



Народна банка Србије

2017
фeбpуap

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

2017
фeбpуap

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.

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

Фебруарски *Извештај о инфлацији* размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 14. фебруара 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
Г – година
ДФО – друге финансијске организације
д.с. – десна скала
дсз. – десезонирано
ЕБРД – Европска банка за обнову и развој
ЕЦБ – Европска централна банка
ЕИБ – Европска инвестициона банка
ЕМВИ – индекс обвезница тржишта у успону
ЕУ – Европска унија
ИПЦ – индекс потрошачких цена
л.с. – лева скала
М – месец
МДТ – међубанкарско девизно тржиште
млн – милион
млрд – милијарда
мг. – међугодишње
ММФ – Међународни монетарни фонд
НДВ – непољопривредна додата вредност
NPL – проблематични кредити
ОПЕС – Организација земаља извозница нафте
П – полугодиште
п.п. – процентни поен
СДИ – стране директне инвестиције
SDR – специјална права вучења
Т – тромесечје
ФАО – Организација Уједињених нација за храну и пољопривреду
ФЕД – Систем федералних резерви САД
FISIM – услуге финансијског посредовања индиректно мерене
ФОМС – Федерални комитет за операције на отвореном тржишту
ХоВ – хартије од вредности

Не наводе се друге општепознате скраћенице.

Садржај

I. Резиме	1
II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији	5
III. Кретање инфлације	7
<i>Осврт 1: Утицај сезонских фактора на инфлацију у Србији</i>	9
IV. Детерминанте инфлације	15
1. Кретања на финансијском тржишту	15
2. Новац и кредити	23
<i>Осврт 2: Досадашњи резултати у решавању проблематичних кредита</i>	29
3. Тржиште непокретности	31
4. Агрегатна тражња	32
<i>Осврт 3: Допринос потрошње домаћинства привредном расту Србије</i>	34
5. Економска активност	38
6. Кретања на тржишту рада	40
7. Међународно окружење	42
V. Пројекција инфлације	51
Табела А Индикатори екстерне позиције Србије	64
Табела Б Основни макроекономски индикатори	65
Списак графикана и табела	66
Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе	69
Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије	70

I. Резиме

Ниски инфлаторни притисци карактерисали су и последње тромесечје 2016. године. Када је реч о домаћим факторима, ниским инфлаторним притисцима највише су допринели ефекти фискалне консолидације, релативна стабилност девизног курса и ниска инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде. Иако је забележен изванредан опоравак светске цене нафте, који је подстакао и умерен раст инфлације у зони евра, утицај цена из међународног окружења и даље је релативно низак. На нивоу тромесечја, остварен раст цена од 0,5% био је опредељен поскупљењем електричне енергије и нафтних деривата, као и сезонски уобичајеним растом цена туристичких пакет-аранжмана, одеће и обуће и, с друге стране, појефтињењем непрерађене хране. У складу са очекивањима изнетим у новембру, а као последица ниске базе и поменутог поскупљења електричне енергије и нафтних деривата, међугодишња инфлација је у четвртом тромесечју забележила раст и у децембру је износила 1,6%.

Од претходног извештаја изгледи за привредни раст зоне евра поправљени су за ову годину, што би требало позитивно да се одрази и на Србију. Бољим економским изгледима са стране тражње доприноси и постепен опоравак тржишта рада, а са стране понуде још увек релативно ниске цене енергената и ниске каматне стопе на кредите у условима задржавања експанзивног карактера монетарне политике Европске централне банке. Због одлуке Система федералних резерви да настави започето повећање референтне каматне стопе у децембру, с једне стране, и одлуке Европске централне банке да продужи програм квантитативног попуштања до краја 2017, с друге стране, дивергентност монетарних политика водећих централних банака додатно је повећана, а тиме је постао неизвеснији и њихов могући утицај на глобалне токове капитала. Неизвесност је постојала и на међународном робном тржишту у погледу кретања цене нафте, која је порасла после постигнутог договора водећих светских произвођача о ограничавању производње.

Међугодишња инфлација се током четвртог тромесечја кретала у складу са очекивањима из претходног Извештаја о инфлацији и у децембру је износила 1,6%.

Кретања у међународном окружењу у периоду од претходног Извештаја о инфлацији обележили су повољнији изгледи за раст зоне евра и већине других наших важних спољнотрговинских партнера у 2017. години, раст светске цене нафте и повећана дивергентност монетарних политика водећих централних банака.

Након снижења у јулу, Извршни одбор није мењао висину референтне каматне стопе.

У периоду од претходног извештаја Извршни одбор није мењао висину референтне каматне стопе од 4,0%, имајући у виду очекивано кретање инфлације, ефекте досадашњег ублажавања монетарне политике и смањење циља за инфлацију на $3,0 \pm 1,5\%$ од 2017. Поред тога, опрезно вођење монетарне политике у посматраном периоду налагала је и неизвесност на међународном робном и финансијском тржишту, пре свега у погледу кретања светске цене нафте и динамике нормализације монетарне политике Система федералних резерви. Процењивало се да ће ризике из међународног окружења ублажавати пре свега бољи макроекономски изгледи наше привреде због спровођења фискалне консолидације и структурних реформи и смањења спољне неравнотеже, уз привредни раст, који је у већој мери вођен инвестицијама и извозом.

Упркос променљивом сентименту страних инвеститора у погледу портфолио улагања у земље у успону током четвртог тромесечја, динар је остао релативно стабилан према евр.

Сентимент за портфолио улагања у земље у успону побољшан је почетком четвртог тромесечја, да би се потом изменио како су расли изгледи да би динамика повећања референтне каматне стопе Система федералних резерви у наредном периоду могла бити и бржа од очекиване. Поменута дешавања одразила су се и на понашање страних инвеститора на тржишту динарских државних хартија од вредности и домаћем девизном тржишту. Ипак, захваљујући даљем смањењу спољне и унутрашње неравнотеже, позитивним оценама Међународног монетарног фонда о спровођењу стендбај аранжмана и поправљању изгледа за побољшање кредитног рејтинга земље, кретање курса динара било је релативно стабилно. Томе су допринеле и интервенције Народне банке Србије како продајом, тако и куповином девиза ради спречавања прекомерних краткорочних осцилација девизног курса.

Каматне стопе на нове кредите приватном сектору додатно су снижене у четвртом тромесечју.

Досадашње ублажавање монетарне политике, ниске каматне стопе у зони евра, наставак смањења унутрашње и спољне неравнотеже и појачана конкуренција међу банкама одражавају се на даљи пад каматних стопа на нове кредите привреди и грађанима (за по 0,5 процентних поена) у децембру у односу на септембар. Поменути фактори, као и убрзање економске активности, доприносе расту кредитне активности, који је у децембру износио 1,9% м.г. (према прелиминарним подацима, по искључењу ефекта девизног курса). Додатно, интензивирани активности банака на решавању питања проблематичних кредита резултирале су падом њиховог учешћа у укупним кредитима на најнижи ниво (на 17,0%) још од јануара 2011. године.

Постављени трогодишњи циљеви програма фискалне консолидације, који су се односили на обим структурног прилагођавања фискалног дефицита и удео јавног дуга у бруто домаћем производу, достигнути су у 2016. тј. годину дана раније од планираног. Кључан допринос знатном смањењу фискалне неравнотеже дале су мере штедње на расходној страни буџета, уз знатан допринос који је у 2016. потицао и од већих прихода, пре свега због боље наплате пореза, али и убрзанијег привредног раста. Консолидовани буџетски дефицит у 2016. години износио је 1,4% бруто домаћег производа, што је било знатно ниже од квантитативног критеријума утврђеног шестом ревизијом аранжмана с Међународним монетарним фондом од 2,1% бруто домаћег производа. Притом, ако се изузму расходи за камате, на нивоу опште државе остварен је суфицит од 1,8% бруто домаћег производа. Знатни фискални напори резултирали су смањењем учешћа јавног дуга у бруто домаћем производу у 2016, а наставак такве тенденције очекује се и у наредним годинама.

Због знатно бржег раста извоза од увоза робе и услуга у 2016, дефицит у трговини робе и услуга био је нижи за 21% него претходне године, а дефицит текућег рачуна за око 13%. Захваљујући унапређењу пословног окружења и структурним реформама, нето прилив страних директних инвестиција у 2016. години од близу 1,9 милијарди евра (5,4% бруто домаћег производа) премашио је ниво из 2015. и, другу годину заредом, остао више него довољан за покриће текућег дефицита.

Према нашој процени, раст бруто домаћег производа у четвртном тромесечју 2016. износио је 2,5%. Тиме је раст бруто домаћег производа у 2016. достигао 2,7%. Највећи позитиван допринос том расту, поред пољопривреде, дала је прерађивачка индустрија, на чији раст већ дуже време повољно делују активирање ранијих инвестиција и раст домаће и екстерне тражње. Позитиван допринос дали су и грађевинарство и већина услужних сектора. Посматрано с расходне стране, процењујемо да је раст бруто домаћег производа вођен инвестицијама и извозом. Позитиван допринос потиче и од потрошње домаћинства, пре свега захваљујући побољшању ситуације на тржишту рада.

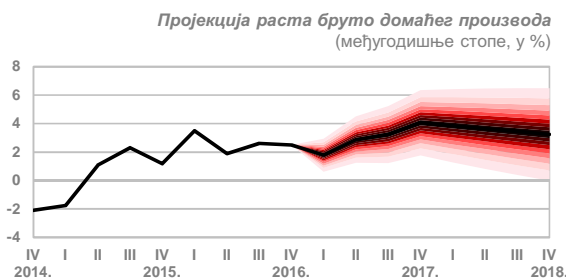
Процењујемо да ће привредни раст бити убрзан на око 3% у овој и на око 3,5% у 2018. години. Посматрано с расходне стране, раст бруто домаћег

Захваљујући резултатима фискалне консолидације, планирано структурно фискално прилагођавање од око 4% бруто домаћег производа и смањење учешћа јавног дуга у бруто домаћем производу остварени су у 2016, тј. годину дана раније од планираног.

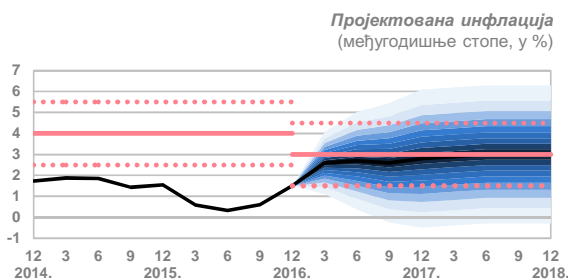
Смањење спољне неравнотеже се наставља, уз пуну покривеност дефицита текућег рачуна нето приливом страних директних инвестиција.

Процењујемо да је раст бруто домаћег производа у 2016. износио 2,7%, при чему је позитиван допринос потекао од свих производних, али и од већине услужних сектора, што је у складу с нашим очекивањима из претходног извештаја.

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



Према нашој новој пројекцији, међугодишња инфлација ће се у границама циља ($3,0\% \pm 1,5$ процентних поена) кретати од почетка ове године.



Незнатно виша текућа пројекција последица је пре свега ревизије навихше претпоставке о кретању цене нафте на светском тржишту за крај 2016. и у току ове године.

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

производа и у наредном периоду биће вођен пре свега инвестицијама и извозом услед наставка интензивне реализације инфраструктурних пројеката и повољнијег инвестиционог амбијента. Позитиван постепено растући допринос очекује се и од финалне потрошње. На то ће утицати очекивани раст запослености и зарада у приватном сектору, а у одређеној мери и повећање плата у јавном сектору и пензија.

Међугодишња инфлација би од почетка 2017. требало да се нађе у границама циља ($3,0 \pm 1,5\%$), а затим настави релативно стабилно кретање у оквиру тих граница до краја периода пројекције, тј. до краја 2018. године. На такво кретање инфлације деловаће ниска база код цена воћа и поврћа, постепени раст агрегатне тражње у Србији и инфлације у међународном окружењу (пре свега у зони евра), док ће је још неко време успоравати ниски трошкови сировина у производњи хране, а од марта и висока база код цена нафтних деривата. Ризици остварења пројекције инфлације су симетрични и односе се пре свега на даља кретања на светским робним и финансијским тржиштима, а у одређеној мери и на раст регулисаних цена.

Нова пројекција инфлације за 2017. незнатно је виша од пројекције објављене у новембарском Извештају о инфлацији, пре свега за прво тромесечје. То је, као и у другим земљама, у највећој мери последица бржег раста светске цене нафте крајем 2016. и већег претпостављеног раста за ову годину него што је очекивано у новембру.

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

II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији

Од новембарског Извештаја о инфлацији Извршни одбор Народне банке Србије није мењао висину референтне каматне стопе од 4,0%, имајући у виду очекивано кретање инфлације у наредном периоду, ефекте досадашњег ублажавања монетарне политике и смањење циља за инфлацију од почетка 2017. на $3,0\% \pm 1,5$ п.п. Према оцени Извршног одбора, инфлација ће остати ниска и стабилна и од почетка 2017. године кретаће се у границама циља, чему ће допринети опоравак светске цене нафте и раст домаће тражње и инфлације у међународном окружењу. С друге стране, релативно ниски трошкови у производњи хране још неко време би требало да делују дезинфлаторно.

Опрезно вођење монетарне политике у посматраном периоду налагала је неизвесност на међународном робном и финансијском тржишту, пре свега у погледу кретања светске цене нафте и динамике нормализације монетарне политике ФЕД-а. Процењивало се да ће ризике из међународног окружења ублажавати експанзивна монетарна политика ЕЦБ-а, али пре свега бољи макроекономски изгледи наше привреде због резултата остварених спровођењем фискалне консолидације и структурних реформи, као и смањења спољне неравнотеже, уз привредни раст, који је у највећој мери вођен инвестицијама и извозом.

Одлуке о монетарној политици у периоду од претходног Извештаја о инфлацији донесене су уз уважавање новог циља за инфлацију од $3,0\% \pm 1,5$ п.п. од 2017. године. Одлука о смањењу циља донета је у сарадњи с Владом, уз уважавање чињенице да је у претходне три године постигнута и одржана ценовна стабилност, да су макроекономски фундаменти и изгледи наше економије за наредни период знатно побољшани, као и да су инфлациона очекивања привреде и финансијског сектора усидрена око нивоа новог циља.

Основу за доношење одлука о монетарној политици у посматраном периоду представљала је новембарска пројекција инфлације, која је била нешто нижа од претходне (августовске), пре свега због ревизије наниже претпоставке о кретању цена примарних пољопривредних производа на светском тржишту и нижег раста регулисаних цена од очекиваног. Новембарска пројекција предвиђала је да ће инфлација остати ниска и стабилна и да ће се унутар граница новог циља кретати од почетка 2017. године, све до краја периода пројекције. Ризици остварења пројекције инфлације односили су се првенствено на даља кретања на светском робном и финансијском

тржишту, а у одређеној мери и на раст регулисаних цена током 2017. године. Када је реч о економској активности, због одличне пољопривредне сезоне, у новембру је поново извршена ревизија навише стопе раста БДП-а за 2016, на 2,7%, док за 2017. није мењана (3,0%).

Узимајући у обзир такве пројекције инфлације и БДП-а и разматрајући нове информације о кретањима у земљи и међународном окружењу, Извршни одбор Народне банке Србије од новембра није мењао висину референтне каматне стопе (4,0%). У фебруару, када је за основу имао фебруарску пројекцију инфлације, такође није мењао референтну стопу. 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 и ревизију наниже циља за инфлацију од 2017. године.

Извршни одбор је истицао да ће инфлација остати ниска и стабилна и да ће се од почетка 2017. кретати у границама новог циља. Очекивао је да ће таквом

кретању инфлације допринети пре свега постепен раст светске цене нафте у светлу најпре најаве, а затим и договора водећих светских произвођача о ограничавању производње, што је, уз ефекат ниске базе код цена нафтних деривата, требало да подстакне постепен раст м.г. инфлације у наредном периоду. Такође, очекивао је да ће у истом смеру деловати и раст домаће тражње и постепен опоравак инфлације у међународном окружењу, пре свега у зони евра, која је наш најзначајнији спољнотрговински партнер. С друге стране, релативно ниски трошкови у производњи хране требало је још неко време да делују дезинфлаторно.

Опрезно вођење монетарне политике у посматраном периоду налагала је и неизвесност на међународном робном и финансијском тржишту. Опрезност је била потребна првенствено због неизвесности у погледу кретања цене нафте и других примарних производа на светском тржишту. Такође, различите монетарне политике двеју водећих централних банака, ФЕД-а и ЕЦБ-а, отежавају предвиђање глобалне ликвидности и токова капитала. Поред тога, због најављених мера економске политике, пре свега фискалних подстицаја, као и благих корекција очекиваног раста америчке

привреде и инфлације навише, вероватна је бржа нормализација монетарне политике ФЕД-а од претходно очекиване. Ипак, динамика те нормализације и даље је неизвесна, поготово што би очекивано јачање долара, преко утицаја на инфлацију и економску активност, могло да успори темпо подизања референтне каматне стопе ФЕД-а.

С друге стране, ЕЦБ ће водити експанзивну монетарну политику, јер ће програм квантитативног попуштања бити примењиван барем до краја 2017, чиме ће ублажавати негативне ефекте нормализације монетарне политике ФЕД-а. Одлуке ЕЦБ-а су важне за Србију с обзиром на знатно јачу финансијску и трговинску повезаност са земљама зоне евра. Дугорочно посматрано, још важнија са аспекта амортизације ризика из окружења јесу структурна побољшања и смањење унутрашње и спољне неравнотеже које је Србија остварила. Извршни одбор је имао у виду да су остварени резултати, уз економски раст, који је у већој мери вођен инвестицијама и извозом, допринели бољим макроекономским изгледима наше привреде и повећању њене отпорности на евентуалне негативне утицаје из међународног окружења.

III. Кретање инфлације

Ниски инфлаторни притисци карактерисали су и Т4 2016. године, при чему је као последица ефекта ниске базе, поскупљења електричне енергије и нафтних деривата, мг. инфлација са 0,6% у септембру повећана на 1,6% у децембру. Када је реч о домаћим факторима, ниским инфлаторним притисцима највише су допринели ефекти фискалне консолидације, релативна стабилност девизног курса и ниска инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде. Иако је забележен изванредан опоравак светске цене нафте, који је подстакао умерен раст инфлације у зони евра, утицај цена из међународног окружења и даље је релативно низак.

На нивоу тромесечја, остварени раст цена од 0,5% био је одређен поскупљењем електричне енергије и нафтних деривата, као и сезонски уобичајеним растом цена туристичких пакет-аранжмана, одеће и обуће. У супротном смеру деловале су цене непрерађене хране.

Кретање инфлације у Т4

У складу са очекивањима изнетим у новембарском Извештају о инфлацији, инфлаторни притисци су и у Т4 остали ниски. Мг. инфлација се након раста у октобру на 1,5%, око тог нивоа задржала и у наредна два месеца. У децембру је износила 1,6% мг., при чему је негативан допринос потицао од цена воћа и поврћа, а највећи позитиван од непрехрамбених производа и услуга и регулисаних цена. Цене нафтних деривата у децембру бележе позитиван допринос укупној инфлацији као последица како ниске базе, тако и раста светске цене нафте током Т4.

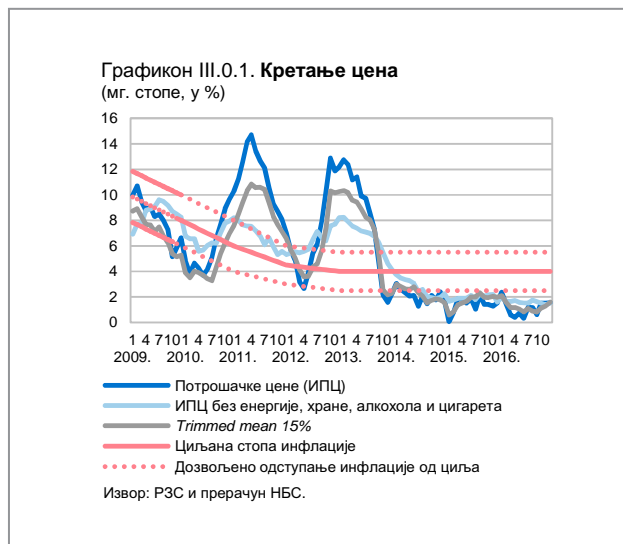
Посматрано на нивоу тромесечја, потрошачке цене су у Т4 порасле 0,5%, или нешто мање у односу на наша очекивања у новембру. Главни узрок одступања наниже биле су цене непрерађене хране, тј. веће од очекиваног појефтинјење воћа и свежег меса и мање поскупљење поврћа од сезонски уобичајеног.

Утицај цена хране на тромесечну инфлацију остао је негативан у Т4 (допринос инфлацији $-0,3$ п.п.) због пада цена непрерађене хране (3,0%). У оквиру **непрерађене хране**, највећи негативан допринос потекао је од цена свежег воћа (пад за 22,4%, допринос $-0,45$ п.п.) и цена свежег меса (пад за 4,7%,

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

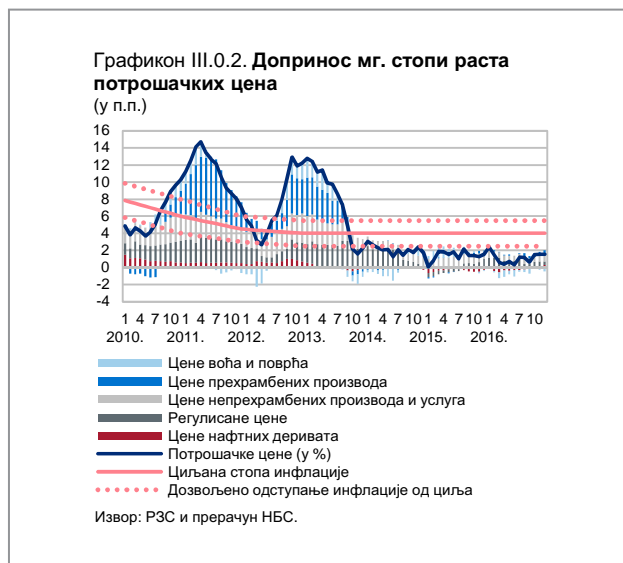
	Учешће у ИПЦ	2016.			
		I	II	III	IV
Потрошачке цене (ИПЦ)	100,0	0,4	0,5	0,2	0,5
Непрерађена храна	11,6	5,5	-0,6	-2,1	-3,0
Прерађена храна	20,5	0,9	-0,3	0,4	0,0
Индустријски производи без хране и енергије	28,7	-0,2	0,5	1,0	0,6
Енергија	15,5	-1,4	1,7	0,2	2,8
Услуге	23,7	-0,5	1,1	0,2	0,8
Показатељи базне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

Извор: РЗС и прерачун НБС.



допринос $-0,2$ п.п.). У супротном смеру је деловало поскупљење свежег поврћа од $8,2\%$ (допринос $0,3$ п.п.). С друге стране, цене **прерађене хране** су у Т4 стагнирале.

Највећи позитиван допринос инфлацији у Т4 дала је група **енергија** ($0,4$ п.п.). Раст цена у оквиру те групе ($2,8\%$) био је вођен поскупљењем електричне енергије у октобру ($3,8\%$, допринос инфлацији $0,2$ п.п.), као и повећањем цена нафтних деривата. Наиме, због ниске базе, али и раста цене нафте на светском тржишту, која је крајем прошле године прешла 55 долара по барелу, цене **нафтних деривата** на домаћем тржишту порасле су у Т4 ($2,8\%$, допринос инфлацији $0,1$ п.п.). Поред тога, позитиван допринос инфлацији дале су и цене дрва и угља за огрев, које у зимском периоду сезонски расту.



Цене услуга су у Т4 благо порасле ($0,8\%$, допринос инфлацији $0,2$ п.п.), при чему је највећи позитиван допринос ($0,15$ п.п.) потекао од сезонског поскупљења туристичких пакет-аранжмана ($14,3\%$). У мањој мери, на раст цена ове групе утицало је и поскупљење услуга одржавања и оправке возила.

Раст **цена индустријских производа без хране и енергије** у Т4 је износио $0,6\%$ (допринос инфлацији $0,2$ п.п.) и био је пре свега вођен сезонским повећањем цена одеће и обуће ($2,4\%$, допринос инфлацији $0,1$ п.п.).

Базна инфлација (мерена ИПЦ-ом по искључењу цена енергије, хране, алкохола и цигарета) у Т4 је порасла на $0,8\%$ и у највећој мери је била одређена сезонским поскупљењем туристичких пакет-аранжмана, одеће и обуће. Посматрано на мг. нивоу, базна инфлација се у Т4 кретала на нивоу од око $1,5\%$, на којем је и завршила 2016. годину.



Регулисане цене су у Т4 порасле $1,1\%$ (допринос инфлацији $0,2$ п.п.), готово у потпуности услед повећања цене електричне енергије у октобру. И поред тога, мг. раст регулисаних цена на крају Т4 је био на сличном нивоу као на крају Т3 и износио је $2,2\%$ (допринос инфлацији $0,4$ п.п.). Иако је у октобру у обрачун мг. инфлације ушло поскупљење електричне енергије, у децембру је из обрачуна изашло поскупљење цигарета из децембра 2015. године.

Осврт 1: Утицај сезонских фактора на инфлацију у Србији

Сезонски фактори имају важно место у објашњавању кретања инфлације у току године. Наиме, цене одређеног броја производа и услуга који улазе у потрошачку корпу показују сезонске осцилације – готово сваке године у истим месецима их карактерише раст, односно пад. Типичан пример су цене воћа и поврћа, али и свежег меса, одеће и обуће и туристичких пакет-аранжмана, који у случају Србије чине укупно 15,5% потрошачке корпе за обрачун ИПЦ-а. Познавање сезонске динамике ових цена је важно, јер би у супротном оцена јачине текућих инфлаторних, односно деzinфлаторних притисака у економији могла бити погрешна.

За цене воћа и поврћа уобичајено је да од јануара до маја, када је њихова понуда релативно мања, расту, да би у П2, с новом пољопривредном сезоном, углавном бележиле пад. Притом, унутар ове групе постоје и одређене разлике у понашању цена воћа и поврћа. Тако, на пример, цене поврћа отпочињу пад у јуну, тј. месец дана раније него цене воћа, док су од септембра до новембра у порасту. С друге стране, цене воћа су у паду од јула до децембра, најпре због нове пољопривредне сезоне, а затим због увоза релативно јефтинијег јужног воћа.¹ Генерално, цене воћа и поврћа карактеришу изражене месечне осцилације, које некад прелазе и 10%. Ипак, просечне месечне промене цена у току године су знатно мање, а посебно су смањене у последње четири године, када су износиле 0,2% у случају воћа и 0,3% у случају поврћа. То је, између осталог, резултат либерализације увоза и раста производње у стакленицима и пластеницима, који омогућавају већу понуду у току целе године и тако ублажавају ефекат сезоне.

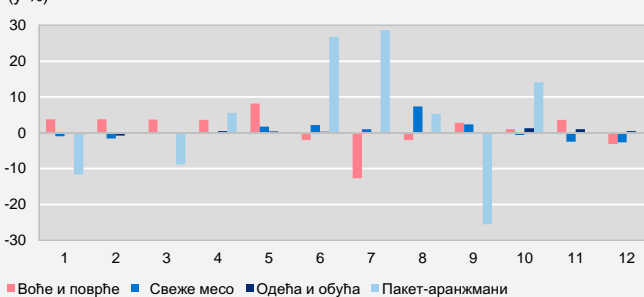
Цена свежег меса обично расте у летњим месецима, тј. од маја до септембра, јер је то период кад је претходни циклус производње завршен, а наредни још није достигао свој максимум. Сезонски фактори потом настављају да делују и у следећа два тромесечја, када прво долази до пада, па стабилизације цене меса. Поред фактора сезоне, на цене меса могу утицати и одређени поремећаји на тржишту или фактори из екстерног окружења. Последњи пут се то десило у јулу и августу 2016 – цене свежег свињског меса порасле су више него што је сезонски уобичајено због пораста те цене на светском тржишту, а поскупљење је затим забележила и пилетина (вероватно услед одређене преоријентације домаћинства од потрошње свињског ка потрошњи пилећег меса). Месечне осцилације цена меса су мање него код воћа и поврћа и ретко прелазе 5%, док су просечне месечне промене цена у току године нешто веће – у последњих десет година износиле су 0,5%.

Графикон О.1.1. Укупна инфлација и инфлација без компоненти са сезонским осцилацијама у 2016. (месечне стопе, у %)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон О.1.2. Просечне месечне промене цена производа и услуга са израженим ефектом сезоне у периоду 2007–2016.* (у %)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Осим за пакет-аранжмане, где су подаци расположиви за период 2012–2016.

¹ Изузетак је септембар, када бележе благ раст.

На цене воћа, поврћа и меса такође утиче и то да ли је пољопривредна сезона била лошија или боља од просечне, што може повећати или смањити већ постојеће сезонске осцилације цена наведених група производа. Посматрано по годинама (Графикон О.1.3), ефекат суше видљив је у 2007. и 2012, а ефекат поплава у 2014. години.

Цене одеће и обуће расту почетком зимске и летње сезоне, односно у Т2 и Т4, а падају у Т1 и Т3. Месечне осцилације цена су релативно мале код ове групе производа и ретко прелазе 1,5%. Посматрано у току године, просечне месечне промене цена су у последњих десет година износиле 0,2%.

Највеће месечне осцилације цена карактеришу туристичке пакет-аранжмане – оне у летњој сезони достижу и близу 30%. Генерално, цене тих аранжмана расту од јуна до августа, у априлу и октобру, а пад бележе у јануару, марту и септембру. У последњих пет година просечне месечне промене цена пакет-аранжмана у току године износиле су 2,9%.

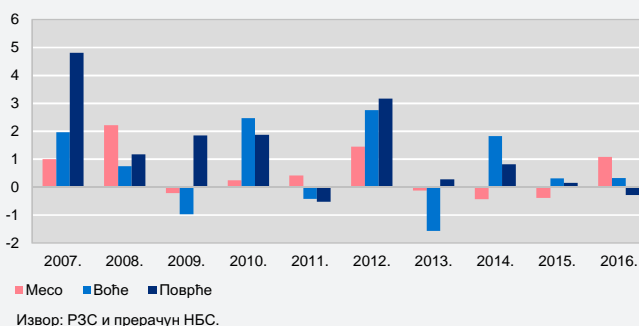
Одређени сезонски утицај на инфлацију у Србији имају и акцизе на цигарете, које се, у складу са Законом о акцизама, сваког јануара и јула повећавају у одређеној мери како би се до 2020. минимална акциза изједначила са оном у ЕУ. Минимална акциза на цигарете утврђује се као збир *ad valorem* акцизе на просечну пондерисану малопродајну цену цигарета² и специфичне акцизе. *Ad valorem* акциза износи 33% малопродајне цене цигарета, док је специфична акциза утврђена у динарском износу, која се повећава на пола године, а додатно се усклађује и са стопом инфлације у претходном периоду. У јануару ове године минимална акциза је повећана за око 4% (и по основу специфичне и по основу *ad valorem* акцизе). У 2017. ће изостати повећање специфичне акцизе по основу усклађивања са стопом инфлације, јер је инфлација у 2016. била нижа од 2%.³

Цене чврстог горива такође бележе сезонски раст с приближавањем и у току грејне сезоне. Тако цене дрва и угља расту пре свега у јесењим и зимским месецима. Иако просечан годишњи раст тих цена најчешће не прелази 1%, у последње четири године је додатно снижен и износио је око 0,2%.

Утицај сезонских фактора на инфлацију видљив је првенствено у месечним (и тромесечним) стопама инфлације (посебно у условима врло ниских инфлаторних притисака, када цене осталих производа и услуга бележе релативно мале промене), а знатно мање у мг. стопама. Наиме, мг. стопе инфлације мере промене у нивоу цена у текућем месецу у односу на исти месец претходне године, а како сезонски утицаји обично увек карактеришу исте месеце у години, они се приликом обрачуна мг. стопа у знатној мери потиру. Када дође до одступања од сезонских уобичајених кретања, тј. када се сезона „помери“ у други месец или раст одређене цене буде већи (мањи) од сезонски уобичајеног, изражен је тзв. базни ефекат на мг. инфлацију.

С обзиром на то да се циљ за инфлацију утврђује као мг. стопа, централне банке које циљају инфлацију, а тиме и Народна банка Србије, одлуке о монетарној политици доносе првенствено имајући у виду очекивано будуће кретање мг. инфлације. Ипак, при изради краткорочне пројекције инфлације, тј. инфлације за наредно тромесечје, узимају у обзир и сезону код наведених група производа и услуга, односно укључују је у пројекцију. Народна банка Србије о томе обавештава јавност, имајући у виду могућ утицај сезонских фактора на инфлациона очекивања, нарочито код становништва. Најновија краткорочна пројекција инфлације предвиђа да ће на раст цена у Т1 у највећој мери утицати управо сезонско поскупљење воћа и поврћа, чврстог грева и повећање акциза на цигарете, док би сезонско појефтинјење свежег меса и туристичких пакет-аранжмана требало да делује у супротном смеру.

Графикон О.1.3. Просечне месечне промене цена по годинама (у %)



² Укупна вредност цигарета стављених у промет по малопродајним ценама подељена са укупном количином цигарета пуштених у промет у Републици Србији у претходном полугодшту.

³ Од ове године усклађивање са инфлацијом ће се вршити само уколико раст потрошачких цена у претходној календарској години пређе 2%, и то за износ разлике.

Произвођачке и екстерне цене

Мг. раст произвођачких и екстерних цена у Т4 последица је ниске базе, а у одређеној мери и раста ових цена током Т4.

Цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште порасле су са 0,3% у Т3 на 1,3% у Т4. Тај раст је био вођен повећањем произвођачких цена у области енергије и рударства, тј. експлоатацији сирове нафте и природног гаса, производњи нафтних деривата и основних метала, као и у снабдевању електричном енергијом, гасом и паром. С друге стране, пад произвођачких цена забележен је у производњи рачунара, електронских, оптичких и прехранбених производа и производа од метала. Цене индустријских произвођача убрзале су раст и на мг. нивоу, са 1,3% у септембру на 2,0% у децембру 2016.

Након пада у Т3, **цене произвођача пољопривредних производа** у Т4 порасле су за 6,3%. Раст цена је био најизраженији у производњи индустријског биља, пшенице и воћа, док су, с друге стране, произвођачке цене поврћа, кукуруза и живине опале. Посматрано на мг. нивоу, цене пољопривредних произвођача су, након пет месеци пада, у Т4 отпочеле раст, тако да су у децембру биле 3,0% више него годину дана раније.

Раст цена елемената и материјала за уграђивање у грађевинарству био је нижи него у Т3 и износио 0,3%. Посматрано на мг. нивоу, раст тих цена је убрзан са 1,6% у септембру на 2,4% у децембру.

Раст **екстерних цена** исказаних у динарима¹ настављен је и у Т4, али нешто бржим темпом него у претходном тромесечју (1,7% наспрам 0,8%). Тај раст је био првенствено вођен растом цене нафте на светском тржишту. Поред тога, порасле су и светске цене хране, мерене ФАО индексом, због поскупљења шећера, млека и млечних производа, уља и меса, тј. свих посматраних категорија хране изузев житарица. У мањој мери, на раст су утицале и више извозне цене Немачке, којима апроксимирамо екстерне цене опреме и репроматеријала, као и раст потрошачких цена у зони евра, којима апроксимирамо цене увезених услуга. Такође, расту екстерних цена исказаних у динарима допринела је и номинална

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

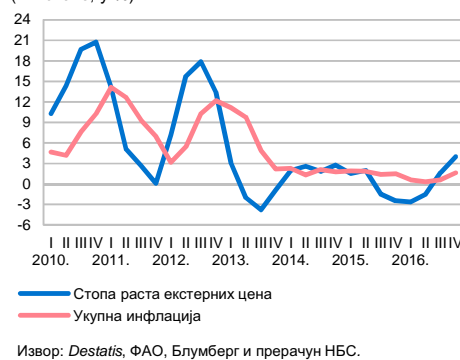


Табела III.0.2. Показатељи раста цена (мг. стопе, у %)

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

Извор: РЗС и прерачун НБС.

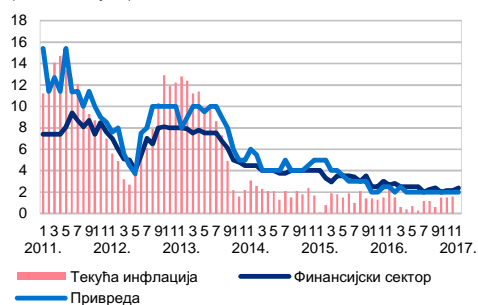
Графикон III.0.5. Домаћа инфлација и екстерне цене (мг. стопе, у %)



Извор: Destatis, ФАО, Блумберг и прерачун НБС.

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.

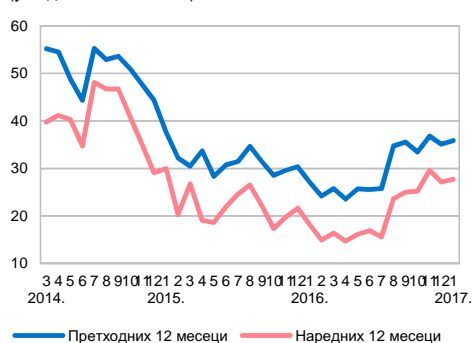
Графикон III.0.6. Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред* (мг. стопе, у %)



Извор: Галуп, Ипсос/Нинамедија и НБС.

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

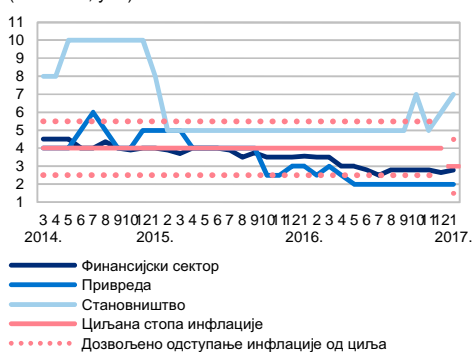
Графикон III.0.7. Перципирана и очекивана инфлација становништва (у индексним поенима)



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

* Анкета није спроведена у новембру 2014.

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



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

* Анкета није спроведена у новембру 2014.

депрецијација евра према долару, а у мањој мери и динара према евр у последњој години дана. Посматрано на мг. нивоу, екстерне цене изражене у динарима у Т4 су убрзале раст на 4,0%.

Инфлациона очекивања

Чињеница да су инфлациона очекивања релативно ниска и стабилна током дужег периода говори у прилог томе да тржишни субјекти верују у очување стабилности цена и у наредној години дана и у средњем року.

Инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред, према анкети агенције **Блумберг**, налазе се у границама циља од октобра 2013. Након што је у новембру 2016, по објављивању новог циља за инфлацију, спустио своја очекивања на 2,4%, овај сектор је у наредним месецима постепено повећавао своја очекивања, на 2,7% у фебруару. Према анкети агенције **Нинамедија**,² инфлациона очекивања финансијског сектора су нижа и у периоду новембар–јануар кретала су се у распону 2,2–2,4%. Још нижа су инфлациона очекивања привреде – на нивоу од 2,0% од априла прошле године. Ниским и стабилним инфлационим очекивањима привреде доприносе очувана ценовна стабилност и релативна стабилност девизног курса, као и смањени трошковни притисци услед и даље релативно ниских цена нафте и осталих примарних производа и нижих камата како на нове, тако и на постојеће кредите.

Након периода стабилности од готово годину дана на нивоу од 5,0%, инфлациона очекивања становништва од августа су варијала (од 6,0 до 7,4%), да би се у јануару вратила на 5,0%. Иако резултати квалитативне анкете становништва³ указују на раст и перципиране и очекиване инфлације у Т4, очекивана инфлација је и даље нижа него перципирана инфлација, што значи да један део становништва који има перцепцију да су цене повећане у претходних 12 месеци не очекује да ће се то наставити у наредних 12 месеци.

Финансијски сектор сматра да ће **инфлација за две године унапред** бити у оквиру граница дозвољеног одступања од циља и од августа 2016. очекује да ће она износити око 2,8%. Привреда од маја 2016. очекује да ће средњорочна инфлација износити 2,0%.

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

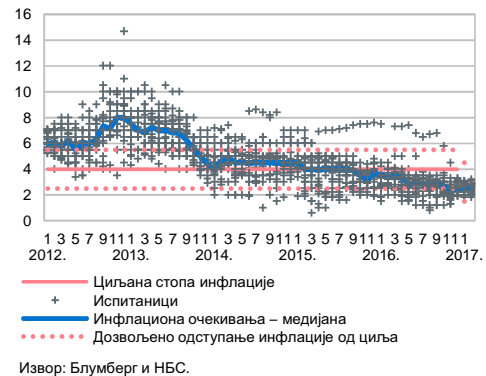
³ Детаљније о квалитативним очекивањима становништва видети у *Извештају о инфлацији – фебруар 2016*, Осврт 2, стр. 15.

Очекивања становништва за две године унапред последњих месеци крећу се између 5,0 и 7,0%.

Дисперзија одговора испитаника финансијског сектора, која је најнижа од свих сектора и у анкетама Блумберга и у анкетама Нинамедије, додатно је смањена. Смањена је и дисперзија одговора испитаника привреде, док је у случају становништва највиша, али релативно стабилна.

Током Т4 је додатно смањен нето проценат предузећа која у наредна три месеца очекују раст цена својих производа (са 4,5% на 0%), док је нето проценат предузећа која очекују раст цена инпута повећан (са 1,0% на 13,6%). Највећи део предузећа и даље не очекује промену цена инпута нити промену цена својих производа (84,9% и 87,2%, респективно).

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



IV. Детерминанте инфлације

1. Кретања на финансијском тржишту

Досадашње ублажавање монетарне политике и наставак смањења унутрашње и спољне неравнотеже наставили су позитивно да се одражавају на трошкове задуживања државе и приватног сектора током Т4. Нижим трошковима задуживања приватног сектора доприносиле су и ниске каматне стопе у међународном окружењу и већа конкуренција међу банкама.

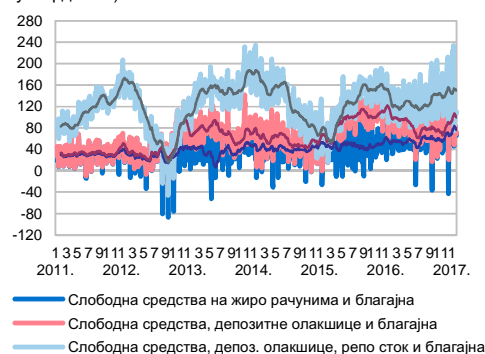
Захваљујући даљем смањењу спољне и унутрашње неравнотеже, уз позитивне оцене ММФ-а о спровођењу стендај аранжмана и поправљање изгледа за побољшање кредитног рејтинга земље, кретање курса динара било је релативно стабилно, иако је сентимент страних инвеститора у погледу улагања у ХоВ земаља у успону, па и Србије, био променљив током Т4. Народна банка Србије је ублажавала прекомерне краткорочне осцилације нето куповином девиза у износу од 185,0 мли евра.

Каматне стопе

Просечна репо стопа⁴ незнатно је снижена у Т4 (за 0,1 п.п.) и крајем децембра је износила 2,9%. И каматне стопе на међубанкарском тржишту новца наставиле су стабилно кретање током Т4, уз минималне осцилације.

Каматна стопа *BEONIA* је у децембру у просеку износила 2,8%, што је једнако њеној просечној вредности из септембра. Истовремено, вредност промета на међубанкарском преконоћном тржишту новца благо се смањивала из месеца у месец, тако да је просечан промет на овом тржишту у децембру износио 3,1 млрд динара и био је за 0,9 млрд динара нижи него у септембру.

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



⁴ Стопа остварена на репо аукцијама пондерисана износом продатих ХоВ.

У децембру је *EBRD* емитовала и продала динарску обвезницу с роком доспећа од три године и варијабилном каматном стопом (0,4 п.п. + 3М *BELIBOR*), чиме је постала прва међународна финансијска институција која је издала динарске ХоВ на домаћем тржишту. Средства обезбеђена њиховом продајом биће усмерена у динарско кредитирање привреде.

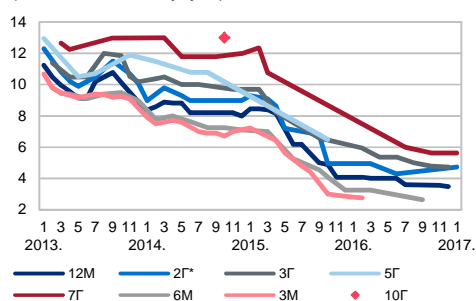
Досадашње ублажавање монетарне политике, ниске каматне стопе у зони евра, побољшање макроекономских фундамената и појачана конкуренција међу банкама допринели су томе да трошкови задуживања приватног сектора буду додатно смањени у Т4.

Просечна цена кредита привреди у децембру је износила 5,4% и била је за 0,5 п.п. нижа него на крају септембра. То смањење је било одређено смањењем стопа на кредите за обртна средства (за 0,9 п.п., на 4,9%) и остале кредите (за 0,6 п.п., на 6,0%), док је цена инвестиционих кредита била непромењена и у децембру је износила 5,8%. И просечна пондерисана каматна стопа на динарске кредите становништву у Т4 је снижена за 0,5 п.п. и у децембру је износила 10,8%. За толико су смањене стопе на готовинске кредите (укључујући и кредите за рефинансирање), на 11,2%, а снижене су и стопе на потрошачке и стамбене кредите (укључујући кредите за адаптацију стамбеног простора), на 7,0%. Поједине банке су почеле да одобравају динарске стамбене кредите по стопи испод 5% и с роком отплате дужим од 20 година, што се одразило и на износ просечне пондерисане каматне стопе на нове динарске стамбене кредите одобрене у новембру (5,5%). С друге стране, цена осталих кредита је повећана за 0,5 п.п., на 10,1%.

Просечна пондерисана каматна стопа на новоодобрене динарске кредите привреди и становништву у децембру у односу на септембар бележи пад од 0,2 п.п., на 8,5%. Пад је нижи од појединачног пада стопа на кредите привреди и становништву због већег учешћа динарских кредита становништву него у септембру, који су иначе скупљи од кредита привреди.

Просечна пондерисана каматна стопа на новоодобрене кредите у еврима и динарске евроиндексиране кредите привреди и становништву смањена је у Т4 за 0,3 п.п., на 3,2% у децембру. Толико је смањена и просечна стопа на кредите привреди, која је у децембру износила 3,1%. Стопе на

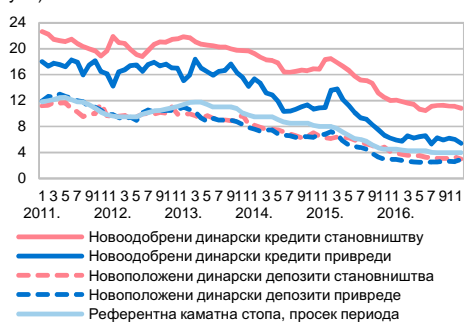
Графикон IV.1.5. Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ (на годишњем нивоу, у %)



Извор: Министарство финансија.

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

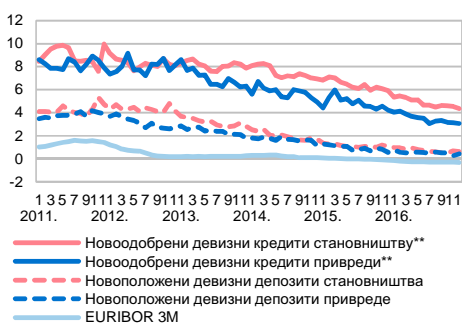
Графикон IV.1.6. Кретање каматних стопа на динарске кредите и депозите привреди и становништву* (просечне пондерисане вредности, на годишњем нивоу, у %)



Извор: НБС.

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

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



Извор: Европска банкарска федерација и НБС.

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

** У еврима и евроиндексирани.

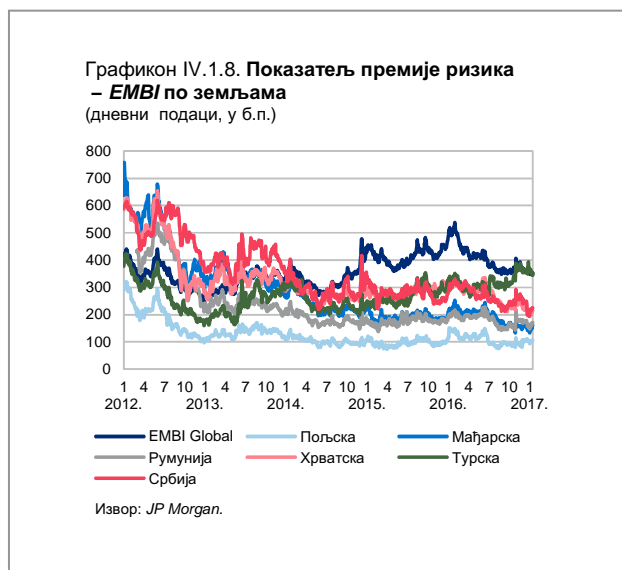
све врсте кредита привреди биле су у паду и у децембру су се кретале у распону од 2,5% за кредите за увоз до 3,4% за инвестиционе кредите. Најзаступљенији, кредити за обртна средства, у децембру су одобравани по стопи од 3,0%, што је за 0,3 п.п. ниже него у септембру. На пад просечне стопе на кредите становништву, која је у Т4 такође снижена за 0,3 п.п., на 4,4%, највише је утицало снижење стопа на стамбене кредите (за 0,2 п.п., на 3,1% у децембру). Попут динарских, снижене су и стопе на потрошачке (на 5,3%) и готовинске кредите (3,5%), док је једино цена осталих кредита повећана (за 0,6 п.п., на 7,0%).

Банке нису ни 2016, као ни неколико претходних година, нудиле знатно повољније услове поводом Светског дана штедње, тако да је осетнији раст каматних стопа на штедњу грађана у новембру изостао. Тако су током Т4 стопе на динарске депозите грађана смањене за 0,1 п.п., а на девизне депозите повећане за 0,1 п.п. и у децембру су износиле 3,0% и 0,6%, респективно. Истовремено, каматне стопе на динарске депозите привреде повећане су за 0,3 п.п., на 2,9%, док је стопа на девизне депозите смањена за 0,1 п.п. и у децембру је износила 0,4%.

Премија ризика

Премија ризика Србије, мерена *EMBI*, током Т4 је повећана за 24 б.п., али је до краја јануара смањена за исто толико и износила 225 б.п. Штавише, средином јануара се спустила на 194 б.п., што је најнижа вредност премије ризика Србије од октобра 2007. Исти смер кретања имао је и *EMBI Global*, који је током Т4 повећан за 5 б.п., а у јануару је смањен за 13 б.п., на 352 б.п. Слично су се кретале и премије ризика осталих земаља у региону: бележиле су раст током Т4, а пад током јануара.

Премија ризика Србије, тј. разлика у приносима на доларске еврообвезнице Србије у односу на америчке државне ХоВ, била је под утицајем и глобалних и домаћих фактора. Глобални фактори, као што су очекивања нешто бржег привредног раста и инфлације у САД, довели су током Т4 до раста приноса на америчке дугорочне државне ХоВ. Истовремено, изгледа да ће нормализација монетарне политике ФЕД-а бити бржа од претходно очекиване утицали су на раст приноса на дугорочне државне ХоВ земаља у успону, тако да је током Т4 повећана разлика између њих и приноса на америчке државне хартије, коју *EMBI* као показатељ премије ризика мери. На прелазу између 2016. и 2017, са извесним



смиривањем ситуације на међународном финансијском тржишту, смањени су приноси на државне хартије земаља у успону, па је и премија ризика ових земаља пала. На пад премије ризика Србије деловали су и домаћи фактори, пре свега даље смањење унутрашње и екстерне неравнотеже и наставак привредног раста, који је био вођен инвестицијама и извозом.

Позитивне макроекономске перформансе и изгледи потврђени су и децембарском одлуком ММФ-а о успешном завршетку шесте ревизије стендбај аранжмана. Поред тога, у децембру је агенција *Standard & Poor's* поправила изгледе за побољшање кредитног рејтинга Србије и потврдила кредитни рејтинг на нивоу *BB-*, истакавши да је таква одлука уследила због резултата фискалне консолидације и спровођења структурних реформи, убрзања привредног раста заснованог на инвестицијама и смањења екстерне неравнотеже услед снажног раста извоза.

Прилив капитала из иностранства

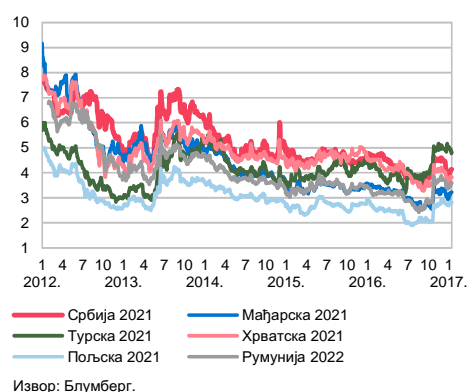
Спољнотрговинска неравнотежа је наставила да се смањује и у Т4 је забележен релативно низак дефицит текућег рачуна. Истовремено, на финансијском рачуну је остварен прилив који је био више него довољан да покрије тај дефицит, што је доприносило релативно стабилном кретању курса динара. Као и раније, највећи део прилива капитала у Т4 је остварен захваљујући СДИ, а у мањој мери и расту кредитних обавеза резидената.

Према прелиминарним подацима, у Т4 је регистрован нето прилив СДИ од 481,3 млн евра, чиме је прилив остварен по овом основу у 2016. години (1.857,2 млн евра) премашио онај из 2015, што потврђује да се инвестициони амбијент у Србији побољшава.

Прилив СДИ у 2016. је покривао дефицит текућег рачуна са 135,5%, а улагања су била распрострањена на велики број пројеката у различитим делатностима. Највећи износи усмерени су у прерађивачку индустрију, финансијски сектор, грађевинарство, трговину, послове с некретнинама, телекомуникације и саобраћај. Наставак повољних кретања очекујемо и у 2017.

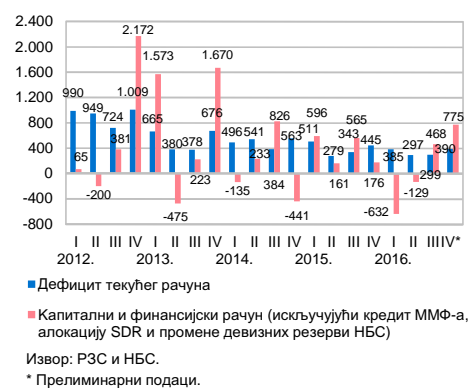
У Т4 је по основу **портфолио инвестиција** регистрован нето одлив капитала (232,3 млн евра). Одлив по том основу последица је продаје државних ХоВ на секундарном тржишту од стране страних

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



Извор: Блумберг.

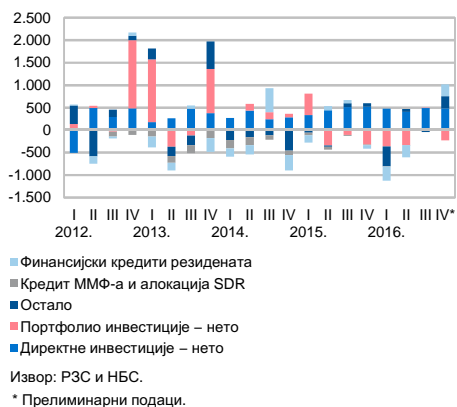
Графикон IV.1.10. Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала (у млн EUR)



Извор: РЗС и НБС.

* Прелиминарни подаци.

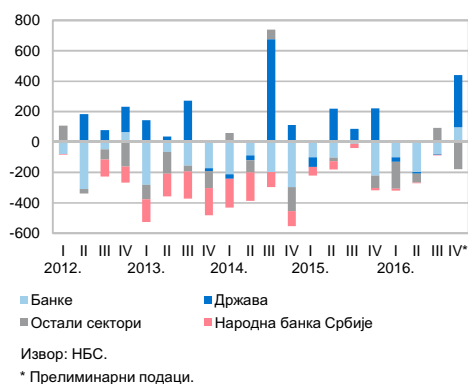
Графикон IV.1.11. Структура финансијског биланса (у млн EUR)



Извор: РЗС и НБС.

* Прелиминарни подаци.

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



инвеститора, који од почетка нормализације монетарне политике ФЕД-а смањују своју изложеност према тржиштима у успону, а допринела му је и превремена отплата дела дуга Лондонском клубу поверилаца. Такође, резиденти су повећали своја улагања у иностране ХоВ на међународном тржишту. Одлив је регистрован и по основу улагања резидената у динарске обвезнице *EBRD*-а, које су емитоване на домаћем тржишту ради обезбеђења динарских средстава за кредитирање српске привреде.

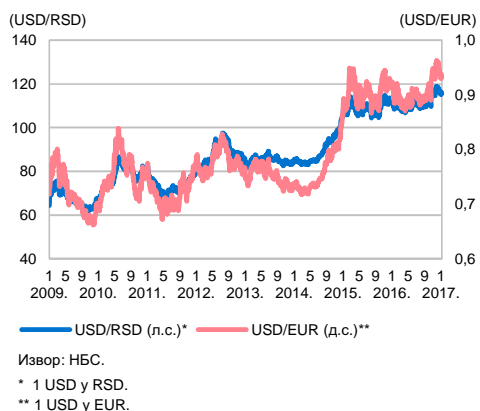
Резиденти су се у Т4 по основу **финансијских кредита** нето задужили за 261,3 млн евра. Од тога, повећано је задужење државе (за 344,9 млн евра) и банака (за 96,3 млн евра), док су се предузећа према инокредиторима раздужила за 179,9 млн евра. Посматрано од почетка године, задуживање државе повећано је за 298,7 млн евра. С друге стране, банке су се у 2016. нето раздужиле према иностранству за 280,1 млн евра, или за трећину мање него у 2015, док је укупно раздужење предузећа по прекограничним кредитима износило 322,9 млн евра.

Кретања на девизном тржишту и курс динара

Вредност динара према евр у Т4 је остала готово непромењена у односу на крај Т3 (депрецијација од 0,1%, посматрано крајем периода), док је према долару забележен пад вредности за 6,2%, који је последица депрецијације евра према америчкој валути у том тромесечју.

У првој половини Т4 преовладавали су апрецијацијски притисци на динар. Томе су у највећој мери допринели мања од уобичајене тражња за девизама домаћих предузећа, као и веће улагање нерезидената у државне ХоВ у октобру. Притом, мањој тражњи домаћих предузећа за девизама делом је допринео већи извоз, који је у Т4 наставио да расте, односно остао је на високом нивоу од преко 1,0 млрд евра месечно. Иако је откуп ефективног страног новца од физичких лица по основу мењачких послова био нешто нижи него у Т3, то је неутралисано повећањем нето имовине банака индексираних валутном клаузулом.⁶

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



⁶ У настојању да уравнотеже своје девизне позиције, банке тада повећавају понуду девиза на тржишту.

На притиске у смеру јачања динара у Т4 одражавали су се и повољнији макроекономски изгледи Србије за наредни период и наставак смањења унутрашње и спољне неравнотеже, позитивна оцена након завршетка шесте ревизије аранжмана с ММФ-ом и поправљање изгледа за побољшање кредитног рејтинга Србије од стране агенције *Standard & Poor's*, што доприноси расту поверења страних инвеститора за дугорочно улагање у Србију.

С друге стране, због очекивања да ће ФЕД у децембру повећати референтну каматну стопу, настављено је смањење портфеља државних ХоВ страних инвеститора. То је, уз куповину девиза по основу увоза енергената, подстакло депрецијацијске притиске на динар у децембру, који су настављени у јануару.

Како би ублажила прекомерне краткорочне осцилације курса, Народна банка Србије је у последња четири месеца на МДТ-у интервенисала у оба смера. Притом, у октобру и новембру је реаговала првенствено на страни куповине, а у децембру и јануару на страни продаје девиза. Народна банка Србије је у Т4 била нето купац девиза у износу од 185,0 млн евра (купила 295,0 млн евра и продала 110,0 млн евра), док је на нивоу године нето продала 160,0 млн евра. У јануару је продала 225,0 млн евра.

Након смањења у претходна два тромесечја, промет на МДТ-у је у Т4 порастао и дневно је у просеку износио 20,7 млн евра, што је за 1,9 млн евра више него у Т3.⁷ Просечни дневни промет био је највиши у децембру (28,3 млн евра). Осцилације курса динара према еврџу, мерене методама *EWMA*⁸ и *EGARCH*⁹, остале су врло ниске.

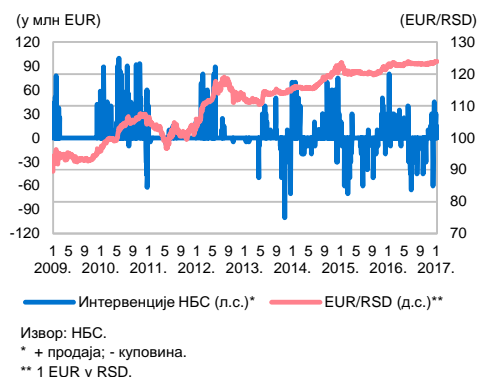
На редовним девизним своп аукцијама које организује Народна банка Србије обим трансакција је у Т4 био мањи него у Т3. На тромесечним аукцијама Народна банка Србије је од банака укупно купила и банкама укупно продала по 36,0 млн евра, а на двонедељним по 18,0 млн евра. С друге стране, након паузе у августу и септембру, банке су у Т4 поново међусобно закључивале своп трансакције. Обим тих трансакција је утростручен у односу на Т3 и износио је 32,7 млн евра.

⁷ Без Народне банке Србије.

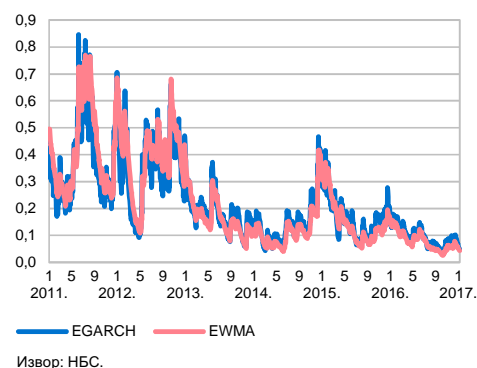
⁸ *EWMA* (*Exponentially Weighted Moving Average*) – метод пондерисаних покретних просека код кога се процентуалним дневним променама девизног курса додељују различити пондери за различите временске тренутке, при чему ти пондери експоненцијално опадају удаљавањем од садашњег момента.

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

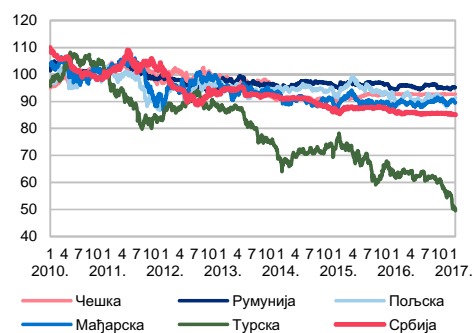
Графикон IV.1.14. Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту



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



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



Већина земаља у региону са сличним режимом девизног курса у Т4 је забележила слабљење својих валута према евр. Оно је било највеће у случају турске лире (9,0%), нешто мање код пољског злата (2,5%) и румунског леја (2,0%), а најмање код мађарске форинте (0,6%). Вредност чешке круне остала је непромењена у односу на евро, уз интервенције чешке централне банке на страни куповине девиза.

Кретања на берзи

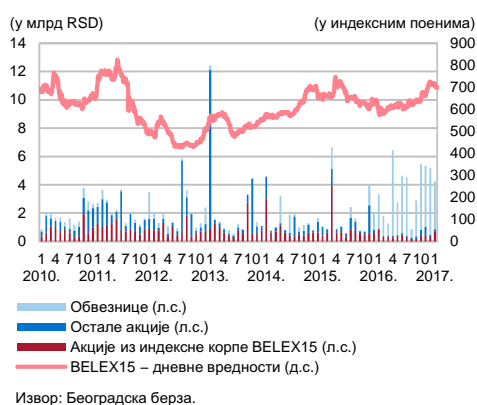
Раст цена акција настављен је током Т4, што је допринело даљем опоравку индекса Београдске берзе. Крајем децембра индекс *BELEX15* је износио 717,4, а *BELEXline* 1.569,4 индексна поена, што је за 12,7% и 9,1%, респективно, више од њихових вредности с краја септембра. Захваљујући пре свега расту у Т4, ови индекси су на нивоу године повећани за 11,4% и 13,7%, респективно.

Вредност промета акцијама у Т4 је износила 2,3 млрд динара, од чега се на трговање акцијама из индексне корпе *BELEX15* односило нешто мање од половине овог промета. Страни инвеститори су учествовали у укупном промету акцијама са 0,8 млрд динара и на нивоу тромесечја били су нето продавци акција у износу од 213,5 млн динара због нето продаје у октобру.

Као и раније у 2016, највећи део промета на берзи у Т4 (око 85%) односио се на трговање обвезницама. Промет тих ХоВ достигао је 13,6 млрд динара и у потпуности је резултат трговања дугорочним обвезницама Републике Србије,¹⁰ при чему се на трансакције са страним инвеститорима односило око 12% промета. Ни у овом тромесечју није се трговало муниципалним обвезницама.

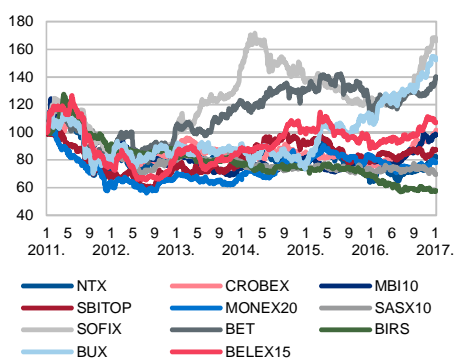
У децембру је начињен нови корак у развоју тржишта капитала у Србији и пружена додатна подршка процесу динаризације, која је стратешки циљ Народне банке Србије, пошто је емитовањем динарске обвезнице *EBRD* постала прва међународна финансијска институција која је издала динарске ХоВ на домаћем тржишту. Обвезнице су укључене на листинг Београдске берзе.

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



Графикон IV.1.18. Кретање берзанских индекса у региону

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



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

Тржишна капитализација Београдске берзе је крајем децембра износила 592,4 млрд динара и била је за 7,0 млрд динара виша него крајем септембра. Капитализација регулисаног сегмента повећана је за 23,5 млрд динара, док је капитализација МТП тржишта,¹¹ под утицајем искључења одређених издавалаца са овог сегмента, смањена за 16,5 млрд динара. Учешће тржишне капитализације у оцењеном БДП-у незнатно је повећано у односу на Т3 и на крају Т4 је износило 14,3%.

И већина индекса на берзама региона остварила је раст током Т4, а највише индекси на берзама у Софији (16,2%) и Будимпешти (15,7%). С друге стране, смањење су забележили индекси Бањалучке (2,6%), Љубљанске (3,3%) и Сарајевске берзе (4,5%).

2. Новац и кредити

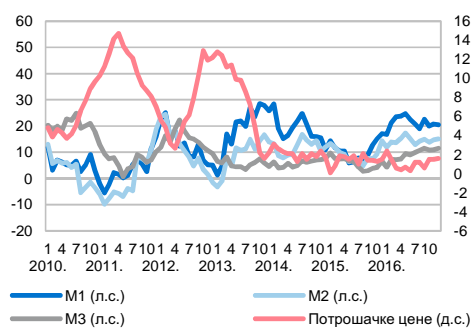
Сезонски уобичајено, понуда новца је бележила већи раст у Т4, који је био израженији код њене динарске компоненте. Кредитирање становништва је додатно повећано, уз веће одобравање стамбених кредита. С друге стране, због појачаних напора да растерете билансе од NPL, потраживања банака од привреде су само привремено умањена, јер се на тај начин отвара простор за ново кредитирање.

Монетарни агрегати

Динарски примарни новац је у Т4 номинално повећан за 14,5%, а реално за 14,0%. Уз то, банке су, као и ранијих година, крајем године на рачунима код Народне банке Србије држале већи износ средстава од обрачунаог по основу обавезне резерве у девизама, што је допринело томе да укупни примарни новац у Т4 буде номинално повећан за 15,1%, а реално за 14,6%. Посматрано на мг. нивоу, реални пад примарног новца додатно је успорен – динарског на -2,2%, а укупног на -3,2%.

Пласмани банака у репо ХоВ смањени су током Т4 за 31,2 млрд динара, што је највише утицало на раст динарског примарног новца. Расту динарске ликвидности банака доприносиле су и интервенције Народне банке Србије на МДТ-у нето куповином

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



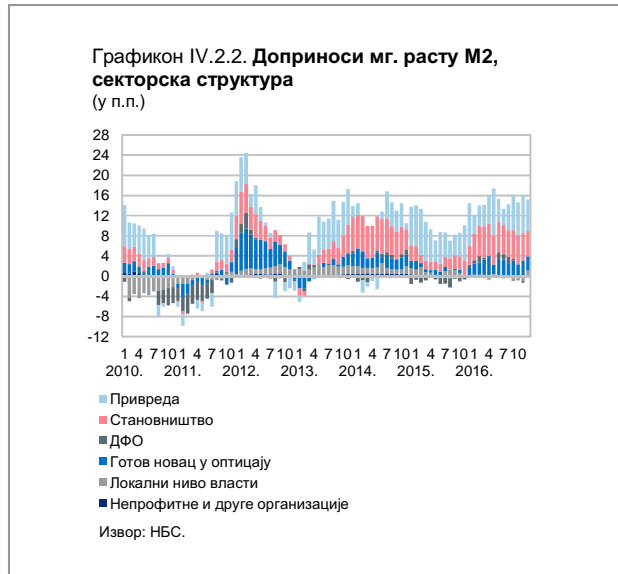
Извор: РЗС и НБС.

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

	2015.		2016.		Учешће у М3 дец. 2016. (у %)
	Март	Јун	Септ.	Дец.	
М3	6,6	8,7	10,8	9,8	100,0
Девизни депозити	3,6	5,8	9,0	7,9	63,2
М2	13,1	14,8	14,3	13,2	36,8
Динарски орочени и штедни депозити	-9,5	-3,5	-4,9	-0,5	9,1
М1	22,8	22,1	21,9	18,6	27,7
Депозити по виђењу	26,3	24,8	24,7	21,1	20,4
I отов новац у оптицају	14,2	15,1	14,6	12,1	7,2

Извор: НБС.

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



девиза (15,4 млрд динара) и девизне трансакције платног промета с Косовом и Метохијом (14,5 млрд динара). И поред тога што је уобичајено пред крај године појачано трошила средства с динарских рачуна код Народне банке Србије, држава је због куповине девиза од Народне банке Србије, ради регулисања девизних обавеза, током Т4 деловала на повлачење примарног новца (са 7,7 млрд динара).

Сезонски уобичајено, све категорије депозита бележе већи раст, тако да су шири монетарни агрегати наставили раст и у Т4. Раст је био израженији код динарских депозита, тако да је М1 реално повећан за 8,7%, а М2 за 10,6%. То је, поред раста девизних депозита, утицало на то да М3 буде реално повећан за 4,7%.

Током Т4 су највише повећани динарски депозити по виђењу, за 37,1 млрд динара. Раст је готово у потпуности остварен на текућим рачунима грађана и рачунима предузећа, пре свега из области трговине, а у мањој мери и грађевинарства и енергетике. Израженије повећање динарских депозита краћих рочности постоји већ дуже време и може се повезати са опоравком економске активности, а у одређеној мери и с напретком оствареним у борби против сиве економије.

Због већих износа који су предузећа држала на рачунима пред крај године, штедни и орочени депозити повећани су током Т4 за 29,4 млрд динара. Повећана су средства на рачунима предузећа из скоро свих области, а посебно, као и у случају депозита краћих рочности, оних из области трговине, што се делом може довести у везу и с појачаним кредитирањем ових предузећа. Динарски депозити осталих сектора, и краћих и дужих рочности, нису знатније промењени.

Расту штедних и орочених депозита наставља да доприноси и динарска штедња грађана, која је у Т4 повећана за 1,4 млрд динара и крајем године је достигла нови највиши ниво – 50,4 млрд динара. У односу на крај 2015. била је виша за 11,0%, док је њено учешће у укупној штедњи грађана повећано на 4,5%. Дужи период ниске и стабилне инфлације, релативна стабилност девизног курса, повољније каматне стопе и порески третман у односу на девизну

штедњу подстичу њен раст. И девизна штедња грађана додатно је повећана у Т4, за 126,1 млн евра, чиме је њен раст у 2016. достигао 334,3 млн евра, па је у децембру износила 8,7 млрд евра. Поред штедње грађана, израженији раст бележе девизни депозити предузећа (106,7 млн евра у Т4, односно 408,3 млн евра у 2016), у великој мери захваљујући добрим извозним резултатима. Мање повећање остварили су и девизни депозити већине осталих сектора.

Посматрано на мг. нивоу, раст новчане масе је успорен у Т4, али и даље бележи релативно висок раст, пре свега М1. Новчана маса М1 је у децембру била реално виша за 18,6%.

Кредити

Мг. раст домаћих кредита је у децембру, према прелиминарним подацима,¹² искључујући ефекат промене девизног курса,¹³ износио 1,9%. Кредити становништву су у децембру забележили мг. раст од 10,1%, док су кредити привреди били нижи за 3,8% него пре годину дана, што је последица очекиваног интензивирања активности банака на решавању *NPL*. По искључењу ефекта отписа кредита привреди у износу од 42 млрд динара током 2016, као и превремене отплате кредита јавног предузећа у октобру према домаћим банкама, која је покривена коришћењем прекограничног кредита, мг. раст кредита привреди у децембру је износио око 1,5%.

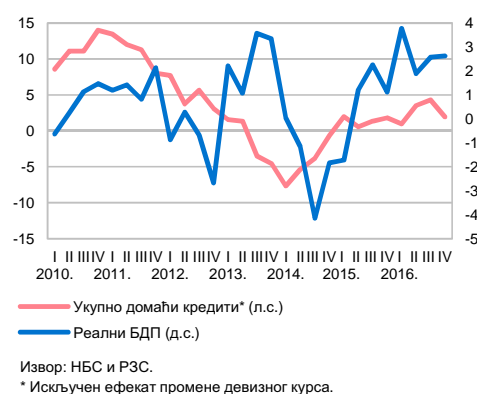
На крају 2016. учешће домаћих кредита у оцењеном БДП-у износило је 47,3% и било је за 0,5 п.п. ниже него крајем 2015. услед бржег раста номиналног БДП-а.

Убрзање 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 индексирани кредите, као и већа конкуренција међу банкама, наставили су повољно да се одражавају на кредитну активност током 2016. С друге стране, отпис и продаја *NPL* деловали су у супротном смеру. Због тога се у наредном периоду по овом основу могу очекивати

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



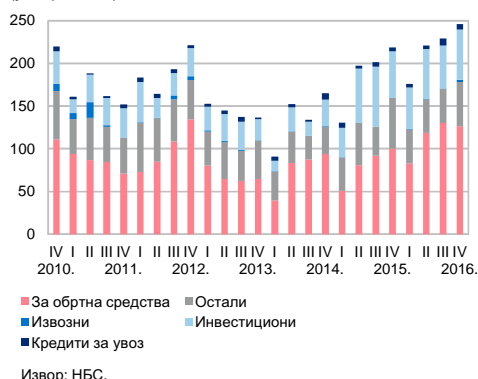
Графикон IV.2.4. **Кредитна активност и БДП** (мг. стопе, у %)



¹² Према предзакључним књижењима.

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

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



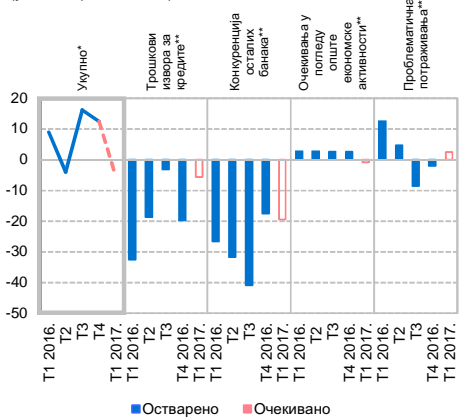
позитивни ефекти, пошто се растерећењем биланса банака од проблематичне активе отвара простор за ново кредитирање.

Према прелиминарним подацима, кредити привреди су у Т4, без ефекта промене девизног курса, опали за 2,5%, или 28,2 млрд динара. Иако је уобичајено да кредити привреди у последњем тромесечју бележе најизраженији раст, у Т4 2016. та потраживања су смањена, пре свега под утицајем поменутих специфичних фактора – активности банака на решавању *NPL* кроз отпис и уступање *NPL* лицима ван банкарског сектора, као и превремене отплате кредита једног јавног предузећа у октобру према домаћим банкама, која је покривена коришћењем прекограничног кредита.

С друге стране, укупан износ новоодобрених кредита привреди у Т4 (246,0 млрд динара) виши је за 12,5% него у истом периоду претходне године, а на нивоу године, у 2016. је одобрено за 16,6% више нових кредита привреди него у 2015. Тражња предузећа за кредитима је, као и раније, била у највећој мери вођена потребом финансирања обртних средстава и реструктурирања дугова, тако да су кредити за обртна средства чинили више од половине новоодобрених кредита привреди (око 53%). Задржано је и релативно високо учешће инвестиционих кредита у новоодобреним кредитима (око 25%), чиме је потврђен већи значај кредита у финансирању инвестиција. Захваљујући опоравку инвестиционог кредитирања, та категорија кредита сада чини око једне трећине кредитних потраживања од привреде (33,1% у децембру). Посматрано по делатностима, током Т4 су кредитирана пре свега предузећа из области трговине, а раст потраживања бележи се и у секторима грађевинарства, пољопривреде и саобраћаја.

Резултати јануарске анкете Народне банке Србије о кредитној активности банака¹⁴ показују да је у Т4 неколико банака поштрило кредитне стандарде за велика предузећа, док су стандарди за мала и средња предузећа додатно ублажени, а наставак ублажавања очекује се и у Т1 2017. Као и раније, на ублажавања стандарда деловали су пре свега нижи трошкови извора за кредите и конкуренција међу банкама, а друго тромесечје заредом и смањење *NPL*. Услови задуживања предузећа у Т4 били су повољнији по основу нижих маржи и пратећих трошкова, уз

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



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

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

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

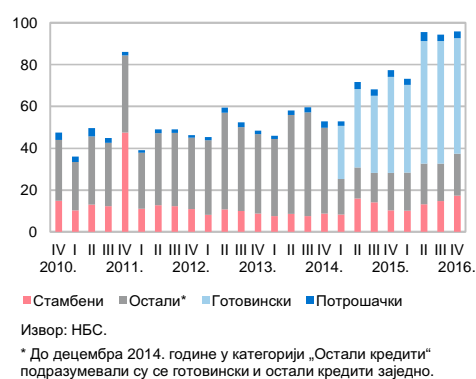
продужење рочности кредита, док су захтеви у погледу колатерала и максималног износа кредита поштрени. Такође, тражња предузећа за кредитима је наставила да расте и била је вођена потребом финансирања обртних средстава и реструктурирања дуга, а у нешто мањој мери и финансирањем инвестиција. Исти фактори требало би да буду главни покретачи њеног раста, који се очекује и у Т1 2017.

Кредити становништву су наставили раст, али нешто споријим темпом него у претходна два тромесечја и у Т4 су, према прелиминарним подацима, искључујући ефекат промене курса, повећани за 1,7%, или 13,6 млрд динара. Том расту и даље највише доприносе готовински кредити (укључујући и кредите за рефинансирање), али и повећано стамбено кредитирање.

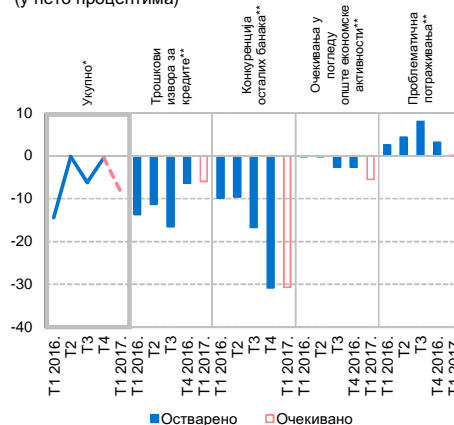
Обим новоодобрених кредита становништву у Т4 (95,8 млрд динара) био је за 23,8% виши него у истом периоду претходне године, а за 33,0% на нивоу године и износио је 358,9 млрд динара. На готовинске кредите односило се око 60% новоодобрених кредита становништву, који су били готово у потпуности у динарима (преко 99%), а око 70% њих било је с роком отплате преко пет година. У складу с повољнијим трендовима на тржишту некретнина који су присутни од почетка 2016. године, стамбено кредитирање наставља да расте – износ новоодобрених стамбених кредита у Т4 био је за 18,2% виши него у Т3, а за 70,6% него у истом периоду 2015. Иако су ти кредити и даље претежно у девизном знаку, у новембру је први пут одобрен динарски стамбени кредит по каматној стопи нижој од 5% и с роком доспећа преко 20 година. Задуживање по кредитним картицама и прекорачењима по текућим рачунима било је на сличном нивоу као у Т3.

Резултати јануарске анкете о кредитној активности банака указују на незнатно ублажавање кредитних стандарда становништву у Т4, а већи број банака очекује додатно ублажавање у Т1 2017. На ублажавање стандарда утицали су пре свега међусобна конкуренција банака и већа спремност на преузимање ризика, а у одређеној мери и нижи трошкови извора, позитивна очекивања о расту економске активности и повољнији изгледи на тржишту некретнина. Грађанима су нуђени дужи рокови отплате кредита, каматне марже су додатно снижене, а код неких банака и пратећи трошкови. У складу са очекивањима, тражња грађана наставила је да расте, а најтраженији су били динарски готовински кредити, кредити за рефинансирање и девизно индексирани стамбени кредити, за које су и стандарди

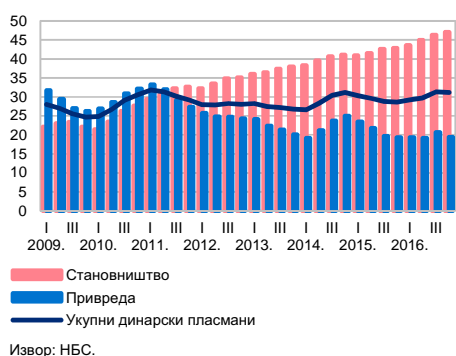
Графикон IV.2.7. Структура новоодобрених кредита становништву (у млрд RSD)



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



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



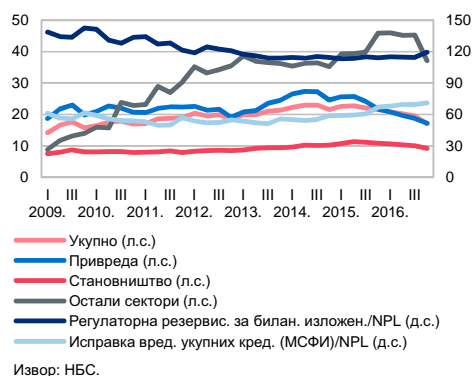
знатно ублажени. Тај раст тражње био је првенствено вођен куповином непокретности и потребом рефинансирања постојећих обавеза, а у одређеној мери и растом зарада у приватном сектору. Исти фактори требало би да буду главни покретачи њеног раста и у Т1 2017.

Крајем децембра 31,2% пласмана банака привреди и становништву било је у динарима, што је за 2,6 п.п. више него крајем 2015. Грађани се и даље претежно задужују у динарима и у Т4 је око 72% нових кредита становништву било у динарима. То је резултирало и даљим растом динаризације пласмана становништву, која је од почетка године повећана за 4,2 п.п. и у децембру је достигла 47,0%. Учешће динарских пласмана у укупним пласманима привреди у децембру (19,4%) незнатно је више (за 0,1 п.п.) него на крају 2015, док је у односу на Т3 ниже, пре свега као последица отписа динарских потраживања.

Спровођење Стратегије за решавање проблематичних кредита наставља да даје добре резултате,¹⁵ а према резултатима последњих анкета о кредитној активности, нижи ниво *NPL* код привреде делује у смеру ублажавања кредитних стандарда. Учешће *NPL* у укупним кредитима, рачунато по бруто принципу, додатно је смањено у Т4 и у децембру је, према прелиминарним подацима, износило 17,0%, што је за 4,6 п.п. ниже него у децембру 2015. Учешће *NPL* у сектору привреде¹⁶ смањено је за 4,5 п.п., на 17,2%, а код становништва за 1,6 п.п., на 9,3%¹⁷. Паду тог учешћа доприноси наплата, реструктурирање, отпис и продаја дела *NPL*, с једне стране, и раст нових кредита, с друге стране.

И поред релативно високог учешћа *NPL* у укупним кредитима, показатељ адекватности капитала од 21,2% у септембру указује на високу капитализованост домаћег банкарског сектора. Исправка вредности укупних кредита у новембру је износила 70,9% *NPL* (што је за 10,2 п.п. више него пре годину дана), а регулаторна резервисања за билансну изложеност¹⁸ и даље у потпуности покривају износ бруто *NPL* и у новембру су износила 119,2%.

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



¹⁵ Видети Осврт бр. 2, стр. 29.

¹⁶ Обухвата привредна друштва и јавна предузећа. Уколико посматрамо само привредна друштва, учешће *NPL* у укупним кредитима у децембру је износило 17,5%, што је за 6,0 п.п. ниже него крајем 2015.

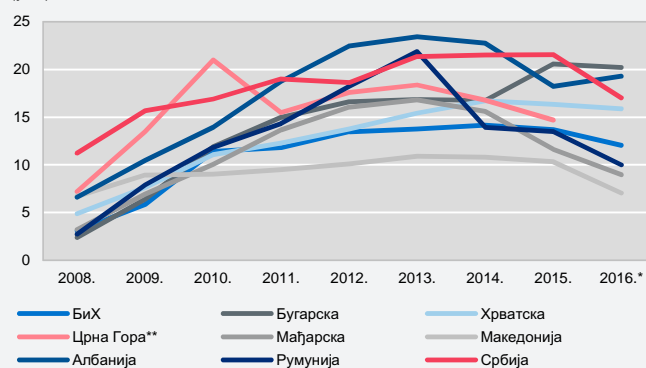
¹⁷ Уколико се укључе предузетници и приватна домаћинства, то учешће је смањено за 1,7 п.п., на 10,0%.

¹⁸ Регулаторна резерва није рачуноводствена категорија, што значи да не пролази кроз биланс успеха, већ само служи за обрачун капитала банака. Ради се на групној основи по класама активе за које су дефинисани износи резервисања (0%, 2%, 15%, 30% и 100% потраживања класификованих у категорије А, Б, В, Г и Д, респективно).

Осврт 2: Досадашњи резултати у решавању проблематичних кредита

Финансијска криза и рецесија која је уследила имале су за последицу раст *NPL* у земљама региона (и шире). За Србију је специфично то да је у кризу ушла с већ високим учешћем *NPL* (11,2% бруто крајем 2008), док се у осталим посматраним земљама оно кретало између 2,4 и 7,2%.¹ Поред погоршања макроекономских услова током кризе (пад економске активности, депрецијација валуте, виша инфлација и раст незапослености), раст *NPL* који је уследио у том периоду у земљама региона последица је и чињенице да је снажан кредитни раст у преткризним годинама био заснован на мање конзервативној процени кредитног ризика и колатерала од стране банака. Као и у већини других земаља, и у Србији су *NPL* у сектору привреде највише утицали на раст учешћа *NPL* у укупним кредитима, при чему се због вишег почетног нивоа то учешће нашло изнад 20% током 2012, да би средином 2014. достигло 23,0%.

Графикон О.2.1. Учешће *NPL* у укупним кредитима, бруто принцип (у %)



Извор: ММФ и НБС.

* Последњи расположиви податак.

** ТЗ 2015.

NPL негативно утичу на понуду кредита, а тиме и на инвестиције и привредни раст. Истовремено, због немогућности наплате ових кредита, умањује се профитабилност банака. С обзиром на то, од почетка кризе чињени су напори како би се смањило ниво ових кредита. Најбољи резултат до сада дале су спроведене активности из свеобухватне Стратегије за решавање проблематичних кредита, која је усвојена у августу 2015, а у чијој изради су учествовали: Народна банка Србије, релевантна министарства и Агенција за осигурање депозита, уз присуство представника међународних финансијских организација (ММФ-а, Светске банке и *EBRD*-а).

Спровођење комплексне Стратегије захтевало је међуинституционалну координацију, због чега су израђена два акциона плана. Један је пажљиво дефинисала и одмерила Народна банка Србије, а други Влада Републике Србије. **Активности предвиђене Акционим планом Народне банке Србије,² које су усмерене на јачање капацитета банака за решавање *NPL* и давање доприноса развоју тржишта *NPL*, у потпуности су спроведене, неке и пре рока и њихова имплементација је била један од важних фактора снажног пада *NPL* током 2016.** Унапређен је регулаторни оквир за третман реструктурираних потраживања ради подстицања одрживих пракси реструктурирања и спречавања праксе неодрживог рефинансирања (*evergreening*), 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 који се односе на квалитет aktive. Поред тога, објављене су Смернице за примену Међународног рачуноводственог стандарда 39, унапређен 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. Напредак који је остварен препознао је и ММФ, који је након последње редовне ревизије аранжмана оценио да је направљен значајан напредак на плану решавања питања *NPL*, а пад њиховог учешћа позитивно је оценила и агенција *Standard & Poor's*, која је у децембру поправила изгледе за побољшање кредитног рејтинга са стабилних на позитивне.

¹ Није могуће апсолутно поуздано поређење, с обзиром на то да још постоје методолошке разлике међу земљама у овој области.

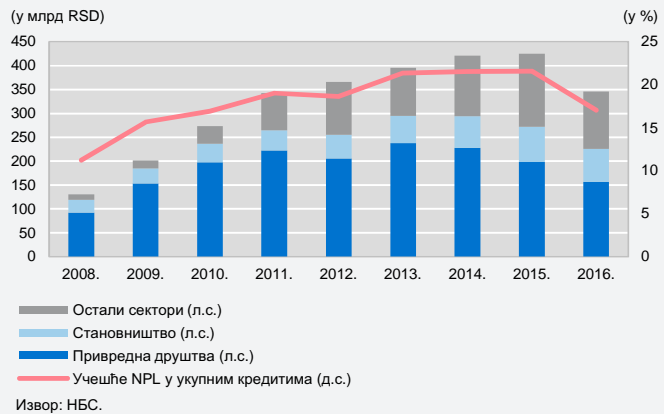
² http://www.nbs.rs/internet/latinica/55/npl/akcioni_plan.pdf.

Као резултат донетих мера и предузетих активности, ниво *NPL* је битно смањен током 2016. године како у номиналном, тако и у релативном изразу. Током 2016. износ *NPL*, према прелиминарним подацима, смањен је за 18,6%, на 345,6 млрд динара, а њихово учешће у укупним кредитима је пало за 4,6 п.п., на 17,0%. То је најниже учешће *NPL* још од јануара 2011. године.

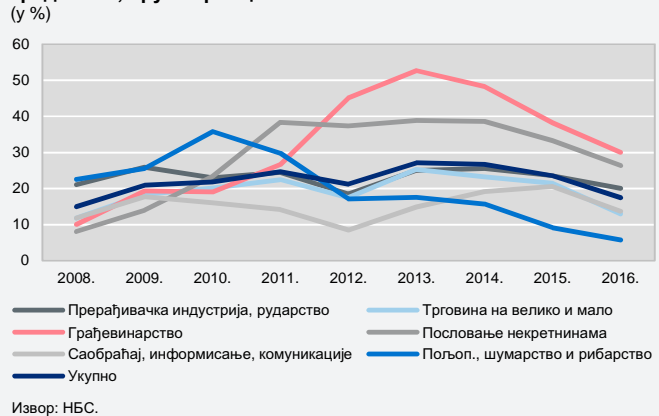
Пад је најизраженији код привредних друштава, где је и забележен највећи део *NPL* (45,4%). Учешће *NPL* у укупним кредитима привредним друштвима је током 2016. смањено за 6,0 п.п., на 17,5% у децембру, што је најнижа вредност овог показатеља још од фебруара 2009. Томе су у великој мери допринеле и појачане активности банака у погледу наплате, реструктурирања, отписа и продаје дела *NPL* подржане мерама Народне банке Србије. Захваљујући изменама законске регулативе, којом је од почетка 2016. обезбеђен повољнији порески третман отписа (отпис кредита се признаје као расход), износ отписаних *NPL* у 2016. је износио 45,9 млрд динара, превасходно од привреде (41,6 млрд динара), што је скоро шест пута више него у 2015. Тржиште *NPL* расте, што потврђује износ потраживања продатих лицима ван банкарског сектора током 2016. (57,1 млрд динара), који је 3,5 пута већи него у 2015. Предмет продаје су потраживања од правних лица (предузећа), при чему је део тих потраживања претходно отписан. На смањење учешћа *NPL* код привредних друштава позитивно утиче и економски опоравак, о чему сведочи чињеница да се то учешће најбрже смањује у секторима који бележе највећи раст активности (грађевинарство, пољопривреда, индустрија, трговина). Тај пад је био најизраженији у грађевинарству, где је овај показатељ у 2016. снижен за 8,2 п.п., на 30,0%. Да и грађани имају мање проблема са отплатом кредита, потврђује и за 6,1% нижи износ *NPL* него крајем 2015, као и учешће *NPL* у укупним кредитима, које је у 2016. смањено за 1,6 п.п., на 9,3% у децембру. Међу осталим секторима, највећи део *NPL* (23,5%) налази се код нефинансијских лица у стечају, мада, посматрано у апсолутном изразу, и тај износ опада.

И поред релативно високих *NPL*, стабилност финансијског система Србије није била ни у једном тренутку угрожена, јер су резервисања за билансну изложеност премашивала износ бруто *NPL*, а коефицијент адекватности капитала увек је био знатно изнад регулаторног минимума. Ипак, *NPL* су били ограничавајући фактор за кредитну активност претходних година и свакако један од фактора који је деловао на поштравање кредитних стандарда банака. Међутим, према последњим резултатима анкета о кредитној активности (Народне банке Србије и ЕИБ-а³), ситуација је обрнута – у скоријем извештајном периоду нижи ниво *NPL* деловао је на ублажавање кредитних стандарда, а наставак овог тренда очекује се и у наредном периоду.

Графикон О.2.2. Структура *NPL*, бруто принцип



Графикон О.2.3. Учешће *NPL* привредним друштвима у укупним кредитима, бруто принцип



³ Анкета је развијена у контексту Бечке иницијативе 2, спроводи се у земљама централне, источне и југоисточне Европе, а у њој учествују и супсидијари десет страних банака које послују у Србији. Банке се анкетирају два пута годишње, последњи пут је то било у периоду септембар/октобар 2016, тако да очекујемо да ће резултати наредне анкете вероватно бити још повољнији с обзиром на даљи пад *NPL* од тада.

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



4. Агрегатна тражња

Резултати на плану макроекономске стабилизације, наставак унапређења пословног амбијента и побољшани изгледи привредног раста утицали су на то да инвестиције у фиксне фондове и извоз и у Т4 остану покретачи раста БДП-а (0,2% дсз.). Позитиван допринос потиче и од потрошње домаћинства, пре свега захваљујући побољшању ситуације на тржишту рада. Према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, раст БДП-а је у Т4 износио 2,5% м.

Наставак раста инвестиција очекује се и у 2017. и оне би, уз даљи опоравак потрошње домаћинства, требало у највећој мери да допринесу убрзању раста БДП-а на око 3%. Позитиван допринос очекује се и од нето извоза по основу реализације инвестиција из претходног периода и наставак раста у зони евра и нашим осталим главним спољнотрговинским партнерима.

Табела IV.4.1. Показатељи кретања инвестиција

	2015.		2016.		
	IV	I	II	III	IV
Реални показатељи (дсз. подаци, тромесечни раст, у %)					
Залихе индустријских производа	-1,8	0,7	0,4	5,3	-1,5
Индустријска производња капиталних производа	5,9	5,0	-1,8	-3,6	3,4
Извоз средстава за рад*	7,4	22,2	0,9	1,3	9,7
Увоз средстава за рад*	-7,3	5,3	-0,2	-1,1	0,8
Залихе капиталних производа	3,8	5,9	1,0	2,9	-3,5
Индустријска производња интермедијарних производа	0,9	4,0	5,1	-1,7	-0,6
Извоз интермедијарних производа*	3,2	3,4	4,5	0,8	8,9
Увоз интермедијарних производа*	3,3	-2,3	0,8	0,9	4,9
Залихе интермедијарних производа	3,0	2,1	2,3	6,9	-0,7
Индустријска производња грађевинског материјала	3,2	2,1	-0,6	-0,3	0,6
Залихе грађевинског материјала	0,4	2,8	2,3	1,8	2,7
Инвестиције државе**	4,2	4,2	4,1	4,0	3,8

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Извоз и увоз су изражени у еврима.

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

Домаћа тражња

Повољна кретања на тржишту рада, још увек позитивни ефекти ниске цене нафте и нижи трошкови отплате постојећих и узимања нових кредита утичу на раст расположивог дохотка и **потрошње домаћинства**, која је у Т4 порасла за 0,1% дсз. На то указује и кретање промета у трговини на мало, који је повећан 1,2% дсз. у Т4, као и повећан број долазака (4,2% дсз.) и ноћења туриста (2,8% дсз.) у истом периоду. Раст потрошње домаћинства је, шесто узастопно тромесечје, настављен и на м. нивоу (0,4%), чиме је ова компонента позитивно допринела кретању БДП-а са 0,3 п.п.

Кретање главних извора потрошње домаћинства такође указује на њен раст у Т4. Тако је реална нето маса зарада у приватном сектору порасла 1,4% дсз. у Т4, а трансфери социјалног осигурања за 0,8% дсз., што се делом дугује и исплати једнократне помоћи пензионерима у износу од 5.000 динара у новембру. Такође, позитивна тенденција је настављена и у случају новоодобрених кредита намењених потрошњи, док су дознаке остале на истом нивоу као у Т3.

Позитиван допринос расту БДП-а у Т4 (0,1 п.п.), према нашој процени, требало би да потекне од раста **приватних инвестиција** (0,4% дсз.). На њихов раст указују показатељи из области грађевинарства и производње и увоза опреме. Производња грађевинског материјала је порасла 0,6% дсз., а повећана је и домаћа производња опреме за 9,6% дсз., као и њен увоз 0,8% дсз. Раст приватних инвестиција на мг. нивоу је у Т4 убрзан на 7,1%, уз допринос кретању БДП-а од 1,1 п.п.

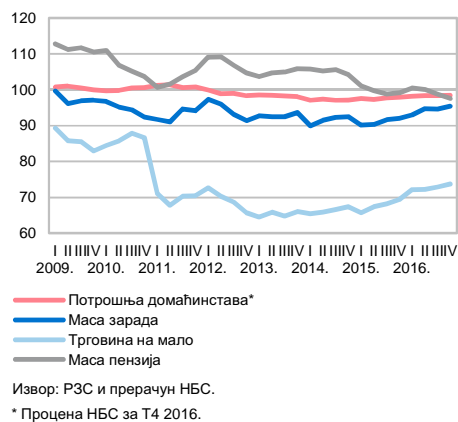
Са становишта извора финансирања инвестиција, настављене су позитивне тенденције које се огледају у наставку прилива СДИ и раста новоодобрених инвестиционих кредита. Тако је нето прилив СДИ и у 2016. остао висок (1.857 млн евра), надмашивши износ из 2015. (1.804 млн евра). Такође, у Т4 забележен је раст новоодобрених инвестиционих кредита од око 59 млрд динара, а према анкетама о кредитној активности, наставак раста ових кредита очекује се и у наредном периоду.

Негативан допринос БДП-у у Т4 потекао је од смањења залиха (0,4 п.п.). То је у највећој мери последица пада залиха индустријских производа (1,5% дсз.) услед смањења залиха нафтних деривата и хемијских и дуванских производа. Смањене су и залихе пољопривредних производа, уз раст извоза кукуруза у Т4.

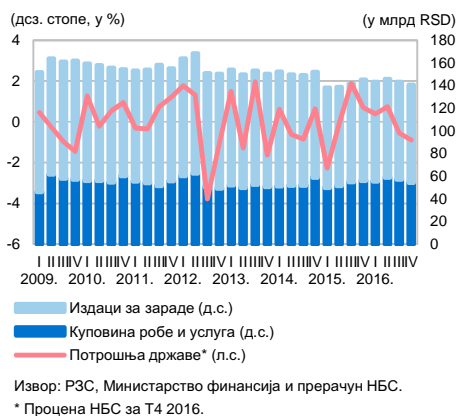
Пад финалне потрошње државе, започет у Т3, настављен је и у Т4 (0,9% дсз.), уз негативан допринос расту БДП-а од 0,2 п.п. На то је утицао наставак рационализације броја запослених у јавном сектору, који се одразио на ниже расходе за зараде, а захваљујућу мерама штедње смањени су издаци за куповину робе и услуга. Раст ове компоненте агрегатне тражње је на мг. нивоу успорен (0,6%), уз позитиван допринос БДП-у од 0,1 п.п.

С друге стране, наставак интензивне реализације инфраструктурних пројеката утицао је на раст **инвестиција државе**, које су у Т4 реално повећане 3,8% дсз. и позитивно допринеле кретању БДП-а са 0,1 п.п. Посматрано на мг. нивоу, инвестиције државе у Т4 успориле су раст (2,0%) и позитивно допринеле БДП-у са 0,1 п.п.

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



Графикон IV.4.3. Потрошња државе
(реални износи)



Осврт 3: Допринос потрошње домаћинства привредном расту Србије

Раст БДП-а у Србији је и у 2016. био претежно вођен инвестицијама и извозом, али је, поред тога, позитиван допринос дала и потрошња домаћинства. Њеном расту су допринела позитивна кретања на тржишту рада у 2016, односно раст запослености и плата у приватном сектору, до којих је дошло захваљујући побољшању пословног и инвестиционог окружења и реализацији раније приспелих СДИ. То је у највећој мери неутралисало краткорочне негативне ефекте фискалне консолидације на плате и запосленост у јавном сектору, па је тако укупна маса зарада у 2016. порасла 3,8%. Позитивни ефекти на потрошњу домаћинства потекли су и од већег реалног расположивог дохотка домаћинства по основу ниских цена нафте и нижих каматних стопа, које су олакшале терет отплате постојећих кредита и смањиле трошкове новог задуживања. Раст потрошње домаћинства, према нашој процени, у 2016. је износио 0,6%, уз позитиван допринос кретању БДП-а од 0,5 п.п. Потрошња домаћинства би у 2017. требало да убрза раст и настави позитивно да доприноси економском опоравку Србије.

На раст потрошње домаћинства у претходној години указивало је и кретање реалних показатеља – промета у трговини на мало, промета у угоститељству и броја долазака и ноћења туриста. Погодност ових показатеља за процену потрошње домаћинства огледа се у њиховој динамици и доступности (објављују се месечно, уз кашњење од 30 до 45 дана у односу на крај посматраног периода), као и расположивости упоредивих временских серија за дужи период, на основу којих је могуће оценити повезаност с потрошњом домаћинства. У процени потрошње домаћинства користи се и увоз потрошне робе. Проблем са овим показатељем јесте тај што он не представља *de facto* потрошњу, јер увезена роба не мора одмах да се потроши, већ део најчешће одлази у залихе и троши се касније. Поред тога, део увезене робе за потрошњу води се као неклассификован, што додатно умањује објашњавајућу моћ овог показатеља на потрошњу домаћинства. Један од показатеља јесте и наплаћени ПДВ, али он, поред веће потрошње, често осликава и ефикаснију наплату, тј. бољи рад Пореске управе, па је тешко одредити који је од тих ефеката допринео његовом расту. Као показатеље потрошње домаћинства могуће је користити и низ секторских показатеља из области трговине, саобраћаја и телекомуникација, који су доступни на тромесечном нивоу и с релативно великим закашњењем (70 дана од завршетка посматраног периода), па се као такви најчешће користе као потврда већ забележених кретања потрошње домаћинства.

Да би се добила комплетна слика кретања потрошње домаћинства, поред показатеља, значајно је анализирати кретање главних извора потрошње домаћинства. Два кључна извора потрошње су маса зарада у приватном сектору и маса укупних социјалних давања, која укључују и пензије, што заједно чини око 50% свих извора потрошње. Као извори потрошње домаћинства користе се и дознаке (око 10%) и новоодобрени потрошачки и готовински кредити (око 10%), док осталих 30% представљају тзв. алтернативни приходи.

Кретање показатеља потрошње домаћинства и њених извора у 2016. (Табела О.3.1) потврђује њен опоравак у посматраном периоду. Тако су промет у трговини на мало и у угоститељству забележили релативно висок раст у 2016. у односу на раније године, а високе стопе раста остварене су и у случају броја долазака и ноћења домаћих туриста. Добри резултати остварени у области туризма и угоститељства резултат су и програма Владе за подстицање развоја домаћег туризма путем ваучера за субвенционисано коришћење

Табела О.3.1. Кретање главних показатеља и извора потрошње домаћинства у 2016.*
(реалне годишње стопе раста, у %)

Потрошња домаћинства	0,6
Показатељи	
Промет у трговини на мало	7,6
Промет у угоститељству***	7,7
Број домаћих туриста	13,0
Број ноћења домаћих туриста	13,3
Увоз потрошне робе (ВЕС класификација), номинално	-2,2
Наплаћени ПДВ	7,8
Обим услуга у путничком саобраћају**	5,3
Телекомуникације**	0,9
Промет на пијацама**	-6,2
Извори	
Маса зарада у приватном сектору	6,2
Маса укупних социјалних трансфера	-0,1
Маса пензија	-0,3
Нето прилив дознака, номинално	-6,0
Новоодобрени потрошачки кредити, номинално	15,4
Новоодобрени готовински кредити, номинално	47,0

* Процена НБС.

** Т1–Т3 2016.

*** Јануар–новембар.

Извор: РЗС и прерачун НБС.

туристичких услуга у Србији. С друге стране, увоз потрошне робе је, према прелиминарним подацима Републичког завода за статистику, у 2016. био у паду, али ценимо да се део неklasификоване робе односио на потрошну робу, те да ће након рекласификације бити забележен раст ове категорије. Раст потрошње домаћинства потврђују и показатељи из области саобраћаја и телекомуникација, као и износ наплаћеног ПДВ-а, који се делом може приписати и ефикаснијем раду Пореске управе. Посматрано по изворима за потрошњу, маса зарада и социјалних трансфера, који чине око 50% укупних извора, заједно посматрано бележе раст, док је део потрошње финансиран и из новоодобрених потрошачких и готовинских кредита.

Побољшање општих економских услова, који се огледају у очекиваном расту економске активности и наставку раста запослености и зарада у приватном сектору, наставиће позитивно да се одражава на финалну потрошњу и у текућој години. Поред тога, бољи резултати фискалне консолидације од очекиваних у 2016. створили су простор Влади да донесе мере које ће побољшати животни стандард грађана и додатно подстаћи раст

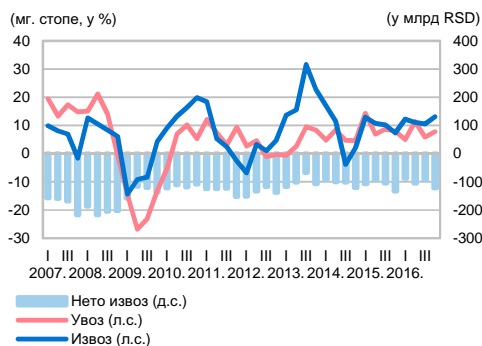
економске активности. Те мере донете крајем 2016. односе се пре свега на повећање главних извора потрошње (маса зарада и пензија) и требало би да допринесу расту БДП-а у 2017. са око 0,8 п.п. (Табела О.3.2). Највећи ефекат на раст очекује се од повећања масе пензија (око 0,4 п.п.), при чему се око половина тог доприноса односи на једнократну исплату пензионерима у износу од 5.000 динара у новембру 2016, док се друга половина односи на повећање пензија за 1,5% од 1. јануара 2017. Поред пензија, већу потрошњу домаћинства у 2017. (око 0,25 п.п.) требало би да подстакне и повећање плата у делу јавног сектора. Такође, Влада је у септембру 2016. донела одлуку о повећању нето минималне цене рада за 7,4%, са 121,0 на 130,0 динара по радном сату, која ће важити у периоду јануар–децембар 2017. Оцењујемо да би ова мера требало да допринесе расту потрошње домаћинства са око 0,2 п.п., односно расту БДП-а са око 0,15 п.п. у 2017. Тако би, укупно посматрано, потрошња домаћинства и у 2017. требало да пружи додатну подршку расту економске активности.

Табела О.3.2. Ефекти мера Владе на повећање финалне потрошње и БДП-а (у п.п.)

	Ефекти на финалну потрошњу	Ефекти на БДП
Повећање плата у делу јавног сектора (3–6%)	0,3	0,25
Једнократна помоћ пензионерима (5.000 дин.)	0,3	0,2
Повећање пензија од 1,5% од 1. јануара 2017.	0,3	0,2
Повећање минималне цене рада (7,4%)	0,2	0,15

Извор: Министарство финансија, РЗС и прерачун НБС.

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 Т4 2016.

Нето екстерна тражња

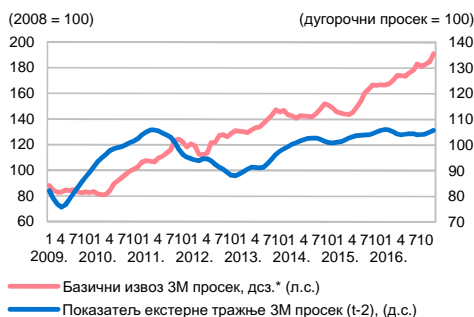
Извоз робе и услуга је у Т4 реално порастао 3,9% дсз. захваљујући у највећој мери убрзању раста у зони евра, нашем најзначајнијем трговинском партнеру, активирању инвестиција из претходног периода и изузетно доброј пољопривредној сезони прошле године. Бржи раст реалног извоза од увоза робе и услуга (2,3% дсз.) резултирао је позитивним доприносом нето извоза кретању БДП-а у Т4 од 0,5 п.п., уз наставак његовог позитивног доприноса и на мг. нивоу (1,3 п.п.).

На висок раст извоза указивало је и кретање показатеља екстерне тражње,²¹ који је у Т4 повећан 1,6% дсз., забележивши раст у 17 од 20 посматраних земаља. Нарочито је значајан био опоравак економске климе у Италији, нашем најважнијем спољнотрговинском партнеру, као и наставак повољне перцепције економских прилика у Немачкој, која такође заузима битно место у нашој спољнотрговинској размени. С друге стране, трошкова конкурентност домаће привреде смањена је у Т4 због повећања јединичних трошкова рада у прерађивачкој индустрији.

Раст робног извоза израженог у еврима знатно је убрзан у Т4 (6,2% дсз.), вођен растом извоза прерађивачке индустрије (19 од 23 области) и пољопривредних производа. Највећи позитиван допринос расту потекао је од извоза основних метала, што је последица раста цене челика и бабра на светском тржишту, као и повећане производње у смедеревској железари после приватизације. Висок допринос расту дали су и извоз хране и производа од гуме и пластике, који су се опоравили након смањења у Т3. Раст извоза је забележен и у низу осталих области прерађивачке индустрије које велики део производње пласирају у извоз (електронска, текстилна, папирна амбалажа, металска).

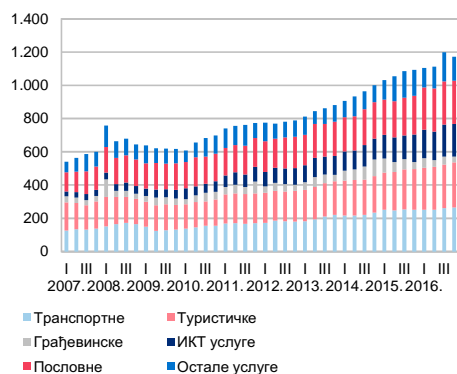
За разлику од Т3 када је исказао пад, извоз аутомобилске индустрије је у Т4 благо порастао (0,8% дсз.), тако да је нижи извоз „Фијата“ у потпуности био надокнађен повећаним извозом осталих произвођача из ове области, који заузимају све значајније место у укупном извозу Србије. Благ раст је остварен и у извозу нафтних деривата, што би се могло довести у везу с постепеним опоравком њихових цена. С друге

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.

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

стране, пад извоза је у Т4 наставила да бележи дуванска, а у мањој мери и хемијска и фармацеутска индустрија.

Извоз пољопривредних производа је у Т4 порастао 8,0% дсз., вођен у највећој мери високим извозом житарица (10,0% дсз.) и воћа и поврћа (5,0% дсз.). Висок раст извоза, количински посматрано, забележио је кукуруз, захваљујући рекордним овосезонским приносима и високим извозним залихама, као и конкурентној цени међу земљама у окружењу.

Након снажног раста у Т3 (7,7% дсз.), извоз услуга је у Т4 забележио пад од 2,2% дсз. Тај пад је био вођен нижим извозом грађевинских услуга (23,4% дсз.), док је извоз туристичких, транспортних, информационих и компјутерских услуга наставио да расте.

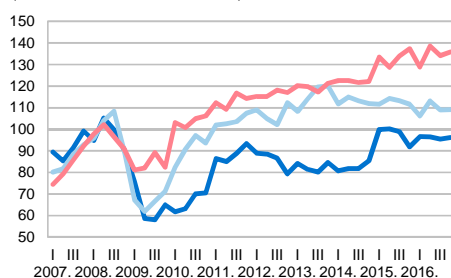
Поред извоза, у Т4 је порастао и робни увоз изражен у еврима (3,6% дсз.). За разлику од Т3 када су биле у паду, све категорије робног увоза у Т4 бележе раст. При томе, највише је порастао увоз потрошних добара, вођен опоравком потрошње домаћинства. Поред тога, повећан је и увоз опреме, као последица наставка реализације бројних инвестиционих пројеката, док већи увоз репроматеријала указује на повећану активност у прерађивачкој индустрији и грађевинарству.

Посматрано по намени ЕУ, раст увоза у Т4 забележен је код енергије, пре свега сирове нафте, што је последица повећане прераде у домаћој рафинерији након ремонта у Т3. Већи увоз је забележен и код електричне енергије због ниже домаће производње, док је увоз природног гаса смањен, делом и због мање потрошње у хемијској индустрији. Увоз је повећан и у случају интермедијарних производа и трајних производа за широку потрошњу, док је увоз капиталних производа био у благом паду.

Бржи раст робног извоза у односу на робни увоз одразио се и на наставак побољшања показатеља робне размене. Покривеност робног увоза његовим извозом у децембру је била за 1,6 п.п. виша него у септембру, достигавши рекордан ниво од 78,8%. Сам робни извоз је у децембру био више него двоструко већи у односу на ниво пре кризе²² (105,3%), док се увоз нашао на 9,0% изнад свог преткризног нивоа.

Графикон IV.4.7. Кретање главних компоненти увоза

(дсз. подаци, П1 2008 = 100)

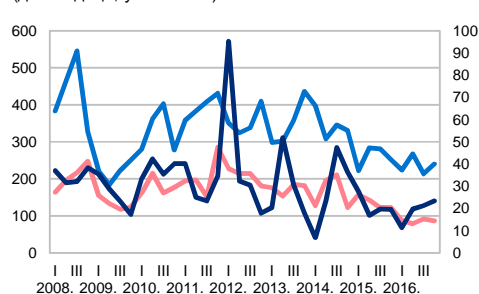


— Опрема
— Средства за репродукцију
— Потрошна роба

Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон IV.4.8. Увоз енергената

(дсз. подаци, у млн EUR)

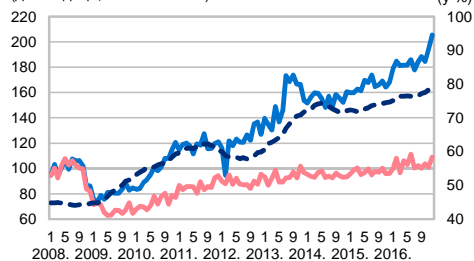


— Нафта (л.с.)
— Гас (л.с.)
— Електрична енергија (д.с.)

Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон IV.4.9. Робна размена у еврима

(дсз. подаци, П1 2008 = 100)



— Извоз (л.с.)
— Увоз (л.с.)
— Покривеност увоза извозом* (д.с.)

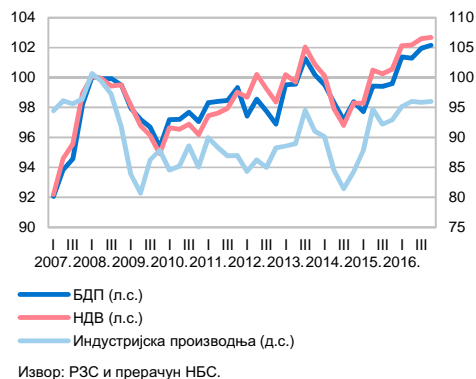
Извор: РЗС и прерачун НБС.

* 12-месечни покретни просек.

²² Ниво из П1 2008.

5. Економска активност

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



Захваљујући позитивним кретањима у индустрији и грађевинарству, као и доброј пољопривредној сезони у 2016, економска активност се од почетка 2016. креће изнад свог преткризног нивоа. Њен раст је, према нашој процени, настављен и у Т4 (0,2% дсз.) и, слично као у Т3, био је претежно вођен растом пољопривреде, прерађивачке индустрије и грађевинарства. Према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, БДП је у Т4 порастао за 2,5% мг., док се на нивоу године очекује раст од 2,7%.

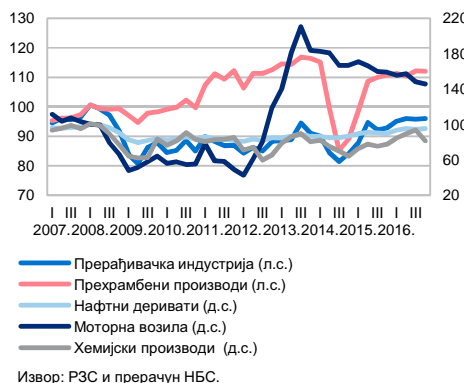
Према нашој процени, највећи позитиван допринос расту БДП-а у 2016. потекао је од индустрије (0,8 п.п.), на коју су са стране понуде позитивно деловали активирање ранијих инвестиција, још увек ниске цене нафте и ниже каматне стопе, а са стране тражње наставак раста домаће тражње и БДП-а зоне евра. Позитиван допринос очекује се и од пољопривреде, грађевинарства и већине услужних сектора.

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



Према нашој процени, раст БДП-а је настављен и у Т4 (0,2% дсз.). Слично као у претходном тромесечју, раст је био вођен пољопривредом услед натпросечних резултата у ратарству, као и прерађивачком индустријом и грађевинарством, на које су наставили позитивно да се одражавају ефекти инвестиција из претходног периода и реализација инфраструктурних пројеката. У мањој мери су допринели и услужни сектори, и то они у којима доминира приватни сектор, међу којима је већина забележила раст активности у Т4. Захваљујући позитивним кретањима од средине 2015, економска активност је почетком 2016. достигла свој преткризни ниво, а у Т4 се налазила 2,1% изнад њега мерено БДП-ом, односно 2,7% мерено НДВ-ом.

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



Према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, БДП је у Т4 порастао 2,5% мг. Томе је, према нашој процени, првенствено допринела пољопривреда, као и сектори трговине, саобраћаја и услуга смештаја и исхране, на које се позитивно одразио опоравак потрошње домаћинстава у последњој години дана. Позитиван допринос наставила је да пружа и индустрија, пре свега прерађивачка, као и грађевинарство.

Након благог пада у Т3, физички обим производње у индустрији је у Т4 порастао 0,2% дсз., вођен повољнијим кретањима у прерађивачкој индустрији (1,1% дсз.), у оквиру које је 16 од 24 грана забележило раст. С друге стране, нижи физички обим производње

регистрован је у сектору рударства (0,2% дсз.) и снабдевања електричном енергијом, гасом и паром (2,3% дсз.).

Највећи допринос расту прерађивачке индустрије у Т4 дала је производња нафтних деривата, што је резултат поновног покретања производње у рафинерији нафте у Панчеву после извршеног ремонта у Т3. Знатан раст физичког обима забележен је и у производњи основних метала, што се у највећој мери дугује опоравку цене челика и бабра на светском тржишту. Такође, успешна пољопривредна сезона наставила је позитивно да утиче на раст производње прехранбених производа, а даљи раст инвестиција на већу производњу машина и опреме и грађевинског материјала. С друге стране, настављено је постепено смањење производње аутомобила због ниже производње у фабрици „Фијат“, а пад физичког обима забележен је и у хемијској, фармацеутској и текстилној индустрији.

Вођен претежно растом у прерађивачкој индустрији (4,1 п.п.), физички обим производње укупне индустрије на мг. нивоу и даље расте (3,5%). Раст је забележен у 18 од 24 гране прерађивачке индустрије, међу којима је највећи број извозно оријентисаних, што указује на то да екстерна тражња и даље позитивно доприноси расту индустријске производње. С друге стране, нижи физички обим производње у снабдевању електричном енергијом, гасом и паром негативно је допринео (0,7 п.п.) кретању физичког обима укупне индустрије.

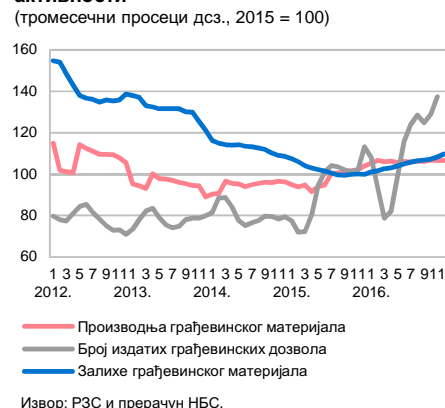
Према процени Републичког завода за статистику, раст физичког обима пољопривреде у 2016. је износио 8,1%, уз позитиван допринос БДП-у од 0,6 п.п. Томе су у највећој мери допринели приноси у ратарству, који су код свих главних култура били знатно изнад десетогодишњих просека. Благ раст производње, према нашој процени, остварен је и у воћарству услед већег рода шљиве, док је у виноградарству смањена производња. Сточарска производња је, према нашој процени, стагнирала, с обзиром на то да је нижа производња свињског меса надокнађена већом производњом осталих врста меса и млека и млечних производа.

Даља реализација инфраструктурних пројеката и повољнија законска регулатива наставиле су позитивно да се одржавају на сектор грађевинарства, који је, према нашој процени, забележио раст и у Т4. То потврђује већа производња грађевинског материјала, као и настављен раст броја издатих грађевинских дозвола, за 37,3% мг. у октобру и

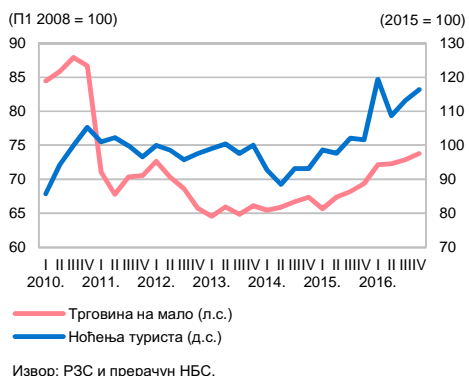
Графикон IV.5.4. Доприноси мг. расту физичког обима индустријске производње



Графикон IV.5.5. Показатељи грађевинске активности



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



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

	2015.		2016.		
	T4	T1	T2	T3	T4*
БДП (у %, дсз.)	0,2	1,8	-0,1	0,6	0,2
Пољопривреда	0,0	0,4	-0,1	0,4	0,1
Индустрија	-0,1	0,5	0,0	-0,2	0,0
Грађевинарство	0,0	0,2	0,1	0,1	0,0
Услуге	0,0	0,5	0,1	0,3	0,1
Нето порези	0,0	0,1	0,0	-0,1	0,0

Извор: РЗС и прерачун НБС.
* Процена НБС.

новембру, што би требало да допринесе расту грађевинарства и у наредним тромесечјима.

Захваљујући у највећој мери опоравку приватне потрошње, и већина услужних сектора је, према нашој процени, наставила раст у Т4, на шта указује и кретање доступних показатеља. Промет у трговини на мало је и у Т4 благо порастао (1,2% дсз.), уз задржавање релативно високе стопе раста и на мг. нивоу (6,4%). Поред тога, у октобру и новембру је настављен и мг. раст промета у угоститељству, као и број долазака и ноћења туриста. Такође, процењујемо да би већа потрошња домаћинстава требало да се одрази на повећање обима путничког саобраћаја, а раст индустрије и трговине на већи обим теретног саобраћаја. Даља позитивна кретања очекују се и у области информисања и комуникација, док би раст новоодобрених кредита приватном сектору требало да допринесе повећању активности финансијског сектора.

Према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, раст БДП-а у 2016. износио је 2,7%, што је у складу с нашом новембарском пројекцијом. Највећи позитиван допринос потекао је од раста индустрије (0,8 п.п.), на коју су са стране понуде позитивно деловали активирање ранијих инвестиција, још увек ниске цене нафте и ниже каматне стопе, а са стране тражње наставак раста домаће тражње и БДП-а зоне евра. Позитиван допринос (0,6 п.п.) очекује се и од пољопривреде због натпросечних резултата у ратарству, грађевинарства (0,3 п.п.) и већине услужних сектора.

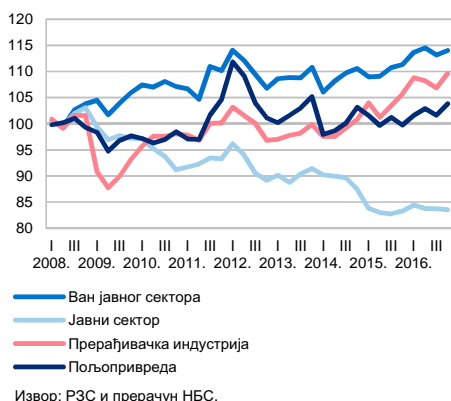
6. Кретања на тржишту рада

Наставак привредног раста у Т4 био је праћен и побољшањем стања на тржишту рада, тј. вишом реалном нето зарадом и већом запослености.

Зараде и продуктивност рада

Реална нето зарада је у Т4 порасла 0,5% дсз., вођена опоравком зарада у приватном сектору (0,8% дсз.), док је реална зарада у јавном сектору благо смањена (0,2% дсз.). Тиме је јаз између просечне зараде у јавном и приватном сектору сужен у односу на Т3 и у децембру је износио 2,0%. Раст реалне нето зараде у Т4 је настављен и на мг. нивоу (1,8%). Посматрано на годишњем нивоу, реална нето зарада је, након три године пада, у 2016. повећана 2,5%, што је у складу са оствареним привредним растом.

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



У Т4 у односу на Т3 раст реалне нето зараде забележен је у пољопривреди, прерађивачкој индустрији, енергетици и грађевинарству, а раст је настављен у трговини, угоститељству и сектору информисања и комуникација.

Даљи раст запослености и просечне зараде одразио се и на повећање реалне масе нето зарада (0,8% дсз.), која је, као и у претходном периоду, била праћена вишом масом зарада у приватном сектору (1,4% дсз.), док је у јавном она благо опала (0,5% дсз.). Просечна номинална нето зарада исплаћена у Републици Србији у Т4 је износила 48.165 динара, што је за 4,6% више него у Т3 и за 3,4% на мг. нивоу. Посматрано на годишњем нивоу, просечна зарада у 2016. била је за 3,7% виша него у 2015.

Раст запослености у индустрији надмашио је раст производње и утицао на пад продуктивности, што је, уз раст бруто реалне зараде, водило повећању јединичних трошкова рада (3,1% дсз.) у Т4. Слична кретања забележена су и у оквиру прерађивачке индустрије, уз нешто виши раст јединичних трошкова рада (3,6% дсз.) у односу на укупну индустрију.

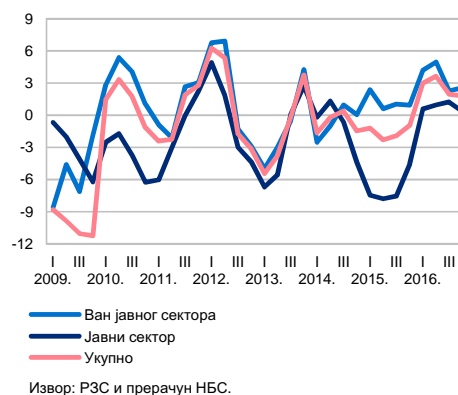
Запосленост

Наставак раста економске активности и појачана борба против сиве економије и у Т4 су се позитивно одразили на формалну запосленост. Према подацима Републичког завода за статистику добијеним из базе **Централног регистра обавезног социјалног осигурања**, формална запосленост је наставила да расте у Т4 (0,2%) захваљујући повећању броја приватних предузетника и запослених код њих (0,8%), као и већој запослености код правних лица (0,1%).

Највећи раст запослености по секторима привреде регистрован је у рударству, прерађивачкој индустрији, трговини и информисању и комуникацијама, тј. у секторима који су знатно допринели расту БДП-а. Поред тога, повећана је и у областима услуга смештаја и исхране, финансијском сектору и образовању. С друге стране, под утицајем сезонских фактора, запосленост је очекивано смањена у пољопривреди и грађевинарству.

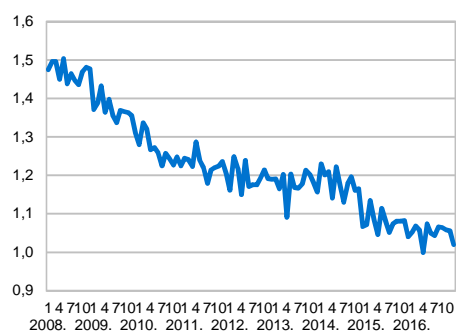
Подаци **Националне службе за запошљавање** о кретању незапослености доступни за Т4 указују на њено повећање, тако да је у децембру 700.947 лица било незапослено. То је у одређеној мери последица мање тражње за сезонским радницима у Т4. Број

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



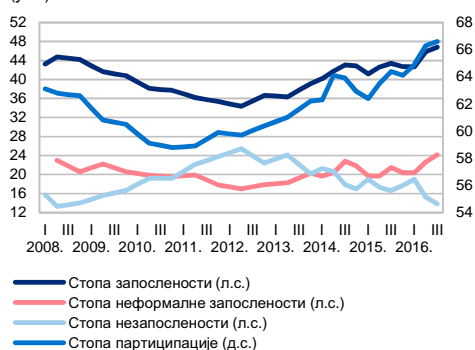
Извор: РЗС и прерачун НБС.

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

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

Извор: РЗС и Национална служба за запошљавање.

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



Извор: РЗС.

незапослених лица је повећан међу свим групама занимања. С друге стране, број лица која примају накнаду за незапослене наставио је да опада и у децембру је износио 38.286 лица.

Национална служба за запошљавање објавила је и резултате најновије **Анкете послодаваца 2016/2017**, према којима је у 2016. бруто стопа креирања послова²³ износила 12,1%, а бруто стопа гашења послова 9,8%, тако да је нето стопа креирања послова износила 2,3%. Према резултатима ове анкете, и у 2017. се очекује позитивна нето стопа креирања послова, и то од 4,0%.

Подаци из **Анкете о радној снази** који су доступни за Т3 указују на раст стопе запослености на 46,8%. Запосленост је повећана у свим секторима, при чему је, поред сезонски очекиваног раста у пољопривреди и грађевинарству и појединим услужним секторима, значајан раст остварен и у индустрији. Раст запослености је делом резултат повећања неформалне запослености, чија је стопа повећана за 1,4 п.п., на 24,1%. Према истом извору, стопа незапослености је у Т3 достигла најнижи ниво (13,8%) у последње три године, односно откад постоји упоредива серија података. Стопа дугорочне незапослености је такође достигла минимум и износила је 9,0%, док је незапосленост међу младима (15–24 године) први пут смањена испод 30%, на 28,5%.

7. Међународно окружење

Глобална економска активност је у П2 постепено убрзала свој раст захваљујући бољим економским перформансама у развијеним привредама, као и у већини земаља у успону. Раст у зони евра подржан је опоравком тржишта рада, ниским ценама енергената, као и ефектима експанзивне монетарне политике ЕЦБ-а, а раст екстерне тражње из зоне евра требало би да допринесе и повољнијим економским изгледима за регион централне и источне Европе. Опоравак цене нафте требало би подстицајно да се одрази на опоравак БДП-а Русије, док су стимулативне мере економске политике у Кини наставиле да обезбеђују постепену транзицију ка новом моделу привредног раста.

²³ Бруто стопа креирања/гашења послова представља однос броја новозапослених/отпуштених и укупног броја запослених у предузећима посматрано почетком године. Нето стопа креирања послова је разлика између бруто стопе креирања и бруто стопе гашења послова.

Иако постепено расте, пре свега због базног ефекта цена енергената, глобална инфлација је и даље ниска. Очекује се да ће се и у 2017. инфлација у већини земаља кретати испод циља. ФЕД је наставио с нормализацијом монетарне политике и у децембру 2016. повећао референтну каматну стопу, док је ЕЦБ продужила трајање програма квантитативних олакшица до краја ове године. Централне банке земаља централне и источне Европе углавном су задржале постојећи степен експанзивности монетарне политике. Дешавања на међународним финансијским и робним тржиштима обележили су апрецијација долара и раст цене нафте, уз изражену волатилност.

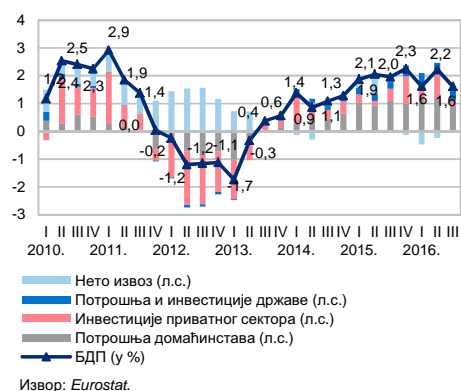
Економска активност

Бржи привредни раст у П2 у појединим развијеним земљама (САД, Јапан и Велика Британија) неутралисао је благо успоравање у појединим земљама у успону (Бразил и Индија), тако да су на глобалном нивоу процене раста ММФ-а из јануара за 2016. и 2017. остале непромењене у односу на октобарску процену. Ризици у погледу глобалног раста благо су асиметрични наниже и односе се у највећој мери на још присутне геополитичке тензије у појединим регионима и неизвесност у погледу мера монетарне политике и с тим повезаних токова капитала. С друге стране, примењени и најављени фискални стимуланти у две највеће економије (САД и Кина), као и већа отпорност европских земаља на последице Брежита, могли би деловати подстицајно на убрзање глобалног привредног раста.

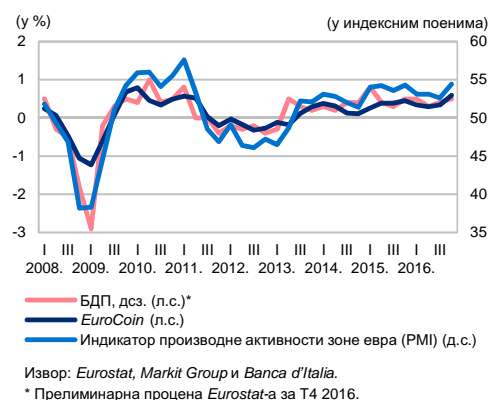
Раст БДП-а у зони евра је у Т3 убрзао темпо из Т2 (0,4% дсз.), док је на мг. нивоу забележено његово успоравање (са 2,2% на 1,6%). Потрошња домаћинства је наставила да подстиче раст захваљујући наставку позитивних кретања на тржишту рада (пад стопе незапослености на 9,6% у децембру). И нето извоз је имао позитиван допринос како по основу наставка раста извоза, тако и по основу пада увоза.

Посматрано по земљама, раст у Т3 је био широко распрострањен, уз убрзање у Италији и Француској и благо успоравање у Немачкој и Шпанији. Слично као и на нивоу зоне евра, раст је у већини земаља био вођен потрошњом домаћинства, док је убрзање у Италији и Француској последица опоравка инвестиција.

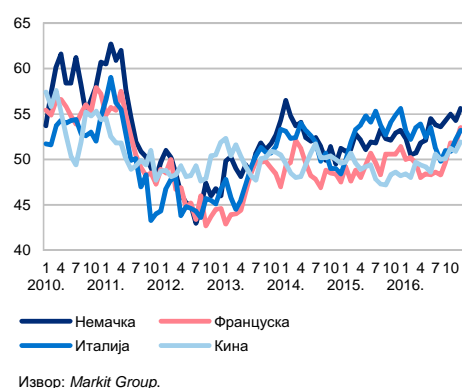
Графикон IV.7.1. Доприноси мг. стопи раста БДП-а зоне евра (у п.п.)



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



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



у Т3. Према прелиминарној процени америчког Бироа за економске анализе, раст БДП-а у Т4 износио је 0,5% дсз.

Најављени фискални стимуланси (смањење пореза и улагање у инфраструктуру), према процени ММФ-а, требало би да убрзају привредни раст у наредном периоду, па је, с тим у вези, и прогноза раста БДП-а за 2017. повећана за 0,1 п.п., на 2,3%, а за 2018. за 0,4 п.п., на 2,5%. Сличан темпо раста у 2017. очекује се и према последњој процени *Consensus Forecast*-а, док је прогноза раста за 2018. нешто нижа (2,3%).

Приватна потрошња је и у Т3 остала главни покретач раста **БДП-а у региону централне и источне Европе**. Румунија је и у Т3 (4,4% мг.) наставила да предводи раст у региону захваљујући позитивним ефектима фискалних стимуланса, док је смањење инвестиција успорило раст у Пољској и Мађарској, а нижа екстерна тражња у Чешкој. У региону југоисточне Европе домаћа тражња, подржана опоравком на тржишту рада и ниским ценама енергената, наставила је да покреће раст БДП-а, а додатан допринос потекао је и од екстерне тражње подстакнуте наставком раста зоне евра. У 2017. се за већину земаља централне и источне Европе процењује убрзање раста, који би требало да се креће у интервалу 2,5–3,5%, уз наставак деловања домаће тражње, као његовог главног покретача. Евентуални ризици по ову пројекцију односе се на раст зоне евра, као главног трговинског партнера, и промене у глобалним токовима капитала.

Економска активност у Русији наставила је да се постепено опоравља, уз успоравање мг. пада БДП-а са 0,6% у Т2 на 0,4% у Т3. Пад БДП-а се очекује и у Т4, да би од 2017. он прешао у позитивну зону, подстакнут у највећој мери опоравком цене нафте. Према последњој процени ММФ-а и *Consensus Forecast*-а, након пада БДП-а од 0,6% у 2016, очекује се раст од 1,1% у 2017.

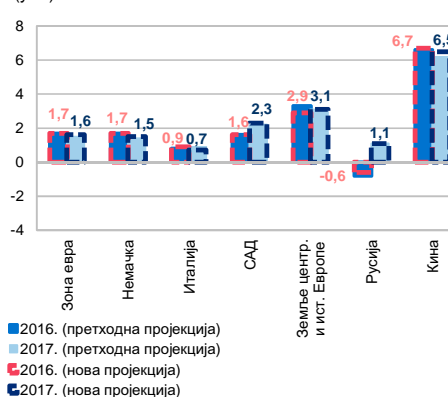
Кретање водећих показатеља указивало је на убрзање раста **БДП-а Кине** у Т4 у односу на остатак године, што је и потврђено званичним подацима. Раст је на мг. нивоу у Т4 убрзан на 6,8%, док је у 2016. износио 6,7%, што је у складу с ранијом проценом кинеских власти. Убрзању раста допринела су повољнија кретања у сектору индустрије, који, према *PMI Manufacturing*-у, бележи најбоље перформансе још од почетка 2013, као и у сектору услуга, чија се активност налазила на највишем нивоу у последње две године. У својој најновијој процени ММФ је

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

	Октобар 2016.		Јануар 2017.	
	2016.	2017.	2016.	2017.
Пољска	3,1	3,3	2,7	3,0
Чешка	2,5	2,5	2,4	2,5
Мађарска	2,0	2,6	2,0	2,9
Албанија	3,3	3,6	3,2	3,6
Бугарска	2,8	2,8	3,3	3,0
БиХ	2,7	3,0	2,2	2,9
Македонија	2,6	3,4	2,3	3,0
Румунија	4,8	3,3	4,8	3,5
Словенија	2,1	2,3	2,4	2,4
Хрватска	2,4	2,2	2,7	2,7

Извор: *Consensus Forecast*.

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



Извор: ММФ *WEO* (октобар 2016) и ММФ *WEO Update* (јануар 2017).

ревидирао прогнозу раста БДП-а у 2017. највише за 0,3 п.п., на 6,5%, због очекиваног наставка стимулативних мера фискалне и монетарне политике, уз наглашене ризике наниже, који се пре свега односе на високу задуженост компанија и релативно висок раст кредитне активности.

Кретање инфлације

Иако постепено расте, инфлација је и даље испод циља у већини развијених земаља и, на основу пројекција њихових централних банака, вероватно ће остати испод циља и у наредном периоду. У **зони евра**, нашем најзначајнијем трговинском партнеру, инфлација је постепено расла у последњем тромесечју прошле године и у децембру је достигла 1,1%, а у јануару 1,8%, што је близу циља за инфлацију и уједно највиши ниво инфлације од фебруара 2013. Пораст инфлације у највећој мери одражава даљи м.г. раст цена енергије (8,1% у јануару у поређењу са 2,6% у децембру), док њен трајнији опоравак првенствено ограничавају индиректни ефекти пада цене нафте у претходном периоду. Базна инфлација, која искључује волатилне цене енергије и непрерађене хране, остала је стабилна у јануару, на 0,9% м.г. Појединачно најзначајнији трговински партнери Србије, Немачка и Италија, због раста цена енергената и хране бележе раст м.г. инфлације у јануару на 1,9%, односно 0,9%.

Постепен раст инфлације у зони евра требало би да се настави у 2017. и 2018. години због експанзивне монетарне политике и очекиваног економског опоравка, али ће она вероватно и даље бити испод средњорочног циља за инфлацију у обе године (1,3% и 1,5%, респективно, према последњој пројекцији ЕЦБ-а објављеној у децембру 2016). На то указују и инфлациона очекивања, која, према анкети стручних прогнозера,²⁴ која је објављена у јануару износе 1,4% за 2017. и 1,5% за 2018. годину. Ипак, то представља повећање у односу на претходну, октобарску анкету за 0,2 п.п. за 2017. и 0,1 п.п. за 2018, пре свега због раста цене нафте (изражене у еврима). Дугорочна инфлациона очекивања (за 2021. годину) и даље износе 1,8%. Ова инфлациона очекивања, добијена на основу анкете, више нису изнад тржишних очекивања, која од септембра прошле године бележе константан раст. Тако је тржиште крајем јануара очекивало да ће пројектована инфлација у зони евра



²⁴ ECB Survey of Professional Forecasters (SPF).

2022. године за пет година унапред, тј. 2027, износити 1,79%.²⁵

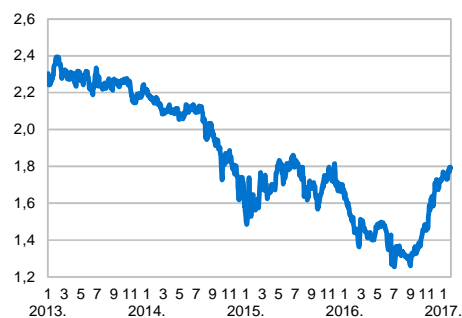
Инфлација у већини земаља **централне и источне Европе** и даље је веома ниска. Иако су дефлаторни притисци нешто блажи, у одређеном броју земаља се и током Т4 бележе негативне стопе мг. инфлације (Бугарска, БиХ, Македонија, Румунија). Инфлација је била позитивна, али и даље ниска у Хрватској и Црној Гори, док је у Мађарској била нешто виша (1,1–1,8%). У Русији је смањена на 5,4% мг. у децембру, док Турска и даље бележи релативно високе стопе инфлације у односу на остале земље региона (7,0–8,5% мг. током Т4).

Инфлација у САД је током Т4 наставила да расте и у децембру је достигла 2,1% мг., што је њена највиша стопа у последње две и по године. Базна инфлација (искључујући храну и енергију) такође је расла и у децембру је износила 2,2% мг. Укупна инфлација је вођена пре свега ценама енергената, а базна инфлација трошковима становања. Виша инфлација повећала је вероватноћу да ће нормализација монетарне политике ФЕД-а бити бржа од претходно очекиване.

Монетарна политика

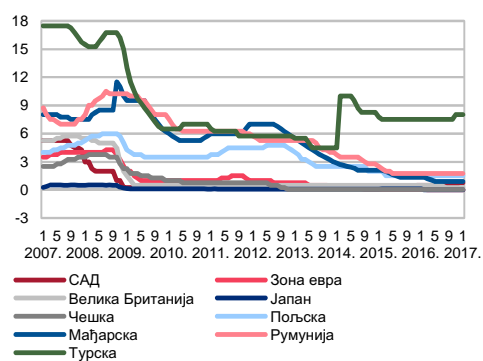
Дивергентност монетарних политика водећих централних банака, ЕЦБ-а и ФЕД-а, додатно је повећана. Наиме, **ЕЦБ** није мењала висину референтне каматне стопе (0%), али је у децембру продужила трајање програма квантитативних олакшица за девет месеци, до краја 2017. године, с тим да ће обим куповина од априла смањити на 60,0 млрд евра месечно, уместо садашњих 80,0 млрд евра. Поред тога, ЕЦБ је кориговала техничке услове програма и, с једне стране, смањила минималну преосталу рочност квалификованих хартија на једну годину, а с друге стране, проширила програм и на хартије с мањим приносом од каматне стопе ЕЦБ-а на депозитне олакшице (-0,4%). У јануару није мењала монетарну политику, али је истакла спремност да, уколико буде потребно, повећа степен њене експанзивности продужењем програма квантитативног попуштања и/или повећањем његовог обима.

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



Извор: Thomson Reuters.

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



Извор: Централне банке одабраних земаља.

²⁵ The five-year, five-year breakeven forward.

С друге стране, **ФЕД** је наставио с нормализацијом монетарне политике захваљујући позитивним кретањима у реалном сектору и континуираним растом мг. инфлације од јула 2016. Средином децембра је повећао референтну каматну стопу за 0,25 п.п., први пут од децембра 2015, и она се сада налази у интервалу 0,50–0,75%. Очекивања већине чланова *FOMC*-а у децембру су била да ће се раст економске активности наставити и да ће референтна стопа у 2017. години бити повећана три пута, за по 25 б.п., уместо два пута, колико је већина претходно очекивала. Средња пројекција референтне стопе до краја 2017. године износила је 1,375%. У складу с очекивањима, ФЕД у јануару није мењао референтну каматну стопу.

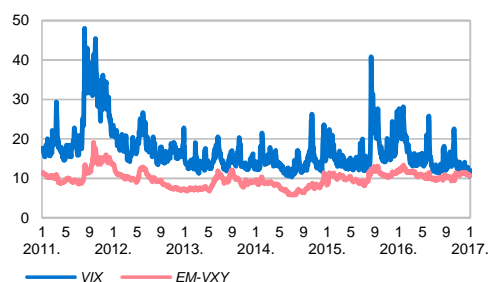
Централне банке већине земаља **централне и источне Европе** задржале су постојећи степен експанзивности монетарне политике, у складу с макроекономским кретањима. Степен експанзивности повећала је централна банка Мађарске, смањујући у новембру каматну стопу на кредитне олакшице за 15 б.п., на 0,9%, док је остале стопе оставила непромењеним. Реаговала је и централна банка Турске, али повећањем својих каматних стопа како би зауставила пад курса турске лире и крајем новембра је повећала референтну стопу за 50 б.п., на 8,0%, и стопу на кредитне олакшице за 25 б.п., на 8,5%. Истовремено, смањила је стопе на девизну обавезну резерву за 50 б.п. за све рочности, чиме је финансијском систему ослободила око 1,5 млрд долара. Централна банка Чешке је најавила да ће средином године вероватно престати да користи девизни курс као додатни инструмент монетарне политике и интервенције на девизном тржишту за спречавање јачања националне валуте преко утврђеног лимита, а да ће тачан датум зависити од изгледа за постизање циљане инфлације.

Финансијска и робна тржишта

Последње тромесечје 2016. карактерисала су променљива кретања на финансијским и робним тржиштима. Делом због избора у САД, а делом због очекиваног повећања референтне каматне стопе ФЕД-а, имплицитна мера волатилности финансијских тржишта – *VIX* повећала се на 22,5% у новембру, али је потом, са смиривањем финансијских тржишта, била у паду и на крају јануара је износила 12,0%.

У исто време, раст инфлационих очекивања, најпре у САД, а затим и у другим развијеним земљама, довео је до раста приноса на дугорочне државне ХоВ. Тако

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



Извор: Блумберг.

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

су приноси на америчке десетогодишње државне ХоВ током Т4 повећани са 1,6% на 2,4%, а на исте немачке хартије су прешли у позитивну зону. Током јануара су приноси на ове немачке хартије, као и на десетогодишње државне ХоВ развијених европских земаља наставили раст, док су на америчке стагнирали.

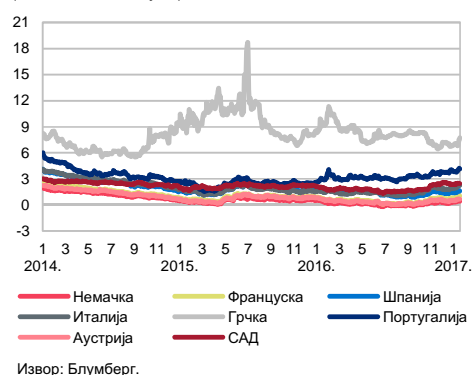
За разлику од Т3, када **валутна кретања** нису бележила знатнија померања осим у случају британске фунте, Т4 је карактерисала апрецијација долара од почетка новембра, као и депрецијација јена и валута појединих земаља у успону. Долар је почео да јача од друге половине октобра, у великој мери услед очекивања да ће ФЕД повећати референтну каматну стопу у децембру, као и повећане вероватноће да ће нормализација монетарне политике ФЕД-а у 2017. години бити бржа од претходно очекиване због најављених фискалних стимуланса. Током Т4 долар је према еврју ојачао за 6%, али је у јануару ослабио за 2%.

Очекивања инвеститора у погледу монетарних политика водећих централних банака утицала су и на кретање **цене злата**. Након релативне стабилности у Т3, у октобру је цена злата почела да пада. Пад је наставила и у новембру, да би од средине децембра почела да се опоравља, али је и даље била 13,4% испод свог нивоа на крају Т3. Опоравак цене злата настављен је у јануару и она је до краја месеца била за 5,8% виша него на крају 2016. године.

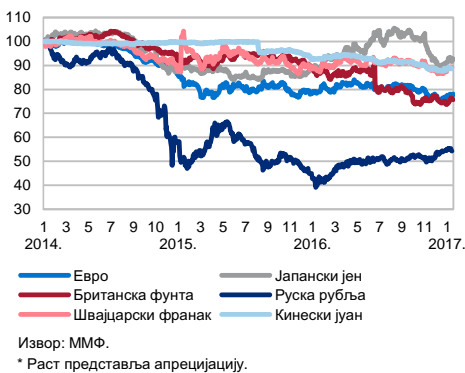
Јачање долара, најављени инфраструктурни пројекти и друге мере подстицања привредног раста у САД, као и стимулативне мере економске политике у Кини, подстакли су током Т4 скок цена **руде гвожђа, бакра, алуминијума и других метала**. Њихов раст је настављен током јануара.

Светска цена нафте типа брент у Т4 је била променљива и кретала се у распону од 44 до 56 долара по барелу, у највећој мери због реакције тржишта на преговоре земаља *OPEC*-а о ограничавању производње, док су главна кретања на тржишту углавном остала непромењена. Цена нафте је почетком октобра премашила 50 долара по барелу услед наговештаја договора земаља *OPEC*-а о ограничавању производње, али је већ у другој половини месеца почела да пада. Пад цене је настављен и током новембра, подстакнут саопштењем Међународне агенције за енергију да је дневна производња нафте унутар *OPEC*-а у октобру достигла рекордан ниво, знатно изнад договора њених чланица.

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



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



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



Ипак, на састанку одржаном крајем новембра земље *OPEC*-а су постигле споразум о смањењу производње од јануара 2017. Након тога, цена нафте типа брент прешла је ниво од 55 долара за барел, први пут после 18 месеци. И у јануару је повремено прелазила тај ниво, али се у просеку кретала око њега. Кретање цене нафте у наредном периоду у великој мери зависиће од тога да ли се споразум спроводи. Уколико се буде спроводио, цена би требало да расте, јер би глобална тражња за нафтом премашила понуду. Утицај тог споразума могао би бити ублажен повећањем прилагодљиве производње нафте из нафтних шкриљаца у САД. Нафтни фјучерси указују на умерен раст цене нафте, али је неизвесност повећана. Према њима, цена нафте ће у децембру 2017. износити око 56 долара за барел и око тог нивоа требало би да се креће током целе 2018. године.



Постепен раст **светских цена хране** је настављен. Мерено ФАО индексом, оне су у децембру биле реално више за 0,5% у односу на септембар, с највећим растом цена биљних уља (9,0%) и млечних производа (5,4%), што је неутралисано падом цена шећера (-16,7%) и меса (-0,4%). Раст цене биљних уља био је вођен ценама палминог и сојиног уља због ниских глобалних залиха, слабе понуде, забринутости за временске услове и раста производње биогорива. Опоравак цена млечних производа последица је ограничене производње млека у ЕУ и Океанији, као и настављеног раста тражње.

За Србију важне цене житарица на светском тржишту биле су реално више у децембру него у септембру за 0,9%, али су и даље биле реално ниже него 2015. за 7,6%. Цена меса се није битније мењала током Т4, док је цена шећера пала услед слабљења бразилске валуте у односу на долар и раста извоза шећера из Бразила, највећег светског произвођача и извозника шећера. Ипак, шећер је у просеку био реално скупљи у 2016. него у 2015. години због мање понуде из Бразила, Индије и Тајланда.

У целој 2016. години цене хране, мерене ФАО индексом, у просеку су биле реално ниже за 2,9% у односу на претходну годину. То је пета узастопна година њиховог номиналног и реалног пада. Док су цене шећера и биљних уља биле знатно више у 2016. (реално за 32,3% и 9,9%, респективно), пад цена житарица, меса и млечних производа одржао је ФАО индекс испод просека у 2015. години. Житарице су биле око 10% јефтиније него 2015. године, а чак за близу 40% него 2011. Цена меса, упркос умереном расту током године, била је реално нижа за 8,2%.

V. Пројекција инфлације

Према нашој централној пројекцији, м. инфлација ће се у Т1 ове године наћи у границама дозвољеног одступања од циља ($3,0 \pm 1,5\%$), чему ће највише допринети поскупљење нафтних деривата и цигарета. Након тога, до краја периода пројекције требало би да настави релативно стабилно кретање у оквиру граница циља. У смеру више инфлације деловаће ниска база код цена воћа и поврћа и постепен раст агрегатне тражње у Србији, односно инфлације у међународном окружењу, док ће је ниски трошкови сировина у производњи хране и висока база (од марта) код цена нафтних деривата успоравати. Ризици остварења пројекције инфлације су симетрични и односе се пре свега на даља кретања на светским робним и финансијским тржиштима, а у одређеној мери и на раст регулисаних цена.

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

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

Почетни услови

У складу са очекивањима изнетим у новембарском Извештају о инфлацији, инфлаторни притисци су и у Т4 остали ниски, тако да је м. инфлација у децембру износила 1,6%. У оквиру домаћих фактора, ниским инфлаторним притисцима највише су допринели ефекти фискалне консолидације, релативна стабилност девизног курса и ниска инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде. Иако је забележен изванредан опоравак светске цене нафте, који је подстакао умерен раст инфлације у зони евра, утицај цена из међународног окружења и даље је релативно низак.

У складу с дуже времена присутним ниским инфлаторним притисцима, краткорочна и средњорочна инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде остала су релативно стабилна и крећу се између 2 и 3%, тј. унутар граница новог циља ($3,0 \pm 1,5\%$), што олакшава постизање циљане инфлације у наредном периоду.

Вредност динара према евр у Т4 је остала готово непромењена. Прву половину тромесечја карактерисали су апрецијацијски притисци, којима је првенствено допринела мања од уобичајене тражња за девизама домаћих предузећа и веће улагање нерезидената у државне ХоВ у октобру. У истом смеру су деловали и повољнији макроекономски изгледи Србије за наредни период, позитивна оцена ММФ-а у погледу спровођења аранжмана и пад премије ризика земље. Иако су на нивоу тромесечја нерезиденти смањили свој портфељ динарских државних ХоВ, то је било пре свега последица очекиване брже нормализације монетарне политике ФЕД-а. Ипак, излазак страних инвеститора из динарских хартија, али и куповина девиза због плаћања увоза енергената допринели су депрецијацијским притисцима на динар у децембру, који су настављени и у јануару.



Индекс монетарних услова указује на задржавање експанзивног карактера монетарне политике у Т4, што је у складу с постојећим дезинфлаторним притисцима и отвореним негативним производним јазом. Међутим, експанзивност монетарне политике у том тромесечју била је нешто мања него у Т3 због раста реалне каматне стопе²⁶ (услед даљег пада инфлационих очекивања) и смањења депрецијацијског јаза реалног девизног курса (услед благе реалне апрецијације динара). Реална каматна стопа и даље је испод свог неутралног нивоа, али у мањој мери него у Т3.



Консолидовани буџетски дефицит у 2016. био је нижи од претходно очекиваног и износио је 1,4% БДП-а, док је шестом ревизијом аранжмана с ММФ-ом било предвиђено да износи 2,1% БДП-а. Наведени резултат је још повољнији уколико се има у виду да је постигнут годину дана раније од планираног, тј. да је првобитни план фискалне консолидације предвиђао структурно фискално прилагођавање од око 4% БДП-а у периоду од три године. На смањење дефицита утицало је пре свега смањење расхода државе, а у 2016. и раст прихода по основу акциза, ПДВ-а и доприноса, као и повећање непореских прихода. Уколико се изузму расходи за отплату камата, у 2016. је остварен примарни суфицит у висини од 1,8% БДП-а. У складу с повољним фискалним кретањима,

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

учешће јавног дуга у БДП-у отпочело је пад прошле године, такође годину дана раније од очекиваног, и на крају 2016. износило је 72,9%. Притом, треба имати у виду да би то учешће било ниже за додатних 0,9 п.п. да није било снажног јачања долара према еврау.

БДП је у Т4 порастао 0,2% дсз. (2,5% мг.). Према нашој процени, највећи позитиван допринос с производне стране потекао је од пољопривреде (захваљујући изузетно доброј пољопривредној сезони), прерађивачке индустрије и грађевинарства. Посматрано с расходне стране, раст БДП-а је био вођен инвестицијама и нето извозом, док је финална потрошња, због пада потрошње државе, деловала у супротном смеру. За разлику од потрошње државе, потрошња домаћинства је забележила раст, пре свега захваљујући повољнијим кретањима на тржишту рада.

НДВ²⁷ је у Т4 незнатно смањена (0,1% дсз.), што је утицало на то да негативан производни јаз²⁸ буде на нивоу Т3. То значи да су и дезинфлаторни притисци по основу агрегатне тражње остали сличне јачине као у претходном тромесечју.

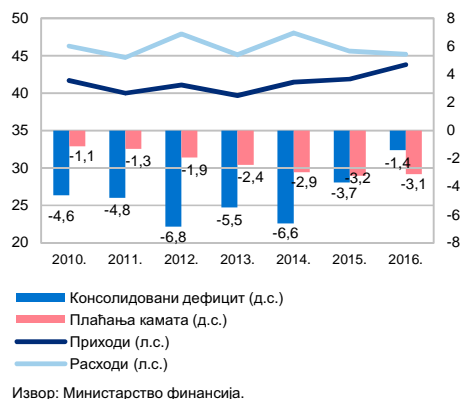
Водећи показатељи економске активности указују на то да је раст БДП-а зоне евра у Т4 благо убрзан (на 0,4% дсз., са 0,3% дсз. у Т3). Економски опоравак те зоне подржава домаћа тражња, на коју позитивно утиче и даље експанзивна монетарна политика ЕЦБ-а. ЕЦБ је у претходном периоду референтну каматну стопу задржала на нивоу од 0,0%, али је програм квантитативних олакшица продужила до краја 2017. године, уз смањење обима куповине активе са 80,0 на 60,0 млрд евра. С друге стране, ФЕД је након годину дана наставио с нормализацијом монетарне политике и у децембру је повећао референтну каматну стопу за 0,25 п.п. (на 0,50–0,75%), а у току ове године очекује се бржа динамика њеног повећања.

Претпоставке пројекције инфлације

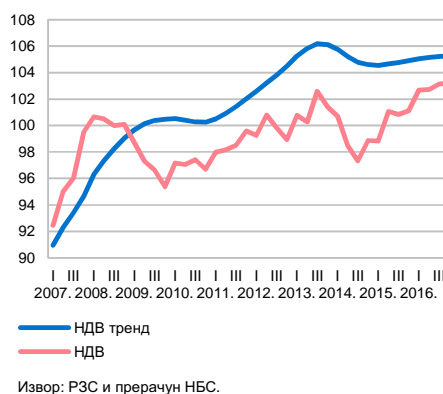
Екстерне претпоставке

У текућој пројекцији инфлације претпоставка о расту БДП-а зоне евра у 2017. незнатно је ревидирана навише у односу на новембарску пројекцију (са 1,3%

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



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



²⁷ НДВ (непољопривредна додата вредност) представља БДП умањен за вредност пољопривредне производње и нето пореза.

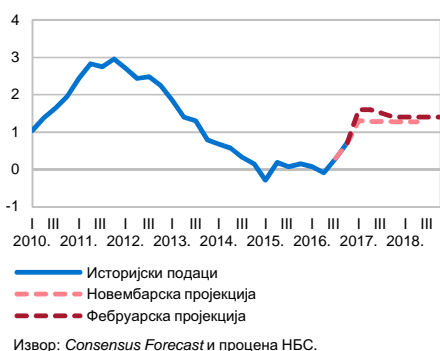
²⁸ Производни јаз рачунат је на основу НДВ-а, а као апроксимација производног потенцијала привреде коришћен је тренд НДВ-а оцењен Калмановим филтером.

Табела V.0.1. Претпоставке пројекције

	2017.		2018.	
	Нов.	Феб.	Нов.	Феб.
Екстерне претпоставке				
Инфлација у зони евра (годишњи просек)	1,3%	1,5%	1,4%	
Референтна каматна стопа ЕЦБ-а (на крају године)	0,0%	0,0%	0,0%	
Раст БДП-а у зони евра	1,3%	1,4%	1,5%	
Цене примарних пољопривредних производа на светском тржишту (Т4 на Т4)*	11,0%	9,0%	3,2%	
Цена нафте типа брент по барелу (крај године, у USD)	51	56	56	
Интерне претпоставке				
Регулисане цене (дец. на дец.)	4,0%	4,0%	4,0%	
Трендови				
Апрецијацијски тренд реалног курса (просек)	0,7%	0,6%	0,7%	
Тренд реалне камате (просек)	1,6%	1,4%	1,2%	

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

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



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



на 1,4%), док је у 2018. години претпостављен раст од 1,5%.²⁹ Домаћа тражња у зони евра остаће подржана експанзивним мерама монетарне политике ЕЦБ-а и резултујућим, повољнијим условима финансирања, као и опоравком тржишта рада. Ризици по привредни раст зоне евра појачани су у оба смера. Притом, ризици навише односе се на могуће убрзање раста захваљујући експанзивнијем карактеру монетарне политике ЕЦБ-а и опоравку партнера зоне евра, а ризици наниже на одвијање Брегзита и неизвесност у погледу тражње за извозом те зоне.

Под утицајем мг. раста цена енергије, пре свега нафте, мг. инфлација у зони евра је крајем 2016. године порасла и у децембру је износила 1,1%, што је њен највиши ниво од септембра 2013. године. Подржана мерама ЕЦБ-а и даљим економским опоравком зоне евра, она би требало да настави раст у току ове и следеће године. Међутим, у наредних неколико месеци њено повећање биће пре свега вођено ниском прошлогодишњом базом код цена енергије. У текућој пројекцији претпоставка о просечној инфлацији у зони евра ове године благо је ревидирана навише у односу на новембарску пројекцију (1,5% наспрам 1,3%), а сличан ниво смо претпоставили и у 2018. (1,4%). Имајући у виду изјаве челника ЕЦБ-а, очекујемо да ће у наредној години дана референтна каматна стопа ЕЦБ-а бити задржана на садашњих 0,0%, а куповина активе настављена бар до краја 2017. године.

Након израженог пада од средине прошле године, цене примарних пољопривредних производа (кукуруза, пшенице и соје)³⁰ на светском тржишту у последња два месеца су у порасту. Према последњим расположивим подацима с тржишта фјучерса, раст тих цена биће настављен и у периоду пројекције. Притом, он би у 2017. требало да буде незнатно нижи него што је очекивано пре три месеца (9,0% наспрам 11,0%), а у 2018. у односу на 2017. знатно нижи (3,2%). У складу с тим, претпоставка о будућем кретању тих цена ревидирана је незнатно наниже у односу на новембарску пројекцију.

Као резултат договора земаља највећих произвођача нафте о ограничавању производње нафте, цена нафте³¹ на светском тржишту у Т4 је порасла, прешавши 55 долара по барелу на крају децембра. У

²⁹ Претпоставке о расту БДП-а зоне евра у 2017. и 2018. години у складу су са очекивањима изнетим у јануарском Consensus Forecast-у.

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

³¹ Цена нафте типа брент.

јануару је благо опала и кретала се на нивоу од око 54 долара по барелу. Према последњим расположивим фјучерсима, на крају ове године износиће 56 долара по барелу, а на сличном нивоу требало би да буде и крајем 2018. године. Како је реч о нешто вишем нивоу у односу на онај претпостављени у новембру, претпоставка о кретању светске цене нафте у текућој пројекцији ревидирана је благо навише.

Интерне претпоставке

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

Претпоставка о расту регулисаних цена у 2017. остала је непромењена у односу на новембарску пројекцију (4,0%, допринос инфлацији 0,75 п.п.). Повећање регулисаних цена ове године у највећој мери би требало да буде резултат претпостављеног поскупљења цигарета, електричне енергије и природног гаса због раста светске цене нафте. Иако у овом тренутку није познато то да ли ће цена електричне енергије бити коригована, због опрезности је претпостављено да ће она бити повећана у сличној мери као прошле године. Претпоставка пројекције је задржавање стопе раста регулисаних цена на нивоу од 4,0% и у 2018. години.

Резултати фискалне консолидације настављају да буду бољи од онога што је предвиђено аранжманом с ММФ-ом, тако да је смањење учешћа јавног дуга у БДП-у почело у 2016. години, годину дана раније него што се очекивало. Као резултат тога, и кретање премије ризика земље требало би да остане релативно стабилно. Поред тога, смањење екстерне неравнотеже, 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 и апрецијацијски тренд реалног девизног курса, уобичајен за земље у транзицији и условљен отклањањем ценовних



диспаритета пре свега у области регулисаних цена, као и Баласа–Семјуелсоновим ефектом.³²

Пројекција

Пројекција инфлације

Према нашој централној пројекцији, м.г. инфлација ће се у Т1 2017. наћи у границама дозвољеног одступања од циља, након чега ће наставити релативно стабилно кретање у оквиру тих граница. Од јануара 2017. године циљ за инфлацију нижи је за 1,0 п.п. и износи $3,0 \pm 1,5\%$.

Краткорочна пројекција инфлације

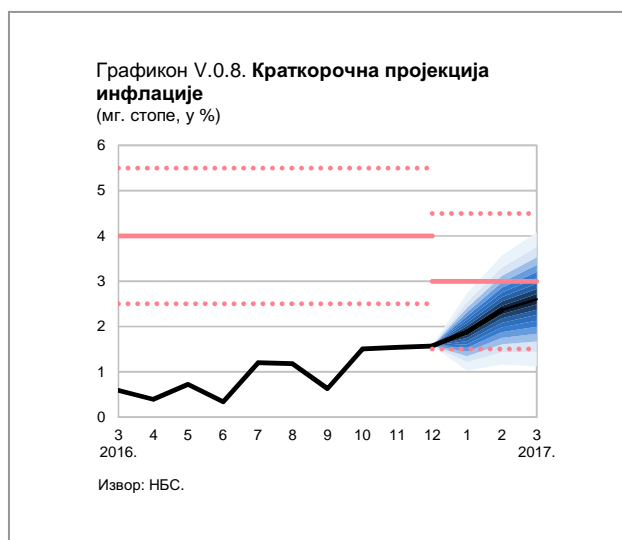
Према краткорочној пројекцији инфлације, м.г. инфлација ће се у Т1 наћи у границама циља од $3,0 \pm 1,5\%$, услед ефеката ниске базе и раста цене нафте на светском тржишту, као и поскупљења цигарета.

Посматрано на тромесечном нивоу, раст ИПЦ-а би у већој мери требало да буде вођен сезонски уобичајеним повећањем цена воћа и поврћа, а у мањој мери допринеће му и очекивано поскупљење нафтних деривата (услед раста цене нафте на светском тржишту и усклађивања акциза са инфлацијом у 2016. години) и цигарета (услед повећања акциза у јануару). У супротном смеру ће деловати сезонски пад цена свежег меса и туристичких пакет-аранжмана.

Базна инфлација (тј. промена ИПЦ-а по искључењу цена хране, енергије, алкохола и цигарета) такође би у Т1 требало да се нађе у границама дозвољеног одступања од циља. Посматрано на тромесечном нивоу, она ће забележити благ пад, који ће првенствено бити вођен сезонским појефтињењем туристичких пакет-аранжмана, одеће и обуће.

Средњорочна пројекција инфлације

М.г. инфлација би у Т1 требало да се нађе у границама новог циља ($3,0 \pm 1,5\%$), а затим настави релативно стабилно кретање у оквиру тих граница до краја периода пројекције, тј. до краја 2018. године. На такво кретање инфлације деловаће ниска база код цена воћа и поврћа, постепен раст агрегатне тражње у Србији и инфлације у међународном окружењу (пре



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

свега у зони евра), док ће је ниски трошкови сировина у производњи хране још неко време успоравати, а од марта и висока база код цена нафтних деривата.

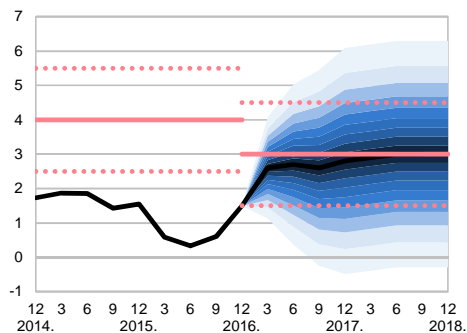
Пољопривредна сезона је прошле године била изузетно добра, што је резултирало падом цена воћа и поврћа у 2016. од око 7% (допринос инфлацији –0,5 п.п.). Како се због тога тренутно налазе на ниском нивоу, уз претпостављену просечну пољопривредну сезону ове године, у току 2017. требало би да дође до њиховог раста. У том смислу, допринос цена воћа и поврћа м.г. инфлацији би од Т2 требало да постаје све мање негативан и у П2 уђе у позитивну зону, чиме ће деловати на пораст м.г. инфлације.

Домаћа тражња ће у 2017. наставити да се опоравља, а дезинфлаторни притисци по основу негативног производног јаза 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, који процењујемо да ће се задржати на средњи рок. Затварање овог јаза биће подржано досадашњим ублажавањем монетарне политике Народне банке Србије, као и експанзивном монетарном политиком ЕЦБ-а. Осим преко канала веће екстерне тражње за нашим извозом, мере које предузима ЕЦБ доприносе расту економске активности Србије и преко канала каматних стопа на евроиндексиране кредите³³, јер ниске каматне стопе подстичу кредитну, а тиме и економску активност.

Посматрано по компонентама инфлације, м.г. раст цена непрехрамбених производа и услуга већ је дуже време низак – у последњој години дана кретао се у просеку око 1,6%. Ипак, имајући у виду очекивани даљи раст инфлације у зони евра и агрегатне тражње у Србији, у наредном периоду очекујемо благ узлазни тренд цена непрехрамбених производа и услуга. Према нашој централној пројекцији, раст цена непрехрамбених производа и услуга ће се крајем периода пројекције приближити нивоу од 2,5% м.г.

С друге стране, пораст инфлације у наредном периоду успораваће у одређеној мери ниски трошкови сировина у производњи хране по основу кретања цена примарних пољопривредних производа (кукуруза, пшенице и соје). Иако су те цене крајем 2016. године порасле, њихов просечан ниво у Т4

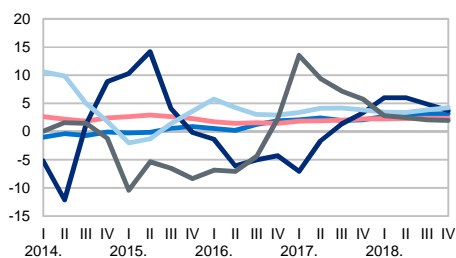
Графикон V.0.9. Пројекција инфлације
(м.г. стопе, у %)



Извор: НБС.

Овај тип графикана приказује различите вероватноће остварења пројекције инфлације у наредних осам тромесечја. Централна пројекција је у најтамнијем делу графикана 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 графикану износи 10%.

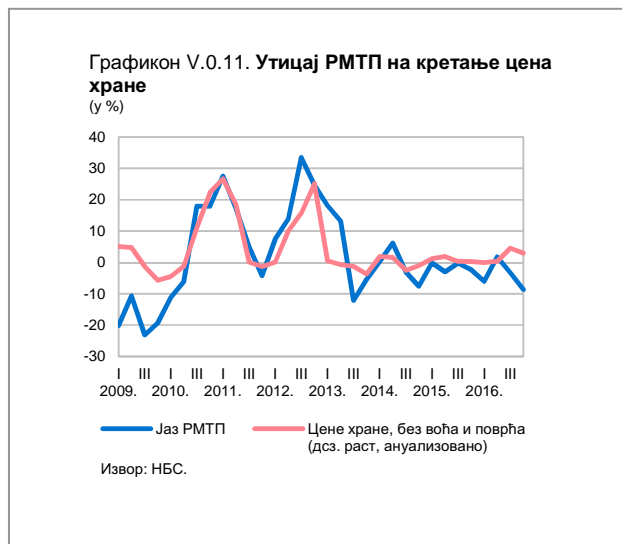
Графикон V.0.10. Пројекција компоненти
инфлације
(просечна м.г. стопа, у %)



— Храна
— Непрехр. производи и услуге
— Воће и поврће
— Регулисане цене
— Нафтни деривати

Извор: НБС.

³³ Тржишта очекују да ће 3M EURIBOR остати негативан до краја 2018.



остао је нижи него у ТЗ. Историјски посматрано, те цене су на релативно ниском нивоу, а тако би требало да остане и у периоду пројекције. Ипак, због очекиваног одређеног опоравка у наредном периоду, њихов дезинфлаторни утицај ће слабити (смањивање негативног јаза РМТП³⁴), што ће, уз поскупљење свежег меса прошлог лета, условити задржавање мг. прехранбене инфлације³⁵ у позитивној зони. Она би ове године требало да се креће око 2%, а у 2018. очекујемо да се приближи нивоу од 3%.

Као последица започетог опоравка цене нафте на светском тржишту прошле године, цене домаћих нафтних деривата су у периоду март–децембар 2016. порасле више од 15%³⁶ (допринос инфлацији 0,9 п.п.). Наведена поскупљења (тј. висока база) од марта ће излазити из обрачуна мг. инфлације, чиме ће успоравати раст мг. инфлације. Иако би допринос нафтних деривата мг. инфлацији требало да остане позитиван, он ће бити све мањи и крајем периода пројекције вероватно ће постати неутралан.

Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације односи се пре свега на даља кретања на светским робним и финансијским тржиштима, 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 примарних производа ове године порастати, а следеће године забележити умеренији раст. Међутим, како су наведене цене по природи врло променљиве, могуће је да њихово стварно кретање одступи од претпостављеног. Тако би се то одступање и код цене нафте и код цена примарних пољопривредних производа могло десити у оба смера – и навише и наниже. Имајући у виду утицај наведених цена на цене на домаћем тржишту, то значи да би и стварна инфлација могла одступити у оба смера у односу на пројектовану.

Ризици у вези с кретањима на светским финансијским тржиштима остају асиметрични навише, пре свега због очекиване даље нормализације монетарне политике ФЕД-а. Већина чланова *FOMC*-а у децембру је очекивала да ће

³⁴ 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.

³⁵ Раст цена хране искључујући воће и поврће.

³⁶ Цена нафте на светском тржишту је у овом периоду повећана за око 50%.

референтна стопа ФЕД-а у 2017. години бити повећана чак три пута. То би могло да доведе до смањења портфолио инвестиција 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. С друге стране, као и до сада, у супротном смеру ће деловати експанзивна монетарна политика ЕЦБ-а.

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

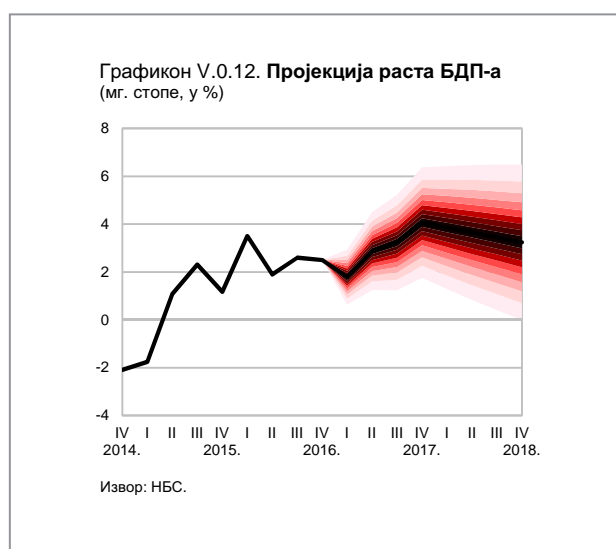
Узимајући у обзир све наведено, оцењујемо да су ризици у погледу остварења пројекције инфлације симетрични.

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

Пројекција БДП-а

Након раста од 2,7% у 2016, очекујемо да ће БДП у 2017. убрзати раст на око 3% (непромењено у односу на новембар), а у 2018. на око 3,5%.

Раст БДП-а у 2017. требало би да остане вођен инвестицијама и нето извозом. Даље повећање инвестиционе активности очекујемо имајући у виду побољшање пословног амбијента, очекивани даљи опоравак економске активности глобално, а посебно у зони евра, најважнијем трговинском партнеру Србије, повољне услове кредитирања привреде и наставак





високог прилива СДИ. Процењујемо да ће досад реализоване инвестиције и очекивана већа екстерна тражња подржати задржавање добрих извозних перформанси домаће привреде и даљи раст извоза. Међутим, последично веће потребе привреде за репроматеријалом и опремом утицаће и на раст увоза, због чега ће допринос нето извоза расту БДП-а, иако позитиван, бити мањи него 2016. године.

Потрошња домаћинства би у наредном периоду требало да настави да се опоравља. На већу потрошњу деловаће раст запослености и зарада у приватном сектору, повећање пензија, али и нижи трошкови задуживања и још увек релативно ниска цена нафте, који позитивно утичу на расположиви доходак домаћинства.

Када се узму у обзир досад реализоване и очекиване инвестиције, као и очекивани раст финалне потрошње, највећи позитиван допринос расту БДП-а с производне стране очекује се од индустрије и услуга. Раст индустријске производње водиће прерађивачка индустрија, али ће му допринети и сектори рударства и енергетике, чија база је прошле године због ремонта постројења била релативно ниска. Поред тога, даље повећање активности очекујемо и у грађевинарству. С друге стране, под претпоставком просечне пољопривредне сезоне (приноси на нивоу десетогодишњег просека), пољопривредна производња би ове године требало да забележи пад од око 4%.

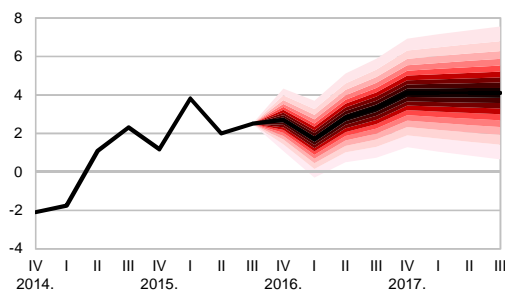
Раст БДП-а у 2018. подржаваће пре свега домаћа тражња, тј. потрошња и инвестиције. Допринос нето извоза расту БДП-а остаће позитиван захваљујући и даље релативно високој очекиваној стопи раста извоза.

Неизвесност у погледу остварења пројекције БДП-а представљају првенствено брзина привредног опоравка зоне евра и кретање цена примарних производа на светском тржишту, а од домаћих фактора – даље одвијање структурних реформи.

Продужетак трајања програма квантитативних олакшица ЕЦБ-а, потенцијално бржи привредни раст партнера зоне евра и задржавање цене нафте на релативно ниском нивоу могли би водити бржем опоравку зоне евра од очекиваног, тј. већој тражњи за нашим извозом и бржем повећању инвестиција. То би за резултат имало и виши раст нашег БДП-а од

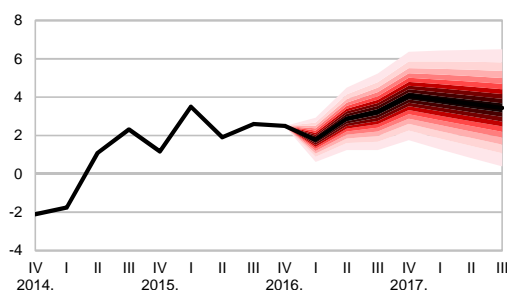
Графикон V.0.14. Поређење текуће с претходном пројекцијом раста БДП-а

Новембарска пројекција
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

Фебруарска пројекција
(мг. стопе, у %)



пројектованог. У истом смеру могло би да делује и веће коришћење претприступних фондова ЕУ како Србија буде напредовала у процесу евроинтеграција. С друге стране, опоравак зоне евра могао би бити и успорен у случају успоравања привредног раста земаља у развоју, пре свега Кине, убрзања процеса изласка Велике Британије из ЕУ, као и геополитичких тензија. У том случају могуће је да раст наших инвестиција и извоза, а тиме и БДП-а буде нижи од очекиваног.

Спровођење структурних реформи и унапређење инвестиционог и пословног амбијента, које се огледа и у знатном поправљању конкурентске позиције Србије,³⁷ побољшавају изгледе за раст БДП-а Србије у средњем року. Од брзине њиховог даљег спровођења зависиће да ли ће тај раст бити бржи или спорији од пројектованог. Слично томе, симетрични су и ризици у вези с кретањем цене нафте на светском тржишту, која може одступити и навише и наниже од претпоставке коришћене у пројекцији и тиме успорити или убрзати раст БДП-а.

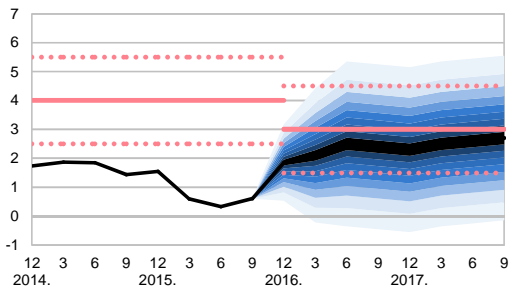
Поред цене нафте, кретање цена примарних пољопривредних производа и основних метала на светском тржишту такође би могло да утиче на кретање БДП-а, с обзиром на то да је Србија нето извозник тих производа. И код ових цена кретања би могла бити и повољнија и неповољнија у односу на претпостављена.

Када се све наведено узме у обзир, ризици у погледу остварења пројекције БДП-а су симетрични.

³⁷ Видети најновији *Global Competitiveness Report* Светског економског форума и *Doing Business* Светске банке.

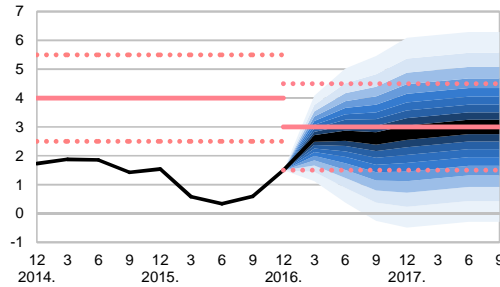
Графикон V.0.15. Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације

Новембарска пројекција
(мг. стопе, у %)

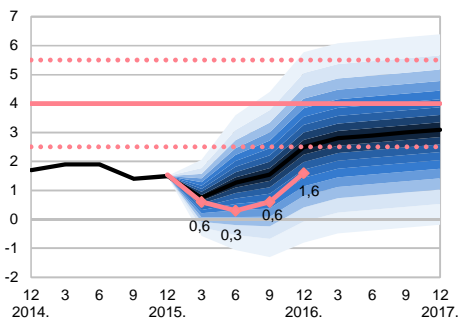


Извор: НБС.

Фебруарска пројекција
(мг. стопе, у %)



Графикон V.0.16. Остварење пројекције инфлације из фебруара 2016.
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

Поређење и остварење пројекција инфлације

Нова средњорочна пројекција инфлације незнатно је виша у односу на пројекцију објављену у новембарском Извештају о инфлацији, док је распон пројекције остао симетричан. То је, као и у другим земљама, последица бржег раста светске цене нафте крајем 2016. и у току ове године него што је претпостављено у новембру, а то узрокује и нешто веће очекивано поскупљење нафтних деривата на домаћем тржишту. Додатно, на поскупљење домаћих нафтних деривата утиче и актуелно јачање долара према евр, односно динару, услед даље нормализације монетарне политике ФЕД-а. У складу с тим, највећа разлика нове пројекције у односу на прошлу односи се на Т1 2017.

У последњој години дана мг. инфлација се кретала испод централне вредности пројекције из фебруара 2016, при чему је била у границама пројектованог распона. Узрок одступања стварне од пројектоване инфлације био је пре свега дезинфлаторнији од очекиваног утицај фактора из екстерног, али и домаћег окружења. Тако су цене примарних пољопривредних производа, уместо очекиваног раста, у 2016. опале, док је на страни домаћих фактора нижој инфлацији у односу на пројектовану допринео нижи раст регулисаних цена од очекиваног³⁸ (са око

³⁸ 2,2% наспрам 3,9%.

0,3 п.п.). Поред тога, домаћа пољопривредна сезона је прошле године била изузетно добра, што је за резултат имало знатан пад цена воћа и поврћа.

Пројекције других институција

У периоду од последњег, новембарског Извештаја о инфлацији друге релевантне институције додатно су побољшале своје макроекономске пројекције за Србију. Очекивања у погледу инфлације и буџетског дефицита ревидирале су наниже, а пројекције економске активности навиле.

Друге институције очекују просечну инфлацију од око 2,5% у 2017. и њено повећање на око 3% наредне године, односно раст БДП-а око 3% ове и око 3,3% следеће године. Оне такође очекују даље снижење консолидованог буџетског дефицита. Према њиховој процени, тај дефицит ће ове године износити 1,2–1,8% БДП-а, а следеће 1,0–1,7% БДП-а. Поред тога, већина посматраних институција процењује да ће дефицит текућег рачуна платног биланса у 2017. и 2018. години бити нижи од 4% БДП-а.

Табела V.0.2. Пројекције главних макроекономских показатеља за Србију

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

Извор: ММФ (*Republic of Serbia: Fourth and Fifth Reviews under the Stand-By Arrangement, Country Report No. 16/287* и *Republic of Serbia: Sixth Review under the Stand-By Arrangement, Country Report No. 16/386*), Европска комисија (*Autumn 2016 Forecast* и *Winter 2017 Forecast*), *Consensus Forecast* (октобар 2016 и јануар 2017) и *Bloomberg Quarterly Survey* (октобар 2016 и јануар 2017).

* Израчунато на основу пројекције доларског БДП-а НБС из августа и новембра 2016. и фебруара 2017.

Табела А
Индикатори екстерне позиције Србије

	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	I 2016.	II 2016.	III 2016.	IV 2016.	2016.
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ ЛИКВИДНОСТИ (у %)																
Девизне резерве/увоз робе и услуга (у месецима)	6,1	9,0	7,5	5,4	9,7	8,4	8,8	7,7	7,6	6,6	6,6	6,0	5,8	5,9	6,2	6,2
Девизне резерве/краткорочни дуг	177,0	265,1	250,6	162,6	220,6	191,2	299,8	237,4	268,4	295,5	270,4	261,9	254,2	259,1		
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	28,1	27,5	28,2	29,9	29,9
Отплата дуга/БДП	5,0	10,3	10,3	10,7	12,8	12,0	12,4	13,0	13,4	14,2	12,0	13,8	12,4	10,6		
Отплата дуга/извоз робе и услуга	19,8	36,2	37,5	37,5	48,8	37,5	37,3	36,0	33,0	32,7	25,7	26,7	23,7	21,2		
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	76,2	76,1	76,0		
Краткорочни дуг/БДП	13,2	13,9	13,1	14,9	15,7	17,6	12,0	14,5	12,2	10,1	11,5	10,7	10,8	10,9		
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	160,4	156,7	153,4		
ИНДИКАТОРИ ИЗЛОЖЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКОМ РИЗИКУ (у %)																
Девизне резерве/М1	290,3	356,1	306,7	300,4	393,4	416,6	429,6	402,1	330,4	278,1	250,2	238,5	220,1	211,7	207,3	207,3
Девизне резерве/примарни новац	169,8	179,5	173,8	140,7	190,5	196,4	207,6	197,9	199,9	196,6	193,7	208,7	200,7	211,5	196,6	196,6
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	110,9	113,1	105,8	106,8	108,9
МЕМОРАНДУМ: (у млн евра)																
БДП ¹	21.103	24.435	29.452	33.705	30.655	29.766	33.424	31.683	34.263	33.319	33.491	7.629	8.389	8.817	9.304 ²	34.141 ²
Спољни дуг	12.520	14.291	17.382	20.982	22.272	23.509	24.123	25.645	25.644	25.679	26.235	25.742	25.726	25.727		
Сервисирање спољног дуга	1.054	2.513	3.039	3.594	3.922	3.564	4.154	4.130	4.593,5	4.731,4	4.021,7	1055,5	1036,1	932,3		
Девизне резерве НБС	4.922	9.020	9.634	8.162	10.602	10.002	12.058	10.915	11.189	9.907	10.378	9.501	9.291	9.552	10.205	10.205
Краткорочни дуг ³	951	968	1.044	1.832	1.852	1.758	612	455	196	99	305	324	288	464		
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	-385	-297	-299	-390	-1.371
КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ (промена рејтинга и изгледа)																
	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.				
	Јул/Мај	Феб.	Јул	Март/Дец.	Дец.	Нов.	Март	Авг.	Јул	Јан.	Дец.	Јан.	Март	Јун	Дец.	
S&P	BB-	BB-	BB-	BB-	BB-	BB	BB	BB-/негативан				BB-/стабилан			BB-	/позитиван
	/стабилан	/позитиван	/стабилан	/негативан	/стабилан	/стабилан	/стабилан	/негативан								
Fitch	BB-			BB-		BB-	BB-/негативан			B+	B+				BB-	/стабилан
	/стабилан			/негативан		/стабилан	/негативан			/стабилан	/позитиван					
Moody's									B1						B1	/позитиван
									/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 судате 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 (988,1 млн евра, од чега се 430,2 млн евра односи на домаће банке, а 557,9 млн евра на домаћа предузећа).

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

Табела Б
Основни макроекономски индикатори

	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	I 2016.	II 2016.	III 2016.	IV 2016.	2016.
Реални раст БДП-а (у %) ¹	5,5	4,9	5,9	5,4	-3,1	0,6	1,4	-1,0	2,6	-1,8	0,8	3,8	1,9	2,6	2,5	2,7
Потрошачке цене (у % у односу на исти месец претходне године) ²	17,7	6,6	11,0	8,6	6,6	10,3	7,0	12,2	2,2	1,7	1,5	0,6	0,3	0,6	1,6	1,6
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	9.501	9.291	9.552	10.205	10.205
Извоз робе и услуга (у млн евра) ³	5.329	6.948	8.110	9.583	8.043	9.515	11.145	11.469	13.937	14.451	15.631	3.946	4.375	4.394	4.599	17.314
- стопа раста у % у односу на претходну годину	19,1	30,4	-	18,2	-16,1	18,3	17,1	2,9	21,5	3,7	8,2	11,8	9,3	8,5	13,5	10,8
Увоз робе и услуга (у млн евра) ³	9.612	11.970	15.468	18.267	13.099	14.244	16.487	16.992	17.782	18.096	18.899	4.516	5.111	4.935	5.334	19.895
- стопа раста у % у односу на претходну годину	0,7	24,5	-	18,1	-28,3	8,7	15,7	3,1	4,7	1,8	4,4	1,7	7,4	4,3	7,3	5,3
Текући рачун платног биланса ³ (у млн евра)	-1.778	-2.356	-5.474	-7.125	-2.032	-2.037	-3.656	-3.671	-2.098	-1.985	-1577	-385	-297	-299	-390	-1.371
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	-5,1	-3,5	-3,4	-4,2	-4,0
Незапосленост по Анкети (у %)	20,8	20,9	18,1	13,6	16,1	19,2	23,0	23,9	22,1	19,2 ⁷	17,7	19,0	15,2	13,8		
Зараде (просечне за период, у еврима)	209,7	260,0	347,1	400,5	337,4	330,1	372,5	364,5	388,6	379,3	368,0	353,7	378,5	373,6	390,7	374,1
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	-0,9	0,5	2,9	-3,1	-0,2
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	-1,7	-0,2	1,3	-4,6	-1,4
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	74,6	71,5	70,9	70,8	72,9	72,9
Курс динара према долару (просек у периоду)	66,87	67,03	58,39	55,76	67,47	77,91	73,34	88,12	85,17	88,54	108,85	111,37	109,02	110,44	114,28	111,29
Курс динара према долару (крај периода)	72,22	59,98	53,73	62,90	66,73	79,28	80,87	86,18	83,13	99,46	111,25	108,60	111,07	109,90	117,14	117,14
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	122,87	123,02	123,29	123,26	123,12
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	122,92	123,31	123,29	123,47	123,47
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	7.629	8.389	8.817	9.304 ⁶	34.141 ⁶

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 јесте Анкета о радној снази РЗС-а.
3. Извор за податак о јавном дугу је Министарство финансија.

Списак графикана и табела

Графикони

III.0.1.	Кретање цена	8
III.0.2.	Допринос мг. стопи раста потрошачких цена	8
III.0.3.	Допринос тромесечној стопи раста потрошачких цена	8
III.0.4.	Допринос тромесечној стопи раста произвођачких цена	11
III.0.5.	Домаћа инфлација и екстерне цене	11
III.0.6.	Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред	12
III.0.7.	Перципирана и очекивана инфлација становништва	12
III.0.8.	Очекивана инфлација за две године унапред	12
III.0.9.	Циљана инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред – финансијски сектор	13
IV.1.1.	Динарска ликвидност	15
IV.1.2.	Кретање каматних стопа	16
IV.1.3.	Крива приноса на међубанкарском тржишту новца	16
IV.1.4.	Примарно тржиште државних ХоВ у динарима – коефицијент реализације и учешће страних инвеститора	16
IV.1.5.	Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ	17
IV.1.6.	Кретање каматних стопа на динарске кредите и депозите привреди и становништву	17
IV.1.7.	Кретање каматних стопа на девизне кредите и депозите привреди и становништву	17
IV.1.8.	Показатељ премије ризика – <i>EMBI</i> по земљама	18
IV.1.9.	Приноси на еврообвезнице земаља у региону	19
IV.1.10.	Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала	19
IV.1.11.	Структура финансијског биланса	19
IV.1.12.	Финансијски кредити резидената – промена нето задужења	20
IV.1.13.	Кретање курса динара и евра према долару	20
IV.1.14.	Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту	21
IV.1.15.	Краткорочна волатилност курса динара према евр	21
IV.1.16.	Кретање курсева одређених националних валута према евр	21
IV.1.17.	Индекс <i>BELEX15</i> и промет на Београдској берзи	22
IV.1.18.	Кретање берзанских индекса у региону	22
IV.2.1.	Монетарни агрегати и потрошачке цене	23
IV.2.2.	Доприноси мг. расту М2, секторска структура	24
IV.2.3.	Домаћи кредити немонетарном сектору и М3	25
IV.2.4.	Кредитна активност и БДП	25
IV.2.5.	Структура новоодобрених кредита привреди	26
IV.2.6.	Утицај појединих фактора на промену кредитних стандарда у одобравању кредита и кредитних линија предузећима	26
IV.2.7.	Структура новоодобрених кредита становништву	27
IV.2.8.	Утицај појединих фактора на промену кредитних стандарда у одобравању кредита и кредитних линија становништву	27
IV.2.9.	Учешће динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву	28
IV.2.10.	Учешће <i>NPL</i> у укупним кредитима, бруто принцип	28
IV.3.1.	Индекси цена непокретности <i>DOMex</i> и број прометованих непокретности	31
IV.3.2.	Индекси броја издатих дозвола новоградње	31
IV.4.1.	Доприноси мг. стопи раста БДП-а – расходна страна	32
IV.4.2.	Потрошња домаћинстава	33
IV.4.3.	Потрошња државе	33
IV.4.4.	Извоз и увоз робе и услуга	36
IV.4.5.	Кретање показатеља екстерне тражње и базичног извоза Србије	36
IV.4.6.	Извоз услуга	36
IV.4.7.	Кретање главних компоненти увоза	37

IV.4.8.	Увоз енергената	37
IV.4.9.	Робна размена у еврима	37
IV.5.1.	Кретање показатеља економске активности	38
IV.5.2.	Физички обим производње у енергетици и рударству	38
IV.5.3.	Физички обим производње по гранама прерађивачке индустрије	38
IV.5.4.	Доприноси мг. расту физичког обима индустријске производње	39
IV.5.5.	Показатељи грађевинске активности	39
IV.5.6.	Показатељи активности сектора услуга	40
IV.6.1.	Кретање реалне нето зараде (дсз. подаци)	40
IV.6.2.	Кретање реалне нето зараде (мг. раст, у %)	41
IV.6.3.	Однос просечне номиналне нето зараде у јавном сектору и ван јавног сектора	41
IV.6.4.	Кретање продуктивности, бруто реалних зарада и јединичних трошкова рада у индустрији	41
IV.6.5.	Показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази	42
IV.7.1.	Доприноси мг. стопи раста БДП-а зоне евра	43
IV.7.2.	Кретање БДП-а и показатеља економске активности зоне евра	43
IV.7.3.	Водећи показатељи сектора производње по земљама – <i>PMI Manufacturing</i>	43
IV.7.4.	Водећи економски показатељи у САД	44
IV.7.5.	Кретања на тржишту рада у САД	44
IV.7.6.	Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2016. и 2017. ММФ-а	45
IV.7.7.	Кретање хармонизованог индекса потрошачких цена по земљама	46
IV.7.8.	Дугорочна тржишна инфлациона очекивања у зони евра	47
IV.7.9.	Кретање референтних стопа по земљама	47
IV.7.10.	Имплицитна волатилност међународног финансијског тржишта	48
IV.7.11.	Принос на десетогодишње обвезнице по земаљама	49
IV.7.12.	Кретање курсева одређених националних валута према долару	49
IV.7.13.	Кретање цена нафте и бакра	49
IV.7.14.	Индекс светских цена хране	50
V.0.1.	Индекс монетарних услова	52
V.0.2.	Реална каматна стопа	52
V.0.3.	Фискална кретања	53
V.0.4.	Производни јаз	53
V.0.5.	Претпоставка о инфлацији у зони евра	54
V.0.6.	Претпоставка о кретању светских цена примарних пољопривредних производа	54
V.0.7.	Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент	55
V.0.8.	Краткорочна пројекција инфлације	56
V.0.9.	Пројекција инфлације	57
V.0.10.	Пројекција компоненти инфлације	57
V.0.11.	Утицај РМТП на кретање цена хране	58
V.0.12.	Пројекција раста БДП-а	59
V.0.13.	Доприноси реалном расту БДП-а	60
V.0.14.	Поређење текуће с претходном пројекцијом раста БДП-а	61
V.0.15.	Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације	62
V.0.16.	Остварење пројекције инфлације из фебруара 2016.	62
Табеле		
III.0.1.	Раст потрошачких цена по компонентама	7
III.0.2.	Показатељи раста цена	11
IV.2.1.	Монетарни агрегати	23
IV.4.1.	Показатељи кретања инвестиција	32
IV.5.1.	Доприноси тромесечном расту БДП-а	40
IV.6.1.	Кретања формалне запослености и незапослености	42

Табеле

IV.7.1.	Процена привредног раста по земљама	45
V.0.1.	Претпоставке пројекције	54
V.0.2.	Пројекције главних макроекономских показатеља за Србију	63
	Табела А Индикатори екстерне позиције Србије	64
	Табела Б Основни макроекономски индикатори	65

Графикони у освртима

O.1.1.	Укупна инфлација и инфлација без компоненти са сезонским осцилацијама у 2016.	9
O.1.2.	Просечне месечне промене цена производа и услуга са израженим ефектом сезоне у периоду 2007–2016.	9
O.1.3.	Просечне месечне промене цена по годинама	10
O.2.1.	Учешће <i>NPL</i> у укупним кредитима, бруто принцип	29
O.2.2.	Структура <i>NPL</i> , бруто принцип	30
O.2.3.	Учешће <i>NPL</i> привредним друштвима у укупним кредитима, бруто принцип	30

Табеле у освртима

O.3.1.	Кретање главних показатеља и извора потрошње домаћинстава у 2016.	34
O.3.2.	Ефекти мера Владе на повећање финалне потрошње и БДП-а	35

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		
11. април		
12. мај		
8. јун		
10. јул		
10. август		
7. септембар		
9. октобар		
9. новембар		
7. децембар		

Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије

Саопштење са седнице Извршног одбора, 8. 12. 2016.

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

Извршни одбор очекује да ће инфлација остати ниска и стабилна и да ће се од почетка наредне године кретати у границама циља (3,0% ± 1,5 процентних поена). Инфлација ће се у границама циља наћи захваљујући ефектима претходног ублажавања монетарне политике, расту домаће тражње, као и постепеном опоравку светске цене нафте и инфлације у међународном окружењу, пре свега у зони евра, која је наш најзначајнији спољнотрговински партнер. С друге стране, релативно ниски трошкови у производњи хране још неко време ће деловати дезинфлаторно.

На опрезно вођење монетарне политике упућује и даље присутна неизвесност на међународном финансијском и робном тржишту. Када је реч о међународном финансијском тржишту, неизвесност се односи на динамику нормализације монетарне политике ФЕД-а и трајање програма квантитативних олакшица Европске централне банке, као и њихов утицај на глобалне токове капитала. Ипак, Извршни одбор је истакао да успешно спровођење фискалне консолидације и структурних реформи и смањење спољне неравнотеже доприносе бољим макроекономским изгледима наше привреде и повећавају њену отпорност на евентуалне негативне утицаје из међународног окружења.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће бити донета одлука о референтној каматној стопи одржаће се 12. јануара 2017.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 12. 1. 2017.

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

Одлуку да задржи постојећи степен експанзивности монетарне политике Извршни одбор је донео имајући у виду факторе инфлације, ефекте досадашњег ублажавања монетарне политике и чињеницу да је циљ за инфлацију од почетка ове године нижи и да износи 3,0% ± 1,5 процентних поена. Извршни одбор очекује да ће инфлација остати ниска и стабилна и да ће се од почетка ове године кретати у границама циља. Таквом кретању инфлације допринеће опоравак домаће тражње и светске цене нафте, као и постепени раст инфлације у међународном окружењу, пре свега у зони евра, која је наш најзначајнији спољнотрговински партнер. С друге стране, релативно ниски трошкови у производњи хране још неко време ће деловати дезинфлаторно.

Према оцени Извршног одбора, и даље присутна неизвесност на међународном робном и финансијском тржишту упућује на опрезно вођење монетарне политике. Опрезност је потребна пре свега због неизвесности у погледу кретања цене нафте и других примарних производа на светском тржишту, као и динамике нормализације монетарне политике ФЕД-а и њеног утицаја на глобалне токове капитала. Ризике из међународног окружења ублажаваће експанзивна монетарна политика Европске централне банке. Такође, Извршни одбор оцењује да су успешно спровођење фискалне консолидације и структурних реформи и смањење спољне неравнотеже, уз економски раст који је у највећој мери вођен инвестицијама и извозом, допринели бољим макроекономским изгледима наше привреде и повећању њене отпорности на евентуалне негативне утицаје из међународног окружења.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће бити донета одлука о референтној каматној стопи одржаће се 14. фебруара.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 14. 2. 2017.

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

Доносећи одлуку, Извршни одбор је имао у виду нову средњорочну пројекцију инфлације, ефекте досадашњег ублажавања монетарне политике, као и чињеницу да је циљ за инфлацију од почетка 2017. године нижи и да износи $3,0\% \pm 1,5$ процентних поена. Извршни одбор очекује да ће инфлација остати ниска и стабилна и да ће се од почетка ове године кретати у границама новог циља. Таквом кретању инфлације требало би пре свега да допринесу опоравак светске цене нафте и инфлације у међународном окружењу, као и раст домаће тражње. С друге стране, још неко време би дезинфлаторно требало да делују релативно ниски трошкови у производњи хране.

Према оцени Извршног одбора, неизвесност у међународном окружењу, пре свега у погледу кретања светске цене нафте и дешавања на међународном финансијском тржишту, налаже опрезно вођење монетарне политике. Дивергентност монетарних политика водећих централних банака додатно је повећана, а тиме и неизвесност њиховог утицаја на глобалне токове капитала. Ипак, отпорност наше економије на евентуалне негативне утицаје из међународног окружења сада је већа захваљујући бољим макроекономским изгледима наше привреде, а пре свега убрзању привредног раста праћеног даљим смањењем унутрашње и спољне неравнотеже.

На данашњој седници Извршни одбор је усвојио фебруарски Извештај о инфлацији, који ће јавности бити представљен у среду, 22. фебруара. Том приликом одлуке монетарне политике и макроекономска кретања која их опредељују биће детаљно образложени.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће бити донета одлука о референтној каматној стопи одржаће се 14. марта.

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