7	2,9
Прерађена храна	20,7	0,4	0,0	1,3	0,3
Индустријски производи без хране и енергије	28,5	1,0	0,6	0,5	0,4
Енергија	15,5	0,2	2,8	3,3	-1,3
Услуге	24,0	0,2	0,8	0,8	1,0
Показатељи базне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

Извор: РЗС и прерачун НБС.

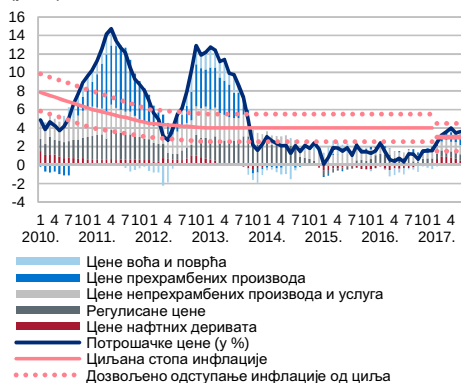
Табела III.0.2. **Допринос мг. стопи раста потрошачких цена**
(у п.п.)

	2017.		Разлика
	Март	Јун	
Потрошачке цене (ИПЦ)	3,6	3,6	0,0
Непрерађена храна	0,6	1,0	0,4
Воће и поврће	0,0	0,3	0,3
Прерађена храна	0,3	0,4	0,1
Индустријски производи без хране и енергије	0,7	0,7	0,0
Енергија	1,3	0,8	-0,5
Нафтни деривати	0,9	0,5	-0,4
Услуге	0,7	0,7	0,0

Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон III.0.1. Кретање цена
(мг. стопе, у %)

Извор: РЗС и прерачун НБС.

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

Извор: РЗС и прерачун НБС.

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

Извор: РЗС и прерачун НБС.

уобичајених због виших увозних цена ових производа. Притом, раст цена меса на светском тржишту обично се бележи од маја, а његов ранији овогодишњи раст највероватније је последица раста тражње у појединим азијским земљама. У оквиру **прерађене хране** бележи се раст од 0,3% и незнатан допринос инфлацији, који је готово у целости остварен у јуну по основу поскупљења млека и млечних производа од 0,7%.

Цене енергије су у Т2 исказале пад од 1,3% (допринос инфлацији -0,2 п.п.). Тај пад је потицао од нижих цена нафтних деривата (-1,1%) услед пада светске цене нафте током Т2, али и јачања динара према долару, као и од појефтињења чврстих горива. У складу с нашим очекивањима изнетим у претходном извештају, услед ефекта високе базе, допринос **нафтних деривата** мг. инфлацији смањује се од марта и у јуну је износио 0,5 п.п.

Цене услуга су порасле за 1,0% (допринос инфлацији 0,2 п.п.), највише по основу сезонског поскупљења туристичких пакет-аранжмана од 31,6%, док су у супротном смеру деловале ниже цене станарина.

Раст **цена индустријских производа без хране и енергије** био је нижи него у претходном тромесечју и износио је 0,4% (уз допринос инфлацији од 0,1 п.п.) и у највећој мери био је одређен сезонским поскупљењем одеће и обуће, које је износило 1,3%. С друге стране, незнатан негативан допринос потицао је од нижих цена аутомобила и других возила, којима је допринело јачање динара према еврoу током Т2.

Базна инфлација (мерена ИПЦ-ом по искључењу цена енергије, хране, алкохола и цигарета) у Т2 је износила 0,7% и у највећој мери је била одређена сезонским поскупљењем туристичких пакет-аранжмана, а у мањој мери и одеће и обуће. Посматрано на мг. нивоу, овај показатељ инфлације од почетка године креће се на нивоу од око 2%, колико је износио и у јуну, што указује на и даље ниске инфлаторне притиске на страни тражње.

Регулисане цене су на нивоу тромесечја у Т2 остале готово непромењене. Њихов раст на мг. нивоу износио је 3,7% (уз допринос укупној инфлацији од око 0,7 п.п.), који је скоро у потпуности последица поскупљења цигарета и електричне енергије у последњој години дана.

Произвођачке и екстерне цене

Цене произвођача индустријских производа снижене су у Т2 за 0,6%. Тај пад је првенствено био вођен нижим ценама у области производње нафтних деривата, који је узрокован нижим ценама сирове нафте на светском тржишту током Т2. Поред тога, пад цена произвођача забележен је и у области основних метала услед константног пада цене руде гвожђа током Т2. Супротно томе, у Т2 је настављен раст цена произвођача прехранбених производа због раста цена меса на светском тржишту. Такође, раст произвођачких цена у Т2 бележи се и у области експлоатације руда метала, као и у производњи рачунара, електронских и оптичких производа. Посматрано на мг. нивоу, раст цена произвођача индустријских производа крајем Т2 је износио 3,0%, што је неznатно ниже него крајем Т1.

Цене елемената и материјала за уграђивање у грађевинарству у Т2 су повећане за 0,4%, док је, посматрано на мг. нивоу, дошло до успоравања њиховог раста са 7,7% у марту на 4,8% у јуну 2017.

За разлику од Т1, када су бележиле раст (0,8%), **екстерне цене** исказане у динарима¹ у Т2 су ниже за 2,3%. Тај пад је у највећој мери био вођен нижом светском ценом нафте, као и хране, мерено ФАО индексом, а пре свега шећера и уља. У супротном смеру деловао је раст потрошачких цена у зони евра, којима апроксимирамо увоз услуга, док су извозне цене Немачке, које користимо као апроксимацију цена увезене опреме и репроматеријала, у Т2 стагнирале. На пад екстерних цена исказаних у динарима у Т2 је деловала и апрецијација динара према евр и долару, која је, посматрано на нивоу просека тромесечја, износила 0,8% и 3,8%, респективно. Тромесечни пад екстерних цена утицао је и на успоравање њиховог раста на мг. нивоу, на 2,8% у Т2.

Инфлациона очекивања

Кретање инфлационих очекивања такође потврђује да су инфлаторни притисци и даље ниски. Резултати анкета о инфлационим очекивањима обеју агенција које их спроводе указују на то да **финансијски сектор и привреда очекују да ће се инфлација кретати у границама циља и у кратком и у средњем року.**

¹ Као показатељ екстерних цена коришћен је пондерисани просек индекса светских цена нафте и хране, потрошачких цена у зони евра и извозних цена Немачке, једног од наших најзначајнијих спољнотрговинских партнера.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

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

	2016.		2017.	
	Септ.	Дец.	Март	Јун
Потрошачке цене	0,6	1,6	3,6	3,6
Цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште	0,2	2,2	3,1	3,0
Цене произвођача пољопривредних производа	-3,0	3,0	3,7	-6,1
Цене елемената и материјала за уграђивање у грађевинарству	1,6	2,4	7,7	4,8

Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



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

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



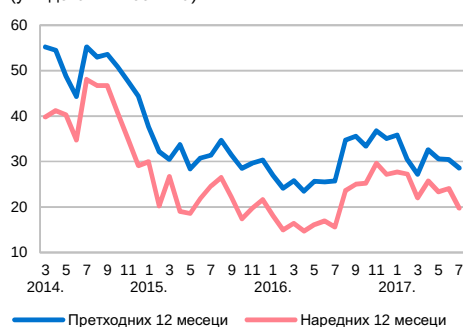
Извор: Галуп, Ипсос/Нинамедија, Блумберг и НБС.

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

Инфлациона очекивања **финансијског сектора за годину дана унапред**, према анкетама и Блумберга и Нинамедије, крећу се око централне вредности циља за инфлацију. Према анкети агенције **Блумберг**, инфлациона очекивања финансијског сектора у периоду од претходног извештаја су стабилна у распону 3,2–3,3%. Према агенцији **Нинамедија**², финансијски сектор је смањio своја очекивања у јуну на 3,1%, или за 0,4 п.п. у односу на мај, а затим у јулу на 3,0%. Финансијски сектор, према анкетама обеју агенција, од октобра 2013. очекује да ће инфлација за годину дана унапред бити у границама циља за инфлацију Народне банке Србије (3,0 ± 1,5%).

У границама циља су и **очекивања привреде за годину дана унапред**, која су у јуну и јулу задржана на нивоу из маја од 3,5%. Уобичајено виша у односу на друге секторе, **инфлациона очекивања становништва**, након привременог раста у априлу, поново су стабилизована на нивоу од 5,0%.

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.

Резултати квалитативне анкете³ становништва указују на то да је и даље највеће учешће становништва (60,0%) које сматра да ће се цене умерено или благо повећати у наредној години дана, док учешће оних који очекују знатно повећање цена у наредној години дана у јулу износи 16,3%, што је ниже у односу на претходну анкету. Истовремено, 16,8% становништва сматра да се цене неће мењати, а њих 2,0% да ће се смањити. Учешће оних који се нису изјаснили износи 4,9%. Очекивана инфлација становништва и даље је нижа од перципиране инфлације, што значи да један део становништва очекује да у наредном периоду неће бити настављено повећање цена, које се, према њиховом мишљењу, десило у претходних 12 месеци.

Средњорочна очекивања финансијског сектора смањена су у односу на мај за 0,3 п.п., на 3,2% у јулу. Инфлациона очекивања сектора привреде и становништва за две године унапред непромењена су у односу на нивое из маја и у јуну и јулу су износила 3,5%, односно 5,0%.

Дисперзија одговора испитаника била је стабилна у случају свих сектора, при чему је и даље најнижа у случају финансијског сектора, а највиша код становништва.

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.

² Нинамедија од децембра 2014. спроводи анкету о очекивањима економских субјеката.

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

IV. Детерминанте инфлације

1. Кретања на финансијском тржишту

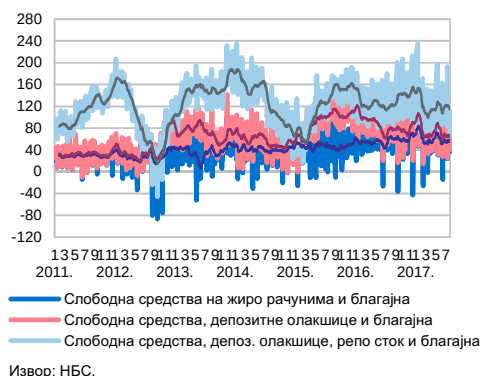
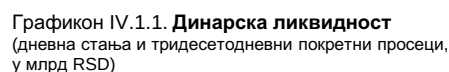
Стабилно кретање каматних стопа на међубанкарском тржишту новца и државних ХоВ, односно минималне осцилације, обележило је Т2, тако да су у овом тромесечју оне остале готово непромењене. Трошкови задуживања приватног сектора, и динарски и у девизном знаку, благо су снижени.

Апрецијацијски притисци су јачали током Т2. На то су утицали бољи извозни резултати, настављен висок прилив СДИ, повратак страних инвеститора на тржиште државних ХоВ, сезонски већи прилив дознака, као и раст валутно индексиране aktive банака. Релативној стабилности кретања на девизном тржишту већ дуже време доприноси побољшање макроекономских фундамената, које је резултирало и нижом премијом ризика земље, која се од маја налази на најнижем нивоу у протеклих десет година, а у јулу се спустила на најнижи ниво откада се прати за Србију.

Каматне стопе

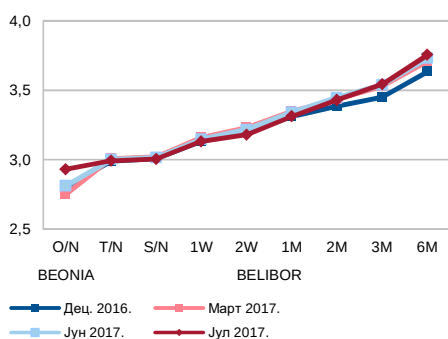
Просечна репо стопа⁴ готово да се није мењала током Т2 и крајем јуна је била на истом нивоу као и крајем марта (3,0%). И **каматне стопе на међубанкарском тржишту новца** наставиле су стабилно кретање у Т2 и у јулу, односно бележиле су минималне осцилације.

Каматна стопа *BEONIA* је у јуну у просеку износила 2,8%, што је једнако њеној просечној вредности из марта. И каматне стопе *BELIBOR* су током Т2 бележиле минималне осцилације, тако да су њихове просечне месечне вредности остале непромењене у односу на март и у јуну су се кретале у распону од 3,0% за најкраћу до 3,7% за рочност од шест месеци.



⁴ Стопа остварена на репо аукцијама пондерисана износом продатих ХоВ.

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



Извор: Томсон Ројтерс и НБС.

Нешто већи промет на међубанкарском тржишту забележен је само у априлу (4,1 млрд динара у просеку), када је и *BEONIA* благо повећана (за 0,1 п.п.), али је у наредним месецима, с повећањем вишкова динарске ликвидности, опадао и у јуну је у просеку износио 2,3 млрд динара, што је за 0,6 млрд динара ниже него у марту.

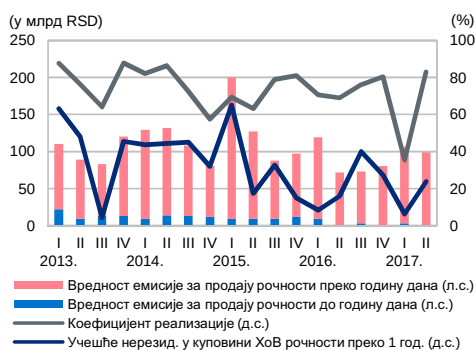
Ни каматне стопе на примарном тржишту динарских државних ХоВ готово да се нису мењале током Т2. Аукције за краће рочности нису организоване, док су стопе на двогодишње (4,7%) и седмогодишње (5,6%) ХоВ остале непромењене у односу на Т1. Једино је каматна стопа на аукцијама трогодишњих ХоВ у априлу (5,0%) била виша за 0,3 п.п. у односу на последњу аукцију за ову рочност одржану крајем 2016, док је на реотварању у мају стопа остала непромењена. Степен реализације на аукцијама повећан је у односу на Т1, чему су допринели и нерезиденти, који су у мају знатно повећали улагања у седмогодишње ХоВ. У јуну је, након годину дана, одржана аукција двогодишњих амортизационих обвезница с варијабилним купоном везаним за референтну стопу, уз непромењен износ фиксне маргине (0,3 п.п.). Каматне стопе на аукцијама динарских трогодишњих и седмогодишњих државних ХоВ у јулу задржане су на нивоима из Т2.

Већих промена каматних стопа није било ни на аукцијама државних ХоВ у еврима. Током Т2 снижена је стопа на једногодишње (за 0,2 п.п., на 0,55%), а незнатно (за 0,01 п.п.) снижена је и стопа на двогодишње ХоВ (1,0%). Каматне стопе на трогодишње (1,9%) и петогодишње ХоВ (2,7%) на истом су нивоу као и на аукцијама у Т1.

Промет на секундарном тржишту државних ХоВ опадао је током Т2, јер су страни инвеститори продавали знатно мање износе ХоВ него у Т1. Укупан промет на овом тржишту у Т2 је износио 52,4 млрд динара и био је скоро три пута нижи него у Т1. Стопе приноса углавном су смањене и у јуну су се кретале у распону од 3,1% за преосталу рочност од недељу дана до 5,4% за преосталу рочност од 73 месеца.

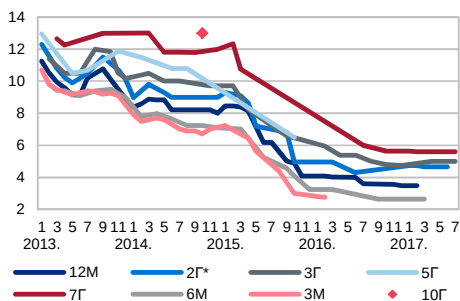
Просечна пондерисана каматна стопа на динарске кредите привреди и становништву снижена је у односу на март за 0,9 п.п. и у јуну је износила 8,5%. При томе, просечна цена динарских кредита становништву у јуну (10,4%) била је за 0,3 п.п. нижа него у марту, док је просечна цена динарских кредита привреди снижена за 0,1 п.п. и износила је 5,8%. Раст учешћа кредита привреди, који су јефтинији од

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



Извор: Министарство финансија.

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.

кредита становништву, допринео је да пад просечне пондерисане каматне стопе буде израженији од пада стопа за ове секторе појединачно. Код кредита грађанима, најизраженији пад (1,5 п.п.) забележиле су стопе на стамбене кредите (укључујући кредите за адаптацију стамбеног простора), који су у јуну одобравани по просечној стопи од 5,8%, а снижене су и стопе на потрошачке (за 1,1 п.п., на 7,5%) и готовинске кредите (за 0,3 п.п., на 10,6%). Једино је цена осталих кредита (9,9%) била нешто виша него у марту. Смањење просечне цене динарских кредита привреди било је одређено падом каматних стопа на остале кредите (за 1,0 п.п., на 5,6%), док су повећане стопе на кредите за обртна средства (за 0,5 п.п., на 5,9%) и инвестиционе кредите (за 0,3 п.п., на 6,7%).

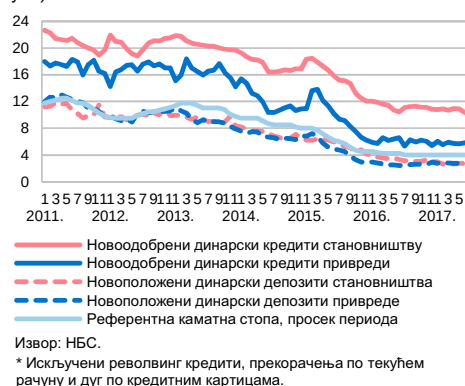
И трошкови задуживања приватног сектора у девизном знаку били су повољнији него у Т1, тако да је просечна пондерисана каматна стопа на новоодобрене кредите привреди и становништву снижена у Т2 за 0,2 п.п., на 3,1% у јуну. При томе, просечна стопа на кредите становништву снижена је за 0,7 п.п., на 3,8%, под утицајем пада стопа на стамбене, потрошачке и остале кредите, које су снижене између 0,1 п.п. и 1,2 п.п., на 3,0%, 5,3% и 5,0%, респективно, у јуну. Једино је стопа на готовинске кредите (3,3%) била нешто виша (за 0,1 п.п.) него у марту. Након што је у мају достигла до сада најнижу вредност (2,8%), просечна пондерисана стопа на кредите привреди у јуну (3,0%) била је једнака вредности из марта. Толико је износила и каматна стопа на кредите за обртна средства, што је за 0,1 п.п. више него у марту, док су цене инвестиционих кредита и кредита за увоз снижене за 0,2 п.п. и 0,6 п.п. и у јуну су износиле 3,2% и 2,3%, респективно. Једино су остали кредити одобравани по истој стопи као у марту (2,9%).

Банке су у Т2 незнатно кориговале наниже **каматне стопе на динарске депозите** привреде (за 0,1 п.п., на 2,7%), док су стопе **на депозите у еврима** кориговане у истом износу, али навише, на 0,5% у јуну. Стопе на штедњу грађана биле су непромењене и у јуну су износиле 2,7% за динаре, док су каматне стопе на штедњу у еврима (0,7%) биле за 0,2 п.п. више него у марту.

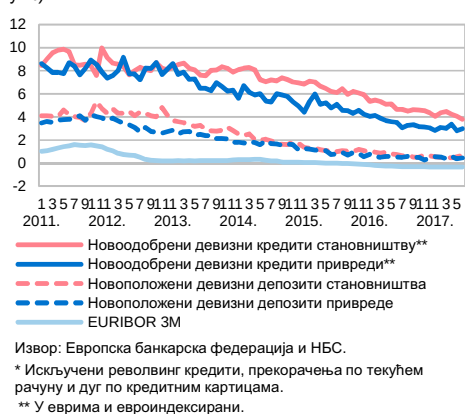
Премија ризика

Премија ризика Србије, мерена *EMBI*, смањена је током Т2 за 32 б.п., а затим током јула за додатних 16 б.п., на 133 б.п. Она се 27. јула спустила на 130 б.п.,

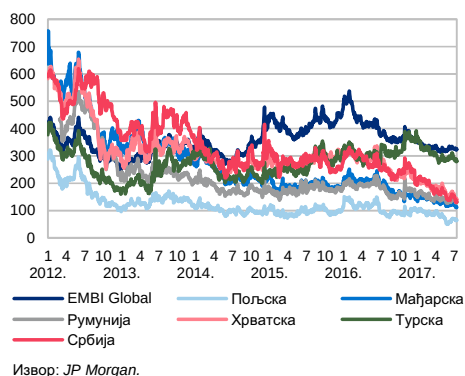
Графикон IV.1.6. Кретање каматних стопа на динарске кредите и депозите привреди и становништву*
(просечне пондерисане вредности, на годишњем нивоу, у %)



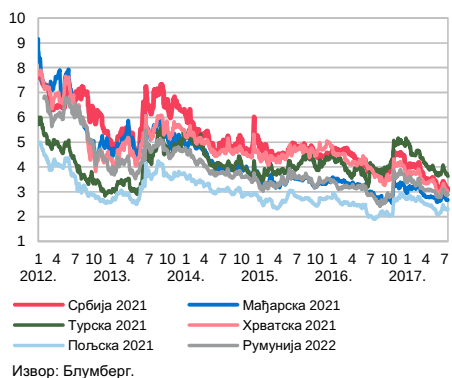
Графикон IV.1.7. Кретање каматних стопа на девизне кредите и депозите привреди и становништву*
(просечне пондерисане вредности, на годишњем нивоу, у %)



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



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



што је најнижа вредност премије ризика Србије откада се прати (април 2005). Додатним падом током посматраног периода премија ризика Србије готово се изједначила с премијом ризика Румуније, која је, такође, пала на минимум откада се прати (март 2012). На вишегодишње минимуме пале су у току јуна и јула и премије ризика већине осталих земаља у региону, док је EMBI Global пао у мањој мери – у T2 за 3 б.п., а у јулу за 4 б.п., на 324 б.п.

Разлика у приносима на доларске еврообвезнице Србије у односу на америчке државне ХоВ била је под утицајем и глобалних и домаћих фактора. Када су у питању глобални фактори, спремност за улагања на међународном финансијском тржишту побољшана је током посматраног периода због бољих изгледа за глобални привредни раст. Све више је расло уверење и да је бржи привредни раст зоне евра одржив. Он је подржан политиком ЕЦБ-а, која је најавила да ће њене мере остати стимулативне колико год то буде потребно. Процењује се да је и резултат избора у Француској позитивно утицао на изгледе зоне евра, иако су избори у Великој Британији повећали неизвесност у погледу преговора око Бреگزита.

У земљама у региону на пад премије ризика деловали су и домаћи фактори, тј. настављено поправљање макроекономских фундамената – многе су смањиле јавни дуг, каматне стопе су релативно ниске, инфлација је снижена, а валуте стабилзоване. На боље економске изгледе указују и приноси на еврообвезнице Србије и земаља у региону, који су током посматраног периода додатно смањени. Процењује се да ће очекивани бржи привредни раст на глобалном нивоу, а пре свега у зони евра, овим земљама олакшати прилагођавање смањењу ликвидности на међународном финансијском тржишту.

Када је реч о Србији, на пад премије ризика утицали су пре свега повољнији макроекономски изгледи због успешног спровођења фискалне консолидације и структурних реформи. Остварујући структурна побољшања и смањење унутрашње и спољне неравнотеже, Србија је повећала своју отпорност на евентуалне негативне утицаје из међународног окружења. Даље поправљање макроекономских изгледа констатовала је у јуну и мисија ММФ-а приликом разматрања седме ревизије аранжмана, као и рејтинг агенције *Standard & Poor's* и *Fitch*, које су потврдиле кредитни рејтинг Србије и задржале позитивне, односно стабилне изгледе за даље побољшање.

Прилив капитала из иностранства

Захваљујући бољим извозним резултатима, већем приливу дознака, као и мањим расходима по основу СДИ и портфолио инвестиција, у Т2 је забележен нижи дефицит текућег рачуна у односу на Т1. Истовремено, у финансијском рачуну остварен је нето прилив капитала. Као и раније, највећи део тог прилива односио се на СДИ, а прилив је у Т2 остварен и по основу портфолио инвестиција. Због раздуживања државе, а у мањој мери и предузећа, по основу финансијских кредита регистрован је одлив, док су банке повећале обавезе према инокредиторима.

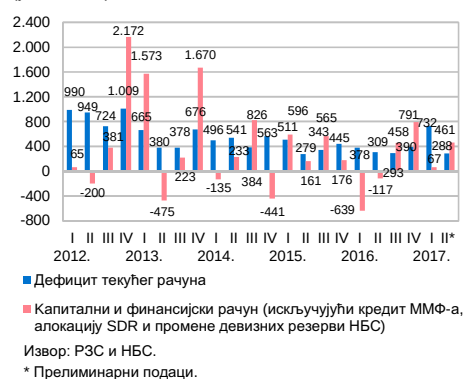
Према прелиминарним подацима, у Т2 је забележен нето прилив **СДИ** од 487,3 млн евра. Тиме је прилив капитала по том основу од почетка године достигао 991,8 млн евра, што је за 12,2% више од прилива оствареног у истом периоду претходне године. И у 2017. задржан је висок степен диверсификације улагања по делатностима, а највећи износи били су усмерени у прерађивачку индустрију, финансијски сектор, грађевинарство и трговину. Око 70% СДИ потицало је из земаља ЕУ, а све више улагања долази из азијских земаља (око 12%), попут Кине, Тајвана и Хонгконга и Уједињених Арапских Емирата.

Кретања остварена у П1 сведоче о даљем побољшавању инвестиционог амбијента и повољној перцепцији страних инвеститора о дугорочним улагањима у Србију. Вероватно је да ће нето прилив СДИ у 2017. премашити наша ранија очекивања и да ће износити око 1,7 млрд евра, што би требало да у потпуности покрије дефицит текућег рачуна, за који се очекује да ће износити око 1,5 млрд евра.

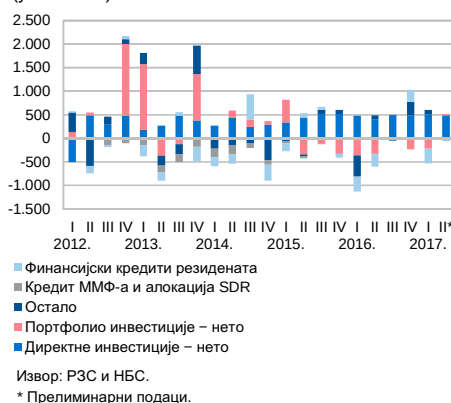
Током Т2 прилив је регистрован и по основу **портфолио инвестиција** (30,2 млн евра). Томе је највише допринело улагање страних инвеститора у седмогодишње динарске државне ХоВ у мају. Истовремено, страни инвеститори су знатно смањили продају ХоВ на секундарном тржишту. Део прилива остварен је и по основу продаје и наплате доспелих иностраних ХоВ које су биле у поседу резидената.

Обавезе резидената по основу **финансијских кредита** смањене су у Т2 за 53,6 млн евра нето, на шта је утицало пре свега нето раздуживање државе (за 297,6 млн евра). Од тога, највећи део отплате односио се на враћање кредита за буџетску подршку из 2011, док су се међу повученим кредитима највећи износи односили на кредите намењене путној инфраструктури и обнови клиничких центара. И

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



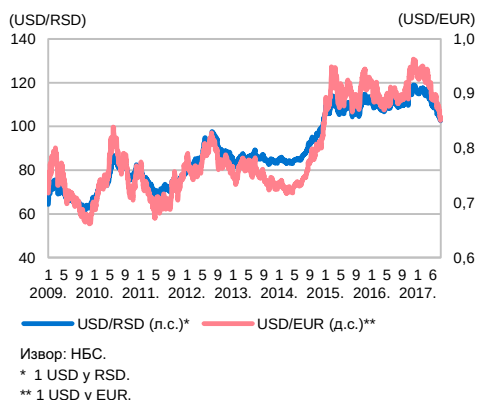
Графикон IV.1.11. Структура финансијског биланса (у млн EUR)



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



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



предузећа су смањила кредитне обавезе према иностранству за 44,9 млн евра, док су се банке нето задужиле према иностранству за 288,9 млн евра.

Кретања на девизном тржишту и курс динара

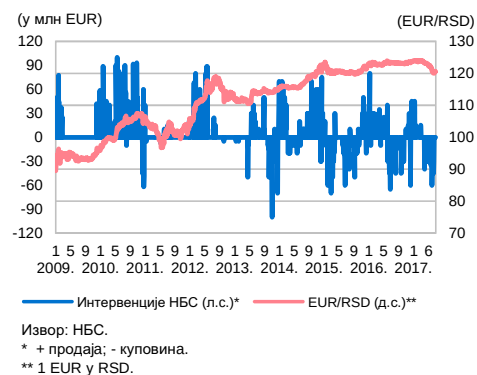
Током Т2, а посебно у јуну, преовладавали су апрецијацијски притисци, који су ублажавани интервенцијама Народне банке Србије. Посматрано крајем периода, динар је у Т2 ојачао према еврју за 2,6%, а према долару за 9,9%, с обзиром на то да је посматрани период карактерисало и знатно јачање евра у односу на америчку валуту.

Тражња предузећа за девизама (мерена нето продајом девиза банака предузећима) била је за 15% нижа у односу на Т1, а за скоро 30% у односу на исти период претходне године. Томе су допринели бољи извозни резултати у односу на Т1. Истовремено, настављен је и прилив СДИ, а страни инвеститори су у мају знатно повећали и улагања у државне ХоВ. Већи прилив дознака, који је сезонски уобичајен за Т2, одразио се на повећан откуп ефективног страног новца од физичких лица, који је у јуну био више него довољан да покрије нето тражњу домаћих предузећа и страних инвеститора за девизама. Апрецијацијским притисцима доприносио је и раст валутно индексиране aktive банака,⁵ која је у јуну знатно повећана.

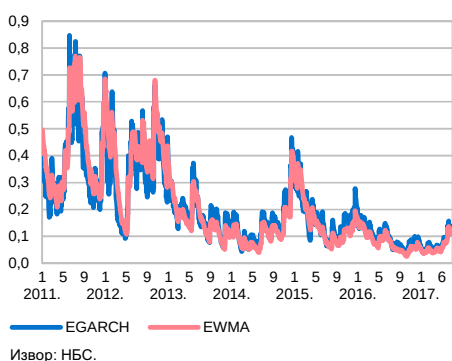
Релативној стабилности кретања на девизном тржишту већ дуже време доприноси знатно побољшање макроекономских фундамената, које је резултирало и нижом премијом ризика земље, а која је током јула пала на најнижи ниво откада се прати за Србију.

Како би ублажила прекомерно краткорочно јачање динара према еврју, Народна банка Србије је у Т2 интервенисала на МДТ-у куповином девиза. Укупно је купила 505,0 млн евра, од чега највише у јуну (345,0 млн евра). И поред тога, осцилације курса динара према еврју, мерене методама *EWMA*⁶ и *EGARCH*⁷, биле су веће него током Т1.

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



Графикон IV.1.15. Краткорочна волатилност курса динара према еврју



⁵ У настојању да уравнотеже своје девизне позиције, банке тада повећавају понуду девиза на тржишту.

⁶ *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.

⁷ *EGARCH* (*Exponential General Autoregressive Conditional Heteroskedasticity*) – метод оцено условне варијансе који приказује асиметричан ефекат позитивних и негативних шокова на оцено условне варијансе.

Промет на МДТ-у је повећан током Т2 и у просеку је дневно износио 21,9 млн евра, што је за 3,7 млн евра више него у Т1.⁸ Највећа вредност је остварена у априлу (25,4 млн евра просечно дневно).

На редовним тромесечним свој аукцијама Народна банка Србије је од банака укупно купила и банкама укупно продала по 38,0 млн евра (за 10,5 млн евра мање него у T1), а на двонедељним по 83,0 млн евра (за 22,0 млн евра мање него у T1). Износ свој трансакција које су банке међусобно закључиле такође је смањен и у T2 он је износио 27,0 млн евра.

Од валута земаља у региону са сличним режимом девизног курса, осим динара, једино је још чешка круна ојачала у Т2, за 3,2%, пошто је чешка централна банка у априлу објавила да више неће користити девизни курс као додатни инструмент ублажавања монетарне политике. Пољска, румунска и мађарска валута незнатно су депрецирале према евр (између 0,2% и 0,1%), док је турска лира у Т2 изгубила додатних 2,4% вредности у односу на евро.

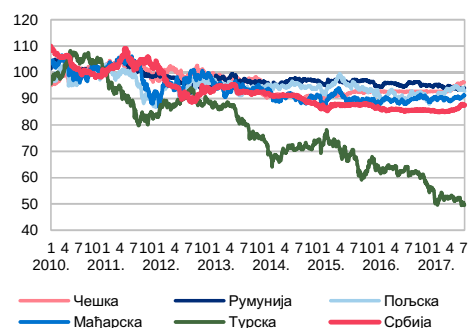
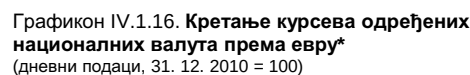
Апрецијацијски притисци и јачање динара (за 0,4%) настављени су у јулу, уз интервенције Народне банке Србије куповином 165,0 млн евра на МДТ-у.

Кретања на берзи

Од почетка године индекси на Београдској берзи осцилирали су у оба смера, при чему је на крају јуна индекс *BELEX15* био за 0,8% нижи у односу на крај 2016, а *BELEXline* за 1,7%. Истовремено, на берзама региона индекси су бележили различита кретања. Највише је смањена вредност индекса на берзи у Сарајеву (-11,1%), док је највећи раст остварен на берзи у Румунији (20,2%).

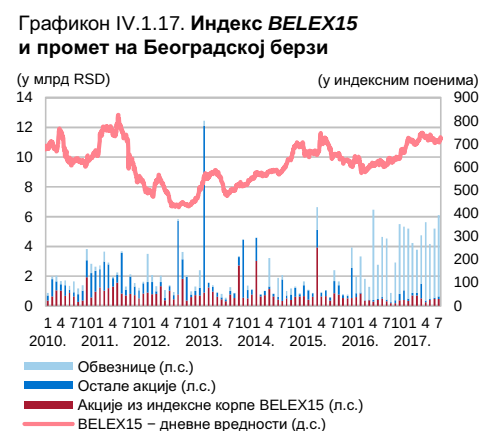
Укупан промет акцијама у Т2 снижен је за 1,8 млрд динара у односу на Т1, на 1,4 млрд динара. При томе, око 78% промета резултат је трговања акцијама из индексне корпе *BELEX15*, а највећи износ трговања остварен је у јуну (0,6 млрд динара). Страни инвеститори учествовали су у укупном промету акцијама са 0,4 млрд динара и током целог Т2 били су нето купци акција, у укупном износу од 0,1 млрд динара.

За разлику од акција, трговање обvezницама наставilo је да расте. Укупан промет обvezницама у



Извор: НБС и веб-сайтови централних банака.

* Раст представляє апріоріацію.

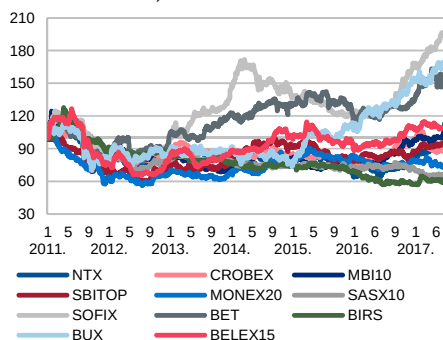


Извор: Београдска берза.

⁸ Без Народне банке Србије.

Графикон IV.1.18. Кретање берзанских индекса у региону

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



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

T2 износио је 13,6 млрд динара, што је за 4,1 млрд динара више него у T1. Највећи део тог промета односио се на трговање дугорочним обвезницама Републике Србије, а у јуну је, први пут откако су емитоване, трговано и обвезницама EBRD у износу од 60,0 млн динара. У укупном промету обвезницама страни инвеститори су учествовали са 0,2 млрд динара.

Под утицајем пада цена акција тржишна капитализација Београдске берзе снижена је у T2 за 21,2 млрд динара и крајем јуна је износила 546,0 млрд динара. Од тога, капитализација МТП сегмента⁹ смањена је за 6,4 млрд динара, а регулисаног сегмента за 14,8 млрд динара. Учешће тржишне капитализације у оцењеном БДП-у смањено је за 0,5 п.п., на 12,9% на крају T2.

2. Новац и кредити

У T2 је повећана понуда новца, и то пре свега њена динарска компонента. Док је побољшана фискална позиција државе ограничавала тај раст, расту понуде новца доприносило је веће кредитирање приватног сектора, чији је м.г. раст у јуну убрзан на 4,5%.

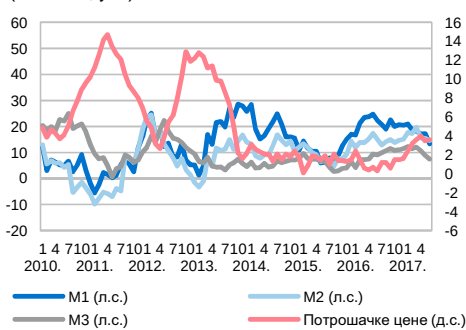
Монетарни агрегати

Динарски примарни новац је и у T2 наставио да се смањује, и то номинално за 2,1%, а реално за 2,6%. Толико је смањен и укупни примарни новац, коме је допринео и нешто нижи износ девизних депозита банака код Народне банке Србије. Посматрано на м.г. нивоу, динарски примарни новац је у јуну био реално нижи за 6,7%, а укупни за 4,8%.

На смањење динарског примарног новца током T2 највише је утицала држава (са 70,5 млрд динара). Захваљујући резултатима фискалне консолидације,¹⁰ а пре свега расту буџетских прихода, динарски депозити државе код Народне банке Србије у T2 су повећани за 38,2 млрд динара, и поред куповине девиза ради регулисања девизних обавеза. У истом смеру су деловала и већа улагања банака у репо ХоВ (за 9,2 млрд динара). С друге стране, расту динарске ликвидности банака највише су доприносиле куповина девиза Народне банке Србије на МДТ-у (са

Графикон IV.2.1. Монетарни агрегати и потрошачке цене

(м.г. стопе, у %)



Извор: РЗС и НБС.

⁹ 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.

¹⁰ У шест месеци 2017. на нивоу опште државе остварен је суфицит од 44,1 млрд динара.

51,4 млрд динара) и девизне трансакције платног промета с Косовом и Метохијом (са 13,0 млрд динара).

За разлику од T1, када су бележила сезонски пад, средства на динарским трансакционим и штедним и ороченим депозитима повећана су током T2, што је резултирало растом динарске новчане масе у T2, при чему је M1 реално повећан за 1,4%, а M2 за 1,1%.

Највећи допринос расту динарске новчане масе током T2 дали су динарски депозити по виђењу, који су повећани за 12,1 млрд динара. Средства су повећана пре свега на рачунима предузећа, и то из области прерађивачке индустрије и грађевинарства, а повећана су и средства на текућим рачунима грађана, као и непрофитних организација. На раст динарских депозита дужих рочности (1,5 млрд динара) највише је утицао раст средстава на депозитима ДФО, а захваљујући бољој наплати фискалних прихода, и депозити локалних органа власти наставили су да расту и у T2. Динарска штедња грађана у јуну је износила 50,7 млрд динара.

Девизна штедња грађана је наставила да расте. У T2 она је повећана за 61,3 млн евра и у јуну је износила 8,8 млрд евра. Захваљујући томе, као и вишим износима на рачунима привреде, укупни девизни депозити су у T2 порасли за 112,4 млн евра. Ипак, услед апрецијације динара према евр, исказано у динарима, они бележе пад, а M3 је у T2 реално опао за 1,0%.

Од почетка године, посматрано на мг. нивоу, монетарни агрегати успорили су раст – у јуну је M1 био реално виши за 9,4%, M2 за 10,6%, а M3 за 3,7%. Раст монетарног агрегата M3 вођен је растом динарских и девизних депозита привреде и становништва, што је резултат досадашњег, али и показатељ будућег привредног раста.

Кредити

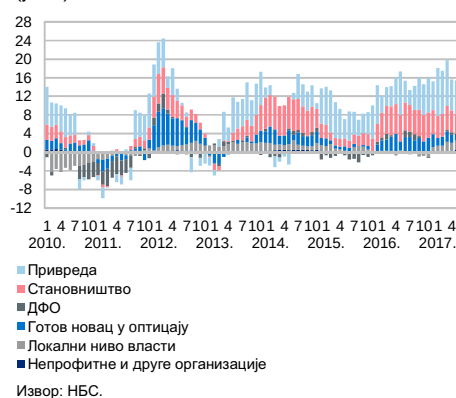
Домаћи кредити су у T2, искључујући ефекат промене девизног курса, повећани за 2,6%, уз остварен раст и код становништва и код привреде. То је допринело и да се мг. раст домаћих кредита у јуну, искључујући ефекат промене девизног курса,¹¹ убрза на 4,5%. Притом, у поређењу с јуном 2016, кредити

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

	2016.		2017.		Учешће у M3 јун 2017. (у %)
	Септ.	Дец.	Март	Јун	
M3	10,8	9,8	8,2	3,7	100,0
Девизни депозити	9,0	7,9	4,5	0,1	63,9
M2	14,3	13,3	15,6	10,6	36,1
Динарски орочени и штедни депозити	-4,9	-0,4	20,3	14,7	9,0
M1	21,9	18,6	14,1	9,4	27,1
Депозити по виђењу	24,7	21,1	16,5	11,9	20,5
Готов новац у оптицају	14,6	12,1	7,5	2,1	6,7

Извор: НБС.

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



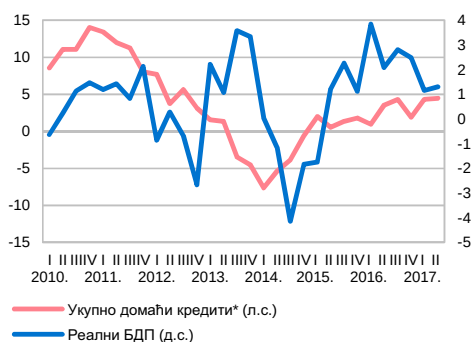
Извор: НБС.

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



Извор: НБС.

¹¹ Обрачунато по курсу динара према евр, швајцарском франку и долару на дан 30. септембра 2014. (тзв. програмски курс који се користи за потребе праћења аранжмана с ММФ-ом), узимајући у обзир валутну структуру потраживања по основу кредита.

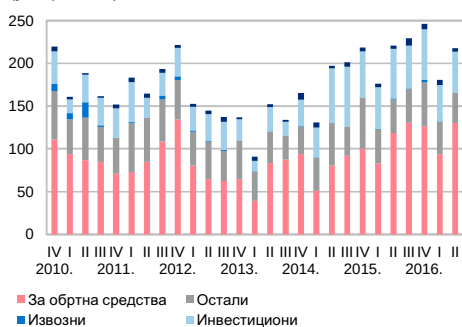
Графикон IV.2.4. Кредитна активност и БДП
(мг. стопе, у %)

Извор: НБС и РЗС.

* Искључен ефекат промене девизног курса.

становништву су виши за 12,1%, док су, због интензивирањем отписа и продаје проблематичних потраживања, а делом и мање потребе предузећа за задуживањем због бољих пословних резултата остварених током 2016, кредити привреди били нижи за 1,2%. По искључењу ефекта отписа *NPL*,¹² мг. раст кредита привреди у јуну је износио 2,7%, а раст укупних кредита 6,7%.

С обзиром на даљи раст економске активности, досадашње ублажавање монетарне политике, којим је Народна банка Србије допринела знатном снижењу каматних стопа на динарске кредите, ниске каматне стопе на међународном тржишту новца, које су се одразиле на пад каматних стопа на девизне и девизно индексиране кредите, као и већу конкуренцију међу банкама — очекујемо да ће се раст кредитне активности наставити и у остатку године. Иако интензивне активности банака на решавању *NPL* умањују стање кредита, у наредном периоду могу се очекивати позитивни ефекти, јер се растерећењем биланса банака од проблематичне aktive отвара простор за ново кредитирање. Позитивна очекивања за наредни период исказана су и у ЕИБ-овој Анкети о кредитној активности у земљама централне и југоисточне Европе.¹³ Банкарске групације, чији супсидијари који послују у Србији учествују у анкети, изјасниле су се да је потенцијал српског тржишта за кредитирање повећан и да су њихова тренутна позиција на тржишту и показатељи профитабилности побољшани.

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

Извор: НБС.

Уколико се искључи ефекат промене курса, **кредити привреди** су у Т2 повећани за 0,9%, или 9,4 млрд динара, пре свега захваљујући већој реализацији у јуну. Раст је остварен и поред тога што су банке наставиле са активностима решавања *NPL* и у Т2 су отписале 2,5 млрд динара и лицима ван банкарског сектора продале 4,1 млрд динара ових кредита. Посматрано по наменама, највећи део потраживања банака од привреде и даље су чинили кредити за обртна средства (47,9%), док се на инвестиционе кредите односило око трећине (32,6%) ових потраживања. Захваљујући опоравку инвестиционог кредитирања у протекле две и по године, продужена је рочност кредитног портфолија и у јуну су кредити са оригиналном рочношћу дужом од две године чинили око 64% кредитних потраживања од привреде.

¹² Од почетка 2016, закључно с јуном 2017, банке су отписале око 47 млрд динара *NPL* привреде.

¹³ У овој анкети учествује десет банака из Србије, чија актива чини нешто мање од половине укупне aktive банкарског сектора Србије (<http://www.eib.org/infocentre/publications/all/cesee-bls-2017-h1.htm>).

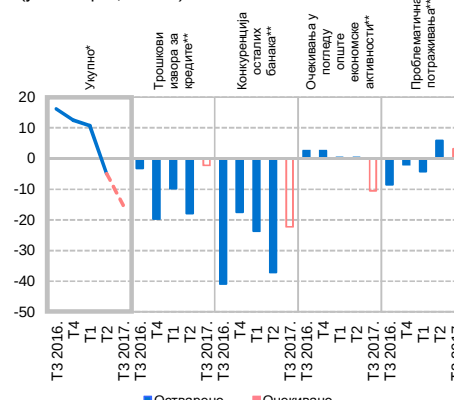
Укупан износ новоодобрених кредита привреди у Т2 (217,6 млрд динара) виши је за петину у поређењу с Т1. Предузећа су и даље највише користила кредите за обртна средства, који су чинили око 60% новоодобрених кредита привреди, а задржано је и релативно високо учешће инвестиционих кредита у новоодобреним кредитима (22%).

Резултати јулске анкете Народне банке Србије о кредитној активности банака¹⁴ показују да су у Т2 ублажени кредитни стандарди за мала и средња предузећа. Такве оцене подударају се са резултатима ЕИБ-ове Анкете о кредитној активности у земљама централне и југоисточне Европе, према којој је ублажавање за Србију било на нивоу просека региона. На ублажавање стандарда утицали су пре свега конкуренција међу банкама, нижи трошкови извора за кредите и већа спремност на преузимање ризика, а ти фактори би, уз даљи раст економске активности, требало да допринесу ублажавању стандарда, које се очекује и у Т3. Услови задуживања предузећа били су повољнији по основу нижих каматних маржи и пратећих трошкова, уз повећање максималног износа кредита. Према оцени банака, тражња предузећа за кредитима наставила је да расте и била је пре свега вођена потребом финансирања обртних средстава и инвестиција и реструктурирањем дуга. Исти фактори, уз доминантан утицај финансирања инвестиција, требало би да буду главни покретачи раста тражње и у Т3.

Кредити становништву су у Т2 наставили раст и, искључујући ефекат промене курса, повећани су за 4,0%, или 33,6 млрд динара. Расту и даље највише доприносе готовински кредити (укључујући и кредите за рефинансирање), а све више и повећано стамбено кредитирање. По искључењу ефекта промене курса, стамбени кредити су у Т2 повећани за 5,7 млрд динара, што је највећи тромесечни прираст од Т3 2011, када је на снази био и програм субвенционисаног стамбеног кредитирања.

Обим новоодобрених кредита становништву у Т2 (114,1 млрд динара) био је за 19,4% виши него у истом периоду претходне године. Грађани су и даље највише користили динарске готовинске кредите и кредите за рефинансирање, уз продужење рока на који су

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

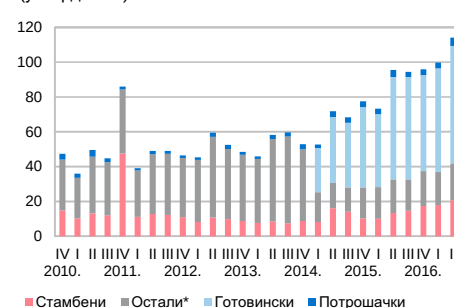


Извор: НБС.

* Позитивне вредности указују на поощравање, а negativne на
ублажавање кредитних стандарда у односу на претходно
тримесечје.

** Позитивне вредности указују на допринос datog faktora pooshtravaњу, a negativne ublažavaњу kreditnih standarda.

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

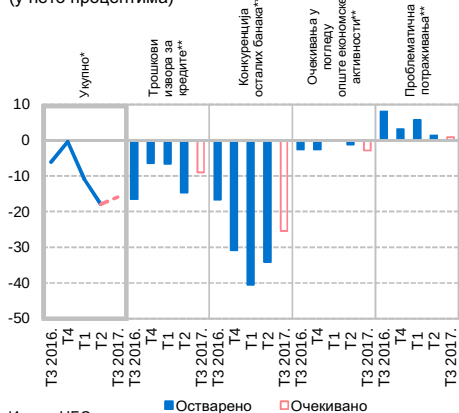


Извор: НБС.

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

¹⁴ Поменућу анкету Народна банка Србије спроводи од почетка 2014. године.

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.

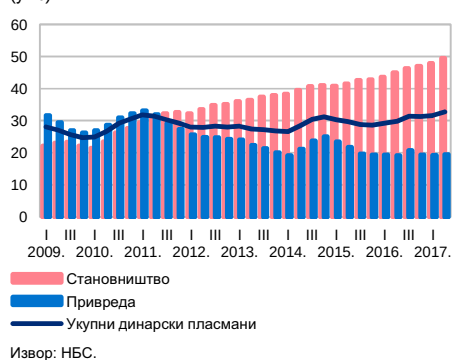
** Позитивне вредности указују на допринос датог фактора поштравању, а негативне ублажавању кредитних стандарда.

одобрени. Током Т2 ти кредити чинили су 59% новоодобрених кредита становништву, а 72% њих било је с роком отплате преко пет година. У складу с повољнијим трендовима на тржишту некретнина, наставља се опоравак стамбеног кредитирања. Током Т2 одобрено је 20,8 млрд динара ових кредита, или за 56,6% више у односу на исти период претходне године. Иако се већи део тог повећања дугује одобравању нових кредита, приметно је и повећано рефинансирање постојећих стамбених кредита, што се може довести у везу с коришћењем могућности задуживања по повољнијим условима с обзиром на знатно смањење каматних стопа у претходном периоду. Задуживање по кредитним картицама и прекорачењима по текућим рачунима благо је повећано у односу на Т1.

Резултати јулске анкете о кредитној активности банака показују да су банке и у Т2 наставиле са ублажавањем кредитних стандарда становништву, које је било пре свега вођено конкуренцијом међу банкама, али и нижим трошковима извора за кредите, повољнијим изгледима на тржишту некретнина и позитивним очекивањима у погледу економске активности. Банке су наставиле да снижавају каматне марже и пратеће трошкове, уз продужење рокова отплате. Евидентиран је знатан раст тражње, и то пре свега за оним кредитима за које је ублажавање стандарда било најизраженије – за динарским готовинским кредитима и кредитима за рефинансирање, као и за девизно индексираним стамбеним кредитима. На раст тражње за кредитима највише су утицали потреба рефинансирања постојећих обавеза и куповина непокретности, као и раст запослености и зарада у приватном сектору. Исти фактори требало би да буду главни покретачи њеног раста у Т3.

Учешће динарских пласмана у укупним пласманима привреди и становништву крајем јуна је износило 32,8%, што је за 1,1 п.п. више него крајем марта, а за 1,6 п.п. више него крајем 2016. Становништво наставља да се претежно задужује у динарима (у просеку је 70% новоодобрених кредита грађанима у динарима), што утиче на даљи раст динаризације пласмана становништву, која је у П1 повећана за 2,4 п.п. (од чега за 1,6 п.п. у Т2) и у јуну је достигла 49,4%. У јуну је 19,4% пласмана привреди било у динарима, што је исто колико и крајем 2016, а за 0,3 п.п. више него на крају марта.

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



Извор: НБС.

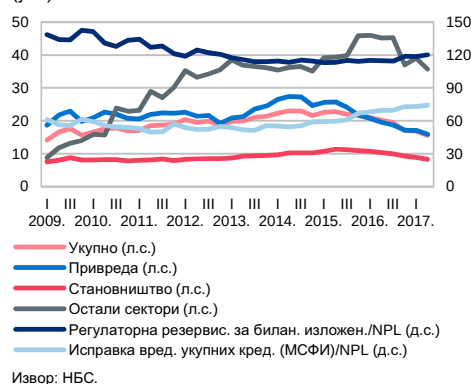
Спровођење Стратегије за решавање проблематичних кредита наставља да даје добре резултате. У својим оценама то потврђују и ММФ и рејтинг агенције, а према резултатима анкета о кредитној активности, нижи ниво *NPL* код привреде претходних тромесечја деловао је на ублажавање кредитних стандарда. Учешће *NPL*, рачунато по бруто принципу, у јуну је износило 15,6% и било је за 6,7 п.п. ниже него у августу 2015, када је Стратегија усвојена. Од почетка године оно је смањено за 1,4 п.п. (од чега у Т2 за 1,2 п.п.), чему доприносе активности на решавању *NPL*, с једне стране, и раст кредитне активности, с друге стране. Пад учешћа *NPL* у Т2 био је најизраженији у сектору привреде, када је смањено за 1,2 п.п., на 15,9% у јуну¹⁵, што је најнижа вредност овог показатеља још од децембра 2008. Код становништва учешће *NPL* је снижено за 0,7 п.п., на 8,2%.¹⁶ Додатно, исправка вредности укупних кредита у јуну је износила 74,2% *NPL* (што је за 4,6 п.п. више него пре годину дана), а регулаторна резервисања за билансну изложеност и даље у потпуности покривају износ бруто *NPL* и у јуну су износила 120,2%. Такође, показатељ адекватности капитала од 22,4% у јуну указује на високу капитализованост домаћег банкарског сектора.

3. Тржиште непокретности

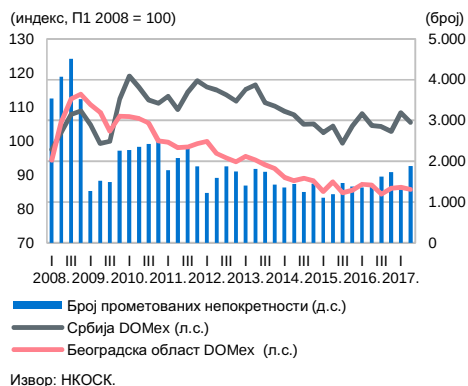
Ниже цене некретнина и ниже каматне стопе на стамбене кредите допринеле су опоравку тржишта непокретности у Т2. Повећана је тражња за стамбеним кредитима, а број прометованих непокретности у Т2 бележи највећи раст у последњих готово девет година.

Просечна цена некретнина у Србији, мерена индексом *DOMex*,¹⁷ у Т2 је забележила пад од 2,7%, који је у највећој мери био вођен nižом ценом некретнина у Војводини (9,9%). Благ пад цена некретнина, мерених овим индексом, регистрован је и у београдском региону (0,8%). Посматрано на мг. нивоу, цене некретнина су у Т2 благо порасле (за 0,8%).

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



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

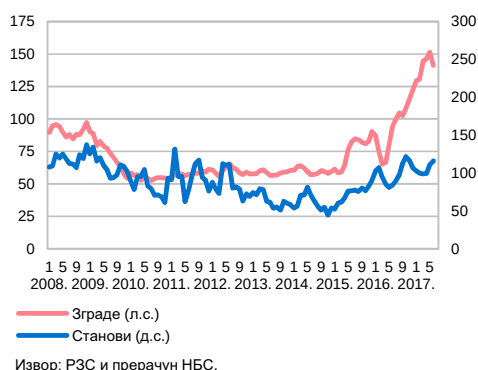


¹⁵ Обухвата привредна друштва и јавна предузећа. Уколико посматрамо само привредна друштва, учешће *NPL* у укупним кредитима у јуну је износило 15,9% и за 1,4 п.п. је ниже него у марту.

¹⁶ Уколико се укључе предузетници и приватна домаћинства, то учешће је смањено за 0,7 п.п., на 8,9%.

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

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

У Т2 је просечна цена некретности у Србији износила 873,8 евра по квадратном метру. Однос цена београдског региона и просека осталог дела земље повећан је са 1,67 у Т1 на 1,74 у Т2 због пада цена у Војводини. С друге стране, просечна цена у региону јужне и источне Србије, као и региону Шумадије и западне Србије, у односу на Т1 је повећана (2,7% и 1,1%, респективно).

Број прометованих некретности¹⁸ у Т2 је повећан у свим регионима. У односу на Т1, тај раст износи 44,1%, а у односу на исти период прошле године 31,0%, што је и највећи раст броја прометованих некретности на тримесечном нивоу у последњих готово девет година.

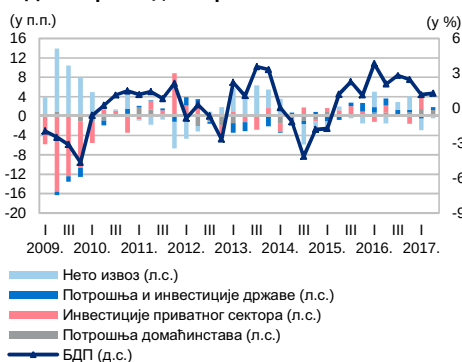
Раст промета некретности у Т2 последица је раста куповне моћи по основу раста зарада и запослености у приватном сектору, нижих трошкова финансирања куповине некретности, као и повећане понуде некретности, на шта указује већи број грађевинских дозвола у станоградњи у периоду јануар–мај за око 25% мг.

Према резултатима ЕИБ-ове Анкете о кредитној активности банака, претходних месеци забележен је снажан раст тражње за стамбеним кредитима, који је био изнад просека у региону. Тај раст је, према јулској анкети Народне банке Србије, био већи од очекивања изнетих у априлској анкети, а наставак таквих кретања очекује се и у Т3. Томе, уз опоравак тржишта непокретности, доприносе и рекордно ниске каматне стопе на евроиндексиране стамбене кредите. И резултати ЕИБ-ове Анкете указују на даљи опоравак тржишта непокретности, уз оцене да ће његов позитиван утицај на раст тражње за кредитима у Србији бити знатно јачи него у региону.

4. Агрегатна тражња

Бржи раст БДП-а у Т2 (0,3% дсз.) у односу на Т1 (0,2% дсз.) у највећој мери је резултат опоравка инвестиција државе услед интензивније реализације инфраструктурних пројеката. Позитиван допринос су наставиле да пружају и остале компоненте домаће тражње, а смањен је и негативан допринос нето извоза у односу на почетак године. Према прелиминарној процени

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС за Т2 2017.

¹⁸ Број прометованих непокретности и цена стана по квадратном метру односе се само на некретности чија је куповина финансирана осигураним кредитима.

Републичког завода за статистику, раст БДП-а у Т2 је износио 1,3% м. и, према нашој процени, био је у највећој мери вођен приватним инвестицијама и потрошњом домаћинства.

Раст БДП-а у 2017, према нашој процени, биће вођен домаћом тражњом. Наставак раста инвестиција очекује се по основу повољног макроекономског и пословног амбијента и наставка убрзане реализације инфраструктурних пројеката, док би раст реалног расположивог дохотка по основу веће запослености и зарада требало да утиче на даљи раст потрошње домаћинства. Повољнији изгледи за раст зоне евра и ефекти реализованих инвестиција из претходног периода наставиће подстицајно да делују на раст извоза робе и услуга. Међутим, очекивани раст увоза репроматеријала и опреме за потребе индустрије могао би да умањи позитиван допринос нето извоза кретању БДП-а.

Домаћа тражња

Раст **потрошње домаћинства** је настављен у Т2 и, према нашој процени, износио је 0,6% дсз., уз позитиван допринос расту БДП-а од 0,4 п.п. На раст потрошње домаћинства указује већи промет у трговини на мало у Т2 (1,2% дсз.), кретање показатеља из области туризма, тј. број долазака и ноћења туриста, који су у истом периоду повећани за 5,9% дсз. и 7,0% дсз., респективно, као и повећан увоз потрошне робе за 2,4% дсз. Раст потрошње домаћинства у Т2 је настављен и на м. нивоу (1,7% у Т2), што је позитивно допринело кретању БДП-а са 1,2 п.п.

Током Т2 позитивна кретања наставили су да бележе и главни извори потрошње домаћинства. Наставак позитивних кретања на тржишту рада, који се огледа у расту запослености и зарада у приватном сектору, утицао је на повећање реалне масе зарада у приватном сектору од 2,7% дсз. Поред тога, нето прилив дознака из иностранства у Т2 је наставио раст на м. нивоу, као и новоодобрени кредити намењени потрошњи.

Према нашој процени, раст је у Т2 забележила и финална **потрошња државе** (0,6% дсз.), што је позитивно допринело кретању БДП-а са 0,1 п.п. Такво кретање резултат је повећања издатака за куповину робе и услуга, док су расходи за зараде реално смањени, што је у складу с наставком рационализације јавног сектора. Раст ове компоненте

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

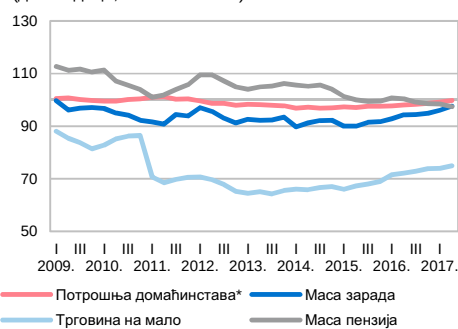
	2016.		2017.	
	T3	T4	T1	T2
Потрошња домаћинства	0,5	1,0	1,9	1,7*
Индикатори				
Промет у трговини на мало	6,8	6,7	3,7	3,4
Промет у угоститељству	9,7	6,7	10,5	4,7**
Број домаћих туриста	11,2	10,9	2,7	10,1
Број ноћења домаћих туриста	11,6	9,4	-0,6	10,8
Увоз потрошне робе (БЕС класификација), номинално	1,3	1,8	11,8	3,1
Извори				
Маса зарада у приватном сектору	5,3	6,4	5,8	6,0
Маса укупних социјалних трансфера	1,0	-5,2	-1,6	-2,4
Маса пензија	-0,2	-0,8	-2,3	-2,9
Нето прилив дознака, номинално	-6,1	-7,4	8,3	4,1
Новоодобрени потрошачки кредити, номинално	-1,4	-0,1	6,1	15,1
Новоодобрени готовински кредити, номинално	59,1	20,0	41,9	14,7

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС

** Април–мај.

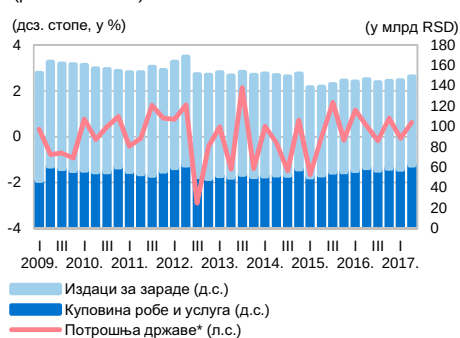
Графикон IV.4.2. Потрошња домаћинства (дсз. подаци, П1 2008 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС за Т2 2017.

Графикон IV.4.3. Потрошња државе (реални износи)



Извор: РЗС, Министарство финансија и прерачун НБС.

* Процена НБС за Т2 2017.

Табела IV.4.2. Показатељи кретања инвестиција

	2016.			2017.	
	II	III	IV	I	II
Реални показатељи (дсз. подаци, тромесечни раст, у %)					
Залихе					
индустријских производа	-0,1	6,1	-0,8	5,1	3,0
Индустријска производња					
машина и опреме	2,4	-3,8	7,3	31,4	8,2
Извоз					
средстава за рад*	6,8	0,0	5,7	-2,3	3,9
Увоз					
средстава за рад*	-0,1	-0,9	3,4	4,1	4,2
Залихе					
машина и опреме	2,9	-0,9	-8,1	7,2	23,5
Индустријска производња					
интермедијарних производа	4,8	-1,5	-0,1	6,2	5,4
Извоз					
интермедијарних производа*	3,7	1,0	9,1	8,5	5,2
Увоз					
интермедијарних производа*	0,6	1,2	8,3	6,3	2,9
Залихе					
интермедијарних производа	0,8	7,4	-0,2	5,1	4,6
Индустријска производња					
грађевинског материјала	1,5	-0,4	1,0	1,8	-0,1
Залихе грађевинског					
материјала	2,6	2,7	3,9	5,0	3,3
Инвестиције државе**	3,8	-1,0	-8,1	-9,3	18,3

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Извоз и увоз су изражени у еврима.

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

БДП-а настављен је и на мг. нивоу (1,6%), уз позитиван допринос кретању БДП-а од 0,3 п.п.

Раст су у Т2 наставиле и инвестиције у фиксне фондове, што је у великој мери резултат поправљања пословног амбијента. Расту инвестиција је у великој мери допринео опоравак **инвестиција државе**, који је, према нашој процени, износио 18,3% дсз. (допринос БДП-у 0,5 п.п.). На то указује кретање капиталних расхода буџета, чија је реализација знатно убрзана у Т2 за потребе улагања у инфраструктуру. Посматрано на мг. нивоу, инвестиције државе су више за 8,1% (допринос БДП-у 0,3 п.п.).

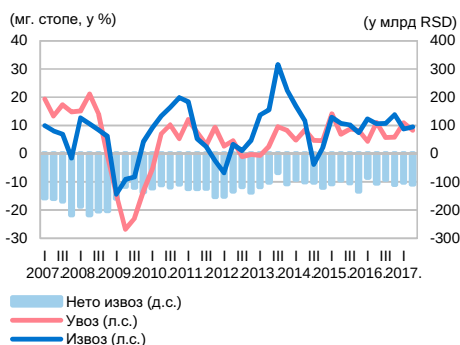
Раст је забележен и код **приватних инвестиција** (1,0% дсз., према нашој процени) и био је у највећој мери одређен повећаним улагањима у опрему, на шта указује већа домаћа производња (8,2% дсз.) и повећан увоз опреме (4,2% дсз.). Посматрано на мг. нивоу, приватне инвестиције су у Т2 наставиле раст (3,1%) и позитивно допринеле кретању БДП-а са 0,5 п.п.

Током Т2 је забележен релативно висок нето прилив СДИ од близу 490 млн евра (раст од 20,7% мг.), који је и даље широко пројектно и географски распрострањен. Као извор за финансирање инвестиција коришћени су и инвестициони кредити, који су задржали релативно високо учешће у укупним новоодобреним кредитима привреди (око 22%). Захваљујући повећаној профитабилности предузећа, отворен је простор за раст инвестирања и из сопствених извора.

Позитиван допринос кретању БДП-а у Т2 је потекао и од повећања **залиха** (0,3 п.п.). Залихе готових производа индустрије бележе раст од 3,0% дсз., а посматрано по областима, највећи раст залиха забележен је у хемијској индустрији и производњи основних метала, производа од метала и машина и опреме, а у мањој мери и у производњи хране и грађевинског материјала.

Нето екстерна тражња

Реални раст извоза робе и услуга настављен је и у Т2 (4,1% дсз.) вођен позитивним кретањима у већини области прерађивачке индустрије и опоравком извоза пољопривредних производа. С друге стране, повећане потребе индустрије за увозом опреме и

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

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС за Т2 2017.

репроматеријала, а у одређеној мери и повећан увоз потрошне робе због наставка раста потрошње домаћинства утицали су на то да реални раст увоза робе и услуга (5,1% дсз.) буде бржи од извоза. То је за последицу имало негативан допринос нето извоза кретању БДП-а у Т2 (1,2 п.п.), али у мањој мери у поређењу с Т1.

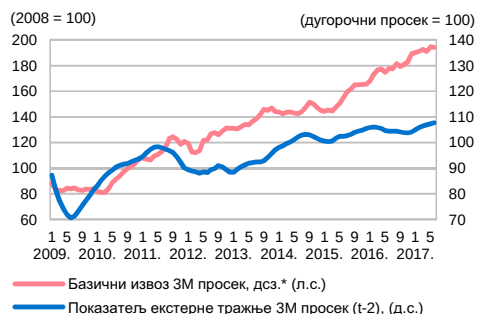
Наставак добрих извозних перформанси у великој мери резултат је позитивног деловања екстерне тражње, на шта указује кретање њеног показатеља¹⁹, који је у Т2 наставио раст (0,8% дсз.), уз задржавање широке географске распрострањености. С друге стране, на мг. нивоу, увозне цене су и у Т2 расле брже од извозних, тако да су односи размене деловали мање подстицајно на спољнотрговинску размену.

Робни извоз изражен у еврима наставио је у Т2 да расте (2,2% дсз.), уз задржавање широке распрострањености по областима прерађивачке индустрије (раст у 14 од 23 области). Највећи допринос расту потекао је од извоза основних метала, који је у Т2 повећан за 15,3% дсз., што је резултат раста инвестиција у домаћој железари након проналажења стратешког партнера. Извоз основних метала у П1 је повећан преко 50% мг., а компанија „Хестил Србија” постала је други највећи појединачни извозник. Већа производња и извоз основних метала, уз раст производње у остатку металског комплекса, доприносе настављеном расту извоза производа од метала и машина и опреме. Позитивна кретања настављена су и у другим извозно оријентисаним областима попут производа од гуме и пластике и хемијских производа.

С друге стране, пад извоза у Т2 забележен је у аутомобилској индустрији и у највећој мери је последица успоравања извоза „Фијата”, који је делом неутралисан вишим извозом осталих компанија из ове области. Поред тога, нижи извоз забележен је и у области производње електричне опреме и рачунара и електронских производа, као и код нафтних деривата, што је делом последица пада њихових цена током Т2.

Раст извоза регистрован је и код пољопривредних производа, захваљујући у највећој мери опоравку извоза житарица, који је у јануару и фебруару био знатно смањен због хладног времена. Тако је,

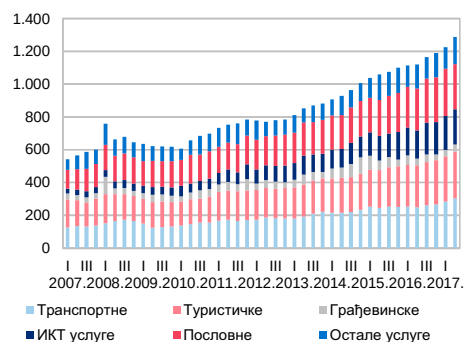
Графикон IV.4.5. Кретање показатеља екстерне тражње и базичног извоза Србије



Извор: Европска комисија, РЗС и НБС.

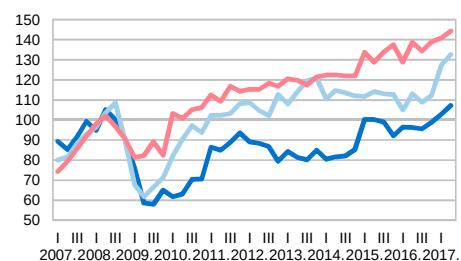
* Без пољопривреде, енергената, моторних возила и основних метала.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



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 21 земљу наших најзначајнијих спољнотрговинских партнера, где су пондери њихова учешћа у извозу Србије.

количински посматрано, извоз пшенице био за око 50% виши него у Т1, а извоз кукуруза за око 40%. Поред житарица, у Т2 је повећан и извоз воћа и поврћа и сточне хране, док је извоз шећера и меса био на сличном нивоу као у Т1.

Током Т2 настављен је и раст извоза услуга (5,0% дсз.), чему је у највећој мери допринео већи извоз транспортних услуга. Раст извоза настављен је и код туристичких и грађевинских услуга, као и информационих и комуникацијских услуга. С друге стране, извоз пословних услуга је у Т2 забележио пад. Посматрано на мг. нивоу, извоз услуга је у Т2 убрзао раст и био је за 16,2% виши у односу на исти период претходне године.

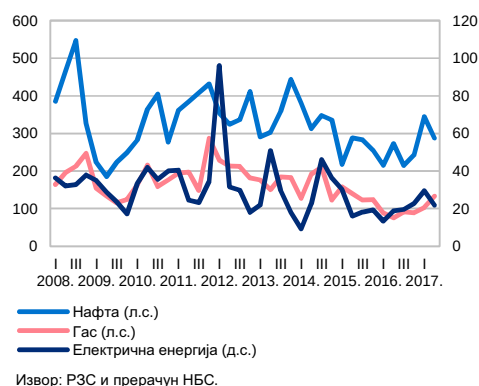
Раст робног увоза израженог у еврима у Т2 (3,7% дсз.) у великој мери је резултат повећаних потреба индустрије за опремом и средствима за репродукцију, чији је увоз повећан за по 4,2% дсз. Поред тога, у складу с ранијим очекивањима, наставак раста потрошње домаћинстава одразио се и на повећан увоз потрошне робе (2,4% дсз.) у Т2.

Посматрано према намени ЕУ, раст увоза забележен је код капиталних и интермедијарних производа, што је у складу с већ поменутих потребама привреде, пре свега прерађивачке индустрије. Раст је забележен и код увоза трајних потрошних добара, док су нетрајни производи за широку потрошњу увезени у мањем износу него у Т1.

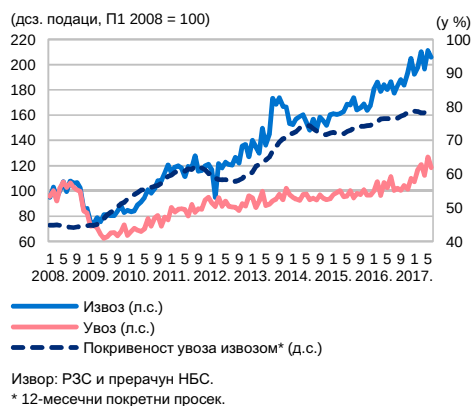
Када је у питању увоз енергената, он је био очекивано нижи (4,2% дсз.) него у Т1. При томе, нижи увоз регистрован је код нафтних деривата и електричне енергије, што је делом резултат опоравка домаће производње, а у случају нафтних деривата и ниже увозне цене. С друге стране, раст увоза у Т2 је забележен код природног гаса, што се може повезати с растом активности у индустрији.

Током Т2 задржано је високо учешће покривености робног увоза извозом, које је у јуну износило 78,2% и за 1,8 п.п. је више него у истом месецу претходне године. Захваљујући наставку добрих извозних перформанси, робни извоз је у јуну био 106,0% виши у односу на преткризни ниво²⁰, док је висок раст робног увоза од почетка године допринео да се он у јуну нађе 18,4% изнад свог преткризног нивоа.

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



Графикон IV.4.9. Робна размена у еврима



²⁰ Ниво из П1 2008.

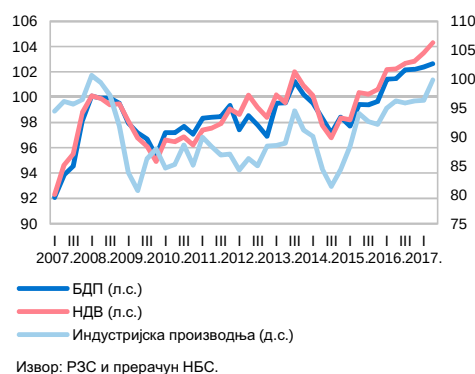
5. Економска активност

Позитиван подстицај расту БДП-а (0,3% дсз.) наставила је да пружа прерађивачка индустрија, вођена већом екстерном тражњом и инвестицијама из претходног периода, као и настављеним опоравком домаће тражње, који је истовремено деловао и на раст већине услужних сектора. Поред тога, у Т2 је започет опоравак у рударству и енергетици, што је, уз настављен раст у прерађивачкој индустрији, допринело томе да, према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, БДП у Т2 убрза раст на 1,3% мг. Раст БДП-а би на нивоу године требало да буде вођен индустријом и услужним секторима, што је у складу с кретањима у П1. Позитиван допринос расту БДП-а очекује се и од грађевинарства, које би у П2 требало да поправи своје перформансе, док се, сходно ранијим очекивањима, а имајући у виду веома добру претходну пољопривредну сезону, негативан допринос очекује од пољопривреде.

Започети опоравак у секторима рударства и снабдевања електричном енергијом, гасом и паром и наставак повољних трендова у прерађивачкој индустрији утицали су на бржи раст БДП-а у Т2 у поређењу с Т1, који је, према нашој процени, износио 0,3% дсз. Раст економске активности, мерено НДВ-ом, у Т2 је, према нашој процени, износио 0,8% дсз., што указује на то да су негативни ефекти углавном потицали од пољопривреде. Поред индустрије, позитиван допринос кретању БДП-а потекао је и од веће активности у услужним секторима. Економска активност је у Т2 наставила да се креће изнад свог преткризног нивоа:²¹ 2,6%, мерено БДП-ом, и 4,3%, мерено НДВ-ом.

Према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, БДП је убрзао раст, са 1,2% мг. у Т1 на 1,3% мг. у Т2. Према нашој процени, раст БДП-а је у Т2 у највећој мери био вођен индустријом, чија је активност убрзала раст након негативних ефеката хладног времена с почетка године. Позитиван допринос наставили су да пружају и услужни сектори услед даљег раста потрошње домаћинстава. С друге стране, пољопривреда је због високе базе из претходне године и у Т2 исказала мг. пад и негативно допринела кретању БДП-а.

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

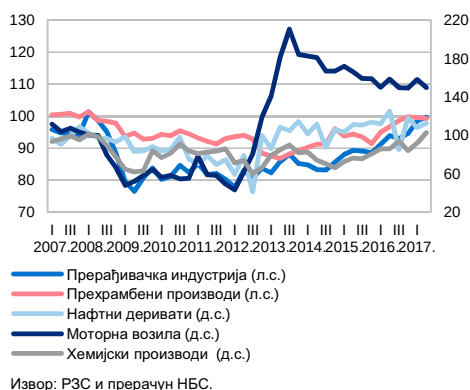


Графикон IV.5.2. Физички обим производње у енергетици и рударству (дсз. подаци, П1 2008 = 100)



²¹ Ниво из П1 2008.

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



Након смањења физичког обима производње у Т1, сектори рударства и снабдевања електричном енергијом, гасом и паром у Т2 су забележили опоравак, уз раст физичког обима производње од 5,5% дсз. и 4,4% дсз., респективно. Раст физичког обима производње у рударству резултат је повећане експлоатације угља (7,9% дсз.), а у мањој мери и повећања експлоатације руда метала (11,1% дсз.). Поред тога, прерађивачка индустрија је наставила да бележи добре перформансе и у Т2 је остварила раст физичког обима производње од 1,2% дсз.

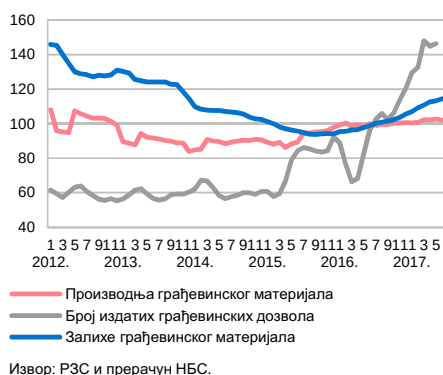
Раст прерађивачке индустрије у Т2 био је широко распрострањен међу извозно оријентисаним областима, на шта су са стране понуде позитивно деловали ефекти активирања инвестиција из претходног периода и раст екстерне тражње. Посматрано по областима, највећи позитиван допринос расту прерађивачке индустрије потекао је од хемијске и нафтне индустрије, производње машина и опреме, основних метала и производа од метала, гуме и пластике и електричне опреме. С друге стране, мањи физички обим производње у Т2 регистрован је у аутомобилској и фармацеутској индустрији.

Индустријска производња је на мг. нивоу у Т2 убрзала раст на 3,1%, уз наставак позитивног доприноса прерађивачке индустрије (3,8 п.п.), у оквиру које око 80% области бележи мг. раст. Позитиван допринос потекао је и од рударства (0,4 п.п.), које се опоравило од ефеката хладног времена. С друге стране, физички обим производње у сектору снабдевања електричном енергијом, гасом и паром и у Т2 је забележио мг. пад (6,2%), али је он у знатној мери успорен у односу на Т1 (14,5%).

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



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



Кретање показатеља у области грађевинарства указује на то да би овај сектор у наредном периоду требало да забележи повољнија кретања у односу на почетак године. Томе у прилог иде веће извршење капиталних расхода државе, који су највећим делом усмерени на реализацију инфраструктурних пројеката, као и наставак повећања броја формално запослених у грађевинарству. Такође, да се у остатку године може очекивати наставак опоравка грађевинарства, указује и већи број издатих грађевинских дозвола (84,9% мг. у периоду јануар–мај), као и предвиђене вредности радова од 32,3% мг.

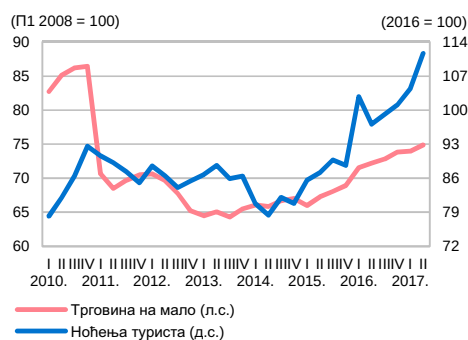
Према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, производња пшенице је у 2017. била за око 20% нижа на годишњем нивоу, што је делом

последица мањих засејаних површина, а делом и рекордних прошлогодишњих приноса. С друге стране, за око 10% повећане су засејане површине под индустријским биљем, док су површине засејане кукурузом сличне прошлогодишњем нивоу. С обзиром на то да тренутно не располажемо званичним проценама о приносу кукуруза и индустријског биља, у време израде пројекције претпоставили смо да ће они бити на нивоу вишегодишњих просека.

Позитиван допринос кретању БДП-а у Т2, према нашој процени, потекао је и од већине **услужних сектора**. Показатељи у области трговине и услуга смештаја и исхране, који су доступни на месечном нивоу, остварили су раст и у Т2. Тако је промет у трговини на мало повећан за 1,2% дсз., а укупан број долазака туриста за 5,9% дсз., уз раст броја њихових ноћења од 7,0% дсз.

Посматрано на нивоу године, раст БДП-а у 2017. години требало би да буде вођен индустријом и услугама, што је у складу с кретањима у П1. На очекивани раст индустрије позитивно ће деловати екстерна тражња и наставак реализације инвестиција, док ће даљи раст потрошње домаћинства допринети расту услужних сектора. У одређеној мери позитиван допринос БДП-у требало би да потекне и од грађевинарства, с обзиром на то да показатељи из ове области указују на повољнија кретања у остатку године. У складу с нашим ранијим очекивањима, допринос пољопривреде БДП-у у 2017. требало би да буде негативан због високе базе која је резултат изузетне прошлогодишње сезоне.

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.)

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

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

Осврт 2: Показатељ економских очекивања за Србију (ESI)

За потребе оцене текућих економских кретања и краткорочног прогнозирања често се користе показатељи добијени на основу анкета које се спроводе међу привредним субјектима и становништвом. Предност тих показатеља јесте њихова доступност у релативно кратком року (непосредно по завршетку или чак у току посматраног периода), тако да се они користе као водећи показатељи економских кретања, тј. указују на кретање одређених економских варијабли пре него што званична статистика објави податке. Један од таквих показатеља (*Economic Sentiment Indicator – ESI*) креирала је Европска комисија¹ и рачуна се за земље чланице ЕУ и за земље кандидате, као и на агрегатном нивоу за ЕУ и зону евра. Поред предности коју даје у смислу кратког рока доступности података, рачунање и праћење управо овог показатеља мотивисано је и потребом за усаглашавањем оцене економских услова у ЕУ и земљама кандидатима, чиме се обезбеђује и могућност бољег поређења стања и изгледа економије на нивоу појединачних земаља.

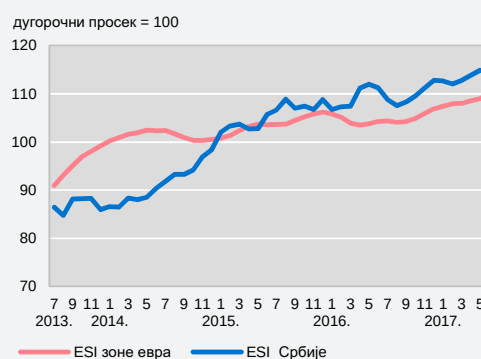
Рачунање показатеља економских очекивања врши се на основу одговора испитаника на питања у вези са оценом текућих и будућих економских кретања. У оквиру показатеља садржани су одговори на укупно петнаест питања, која су груписана у пет сектора – индустрију, трговину на мало, остале услужне секторе, грађевинарство и потрошаче. Истраживање се врши у виду анкете, на основу стратификованог узорка,² коју у Србији спроводи Републички завод за статистику. Питања су најчешће квалитативног карактера, а одговори су најчешће дефинисани тако да укажу на побољшана, погоршана или непромењена очекивања испитаника. Квантификовање одговора врши се рачунањем нето процената, тј. разликом између броја одговора код којих се очекује побољшање и броја одговора код којих се очекује погоршање економских кретања исказаном у п.п. Из тако добијених нето процената потом се искључује ефекат сезоне и они се агрегирају у показатеље по појединим секторима који су од великог аналитичког значаја, нарочито у грађевинарству и осталим услужним секторима, за које су подаци званичне статистике доступни на тромесечном нивоу и с већим временским кашњењем. Секторски показатељи даље се комбинују у показатељ економске активности за целу економију, при чему се као **пондери за поједине секторе** користе следећи проценти:

- индустрија 40%,
- трговина на мало 5%,
- остали услужни сектори 30%,
- грађевинарство 5%, и
- потрошачи 20%.

Агрегатни показатељ економских очекивања изражен је као индекс код кога се као базни период узима његов дугорочни просек, тако да кретање индекса изнад 100 указује на то да су економска очекивања изнад свог дугорочног просека и обратно.

Почев од маја 2013. овај показатељ се израчунава и за Србију, а његово кретање (Графикон О.2.1) указује на знатно побољшање очекивања у погледу економских услова у Србији. Свој дугорочни просек овај показатељ је достигао на почетку 2015, што се може повезати са започетим структурним реформама. Након тога показатељ економских очекивања наставио је да се константно креће изнад свог дугорочног просека, чему су допринели пре свега постигнута макроекономска стабилност, наставак спровођења

Графикон О.2.1. Показатељи економских очекивања Србије и зоне евра (тримесечни покретни просеци)



Извор: Европска комисија и прерачун НБС.

¹ https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/indicators-statistics/economic-databases/business-and-consumer-surveys/methodology-business-and-consumer-surveys/methodological-guidelines-and-other-documents_en.

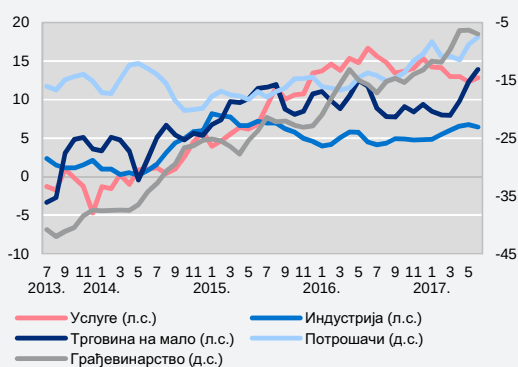
² Узорак у сектору индустрије обухвата 1.541 предузеће, у сектору трговине на мало 1.641 предузеће, у осталим услужним секторима 1.649 предузећа, у грађевинарству 887 предузећа и у сектору потрошача 1.200 домаћинстава.

структурних реформи и побољшање пословног окружења, бољи од очекиваних ефекти фискалне консолидације, као и опоравак тржишта рада. Поред домаћих фактора, побољшању економских очекивања допринео је раст у зони евра, подржан експанзивном монетарном политиком ЕЦБ-а, на шта указује и кретање истог показатеља конструисаног за зону евра, који се од почетка 2014. креће изнад свог дугорочног просека. Такође, очекивано уочљива је и висока позитивна корелација кретања ових показатеља за Србију и зону евра, која у посматраном периоду износи 0,83 (Графикон О.2.1).

Секторски посматрано, економска очекивања су од средине 2013. поправљена у свим секторима (Графикон О.2.2). Економска очекивања у секторима индустрије и трговине на мало готово су се током целог периода посматрања (јул 2013 – јун 2017) кретала у позитивној зони, што указује на то да је број испитаника који су очекивали побољшање економских услова био већи од броја оних који су очекивали погоршање. Највећи помак, према овом показатељу, направљен је у сектору грађевинарства (смањење негативног нето процента са 40,8 п.п. средином 2013. на 7,0 п.п. у јуну 2017), што се може довести у везу са унапређењем законске регулативе у овој области (увођење електронског издавања грађевинске дозволе, реформа катастра непокретности у погледу скраћивања рока за упис својине и сл.). Побољшана су и економска очекивања у осталим услужним секторима, о чему сведочи позитивна вредност нето процента од 12,9 п.п. у јуну 2017, за разлику од јула 2013. (–1,3 п.п.), као и у сектору потрошача (са –16,0 п.п. на –7,5 п.п.).

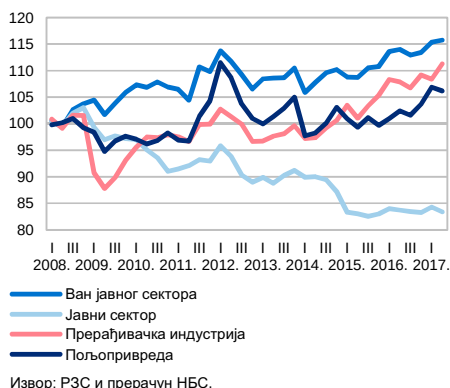
Изузев благог пада у јануару и фебруару, који се може повезати с последицама хладног времена, раст показатеља економских очекивања настављен је и у П1 2017. Побољшање економских очекивања настављено је у већини посматраних сектора, што би могло да указује на то да је раст економске активности широко секторски дисперзован, а наставак повољних економских очекивања и у зони евра требало би да пружи подстицај са стране екстерне тражње. То би, уз наставак спровођења структурних реформи и очување макроекономске стабилности, у наредном периоду требало позитивно да делује на очекивања економских субјеката и да се одрази на њихове одлуке у погледу инвестиција и потрошње.

Графикон О.2.2. Секторски показатељи економских очекивања за Србију
(тримесечни покретни просеци, у нето процентима)



Извор: Европска комисија и прерачун НБС.

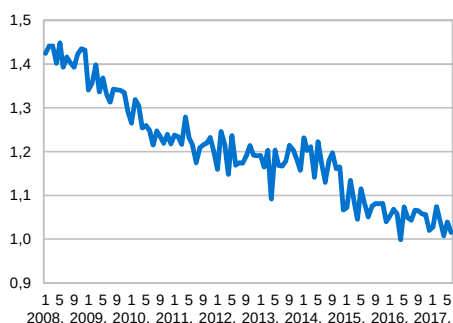
Графикон IV.6.1. Кретање реалне нето зараде (дсз. подаци, П1 2008 = 100)



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



6. Кретања на тржишту рада

Вођен превасходно позитивним кретањима у приватном сектору, опоравак тржишта рада настављен је и у Т2. Раст економске активности био је праћен растом зарада, уз истовремено повећање броја формално запослених и смањење броја незапослених лица.

Зараде и продуктивност рада

Реална нето зарада у Т2 је наставила да расте (0,2% дсз.), вођена већом зарадом у приватном сектору (0,3% дсз.), док је, с друге стране, реална нето зарада у јавном сектору смањена (1,1% дсз.). Такво кретање допринело је даљем смањивању јаза између просечне зараде у јавном и приватном сектору, на 1,5% у јуну. Раст укупне реалне нето зараде настављен је и на мг. нивоу (0,8%), чему је, такође, допринео наставак раста зарада у приватном сектору (1,4% мг.). Истовремено, реална зарада у јавном сектору нижа је за 0,4%.

Посматрано по делатностима, највећи дсз. раст реалне нето зараде забележен је у секторима прерађивачке индустрије и трговине, који су од почетка године у највећој мери и допринели расту економске активности. Раст реалне нето зараде забележен је и у сектору пословања некретнинама, финансијском сектору, а у мањој мери и у грађевинарству. С друге стране, нижа реална нето зарада регистрована је у рударству и енергетици, пољопривреди и услужним секторима у којима је високо учешће државе (државна управа, образовање, здравство и социјална заштита).

Раст просечне зараде и броја запослених у приватном сектору допринео је даљем расту укупне масе зарада и у Т2 (1,7% дсз.), док су, с друге стране, нижа просечна зарада и настављена рационализација јавног сектора за последицу имале пад масе зарада у оквиру тог сектора. Просечна номинална нето зарада исплаћена у Републици Србији у Т2 је износила 48.670 динара и била је за 4,6% виша него у истом периоду претходне године.

Раст продуктивности у укупној индустрији забележен у Т2 (1,3% дсз.) био је нижи од раста реалне бруто зараде (2,2% дсз.), па су по том основу јединични трошкови рада повећани за 0,9% дсз.

Запосленост

Бржи раст економске активности у Т2 и наставак активности на сузбијању сиве економије, према нашој процени, наставили су позитивно да делују на кретања на формалном сегменту тржишта рада. Према подацима Републичког завода за статистику добијеним из базе Централног регистра обавезног социјалног осигурања, број формално запослених је у Т2 повећан за 1,4%. Такво кретање резултат је наставка раста запослених код правних лица и броја предузетника и запослених код њих, док је број регистрованих индивидуалних пољопривредника био мањи. Посматрано на мг. нивоу, укупан број формално запослених лица у јуну је повећан 2,7%.

Раст броја формално запослених лица у Т2 је у највећој мери резултат повећане запослености у приватном сектору, пре свега у прерађивачкој индустрији и трговини, а у мањој мери у секторима саобраћаја, услуга смештаја и исхране и у стручним, научним, иновационим и техничким делатностима. Мањи број запослених у Т2 забележен је у финансијском сектору и у сектору образовања.

Повећане потребе за запошљавањем, у комбинацији с мерама активних политика на тржишту рада, наставили су да дају резултате на плану смањења броја незапослених. Према подацима Националне службе за запошљавање, број незапослених је у Т2 додатно смањен за 42.470 лица и у јуну је износио 645.426 лица. Смањење броја незапослених у Т2 забележено је у свим групама занимања, а пре свега код занимања повезаних с прерађивачком индустријом и трговином, што је у складу с повећањем запослености у тим секторима. Током Т2 смањен је и број лица која примају новчану накнаду за незапосленост, на 36.385 лица у јуну.

Подаци Анкете о радној снази доступни за Т1 били су у складу са очекивањима, с обзиром на то да је због сезонских фактора забележено повећање стопе незапослености и смањење стопе запослености у односу на Т4 2016. Ипак, посматрано у поређењу с Т1 2016, најважнији показатељи тржишта рада су поправљени, што потврђују позитивна кретања, а на која указују подаци из формалних извора (Централни регистар обавезног социјалног осигурања и Национална служба за запошљавање). Тако је стопа запослености у Т1 (44,2%) била за 1,6 п.п. виша него у истом периоду претходне године, вођена већом

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

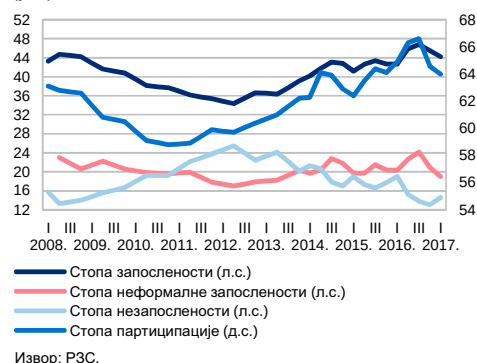


Табела IV.6.1. Кретања формалне запослености и незапослености (тримесечне стопе раста, стање крајем периода)

	2016.		2017.	
	Т3	Т4	Т1	Т2
Укупан број формално запослених	0,6	0,1	0,5	1,4
Запослени код правних лица	0,7	-0,1	0,5	1,3
Приватни предузетници и запослени код њих	1,2	0,8	1,1	2,7
Индивидуални пољопривредници	-1,5	0,2	-1,1	-1,5
Незапослена лица	-3,1	2,4	-1,9	-6,2
Први пут траже запослење	-2,8	0,9	-2,6	-5,1
Била у радном односу	-3,2	3,1	-1,5	-6,7

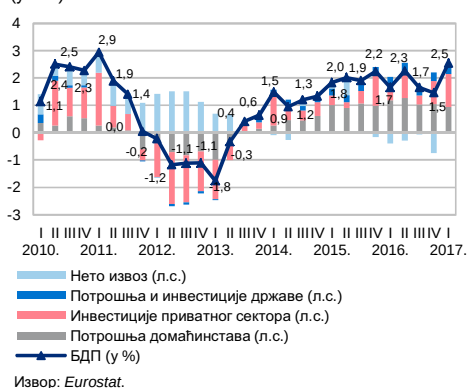
Извор: РЗС и Национална служба за запошљавање.

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



Извор: РЗС.

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



запослености у индустрији и услужним секторима, уз пад стопе неформалне запослености за 1,3 п.п., на 19%. Такође, у истом периоду је стопа незапослености смањена за 4,4 п.п., на 14,6%. Притом, смањена је дугорочна стопа незапослености, као и стопа незапослености по свим старосним групама.

7. Међународно окружење

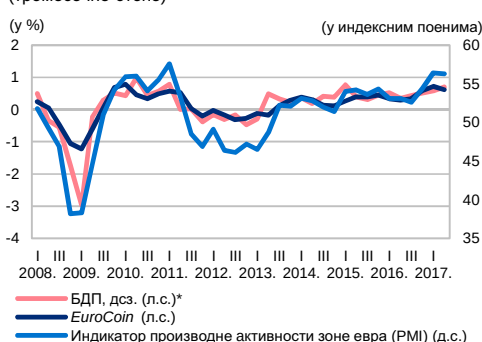
Позитивна економска кретања у зони евра настављена су и у Т2 2017, уз убрзање раста БДП-а и његову широку секторску и географску распрострањеност. Бржи раст зоне евра подстицајно је деловао и на убрзање раста БДП-а у земљама централне и југоисточне Европе. Таква кретања допринела су поправљању економских изгледа и ревидирању пројекција раста БДП-а навише у овој и наредној години за већину европских земаља. С друге стране, раст БДП-а у САД је ревидиран наниже због слабијих економских кретања на почетку године и ризика у погледу спровођења најављених стимулативних економских мера.

Упркос убрзању привредног раста, инфлаторни притисци у већини земаља још увек су слаби, чему пре свега доприноси поновни пад цене нафте на светском тржишту. У складу с ниским инфлаторним притисцима, мере монетарне политике централних банака већине земаља и даље су експанзивне. Изузетак су мере ФЕД-а, који је наставио с нормализацијом монетарне политике. Иако се очекује да буде постепена, динамика њене нормализације у наредном периоду утицаће на глобалне токове капитала.

Економска активност

Зона евра, по свему судећи, налази се на путањи одрживог раста. Раст БДП-а је у Т1 2017. износио 0,5% дсз. и био је вођен домаћом тражњом, уз широку секторску и географску распрострањеност. Приватна потрошња је остала снажан покретач раста захваљујући расту реалног расположивог дохотка и потрошачког поверења, а снажан допринос пружиле су и инвестиције вођене повољним условима финансирања, растом тражње за некретнинама и потребама за модернизацијом опреме. Посматрано с производне стране, највећи допринос потекао је од грађевинарства и услужних сектора, а у мањој мери и од индустрије.

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



Кретање водећих показатеља указивало је на то да би раст БДП-а могао бити додатно убрзан у Т2, што је и потврђено прелиминарном проценом *Eurostat*-а (0,6% дсз.). Композитни индекс економске активности (*PMI Composite*) у просеку је у Т2 забележио највише вредности у последњих шест година, док је *Economic Sentiment Indicator* у просеку био виши за 1,9% у односу на Т1. Опоравак је настављен и на тржишту рада, уз даљи пад стопе незапослености, која је у јуну достигла најнижи ниво у последњих осам година (9,1%).

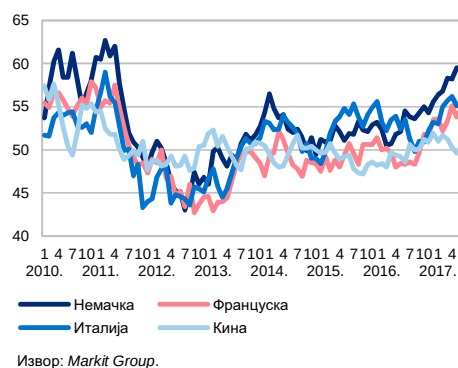
Све највеће економије зоне евра, осим Француске, убрзале су раст у Т1, а на основу кретања водећих показатеља благо убрзање могло би се очекивати и у Т2. Индустијска производња с производне стране, а приватна потрошња и инвестиције с расходне стране требало би да буду главни покретачи раста БДП-а у Немачкој у Т2. У Италији се, с друге стране, највећи допринос расту очекује по основу веће екстерне тражње и инвестиција, док релативно висока незапосленост и спорији раст зарада у односу на просек зоне евра ограничавају снажнији допринос приватне потрошње.

И у наредном периоду приватна потрошња и инвестиције требало би да остану покретачи раста, уз очекивани позитиван допринос нето извоза по основу опоравка и убрзања раста у земљама у успону. Према јунској прогнози ЕЦБ-а, раст БДП-а у зони евра требало би да у 2017. износи 1,9%, што је за 0,1 п.п. више у односу на пројекцију из марта и у складу је с последњим пројекцијама ММФ-а и *Consensus Forecast*-а. Сличан темпо раста (1,8%), према ЕЦБ-у, очекује се и у 2018, док су процене *Consensus Forecast*-а и ММФ-а такође кориговане навише, на 1,7%.

БДП у САД је у Т1 порастао 0,3% дсз., вођен и даље приватном потрошњом. Такође, од почетка године је убрзан раст фиксних инвестиција, највећим делом у сектору енергетике, што је резултат опоравка цене нафте. Захваљујући снажнијој екстерној тражњи и депрецијацији долара, позитиван допринос потекао је и од нето извоза.

Након слабијег почетка године, процењује се да је раст БДП-а у Т2 убрзан и, према прелиминарној процени америчког Бироа за економске анализе, износио је 0,7% дсз. Он би и даље требало да буде вођен приватном потрошњом по основу повољних кретања на тржишту рада, тј. ниске стопе

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

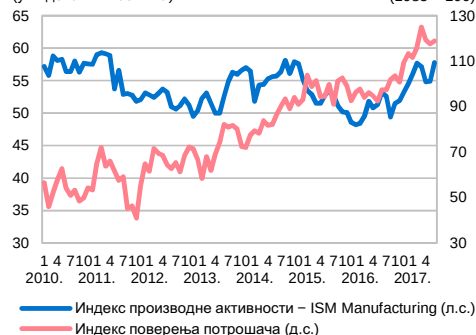


Извор: Markit Group.

Графикон IV.7.4. Водећи економски показатељи у САД

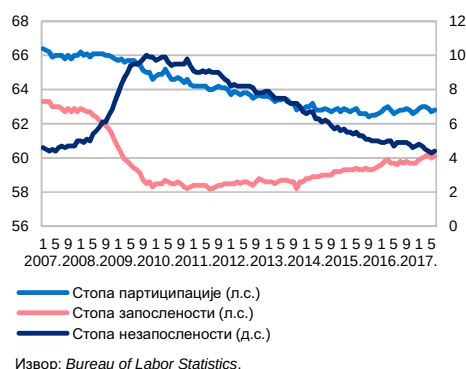
(у индексним поенима)

(1985 = 100)



Извор: *Institute for Supply Management, Conference Board.*

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

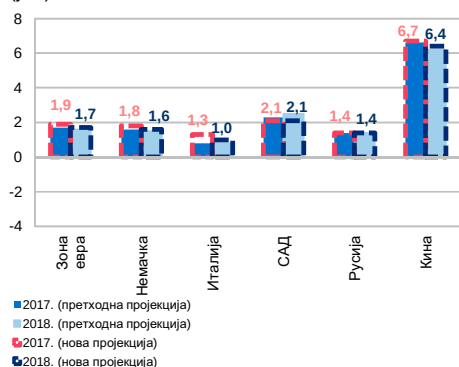


Табела IV.7.1. Процена привредног раста по земљама
(у %)

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

Извор: Consensus Forecast.

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



незапослености (4,4% у јуну) и задржавања релативно високог просечног броја новоотворених радних места ван пољопривреде од око 200.000 месечно. Такође, индекс поверења потрошача (*Consumer Confidence Index*) и у Т2 је задржан на високом нивоу. На бржи раст БДП-а указује и кретање индекса производне активности (*ISM Manufacturing*), који је у јуну био виши у односу на март.

Резултати на почетку године, као и ризик у погледу спровођења најављених стимулативних економских мера, утицали су на одлуку ММФ-а да ревидира наниже пројекцију раста БДП-а у САД са 2,3% на 2,1% у 2017. и са 2,5% на 2,1% у 2018.

Снажна приватна потрошња подстакнута повољним кретањима на тржишту рада и фискалним стимулансима у појединим земљама и опоравак инвестиција позитивно су допринели убрзању раста БДП-а у земљама централне Европе у Т1. Додатан допринос потекао је и од екстерне тражње, пре свега по основу раста у зони евра. Висок раст, вођен истим факторима као у Т1, очекује се и у наредном периоду, тако да је прогноза раста за регион у 2017, према јулском *Consensus Forecast*-у, коригована навише за 0,4 п.п. у односу на април и износи 3,5%, док се у 2018. очекује раст од 3,2%.

Домаћа тражња, пре свега приватна потрошња, у Т1 је водила раст БДП-а и у земљама југоисточне Европе, међу којима се истакла Румунија са стопом раста од 5,7% м.г. С друге стране, иако је извоз остао на релативно високом нивоу, бржи раст увоза у већини земаља по основу веће потрошње и инвестиција утицао је на негативан допринос нето извоза кретању БДП-а. Према прогнози *Consensus Forecast*-а из јула, за овај регион као целину у 2017. очекује се раст БДП-а од 3,8%, што је за 0,4 п.п. више у односу на април, док прогнозирани раст за 2018. износи 3,3%.

Опоравак БДП-а Русије настављен је и у 2017. (0,5% м.г. у Т1) и био је вођен првенствено домаћом тражњом. Приватна потрошња је наставила да расте захваљујући вишим реалним зарадама, док је раст инвестиција био вођен ублажавањем монетарних услова. Раст индустријске производње и промета у трговини на мало указује на наставак раста БДП-а и у Т2. Прогноза раста БДП-а за 2017, према јулском *Consensus Forecast*-у, ревидирана је навише за 0,2 п.п., на 1,4%, и слична је прогнози ММФ-а, док је за 2018. задржана на 1,7%, што је више у односу на

прогнозу ММФ-а (1,4%). На динамику раста у наредном периоду у одређеној мери утицаће и кретање цене нафте.

Раст **БДП-а Кине** је у Т2, у односу на Т1 (1,3% дсз.), убрзан (1,7% дсз.). Посматрано с расходне стране, бржи раст је резултат веће приватне потрошње, на шта указује већи раст промета у трговини на мало, као и извоза вођеног већом екстерном тражњом. С друге стране, инвестиције су успориле раст пре свега због мањих инвестиција у некретнине, док су улагања у инфраструктуру, подржана мерама владе, била виша него у Т1. БДП је на мг. нивоу задржао темпо раста из Т1 (6,9%), тако да је у П1 остварен бржи раст у односу на званичну прогнозу владе за 2017. (6,5%). То отвара простор за предузимање реформи које би ублажиле постојеће неравнотеже у економији и омогућиле одржив привредни раст. Према процени ММФ-а, раст БДП-а Кине би у 2017. требало да износи 6,7%, док се у 2018. очекује успоравање на 6,4%.

Кретање инфлације

Убрзање глобалног привредног раста још увек није проузроковало знатније инфлаторне притиске. Инфлација је у највећем броју земаља и даље релативно ниска, пре свега због ниских цена енергената. Поред тога, и даље је ниска базна инфлација због још увек умереног раста зарада и ниских притисака на страни тражње. У **зони евра**, нашем најзначајнијем трговинском партнеру, инфлација је смањена са 1,9% мг. у априлу на 1,3% мг. у јуну. Смањење инфлације у Т2 у највећој мери је резултат пада цена енергената. Притом, базна инфлација се кретала у распону 0,9%–1,2% мг. Имајући у виду нафтне фјучерсе, ЕЦБ очекује да ће се инфлација у наредних неколико месеци задржати око садашњег нивоа. Такође, процењује да су инфлаторни притисци и даље ниски и да још увек не постоје уверљиви знаци њиховог јачања, јер су домаћи трошковни притисци, укључујући раст зарада, и даље слаби.

ЕЦБ очекује да ће у правцу умереног раста инфлације у зони евра у наредном периоду деловати стимулативне мере монетарне политике, убрзање привредног раста и постепено смањивање неискоришћених производних капацитета, док ће у супротном смеру деловати пре свега висока база код цена енергената. У поређењу с мартовском, јунска пројекција инфлације ЕЦБ-а за 2017. нижа је за 0,2

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

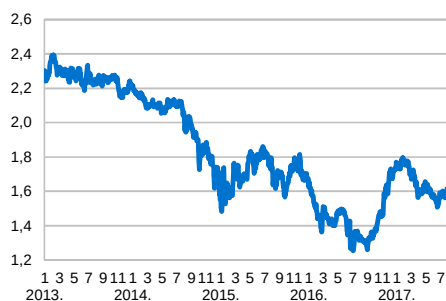


Извор: Eurostat, Bureau of Labor Statistics и статистички заводи појединих земаља.

* ИПЦ.

п.п. и износи 1,5%, а за 2018. нижа је за 0,3 п.п. и износи 1,3%. На сличне нивое су смањена и инфлациона очекивања стручних прогнозера,²² које је ЕЦБ објавила у јулу: на 1,5% за 2017. и на 1,4% за 2018. Убрзање инфлације на 1,6% стручни прогнозери очекују у 2019. години. У поређењу с претходном анкетом, њихова очекивања су за све три године мања за по 0,1 п.п. Дугорочна инфлациона очекивања (за 2022. годину) и даље износе 1,8%. Ова инфлациона очекивања, која су добијена на основу анкете, и даље су виша од дугорочних тржишних очекивања, која су, након пада на 1,6% у априлу, до јуна додатно смањена на 1,5%, да би се у јулу вратила на 1,6%.²³

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



Извор: Thomson Reuters.

Већина аналитичара процењује да су инфлаторни притисци и даље ниски и у већини земаља **централне и источне Европе**, иако су неке од њих током Т2 забележиле највише стопе инфлације у последњих неколико година: БиХ 2,2% мг. у мају, Бугарска 1,7% мг. у априлу, Македонија и Румунија 1,5% и 0,7% мг. у јуну. Друге су пак највеће стопе мг. инфлације у последњих неколико година забележиле током Т1, да би их до краја Т2 смањиле: Хрватска на 1,1%, Мађарска на 2,0%, Црна Гора на 2,4%. Главни ефекат на кретање инфлације имала је мг. динамика цене нафте – најпре постепено ишчезавање ефекта ниске базе, а затим нови пад цене нафте на светском тржишту. Базна инфлација је у већини земаља и даље релативно ниска због, иако растућих, још увек релативно ниских притисака на страни тражње. Премда још увек висока у односу на друге земље региона, инфлација у Турској је у Т2 благо смањена, на 10,9% мг. у јуну. У Русији, након 4,1% мг. у априлу и мају, инфлација је повећана на 4,4% у јуну, у највећој мери због раста цена воћа и поврћа. Аналитичари процењују да централна банка, која ублажава монетарну политику, још увек може до краја године постићи циљ за инфлацију од 4,0%, имајући у виду да је базна инфлација успорена на 3,5% у јуну.

У САД је мг. инфлација смањена са 2,2% у априлу на 1,6% у јуну, што је њен најнижи ниво од октобра прошле године. Смањење инфлације резултат је споријег раста цена енергената и транспортних трошкова, као и цена здравствених услуга. Смањена је и базна инфлација, на 1,7% мг. у мају, а толико је

²² ECB Survey of Professional Forecasters (SPF).

²³ The five-year, five-year breakeven forward.

износила и у јуну, што је њен најнижи ниво у последње две године. Аналитичари процењују да, упркос константном расту нових послова готово седам година и стопи незапослености од свега 4,4%, у САД још увек нема знакова већих инфлаторних притисака, ни са стране тражње ни са стране понуде, који би изазвали убрзање инфлације с текућег релативно ниског нивоа. Такође, процењују да би текуће успоравање инфлације могло успорити и динамику нормализације монетарне политике ФЕД-а.

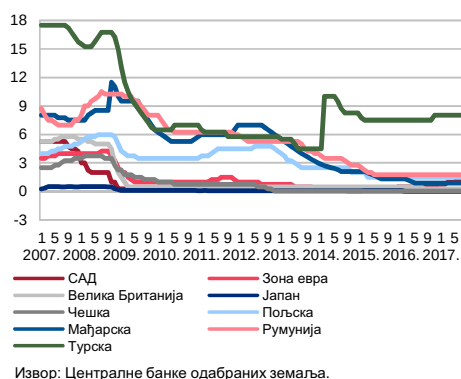
Монетарна политика

Већина централних банака развијених земаља и даље држи каматне стопе на историјски ниским нивоима, а неке од њих и даље примењују неконвенционалне мере монетарне политике, пре свега ЕЦБ. На кретања на међународном финансијском тржишту у великој мери утиче и монетарна политика ФЕД-а, који је током Т2 наставио с нормализацијом монетарне политике.

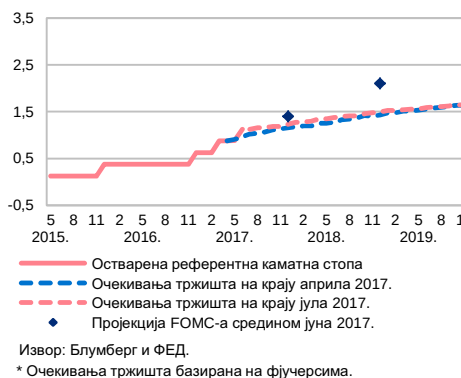
Не мењајући висину референтне каматне стопе (0%) и задржавајући стопу на депозитне олакшице испод нуле, ЕЦБ очекује да ће оне остати на садашњем нивоу најкраће до окончања спровођења програма нето куповина ХоВ. Нето куповине ХоВ, које се спроводе истовремено с реинвестирањем доспелих главница, ЕЦБ ће примењивати у садашњем износу од 60,0 млрд евра месечно до краја ове године, а према најавама званичника ЕЦБ-а и дуже уколико то буде потребно да се инфлација одрживо врати на циљ. Званичници ЕЦБ-а истичу да постоји снажан импулс за раст привреде зоне евра, али да је и даље неопходна изразито експанзивна монетарна политика да би инфлаторни притисци постепено јачали и инфлација се вратила на циљ.

Као што се и очекивало, **ФЕД** је током Т2 наставио с нормализацијом монетарне политике. Он је у јуну поново повећао циљани распон за референтну каматну стопу за 25 б.п., на 1,0–1,25%, наводећи да је успоравање привредног раста у Т1 привремено и да ће умерен раст економске активности у наредном периоду и наставак повољних кретања на тржишту рада утицати на постепен раст инфлације и њено приближавање циљу од 2%. ФЕД у јулу није мењао висину референтне стопе, али је најавио да ће

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



Графикон IV.7.10. **Остварена и очекивана референтна каматна стопа ФЕД-а***
(на годишњем нивоу, у %)



„релативно брзо“ почети да нормализује свој биланс постепеним смањењем реинвестирања доспеле главнице ХоВ купљених током квантитативног попуштања. Тржишни учесници очекују да ће се то десити у септембру.

До краја ове године и ФЕД и тржишни учесници очекују још једно повећање референтне стопе. Медијана пројекције референтне стопе чланова *FOMC*-а за крај 2017. није мењана у односу на претходну пројекцију (1,4%) и у складу је са очекивањима тржишта, које, према фјучерсима с краја јула, очекује још једно повећање од 0,25 п.п., највероватније у децембру. Међутим, током 2018. године тржиште очекује само једно повећање од 0,25 п.п., што је знатно испод медијане пројекције референтне стопе чланова *FOMC*-а за крај године (2,1%). Аналитичари процењују да ће се тржишна очекивања прилагодити уколико се базна инфлација повећа. У мери у којој се то буде дешавало, очекују раст приноса на америчке државне ХоВ и јачање долара.

Највећи број централних банака земаља у успону такође монетарно стимулише своје привреде. Централне банке већине земаља **централне и источне Европе** нису мењале своје каматне стопе, које су на историјски ниским нивоима, нити су најављивале да ће у наредном периоду почети да их повећавају. Преовлађује оптимизам у погледу привредног раста захваљујући опоравку домаће тражње и расту зоне евра, али још увек нема знатнијих инфлаторних притисака који би захтевали рестриктивну монетарну политику. Изузетак су Чешка и Турска. Централна банка Чешке је од априла престала да користи интервенције на девизном тржишту како би спречавала апрецијацију своје валуте преко циљаног нивоа, а затим је почетком августа повећала референтну каматну стопу за 20 б.п., на 0,25%. Истовремено, повећала је стопу на кредитне олакшице за 25 б.п., на 0,5%, док је стопу на депозитне олакшице задржала непромењеном (0,05%). Централна банка Турске није мењала висину референтне каматне стопе, али је, ради стабилизације валуте и снижавања инфлације, повећала каматне стопе на средства којима банкама обезбеђује ликвидност. С друге стране, централна банка Русије је додатно ублажила монетарну политику захваљујући смањењу инфлације и инфлационих очекивања, смањујући референтну каматну стопу у априлу за 50 б.п., а у јуну за 25 б.п., на 9,0%.

Финансијска и робна тржишта

Спремност за улагања на међународном финансијском тржишту побољшана је током Т2 због бољих изгледа за глобални привредни раст. Све више расте и уверење да је бржи привредни раст зоне евра одржив. Он је подржан политиком ЕЦБ-а, која је потврдила да ће њене мере остати стимулативне колико год то буде потребно. Резултат избора у Француској позитивно је утицао на изгледе зоне евра, док су избори у Великој Британији повећали неизвесност у погледу преговора око Бреگزита. У земљама у успону настављено је поправљање макроекономских фундамената – многе су смањиле јавни дуг, каматне стопе су релативно ниске, инфлација је обуздана, а валуте стабилизоване.

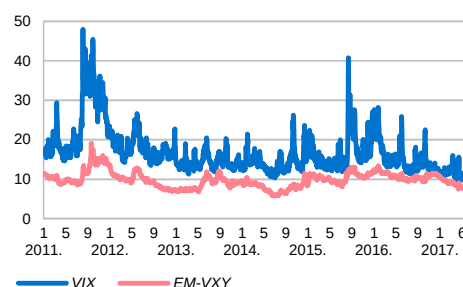
Имплицитна мера **волатилности финансијских тржишта** (*VIX*) била је на изузетно ниском нивоу, око 10%, и само је средином априла и маја прешла 15%. У неколико наврата она се спуштала и испод 10%, што се последњи пут десило јануара 2007. године. Поред тога, додатно је смањен и *ЕМ-VXY*, као мера волатилности валута земаља у успону, са око 9% крајем марта на око 7,5% крајем јула. На смањење неизвесности указује и цена злата, која је, након знатног раста током Т1, остала готово непромењена у Т2, да би се у јулу повећала за 2,0%.

Иако је ФЕД у јуну повећао референтну каматну стопу, тржишта су очекивала спорију нормализацију монетарне политике у наредном периоду због неизвесности у погледу најављених економских реформи. Уз боље изгледе за привредни раст зоне евра, то се одразило на слабење долара и смањење приноса на америчке државне ХоВ.

Долар је у Т2 (посматрано крајем периода) ослабио у односу на евро за 6,3%, а затим за 2,7% у јулу. Приноси на америчке десетогодишње ХоВ смањени су у јуну на најнижи ниво од новембра прошле године. Такође, смањена је и разлика између њих и приноса на немачке државне хартије, која је у претходном периоду била на највишем нивоу од увођења евра.

Цена нафте на светском тржишту је током Т2 смањена за 8,5%, флукутирајући у распону од 44 до 55 долара по барелу. Пад цене нафте био је вођен растућом понудом на светском тржишту. Договор о смањењу производње за око 1,8 млн барела дневно који је постигнут између *OPEC*-а и неколико земаља

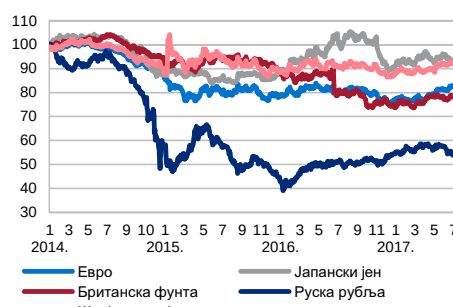
Графикон IV.7.11. Имплицитна волатилност међународног финансијског тржишта* (у %)



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.

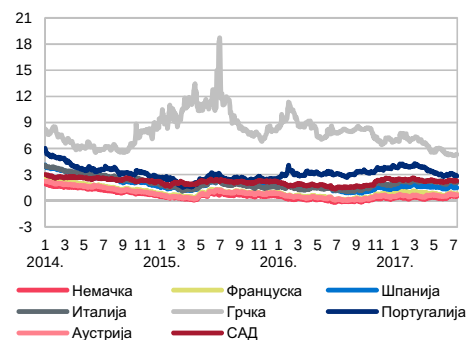
Графикон IV.7.12. Кретање курсева одређених националних валута према долару* (дневни подаци, 31. 12. 2013 = 100)



Извор: ММФ.

* Раст представља апresiasiју.

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



Извор: Блумберг.

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



произвођача нафте изван ове организације (укључујући Русију) имао је ефекта почетком године, али је раст производње нафте из шкриљаца у САД, затим повећана понуда из Нигерије и Либије, које су изузете из споразума, као и Ирана, изазвао нов пад цене. Аналитичари процењују да су произвођачи нафте у САД, након великих финансијских проблема у 2015. години, сада реорганизовани и чини се да су спремни да поднесу и ниже цене. Према саопштењу *API*²⁴, процењен укупан број опремљених бушотина за нафту у САД је током Т2 повећан за 19% у односу на Т1, а чак за 81% у односу на исти период прошле године. Земље које су договориле смањење производње продужиле су у мају трајање тог споразума до марта 2018. Међутим, паду цене нафте допринело је и слабије придржавање тог споразума. Нафтни фјучерси указују на то да ће цена нафте у децембру 2017. износити 53 долара за барел и да ће се на том нивоу задржати и на крају 2018. године.

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



Према ММФ-овом индексу који обухвата осам основних метала, **цене метала** су током Т2 смањене за 11,4%. Ипак, захваљујући расту током П2 2016. године, оне су још увек за 16,1% више него пре годину дана.

Током Т2, мерено ФАО индексом, **светске цене хране** су повећане за 2,1%, тако да су у односу на период пре годину дана веће за 6,9%. Настављен је раст цена меса (6,1%) и житарица (за 4,4%). Током Т2 повећане су и цене млечних производа (10,1%), чији је индекс достигао највишу вредност у последње три године, али је још увек реално за 25,4% испод максимума достигнутог у фебруару 2014. Од почетка године највише је поскупело месо (11,6%), док су цене житарица и млечних производа веће за по 8,5%. Од житарица, које су важан извозни производ Србије, знатан раст у јуну забележиле су цене пшенице због погоршања услова жетве у САД, док је рекордна жетва кукуруза у Јужној Америци ограничила раст његове цене.

Графикон IV.7.16. Индекс светских цена хране (реално, 2002 – 2004 = 100)



С друге стране, у Т2 је настављен пад цене шећера на светском тржишту, за 23,1% (28,5% мг.), одражавајући знатне извозне вишкове, пре свега Бразила, као и слабију увозну тражњу, посебно водећег светског увозника Кине, која је увела додатне увозне тарифе у наредне три године ради заштите домаћих произвођача. Након раста у претходној години, од почетка године падају и цене уља (11,4%), тако да су у јуну биле на приближно истом нивоу као пре годину дана.

²⁴ The American Petroleum Institute (API).

V. Проекција инфлације

У поређењу с мајем, пројектована инфлација је нижа како за ову, тако и за наредну годину. Према централној пројекцији, м.г. инфлација ће бити релативно стабилна и до краја периода пројекције (у наредне две године дана) наставиће да се креће у границама циља $3,0 \pm 1,5\%$. Инфлацију у наредном периоду успораваће висока база код цена нафтних деривата, а од почетка 2018. и излазак овогодишњих једнократних поскупљења из м.г. обрачуна, због чега ће се од почетка наредне године кретати на nižем нивоу од тренутног. У супротном смеру деловаће постепен раст светских цена примарних пољопривредних производа и агрегатне тражње у Србији. Ризици остварења пројекције инфлације су симетрични и односе се пре свега на даља кретања на светским робним и финансијским тржиштима, успешност овогодишње домаће пољопривредне сезоне, а у одређеној мери и на раст регулисаних цена.

Раст БДП-а би у 2017. требало да буде вођен индустријом и услужним секторима с производне, односно инвестицијама и извозом, уз растући допринос потрошње домаћинства с расходне стране. Даљи опоравак потрошње домаћинства и наставак раста инвестиција и извоза по основу унапређења пословног окружења и снажне екстерне тражње требало би да допринесу убрзању раста БДП-а у 2018. Ризици пројекције за ову годину су асиметрични наниже и односе се на успешност овогодишње пољопривредне сезоне и брзину опоравка сектора енергетике, док су ризици по основу динамике раста зоне евра, као и кретања на светском тржишту примарних производа (нафта, основни метали и житарице) и међународном финансијском тржишту симетрични. С обзиром на то да су ризици наниже у овој години последица шокова на страни понуде, чији ће ефекти на економску активност бити анулирани с нормализацијом услова, у наредној години по истом основу ризици су асиметрични навише.

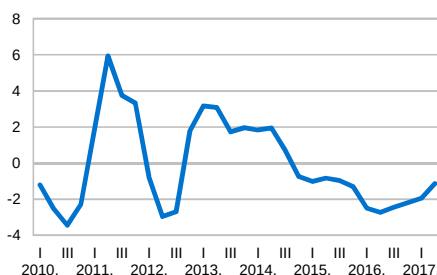
Циљ средњорочне пројекције инфлације је да прикаже пројектовано кретање инфлације (ИПЦ) у наредном периоду, основне факторе који ће одређивати то кретање, као и ризике њеног остварења. Пројекција инфлације приказује се у виду распона и централне пројекције. Претпоставка пројекције је да монетарна политика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

Почетни услови

Инфлација се од почетка године налази у границама циља и у јуну је износила 3,6% м.г. Њено кретање у овом периоду, као и у другим земљама у окружењу, определили су опоравак светске цене нафте, који се бележи од П2 2016, али и ефекти веома хладног времена почетком ове године, који су за последицу имали привремен раст цена поврћа и огрева изнад сезонски уобичајеног. Да су инфлаторни притисци и даље ниски, потврђује не само чињеница да је инфлација претходних месеци вођена поскупљењем малог броја производа и услуга већ и ниска и стабилна базна инфлација, која се од почетка године креће на нивоу од око 2%.

Од априла су присутни апresiasiјски притисци. Посматрано од почетка године, динар је крајем јула

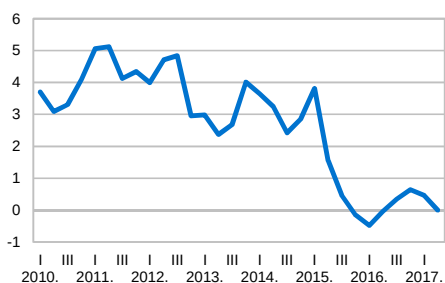
Графикон V.0.1. Индекс монетарних услова* (у %)



Извор: НБС.

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

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

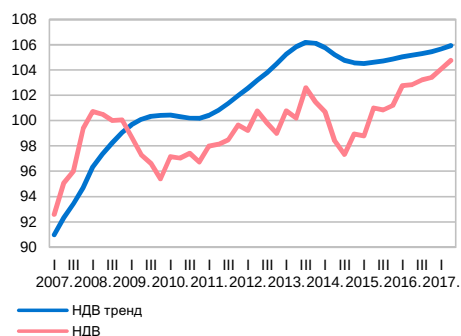


Извор: НБС.

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

био јачи у односу на еврo за 2,6%, а према долару за 14,2%, услед истовременог јачања евра према долару. Томе су допринели бољи извозни резултати у односу на Т1. Истовремено, настављен је и висок прилив СДИ, а страни инвеститори су у мају знатно повећали и улагања у државне ХоВ. Већи прилив дознака, сезонски уобичајен за Т2, одразио се на повећан откуп ефективног страног новца од физичких лица, који је у јуну био више него довољан да покрије нето тражњу домаћих предузећа и страних инвеститора за девизама. Апresiasiјским притисцима доприносио је и раст валутно индексиране активе банака, која је у јуну знатно повећана. Како би ублажила прекомерно краткорочно јачање динара према еврo, Народна банка Србије је у Т2 интервенисала на МДТ-у куповином девиза у износу 505,0 млн евра, од чега највише у јуну, а затим са додатних 165,0 млн евра у јулу.

Графикон V.0.3. Производни јаз (ТЗ 2008 = 100)



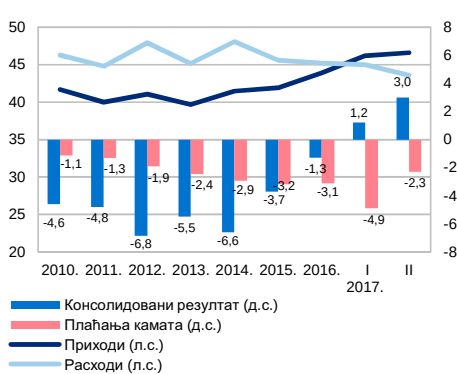
Извор: РЗС и прерачун НБС.

Индекс монетарних услова, који представља комбиновани утицај јаза реалне каматне стопе и јаза реалног девизног курса, кретао се и даље испод неутралног нивоa, али у мањој мери у поређењу с Т1, на шта је у највећој мери утицала номинална апријација динара. Такво кретање индекса монетарних услова у складу је с постепеним даљим смањењем негативног производног јаз²⁵, на око -1,1% у Т2.

БДП је у Т2 порастао 0,3% дсз., захваљујући опоравку у рударству и енергетици, наставку позитивних трендова у прерађивачкој индустрији вођеној инвестицијама из претходног периода, убрзању раста у зони евра, као и настављеном опоравку домаће тражње, који је позитивно деловао и на раст активности у већини услужних сектора. Опоравак у рударству и енергетици у Т2 одразио се и на бржи м.г. раст економске активности у поређењу с Т1, који је, према проценама Републичког завода за статистику, у Т2 износио 1,3%.

Раст БДП-а у зони евра у Т2 је додатно убрзан, уз широку секторску и географску распрострањеност. Побољшања на тржишту рада, као и раст поверења потрошача, подстицали су потрошњу домаћинстава, док су повољни услови финансирања и већа профитабилност компанија пружали подршку расту инвестиција. Ипак, још увек релативно ниска тражња ограничава знатнији раст цена, што потврђује

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



Извор: Министарство финансија.

²⁵ Производни јаз рачунат је на основу НДВ-а, а као апроксимација производног потенцијала привреде коришћен је тренд НДВ-а оцењен Калмановим филтером.

кретање базне инфлације испод дугорочног просека, због чега ЕЦБ и даље води експанзивну монетарну политику. С друге стране, у складу са очекивањима, ФЕД је поново у јуну повећао референтну каматну стопу. Динамика њеног повећања у наредном периоду у великој мери одредиће кретања на међународном финансијском тржишту.

Позитивна фискална кретања настављена су у Т2, тако да је у П1 на нивоу опште државе остварен суфицит од 44,1 млрд динара (2,1% БДП-а), наспрам дефицита од 0,9% БДП-а у истом периоду претходне године, док је квантитативним критеријумом аранжмана с ММФ-ом за П1 био дозвољен дефицит опште државе од 36,1 млрд динара. Притом, ако се изузму расходи за камате, на нивоу опште државе остварен је суфицит од 5,7% БДП-а. Јавни дуг централне државе на крају јуна је износио 23,9 млрд евра, што је за близу 1 млрд евра ниже у поређењу с крајем 2016. Његов удео у пројектованом БДП-у износио је 65,7%, наспрам 73,0% крајем 2016.

Претпоставке пројекције инфлације

Екстерне претпоставке

У текућој пројекцији инфлације претпоставка о расту БДП-а зоне евра у 2017. поново је ревидирана навише, за 0,2 п.п., на 1,9%, а исто толико ревидиран је и раст за наредну годину и процењује се да ће он износити 1,7%.²⁶ Нови подаци указују на то да се опоравак у зони евра убрзава и шири како по секторима, тако и по државама зоне евра. Стопе незапослености су смањене више него што се очекивало, а раст поверења је настављен. Привредни раст ће првенствено бити подстакнут домаћом тражњом, коју подупиру експанзивна монетарна политика ЕЦБ-а и континуирано побољшање услова на тржишту рада. Опоравак инвестиција и даље ће подстицати веома повољни услови финансирања и побољшана профитабилност компанија. Позитиван допринос даће и нето извоз због очекиваног опоравка глобалне трговине.

Када је реч о инфлацији у зони евра, која је наш најзначајнији спољнотрговински партнер, очекује се да ће се она кретати испод средњорочног циља (од близу али испод 2%) и ове и наредне године, као и да

Табела V.0.1. Претпоставке пројекције

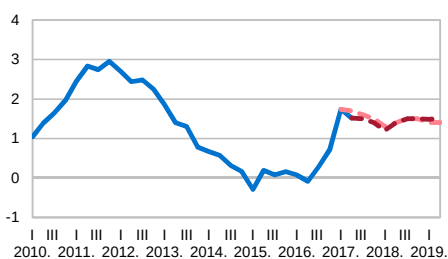
	2017.		2018.	
	Мај	Авг.	Мај	Авг.
Екстерне претпоставке				
Инфлација у зони евра (годишњи просек)	1,6%	1,5%	1,4%	1,4%
Референтна каматна стопа ЕЦБ-а (на крају године)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Раст БДП-а у зони евра	1,7%	1,9%	1,5%	1,7%
Цене примарних пољопривредних производа на светском тржишту (Т4 на Т4)*	14,2%	15,6%	5,5%	9,4%
Цена нафте типа брент по барелу (крај године, у USD)	50	53	51	53
Интерне претпоставке				
Регулисане цене (дец. на дец.)	3,8%	4,3%	4,0%	4,0%
Трендови				
Апрецијацијски тренд реалног курса (просек)	0,6%	0,5%	0,7%	0,6%
Тренд реалне камате (просек)	1,0%	0,9%	0,8%	0,5%

Извор: НБС.

* Композитни индекс цена соје, пшенице и кукуруза.

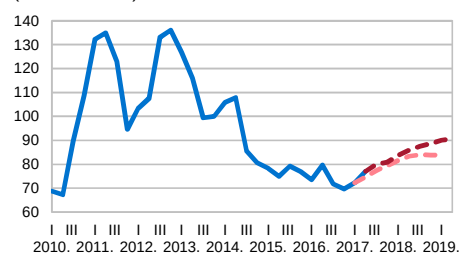
²⁶ Претпоставке о расту БДП-а зоне евра у 2017. и 2018. години у складу су са очекивањима изнетим у јулском *Consensus Forecast-у*.

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



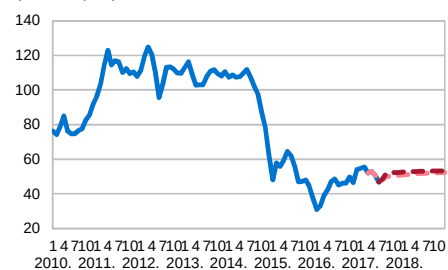
Историјски подаци
Мајска пројекција
Августовска пројекција
Извор: Consensus Forecast и процена НБС.

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



Историјски подаци
Мајска пројекција
Августовска пројекција
Извор: BSE, CBOT и НБС.

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



Историјски подаци
Мајска пројекција
Августовска пројекција
Извор: Блумберг и НБС.

ЕЦБ до краја периода пројекције неће мењати референтну каматну стопу. Претпоставка о инфлацији у зони евра у овој години (према *Consensus Forecast*-у) благо је снижена у односу на мајску пројекцију и износи 1,5%. За 2018. очекује се незнатно нижа инфлација (1,4%), што је непромењено у односу на мајску пројекцију.

Раст цена примарних пољопривредних производа (кукуруза, пшенице и соје)²⁷ на светском тржишту започет у Т1 настављен је током Т2 и у јуну су цене биле више у односу на март за 1,7%. Раст је настављен и у јулу, када су цене примарних пољопривредних производа повећане 5,6%. Већи раст забележиле су цене пшенице, пре свега у јуну, због слабије жетве у САД, док је рекордна жетва кукуруза у Јужној Америци ограничила раст његове цене. Према кретању цена њихових фјучерса, у 2017. очекује се раст цена примарних пољопривредних производа од близу 16%, што је изнад очекивања из претходне пројекције (14,2%), док би у 2018. тај раст требало да успори на 9,4%, што је, такође, више него што се претпостављало у мају.

Кретање светске цене нафте претходних месеци пресудно је одређивала понуда, а чини се да ће тако бити и у наредном периоду. С једне стране, у правцу веће понуде делује развој технологије у САД, која доприноси смањењу трошкова експлоатације нафте, као и отварање нових бушотина, по ком основу се очекује да ће САД и у наредном периоду наставити да повећава производњу нафте. С друге стране, у мају је продужен споразум земаља *OPEC*-а о ограничавању производње нафте за 1,8 млн барела дневно током наредних девет месеци. У складу с тим, чини се да ће се цене нафте задржати на релативно ниском нивоу у оквиру хоризонта прогнозе. На то указују и последњи расположиви фјучерси, на основу којих смо претпоставили да ће она износити око 53 долара по барелу на крају 2017. и да ће се на том нивоу задржати и у 2018. години,²⁸ што је незнатно више у поређењу са очекивањима у мају.

Интерне претпоставке

Имајући у виду очекивани раст цена примарних пољопривредних производа на светском тржишту у наредном периоду, у складу с кретањем цена фјучерса, као и њихову повезаност с ценама на домаћем тржишту, очекујемо и да ће домаће цене

²⁷ Мерене као композитни индекс који садржи доларске цене кукуруза, пшенице и соје с референтних светских берзи.

²⁸ Цена нафте типа брент.

поменутих производа ове године забележити раст, који ће бити настављен и у наредној години, али умеренијим темпом.

У новој пројекцији претпоставили смо да ће раст регулисаних цена у 2017. износити 4,3%, уз допринос инфлацији од 0,8 п.п., што је незнатно више од пројектованог у мају. Половина раста регулисаних цена ове године дугује се поскупљењу цигарета оствареном у јануару и јулу (допринос инфлацији 0,4 п.п.). Поред тога, за ову годину претпоставили смо корекцију цене природног гаса због раста светске цене нафте у претходном периоду (уз допринос инфлацији од 0,1 п.п.), као и то да ће електрична енергија поскупети у истој мери као претходне године (допринос инфлацији 0,2 п.п.). Претпоставка пројекције је да ће регулисане цене и у 2018. години остварити сличан раст (близу 4,0%).

Премија ризика земље од почетка године бележи знатан пад и у јулу се спустила на најнижи ниво откада се прати за Србију. Имајући у виду очекивано задржавање позитивних макроекономских трендова у наредном периоду, кретање премије ризика земље требало би да остане релативно стабилно по основу домаћих фактора, док међународни фактори могу имати волатилнији утицај, који је тренутно тешко проценити. Поред тога, очекивани наставак раста извоза, уз СДИ које ће наставити да буду више него довољне да покрију дефицит текућег рачуна платног биланса, додатно ће допринети релативно стабилним кретањима на девизном тржишту у наредном периоду.

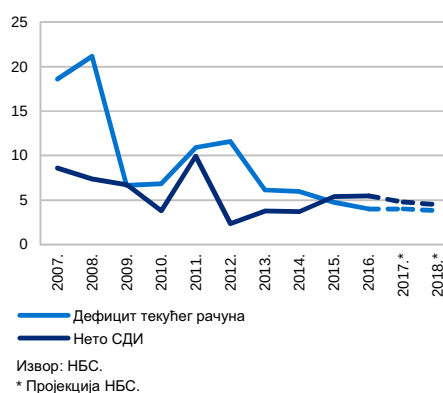
Претпоставка пројекције је да ће инфлациона очекивања и у наредном периоду наставити да се крећу око централне вредности циља за инфлацију, тј. да ће остати усидрена. Такође, претпостављен је и апresiasiјски тренд реалног девизног курса уобичајен за земље у транзицији.

Пројекција

Пројекција инфлације

И према нашој новој централној пројекцији, м.г. инфлација ће до краја периода пројекције наставити да се креће у границама циља $3,0 \pm 1,5\%$. Према овој пројекцији, инфлација ће се до краја ове године кретати око текућег нивоа, а са изласком

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



овогодишњих једнократних поскупљења појединих производа и услуга из м.г. обрачуна од почетка 2018. наћи ће се на nižем нивоу.

Краткорочна пројекција инфлације

Према централној краткорочној пројекцији инфлације, м.г. инфлација ће се, након пада у августу услед деловања базног ефекта код цена меса (изласка из м.г. обрачуна поскупљења меса оствареног у августу прошле године), крајем Т3 наћи на незнатно вишем нивоу него крајем Т2. Посматрано на тромесечном нивоу, очекујемо да ће раст потрошачких цена бити незнатно нижи него у Т2 и да ће га у највећој мери одредити јулско поскупљење цигарета (допринос инфлацији 0,2 п.п.). Код цена хране очекујемо благ позитиван допринос који ће потицати од свежег меса и прерађене хране, док ће цене воћа и поврћа, заједно посматрано, бити у паду. Ипак, ценимо да ће поменути пад цена воћа и поврћа бити нижи од сезонски уобичајеног за ово доба године, с обзиром на релативно неповољне агрометеоролошке услове — почетком године и у априлу хладно време, а у летњим месецима сушу.

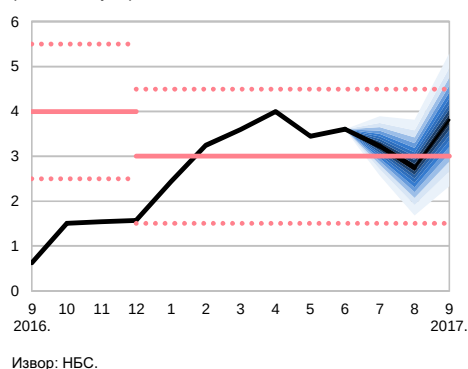
Базна инфлација (тј. промена ИПЦ-а по искључењу цена хране, енергије, алкохола и цигарета) биће стабилна и током Т3 наставиће да се креће око нивоа од 2% м.г. Посматрано на тромесечном нивоу, њен раст биће нижи у поређењу с Т2, а одредиће га сезонско поскупљење уџбеника и школског прибора, као и туристичких пакет-аранжмана.

Средњорочна пројекција инфлације

Очекујемо да ће м.г. инфлација наставити да се креће у оквиру граница циља ($3,0 \pm 1,5\%$) до краја периода пројекције. Притом, очекујемо да ће се од почетка 2018. кретати на nižем нивоу од тренутног услед изласка једнократних овогодишњих поскупљења појединих производа и услуга из обрачуна м.г. инфлације. У истом смеру деловаће висока база код цена нафтних деривата, док ће инфлаторнији утицај потицати од цена примарних пољопривредних производа и постепеног раста агрегатне тражње у Србији.

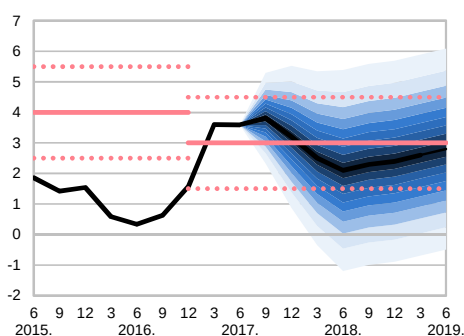
Посматрано по компонентама инфлације, м.г. раст цена прехранбених производа успораваће се у наредном периоду, а посебно у П1 наредне године услед високе базе код цена свињског меса. Након

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



Извор: НБС.

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



Извор: НБС.

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

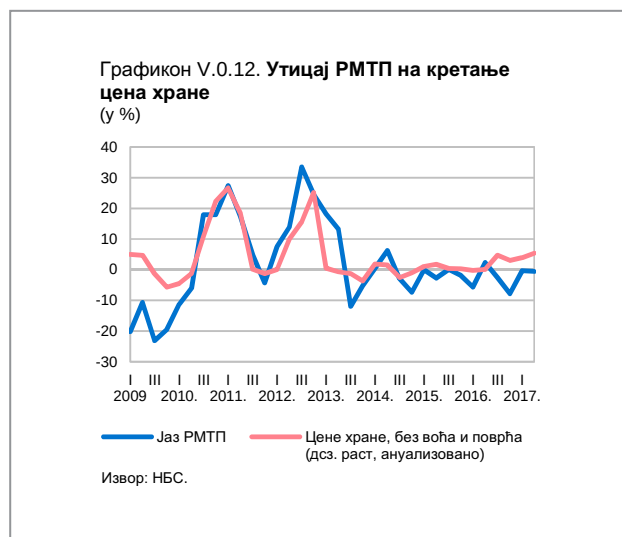
тога, очекује се умерен раст прехранбене инфлације услед пројектованог раста цена примарних пољопривредних производа и слабљења дезинфлаторних притисака по основу домаће тражње. Ипак, до краја периода пројекције прехранбена инфлација ће се задржати испод текућег нивоа. Мг. непрехрамбена инфлација биће релативно стабилна у наредном периоду и кретаће се око садашњег нивоа. Инфлаторније ће деловати опоравак домаће тражње, док ће раст цена непрехрамбених производа и услуга успоравати очекивано нижи раст увозних цена у наредном периоду. Неповољни временски услови, као и чињеница да су у претходној години цене воћа и поврћа биле на ниском нивоу, условљавају њихов мг. раст у овој години. Међутим, као последица високе базе, почетком наредне године очекујемо знатно успоравање мг. раста цена воћа и поврћа, а с доласком нове пољопривредне сезоне требало би да уследи њихов мг. пад.

Према нашој процени, домаћа тражња ће у 2017. наставити да се опоравља, а дезинфлаторни притисци по основу негативног производног јаз да слабе. Тај јаз је отворен од 2008. године као последица преливања светске финансијске кризе на Србију, али већ дуже од две године има тренд затварања, чему, пре свега, доприноси опоравак запослености и зарада у приватном сектору, као и раст екстерне тражње. Смањење овог јаз биће подржано досадашњим ублажавањем монетарне политике Народне банке Србије, као и експанзивном монетарном политиком ЕЦБ-а. Притом, експанзивна монетарна политика ЕЦБ-а доприноси расту економске активности у Србији преко веће екстерне тражње, тј. веће тражње за нашим извозом, али и преко ниских каматних стопа на евроиндексиране кредите, које подстичу кредитну, а тиме и економску активност. Ипак, не очекујемо да ће се до краја периода пројекције потпуно затворити негативни производни јаз, тј. да ће се потпуно исцрпсти дезинфлаторни ефекти по основу домаће тражње.

Светске цене примарних пољопривредних производа (кукуруза, пшенице и соје), којима апроксимирамо трошкове сировина у производњи хране на домаћем тржишту, наставиле су раст започет у Т1. Ипак, раст тих цена на домаћем тржишту био је знатно умеренији, чему је допринела и номинална апresiasiја динара према долару, у већој мери као последица промене односа долара према еврoу са 1,07 на 1,14 током Т2. Имајући то у виду, процењујемо да

Графикон V.0.11. Пројекција компоненти инфлације
(просечна мг. стопа, у %)





су трошкови сировина у производњи хране (мерено јазом РМТП²⁹) и у Т2 задржани благо испод неутралног нивоа. У наредном периоду очекује се њихов постепен раст изнад неутралног нивоа, али је наша процена да ће се прехранбена инфлација (без воћа и поврћа) у остатку 2017. и већем делу 2018. успоравати.

Као и што смо најављивали у претходном извештају, услед ефекта високе базе, цене нафтних деривата на домаћем тржишту током Т2 су успориле мг. раст, тако да је њихов допринос мг. инфлацији смањен са 0,9 п.п. у марту на 0,5 п.п. у јуну. Под претпоставком релативно стабилних цена нафте, по овом основу ће се мг. инфлација успоравати и у наредном периоду. Ипак, допринос нафтних деривата мг. инфлацији требало би да остане позитиван до краја периода пројекције.

Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације односи се пре свега на даља кретања на светским робним и финансијским тржиштима и последично на цене нафтних деривата и хране на домаћем тржишту, као и на агрометеоролошке услове (успешност овогодишње домаће пољопривредне сезоне), а у одређеној мери и на раст регулисаних цена ове и следеће године.

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

²⁹ 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.

инфлација по овом основу могла одступити у оба смера у односу на пројектовану. Ефекат на цене хране на домаћем тржишту, пре свега на воће и поврће, зависиће и од успешности домаће пољопривредне сезоне, која би могла бити лошија од претпостављене.

Ризици пројекције односе се и на кретања на светским финансијским тржиштима, пре свега због очекиване даље нормализације монетарне политике ФЕД-а. ФЕД је у јуну поново повећао циљани распон за референтну каматну стопу, за 25 б.п., на 1,0–1,25%. Такође, очекује се да би ФЕД ускоро могао почети да нормализује свој биланс постепеним смањењем реинвестирања доспеле главнице ХоВ купљених током квантитативног попуштања, уколико текућа кретања буду у складу са очекивањима. То би могло да смањи портфолио инвестиције у земље у успону, укључујући и Србију. Као последица тога, могли би се јавити депрецијацијски притисци и у крајњој линији одређени притисак навише на домаће цене. У супротном смеру делује експанзивна монетарна политика ЕЦБ-а, с обзиром на то да ће програм квантитативног попуштања ЕЦБ-а највероватније примењивати у садашњем износу од 60,0 млрд евра месечно до краја ове године, а према изјавама званичника ЕЦБ-а и дуже ако то буде потребно.

У пројекцији смо користили претпоставку да ће регулисане цене ове године порасти 4,3% и да ће тај раст у највећој мери условити повећање цена цигарета, електричне енергије и природног гаса. У овом тренутку није познато хоће ли у 2017. поскупети електрична енергија и у којој мери, због чега смо, за потребе пројекције, користили њену стопу раста из прошле године. Уколико њено поскупљење изостане, м.г. инфлација би била нижа од пројектоване путање за око 0,2 п.п. Раст регулисаних цена од око 4% претпостављен је и у 2018. години.

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

Одлуке о монетарној политици и у наредном периоду зависиће од процене Извршног одбора у погледу јачине (дез)инфлаторног утицаја фактора инфлације.

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

Пројекција БДП-а

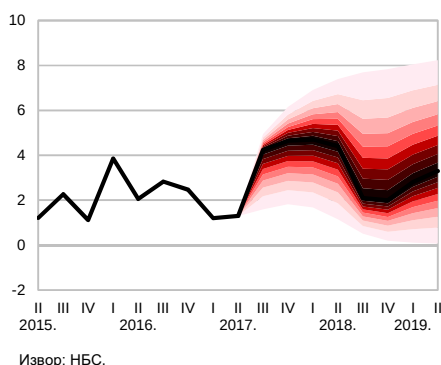
Кретање економске активности од почетка године било је под знатним негативним утицајем фактора на страни понуде, који су се одразили пре свега на енергетику и пољопривреду, док су домаћа и екстерна тражња наставиле да делују позитивно. Ипак, процењујемо да ће у наредном периоду раст економске активности бити убрзан. Наша пројекција раста за 2017. и 2018. остала је непромењена у односу на мајску пројекцију и износи око 3% и 3,5%, респективно.

Очекиваном убрзању раста у наредном периоду допринеће интензивнија реализација инфраструктурних пројеката и даље поправљање пословног амбијента, што би, уз повољне услове финансирања, већу профитабилност привреде и настављен прилив СДИ, требало да допринесе расту инвестиција. Ефекти тих инвестиција, уз побољшане изгледе глобалног раста, тј. наставак позитивних ефеката по основу екстерне тражње, требало би да допринесу и даљем расту извоза робе и услуга. Ипак, допринос нето извоза биће нижи него у претходној години због повећаног увоза опреме и репроматеријала за потребе привреде, а у одређеној мери и већег увоза потрошне робе по основу опоравка финалне потрошње.

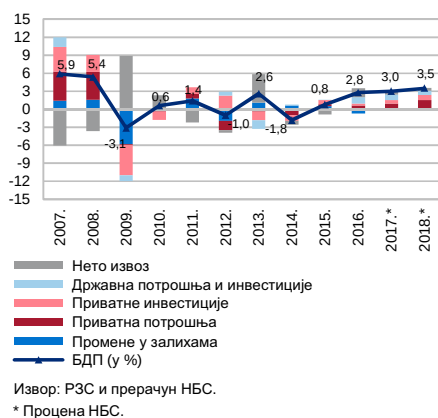
Опоравак на тржишту рада, који се огледа у повећању запослености и зарада, пре свега у приватном сектору, настављен је и у III 2017. и позитивно је деловао на реални расположиви доходак становништва. Слична кретања очекујемо и у наредном периоду, што, уз ниже трошкове кредитирања становништва, пружа позитиван подстицај расту потрошње домаћинства.

Очекиван раст потрошње домаћинства требало би да се прелије и на већу активност у већини услужних сектора, која ће, према нашој процени, дати позитиван

Графикон V.0.13. Пројекција раста БДП-а
(мг. стопе, у %)



Графикон V.0.14. Доприноси реалном расту
БДП-а
(у п.п.)

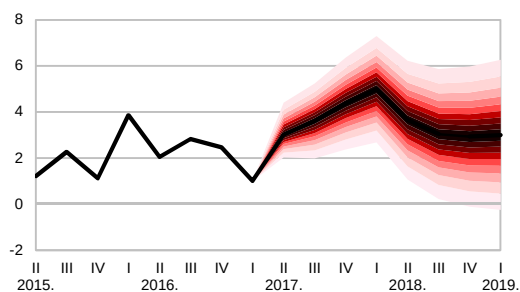


допринос расту БДП-а у 2017, посматрано с производне стране. Поред услуга, позитиван допринос требало би да потекне и од прерађивачке индустрије, на шта указују кретања забележена од почетка године, као и очекивани наставак раста у зони евра и код наших осталих значајних спољнотрговинских партнера. У мањој мери позитиван допринос расту БДП-а требало би да пружи и грађевинарство по основу очекиваног убрзања реализације инфраструктурних и других грађевинских пројеката, на шта указује и већи број издатих грађевинских дозвола и предвиђена вредност радова у досадашњем делу године. С друге стране, негативан допринос расту БДП-а даће очекивано смањење пољопривредне производње по основу рекордних прошлогодишњих приноса. Поред тога, у току ове године релативно су неповољни и агрометеоролошки услови, што ће се негативно одразити на приносе у пољопривреди. Међутим, с обзиром на то да тренутно не располажемо званичним проценама о очекиваном приносу кукуруза и индустријског биља, у време израде пројекције задржали смо претпоставку да ће они бити на нивоу вишегодишњих просека.

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

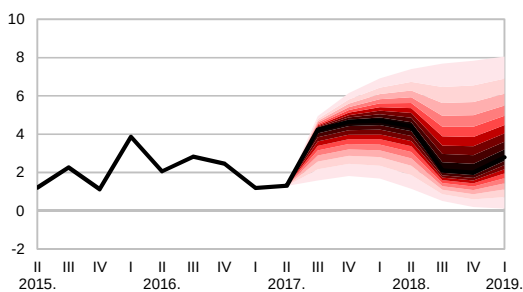
Графикон V.0.15. Поређење текуће с претходном пројекцијом раста БДП-а

Мајска пројекција
(мг. стопе, у %)

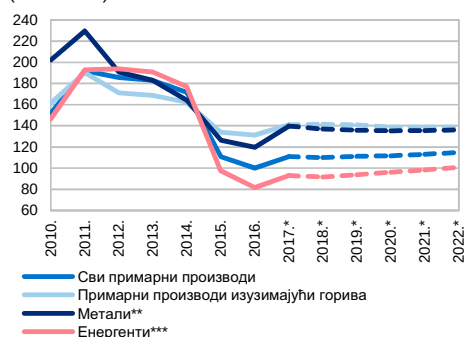


Извор: НБС.

Августовска пројекција
(мг. стопе, у %)



Графикон V.0.16. Пројекције кретања цена примарних производа (2005 = 100)



Извор: ММФ.

* Пројекција ММФ-а.

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

*** Сирова нафта, природни гас и угаљ.

Ризици пројекције за ову годину су асиметрични наниже и односе се на успешност овогодишње пољопривредне сезоне и брзину опоравка сектора енергетике, док су по основу динамике раста зоне евра, као и кретања на светском тржишту примарних производа (нафта, основни метали и житарице) и међународном финансијском тржишту симетрични. С обзиром на то да су ризици пројекције наниже у овој години последица шокова на страни понуде, чији ће ефекти на економску активност бити анулирани с нормализацијом услова, у наредној години по истом основу ризици су асиметрични навише.

Највећа неизвесност текуће пројекције тиче се резултата овогодишње пољопривредне сезоне. Наиме, иако је у 2017. био очекиван пад пољопривреде због изузетно добре прошлогодишње сезоне, додатан негативни ефекат могао би потећи и од неповољних агрометеоролошких услова који преовлађују у овој години. То се односи пре свега на недовољну влажност земљишта, које је на почетку године било под утицајем хладне и релативно суве зиме, тако да је већ у време пролећне сетве постојао одређени недостатак влаге у земљишту. Мање падавина у поређењу с вишегодишњим просецима забележено је и у јуну и јулу, који су кључни месеци за вегетацију кукуруза и индустријског биља, што би, уз високе температуре, које су у том периоду преовладале, могло додатно да смањи изгледе приноса поменутих култура у текућој сезони. Таква кретања могла би утицати на већи пад пољопривредне производње од претпостављеног и самим тим већи негативан допринос пољопривреде кретању БДП-а од очекиваног.

Поред тога, ризик пројекције односи се и на кретања у рударско-енергетском комплексу, која су у Т1 била и под утицајем негативних ефеката хладног времена. Иако је опоравак у секторима рударства и енергетике забележен већ у априлу, постоји ризик да због неповољне хидролошке ситуације он не буде настављен претходно очекиваном динамиком. То би у одређеној мери могло да утиче на то да позитиван допринос индустрије кретању БДП-а у 2017. буде мањи него што се претходно очекивало.

С друге стране, бољи економски резултати у зони евра у П1 и побољшани изгледи раста за текућу и наредну годину могли би да утичу на већу тражњу за нашим извозом и веће инвестиције, тј. да допринесу бржем расту БДП-а од очекиваног.

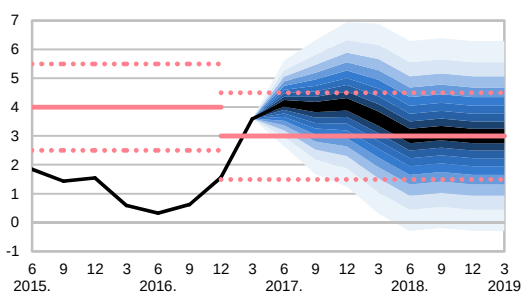
Као и у претходном периоду, на кретање БДП-а у одређеној мери утицаће и кретања на међународном робном и финансијском тржишту. Кретање светске цене нафте у наредном периоду представља извор неизвесности, при чему би се њен пад позитивно одразио на расположиви доходак и раст БДП-а у земљама нето увозницама, међу којима је и Србија, док би у супротном смеру деловао раст светске цене нафте. Од значаја за Србију јесте и кретање цена житарица и основних метала на светском тржишту, чији је Србија нето извозник. Евентуални већи раст тих цена на светском тржишту имао би стога позитиван, а евентуални пад цене негативан ефекат на кретање БДП-а Србије. Такође, на токове капитала према земљама у успону, а тиме и Србији, могла би се одразити кретања на међународном финансијском тржишту, која ће и даље у великој мери бити одређена карактером монетарних политика ФЕД-а и ЕЦБ-а. То би на економску активност могло утицати преко промене услова и доступности екстерних финансијских извора како за државу, тако и за приватни сектор.

Поређење и остварење пројекција инфлације

Нова средњорочна пројекција инфлације нижа је у односу на пројекцију објављену у мајском Извештају о инфлацији како за ову, тако и за наредну годину. Нижа пројекција инфлације за ову годину првенствено је резултат нижег оствареног од очекиваног раста потрошачких цена током Т2, као и нижих маргиналних трошкова увозника и цена

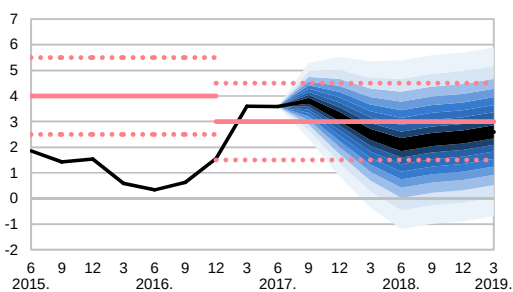
Графикон V.0.17. Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације

Мајска пројекција
(мг. стопе, у %)

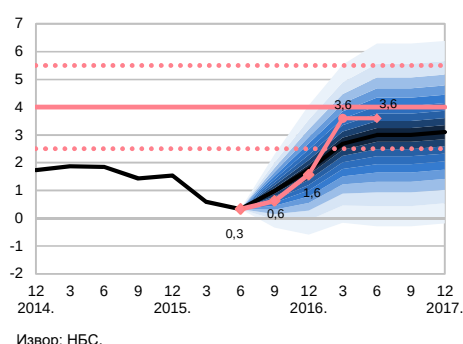


Извор: НБС.

Августовска пројекција
(мг. стопе, у %)



Графикон V.O.18. Остварење пројекције инфлације из августа 2016. (мг. стопе, у %)



примарних пољопривредних производа на домаћем тржишту у поређењу с претходном пројекцијом, чему је допринела и номинална апрецијација динара према долару. Поред тога, иако је претпостављена незнатно виша цена нафте у доларима за крај ове године, изражена у динарима она је сада нижа. С друге стране, у поређењу с мајском пројекцијом, претпостављен је незнатно виши раст регулисаних цена ове године.

Инфлација се у протеклој години дана кретала у границама пројектованог распона из Извештаја о инфлацији за август 2016. До краја 2016. инфлација се кретала незнатно испод централне вредности ове пројекције услед нижег раста регулисаних цена од очекиваног.³⁰ Од почетка ове године инфлација се налазила нешто изнад централне пројекције инфлације из августа 2016, на шта је у највећој мери утицао бржи од очекиваног раст цена нафтних деривата, коме је допринео опоравак цене нафте на светском тржишту, као и веће од очекиваног поскупљење воћа и поврћа почетком године услед изразито хладног времена и неочекивано поскупљење услуга мобилне телефоније.

³⁰ 2,2% наспрам 3,5%, колико је очекивано у августу 2016.

Табела А
Индикатори екстерне позиције Србије

	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	I 2017.	II 2017.
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ ЛИКВИДНОСТИ (у %)														
Девизне резерве/увоз робе и услуга (у месецима)	6,1	9,0	7,5	5,4	9,7	8,4	8,8	7,7	7,6	6,6	6,6	6,2	5,7	5,5 ^а
Девизне резерве/краткорочни дуг	177,0	265,1	250,6	162,6	220,6	191,2	299,8	237,4	268,7	294,5	261,4	233,2	230,1	
Девизне резерве/БДП	23,3	36,9	32,7	24,2	34,6	33,6	36,1	34,5	32,7	29,7	31,0	29,9	28,3	27,8
Отплата дуга/БДП	5,0	10,3	10,3	10,7	12,8	12,0	12,4	13,0	13,4	14,2	12,1	13,0	9,9	
Отплата дуга/извоз робе и услуга	19,8	36,2	37,5	37,5	48,8	37,5	37,3	36,0	33,0	32,7	25,9	25,6	17,7	19,2
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)														
Спољни дуг/БДП	59,3	58,5	59,0	62,3	72,7	79,0	72,2	80,9	74,8	77,1	78,3	77,8	76,2	
Краткорочни дуг/БДП	13,2	13,9	13,1	14,9	15,7	17,6	12,0	14,5	12,2	10,1	11,9	12,8	12,3	
Спољни дуг/извоз робе и услуга	234,9	205,7	214,3	218,9	276,9	247,1	216,5	223,6	184,0	177,7	167,8	153,3	147,5	
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	207,3	208,4	198,2
Девизне резерве/примарни новац	169,8	179,5	173,8	140,7	190,5	196,4	207,6	197,9	199,9	196,6	193,7	196,6	209,6	207,5
СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ)/БДП														
	70,8	77,4	80,1	82,6	69,0	79,8	82,7	89,8	92,6	97,7	103,1	109,1	121,5	121,1
МЕМОРАНДУМ: (у млн евра)														
БДП ¹⁾	21.103	24.435	29.452	33.705	30.655	29.766	33.424	31.683	34.263	33.319	33.491	34.115	7.859	8.808 ^{а)}
Спољни дуг	12.520	14.291	17.382	20.982	22.272	23.509	24.123	25.645	25.644	25.679	26.234	26.549	26.174	
Сервисирање спољног дуга	1.054	2.513	3.039	3.594	3.922	3.564	4.154	4.130	4.595	4.727	4.041	4.432	776	947,8
Девизне резерве/НБС	4.922	9.020	9.634	8.162	10.602	10.002	12.058	10.915	11.189	9.907	10.378	10.205	9.730	9.670
Краткорочни дуг ²⁾	951	968	1.044	1.832	1.852	1.758	612	455	196	99	303	679	540	
Биланс текућих трансакција	-1.778	-2.356	-5.474	-7.125	-2.032	-2.037	-3.656	-3.671	-2.098	-1.985	-1.577	-1.370	-732	-287,8 ^{а)}
КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ (промена рејтинга и изгледа)														
	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	
	Јул/Мај	Феб.	Јул	Март/Дец.	Дец.	Нов.	Март	Авг.	Јул	Јан.	Дец.	Јан./Март/Јун/Дец.	Март	
<i>S&P</i>	BB-/стабилан	BB-/позитиван	BB-/стабилан	BB-/негативан	BB-/стабилан		BB-/стабилан	BB-/негативан				BB-/позитиван		
<i>Fitch</i>	BB-/стабилан			BB-/негативан		BB-/стабилан		BB-/негативан		B+/стабилан	B+/позитиван	BB-/стабилан		
<i>Moody's</i>									B1/стабилан			B1/позитиван	Ba3/стабилан	

Методолошка објашњења:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

¹⁾ Према методологији ESA 2010.

²⁾ Процена НБС.

³⁾ По оригиналној рочности.

Напомене:

1. Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.

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

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

4. Од септембра 2010. измењена је методологија статистике спољног дуга тако да се у спољни дуг јавног сектора укључују обавезе по основу алокације SDR (484,1 млн евра), искоришћене у децембру 2009. док су из спољног дуга приватног сектора искључени кредити закључени пре 20. децембра 2000. по којима се не врше плаћања (1.022,0 млн евра, од чега се 445,6 млн евра односи на домаће банке, а 576,4 млн евра на домаћа предузећа).

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

Табела Б
Основни макроекономски индикатори

	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	I 2017.	II 2017.
Реални раст БДП-а (у %)¹)	5,5	4,9	5,9	5,4	-3,1	0,6	1,4	-1,0	2,6	-1,8	0,8	2,8	1,2	1,3
Потрошачке цене (у % у односу на исти месец претходне године)²)	17,7	6,6	11,0	8,6	6,6	10,3	7,0	12,2	2,2	1,7	1,5	1,6	3,6	3,6
Девизне резерве НБС (у млн евра)	4.922	9.020	9.634	8.162	10.602	10.002	12.058	10.915	11.189	9.907	10.378	10.205	9.730	9.670
Извоз робе и услуга (у млн евра)³)	5.329	6.948	8.110	9.583	8.043	9.515	11.145	11.469	13.937	14.451	15.631	17.314	4.378	4.925
- стопа раста у % у односу на претходну годину	19,1	30,4	-	18,2	-16,1	18,3	17,1	2,9	21,5	3,7	8,2	10,8	10,9	12,9
Увоз робе и услуга (у млн евра)³)	9.612	11.970	15.468	18.267	13.099	14.244	16.487	16.992	17.782	18.096	18.899	19.895	5.170	5.737
- стопа раста у % у односу на претходну годину	0,7	24,5	-	18,1	-28,3	8,7	15,7	3,1	4,7	1,8	4,4	5,3	14,6	12,3
Текући рачун платног биланса³) (у млн евра)	-1.778	-2.356	-5.474	-7.125	-2.032	-2.037	-3.656	-3.671	-2.098	-1.985	-1577	-1.370	-732	-288
у % БДП-а	-8,4	-9,6	-18,6	-21,1	-6,6	-6,8	-10,9	-11,6	-6,1	-6,0	-4,7	-4,0	-9,3	-3,3
Незапосленост по Анкети (у %)	20,8	20,9	18,1	13,6	16,1	19,2	23,0	23,9	22,1	19,2⁷)	17,7	15,3	14,6	
Зараде (просечне за период, у еврима)	209,7	260,0	347,1	400,5	337,4	330,1	372,5	364,5	388,6	379,3	368,0	374,1	366,6	398,2
Републички буџетски суфицит/дефицит (у % БДП-а)⁴)	0,5	-1,7	-1,6	-1,7	-3,2	-3,4	-4,0	-5,9	-5,2	-6,3	-2,8	-0,2	0,7	2,4
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а)⁴)	1,2	-1,5	-1,9	-2,6	-4,4	-4,6	-4,8	-6,8	-5,5	-6,6	-3,7	-1,3	1,2	3,0
Јавни дуг Републике Србије (централни ниво државе, у % БДП-а)	50,2	35,9	29,9	28,3	32,8	41,8	45,4	56,2	59,6	70,4	74,7	73,0	69,2	65,7
Курс динара према долару (просек у периоду)	66,87	67,03	58,39	55,76	67,47	77,91	73,34	88,12	85,17	88,54	108,85	111,29	116,18	111,53
Курс динара према долару (крај периода)	72,22	59,98	53,73	62,90	66,73	79,28	80,87	86,18	83,13	99,46	111,25	117,14	116,13	105,65
Курс динара према евра (просек у периоду)	82,99	84,11	79,96	81,44	93,95	103,04	101,95	113,13	113,14	117,31	120,73	123,12	123,88	122,86
Курс динара према евра (крај периода)	85,50	79,00	79,24	88,60	95,89	105,50	104,64	113,72	114,64	120,96	121,63	123,47	123,97	120,85
МЕМОРАНДУМ: БДП (у млн евра)⁵)	21.103	24.435	29.452	33.705	30.655	29.766	33.424	31.683	34.263	33.319	33.491	34.115	7.859	8.808⁶)

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 (ВРМ6). 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	18
III.0.2.	Допринос м. стопи раста потрошачких цена	18
III.0.3.	Допринос тромесечној стопи раста потрошачких цена	18
III.0.4.	Допринос тромесечној стопи раста произвођачких цена	19
III.0.5.	Домаћа инфлација и екстерне цене	19
III.0.6.	Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред	20
III.0.7.	Перципирана и очекивана инфлација становништва	20
III.0.8.	Очекивана инфлација за две године унапред	20
IV.1.1.	Динарска ликвидност	21
IV.1.2.	Кретање каматних стопа	21
IV.1.3.	Крива приноса на међубанкарском тржишту новца	22
IV.1.4.	Примарно тржиште државних ХоВ у динарима – коефицијент реализације и учешће страних инвеститора	22
IV.1.5.	Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ	22
IV.1.6.	Кретање каматних стопа на динарске кредите и депозите привреди и становништву	23
IV.1.7.	Кретање каматних стопа на девизне кредите и депозите привреди и становништву	23
IV.1.8.	Показатељ премије ризика – <i>EMBI</i> по земљама	24
IV.1.9.	Приноси на еврообвезнице земаља у региону	24
IV.1.10.	Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала	25
IV.1.11.	Структура финансијског биланса	25
IV.1.12.	Финансијски кредити резидената – промена нето задужења	25
IV.1.13.	Кретање курса динара и евра према долару	26
IV.1.14.	Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту	26
IV.1.15.	Краткорочна волатилност курса динара према евр	26
IV.1.16.	Кретање курсева одређених националних валута према евр	27
IV.1.17.	Индекс <i>BELEX15</i> и промет на Београдској берзи	27
IV.1.18.	Кретање берзанских индекса у региону	28
IV.2.1.	Монетарни агрегати и потрошачке цене	28
IV.2.2.	Доприноси м. расту М2, секторска структура	29
IV.2.3.	Домаћи кредити немонетарном сектору и М3	29
IV.2.4.	Кредитна активност и БДП	30
IV.2.5.	Структура новоодобрених кредита привреди	30
IV.2.6.	Утицај појединих фактора на промену кредитних стандарда у одобравању кредита и кредитних линија предузећима	31
IV.2.7.	Структура новоодобрених кредита становништву	31
IV.2.8.	Утицај појединих фактора на промену кредитних стандарда у одобравању кредита и кредитних линија становништву	32
IV.2.9.	Учешће динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву	32
IV.2.10.	Учешће <i>NPL</i> у укупним кредитима, бруто принцип	33
IV.3.1.	Индекси цена непокретности <i>DOMex</i> и број прометованих непокретности	33
IV.3.2.	Индекси броја издатих дозвола новоградње	34
IV.4.1.	Доприноси м. стопи раста БДП-а – расходна страна	34
IV.4.2.	Потрошња домаћинства	35
IV.4.3.	Потрошња државе	35
IV.4.4.	Извоз и увоз робе и услуга	36
IV.4.5.	Кретање показатеља екстерне тражње и базичног извоза Србије	37
IV.4.6.	Извоз услуга	37
IV.4.7.	Кретање главних компоненти увоза	37

IV.4.8.	Увоз енергената	38
IV.4.9.	Робна размена у еврима	38
IV.5.1.	Кретање показатеља економске активности	39
IV.5.2.	Физички обим производње у енергетици и рударству	39
IV.5.3.	Физички обим производње по гранама прерађивачке индустрије	40
IV.5.4.	Доприноси мг. расту физичког обима индустријске производње	40
IV.5.5.	Показатељи грађевинске активности	40
IV.5.6.	Показатељи активности сектора услуга	41
IV.6.1.	Кретање реалне нето зараде (дсз. подаци)	44
IV.6.2.	Кретање реалне нето зараде (мг. раст, у %)	44
IV.6.3.	Однос просечне номиналне нето зараде у јавном сектору и ван јавног сектора	44
IV.6.4.	Кретање продуктивности, бруто реалних зарада и јединичних трошкова рада у индустрији	45
IV.6.5.	Показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази	45
IV.7.1.	Доприноси мг. стопи раста БДП-а зоне евра	46
IV.7.2.	Кретање БДП-а и показатеља економске активности зоне евра	46
IV.7.3.	Водећи показатељи сектора производње по земљама – <i>PMI Manufacturing</i>	47
IV.7.4.	Водећи економски показатељи у САД	47
IV.7.5.	Кретања на тржишту рада у САД	48
IV.7.6.	Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2017. и 2018. ММФ-а	48
IV.7.7.	Кретање хармонизованог индекса потрошачких цена по земљама	49
IV.7.8.	Дугорочна тржишна инфлациона очекивања у зони евра	50
IV.7.9.	Кретање референтних стопа по земљама	51
IV.7.10.	Остварена и очекивана референтна каматна стопа ФЕД-а	51
IV.7.11.	Имплицитна волатилност међународног финансијског тржишта	53
IV.7.12.	Кретање курсава одређених националних валута према долару	53
IV.7.13.	Принос на десетгодишње обвезнице по земљама	53
IV.7.14.	ММФ-ов индекс цена примарних производа	54
IV.7.15.	Кретање цена нафте и бакра	54
IV.7.16.	Индекс светских цена хране	54
V.0.1.	Индекс монетарних услова	55
V.0.2.	Реална каматна стопа	56
V.0.3.	Производни јаз	56
V.0.4.	Фискална кретања	56
V.0.5.	Претпоставка о инфлацији у зони евра	58
V.0.6.	Претпоставка о кретању светских цена примарних пољопривредних производа	58
V.0.7.	Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент	58
V.0.8.	Дефицит текућег рачуна и нето прилив СДИ	59
V.0.9.	Краткорочна пројекција инфлације	60
V.0.10.	Пројекција инфлације	60
V.0.11.	Пројекција компоненти инфлације	61
V.0.12.	Утицај РМТП на кретање цена хране	62
V.0.13.	Пројекција раста БДП-а	64
V.0.14.	Доприноси реалном расту БДП-а	64
V.0.15.	Поређење текуће с претходном пројекцијом раста БДП-а	65
V.0.16.	Пројекције кретања цена примарних производа	66
V.0.17.	Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације	67
V.0.18.	Остварење пројекције инфлације из августа 2016.	68

Табеле

III.0.1. Раст потрошачких цена по компонентама	17
III.0.2. Допринос м. стопи раста потрошачких цена	17
III.0.3. Показатељи раста цена	19
IV.2.1. Монетарни агрегати	29
IV.4.1. Кретање главних показатеља и извора потрошње домаћинства	35
IV.4.2. Показатељи кретања инвестиција	36
IV.5.1. Доприноси тромесечном расту БДП-а	41
IV.6.1. Кретања формалне запослености и незапослености	45
IV.7.1. Процена привредног раста по земљама	48
V.0.1. Претпоставке пројекције	57
Табела А. Индикатори екстерне позиције Србије	69
Табела Б. Основни макроекономски индикатори	70

Графикони у освртима

O.1.1. Кретање цена	12
O.1.2. Инфлациона очекивања 12 месеци унапред	12
O.1.3. Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ	13
O.1.4. Кретање каматних стопа на динарске и евроиндексиране кредите привреди и становништву	13
O.1.5. Учешће <i>NPL</i> у укупним кредитима, бруто принцип	13
O.1.6. Кретање курса динара	13
O.1.7. Ниво девизних резерви	14
O.1.8. Удео динара у укупним депозитима банака од привреде и становништва	14
O.1.9. Дефицит текућег рачуна и СДИ	14
O.1.10. Финансијски резултат привреде	15
O.1.11. Капитализација српског банкарског сектора	15
O.2.1. Показатељи економских очекивања Србије и зоне евра	42
O.2.2. Секторски показатељи економских очекивања за Србију	43

Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе

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	4,00	0
13. октобар	4,00	0
10. новембар	4,00	0
8. децембар	4,00	0

2017. година

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

Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије

Саопштење са седнице Извршног одбора, 8. 6. 2017.

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

Доносећи такву одлуку, Извршни одбор је имао у виду факторе инфлације, ефекте досадашњег ублажавања монетарне политике, као и очекивани наставак кретања инфлације у границама циља од 3,0 одсто $\pm$ 1,5 процентних поена у наредне две године.

Инфлација се од почетка године креће у границама циља. У складу са очекивањима, њено кретање у посматраном периоду, као и у другим земљама, било је под утицајем опоравка светске цене нафте, који је започет у другој половини 2016. Међутим, поскупљења поврћа и огрева због лошег времена почетком године била су виша од сезонски уобичајених, а у априлу и воћа и свежег меса услед раста њихових цена на светском тржишту. Да је инфлација од почетка године вођена једнократним факторима, указује ниска и релативно стабилна базна инфлација, која се креће око 2% међугодишње.

Извршни одбор очекује да ће инфлација и у наредном периоду наставити да се креће у границама циља. Навише ће деловати постепен опоравак домаће тражње и инфлације у међународном окружењу, док ће висока база код цена нафтних деривата успоравати инфлацију. Притом, излазак једнократних поскупљења непрерађене хране и огрева из међугодишњег обрачуна инфлације утицаће на то да се инфлација од почетка наредне године стабилизује на нижем нивоу од тренутног, али и да остане у границама циља.

Међународно окружење и даље карактерише неизвесност у погледу кретања на међународном робном и финансијском тржишту. Неизвесност постоји у погледу кретања светских цена примарних производа, а посебно нафте, на коју утичу и појачане геополитичке тензије. Поред тога, неизвесност на међународном финансијском тржишту у највећој мери проистиче из дивергентности монетарних политика водећих централних банака, ФЕД-а и Европске централне банке, што може да утиче на глобалне токове капитала према земљама у успону, а тиме и Србији. Извршни одбор истиче да је управо захваљујући знатном смањењу унутрашње и спољне неравнотеже и повољним макроекономским изгледима за наредни период Србија данас отпорнија на потенцијално негативне утицаје из међународног окружења.

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

Саопштење са седнице Извршног одбора, 10. 7. 2017.

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

Доносећи такву одлуку, Извршни одбор имао је у виду факторе и пројекцију инфлације, као и ефекте досадашњег ублажавања монетарне политике.

Инфлација се од почетка године креће у границама циља. Као и у другим земљама, њено кретање у посматраном периоду било је под утицајем опоравка светске цене нафте од друге половине 2016. године, али и поскупљења поврћа и огрева, која су, због лошег времена почетком године, била виша од сезонски уобичајених. Управо захваљујући паду цена поменутих производа, у складу с нашим очекивањима, међугодишња инфлација смањена је у мају на 3,5%. Да су инфлаторни притисци и даље ниски потврђује и ниска и релативно стабилна базна инфлација, која се од почетка године креће око 2% међугодишње, као и инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде која се налазе унутар граница циља, како за једну тако и за две године унапред.

Извршни одбор очекује да ће инфлација и у наредном периоду наставити да се креће у границама циља од 3,0 одсто $\pm$ 1,5 процентних поена. Очекује се да ће на остварење циљане инфлације деловати постепени опоравак домаће тражње и инфлације у међународном окружењу и висока база код цена нафтних деривата.

Кретања на робном и финансијском тржишту у међународном окружењу и даље карактерише неизвесност. Неизвесно је кретање светских цена примарних производа, а посебно нафте, на коју утичу и појачане геополитичке тензије. На међународном финансијском тржишту неизвесност у највећој мери и даље проистиче из дивергентности монетарних политика водећих централних банака, ФЕД-а и Европске централне банке, што може да утиче на токове капитала према земљама у успону. Истовремено, Извршни одбор истиче да је, захваљујући знатном смањењу унутрашње и спољне неравнотеже и повољним макроекономским изгледима за наредни период, Србија данас отпорнија на потенцијално негативне утицаје из међународног окружења.

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

Саопштење са седнице Извршног одбора, 10. 8. 2017.

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

Доносећи такву одлуку, Извршни одбор је имао у виду факторе и нову средњорочну пројекцију инфлације.

Кретања на међународном робном и финансијском тржишту и даље карактерише неизвесност. Неизвесно је кретање светских цена примарних производа, а посебно нафте. На међународном финансијском тржишту неизвесност у највећој мери и даље проистиче из дивергентности монетарних политика водећих централних банака, ФЕД-а и Европске централне банке, што може да утиче на токове капитала према земљама у успону.

Инфлација се од почетка године креће у границама циља, а кретања у другом тромесечју потврђују да је она почетком године била вођена поскупљењем малог броја производа и услуга. Ниска и стабилна базна инфлација на нивоу од око 2% међугодишње, као и инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде која се налазе унутар граница циља како за једну, тако и за две године дана унапред, такође указују на то да су инфлаторни притисци и даље ниски.

Извршни одбор очекује да ће инфлација и у наредном периоду наставити да се креће у границама циља од 3,0 одсто $\pm$ 1,5 процентних поена. Инфлацију ће успоравати висока база код цена нафтних деривата, а од почетка 2018. и излазак овогодишњих једнократних поскупљења појединих производа и услуга из међугодишњег обрачуна, због чега ће се она кретати на нижем нивоу од тренутног. У супротном смеру деловаће постепен раст светских цена примарних пољопривредних производа и агрегатне тражње у Србији.

На данашњој седници Извршни одбор је усвојио августовски Извештај о инфлацији, који ће јавности бити представљен у среду, 16. августа. Том приликом биће детаљно образложене одлуке монетарне политике и макроекономска кретања која их опредељују.

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