Народна банка Србије

2015

август

# ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

2015

август

# ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ
Београд, Краља Петра 12
Тел. 011/3027-100

Београд, Немањина 17
Тел. 011/333-8000
www.nbs.rs
Тираж: 120 примерака
ISSN 1820-9408

## Уводна напомена

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

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

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

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.

Августовски *Извештај о инфлацији* размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 13. августа 2015. године.

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

Извршни одбор Народне банке Србије:

Јоргованка Табаковић, гувернер

Ана Глигоријевић, вицегувернер

Веселин Пјешчић, вицегувернер

Диана Драгутиновић, вицегувернер

Ђорђе Јевтић, директор Управе за надзор над финансијским институцијама

## СКРАЋЕНИЦЕ КОРИШЋЕНЕ У ОВОМ ИЗВЕШТАЈУ

**БДП** – бруто домаћи производ
**б.п.** – базни поен
**БРИКС** – Бразил, Русија, Индија, Кина и Јужноафричка Република
**ДФО** – друге финансијске организације
**д.с.** – десна скала
**дсз.** – десезонирано
**ЕЦБ** – Европска централна банка
**ЕИБ** – Европска инвестициона банка
**EMBI** – индекс обвезница тржишта у успону
**ЕУ** – Европска унија
**ФАО** – Организација Уједињених нација за храну и пољопривреду
**ФЕД** – Систем федералних резерви Сједињених Америчких Држава
**FISIM** – услуге финансијског посредовања индиректно мерене
**ХоВ** – хартије од вредности
**ИПЦ** – индекс потрошачких цена
**л.с.** – лева скала
**М** – месец
**МДТ** – међубанкарско девизно тржиште
**млн** – милион
**млрд** – милијарда
**мг.** – међугодишње
**ММФ** – Међународни монетарни фонд
**НДВ** – непољопривредна додата вредност
**NPL** – проблематични кредити
**OPEC** – Организација земаља извозница нафте
**П** – полугодиште
**п.п.** – процентни поен
**СДИ** – стране директне инвестиције
**SDR** – специјална права вучења
**Т** – тромесечје
**CEFTA** – Уговор о слободној трговини земаља централне Европе

Не наводе се друге општепознате скраћенице.

# Садржај

**I. Резиме** 1

**II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији** 5

*Осврт 1: Циљана стопа инфлације утврђена до краја 2018. године* 7

**III. Кретање инфлације** 11

**IV. Детерминанте инфлације** 17

1. Кретања на финансијском тржишту 17

2. Новац и кредити 24

3. Тржиште непокретности 29

4. Агрегатна тражња 30

*Осврт 2: Наставак смањења екстерне неравнотеже у П1 2015.* 35

5. Економска активност 37

6. Кретања на тржишту рада 39

7. Међународно окружење 42

*Осврт 3: Ситуација у Грчкој и њен утицај на Србију* 50

**V. Пројекција инфлације** 53

Табела А. Индикатори екстерне позиције Србије 62

Табела Б. Основни макроекономски индикатори 63

Додатак 1. Меморандум Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације до 2018. године 64

Списак графикона и табела 65

Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе 67

Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије 68

# I. Резиме

*У складу с нашим очекивањима, инфлаторни притисци остали су ниски током другог тромесечја, а међугодишња инфлација је наставила да се креће испод доње границе циља.*

Инфлаторни притисци остали су ниски и током другог тромесечја како по основу већине домаћих фактора, тако и по основу ниске инфлације у међународном окружењу и ниских цена примарних производа на светском тржишту. Раст цена на нивоу тромесечја готово у потпуности је био опредељен сезонским поскупљењем туристичких пакет-аранжмана, растом цена цигарета и нафтних деривата. Истовремено, међугодишња инфлација је, у складу са очекивањима изнетим у мајском Извештају о инфлацији, наставила да се креће испод доње границе дозвољеног одступања од циља. Томе су у највећој мери допринели изостанак очекиваних корекција регулисаних цена у претходној години дана и пад цена нафтних деривата услед снажног пада цене нафте на светском тржишту крајем претходне и почетком ове године. Позитиван допринос међугодишњој инфлацији и даље у највећој мери потиче од цена хране, првенствено воћа и поврћа.

*Економски опоравак у зони евра се убрзава и постепено прелива на регион централне и источне Европе.*

Захваљујући квантитативном попуштању Европске централне банке и ниским ценама нафте, економска активност зоне евра се убрзава, што се постепено прелива на регион централне и источне Европе, укључујући и Србију. Након краткотрајног застоја почетком године, раст се убрзава и у Сједињеним Америчким Државама, што би, уз повољније трендове с тржишта рада, могло да утиче на одлуку Система федералних резерви да до краја године повећа референтну каматну стопу.

*Очекиван асиметричан излазак водећих централних банака из експанзивних монетарних политика један је од основних фактора неизвесности на међународном финансијском тржишту.*

И поред тога што је ликвидност на међународном финансијском тржишту тренутно веома висока и што повољно утиче на прилив капитала у земље у успону, кретања на финансијским и робним тржиштима карактерише неизвесност у погледу ефеката асиметричног изласка водећих централних банака из експанзивних монетарних политика, кретања цена нафте и осталих примарних производа у наредном периоду, али и још увек присутне геополитичке тензије.

*Побољшане макроекономске перспективе, уз високу глобалну ликвидност, доприносе стабилности домаћег девизног тржишта.*

Стабилно кретање курса динара обележило је друго тромесечје. Посматрано крајем периода, динар је ослабио према евру за 0,3%, док је на нивоу просека тромесечја ојачао за 0,9%. Стабилност на домаћем девизном тржишту остварена је пре свега захваљујући побољшаној макроекономској перспективи земље, а највише повољним

платнобилансним и фискалним кретањима, што потврђују и успешна прва ревизија аранжмана с Међународним монетарним фондом у јуну, потврда кредитног рејтинга агенција *Fitch* и *Standard & Poor's* и стабилно кретање премије ризика земље. Како би ублажила прекомерне краткорочне осцилације курса, без намере да утиче на тренд његовог кретања, Народна банка Србије је у току другог тромесечја интервенисала на међубанкарском девизном тржишту куповином 150,0 милиона евра и продајом 30,0 милиона евра.

***Ублажавање монетарне политике настављено је спуштањем референтне каматне стопе на најнижи ниво откако Народна банка Србије спроводи режим циљања инфлације као монетарну стратегију.***

Референтна каматна стопа је у току другог тромесечја смањена за 150 базних поена, на 6,0%. Она је и у августу смањена на 5,5%. То је њен нови најнижи ниво у режиму циљања инфлације. Наставак ублажавања монетарне политике био је омогућен и даље присутним дезинфлаторним ефектима по основу тражње и ниским трошковним притисцима. Такође, оцењено је да фискална консолидација и аранжман с Међународним монетарним фондом, у условима високе глобалне ликвидности, повећавају интересовање инвеститора за улагања у Србију и, уз очекивано смањење екстерне неравнотеже, доприносе стабилизацији девизног тржишта. Смањење референтне каматне стопе било је праћено и падом каматних стопа на међубанкарском тржишту новца и кредита.

***Кретања на кредитном тржишту нешто су повољнија у поређењу с првим тромесечјем, што потврђују и резултати јулске анкете о кредитној активности банака.***

Нижи трошкови задуживања за привреду и грађане повећавају тражњу за кредитима. У поређењу с претходним тромесечјем, кретања на кредитном тржишту су повољнија, посебно ако се има у виду да је у јуну, први пут од почетка године, на месечном нивоу остварен раст кредитне активности. Тај раст је пре свега био вођен кредитирањем привреде, а у мањој мери и становништва и других финансијских организација. Посматрано на међугодишњем нивоу, раст домаћих кредита се успорава од априла, што је првенствено последица базног ефекта, тј. окончања програма субвенционисаних кредита. У наредном периоду очекујемо даље успоравање кредитне активности, будући да преко 80% укупно одобрених субвенционисаних кредита доспева у овој години, као и да је обим новоодобрених кредита скроман с обзиром на још увек ниску тражњу и спор привредни опоравак.

***Мере фискалне консолидације смањују унутрашњу неравнотежу.***

Повољна фискална кретања настављена су и у другом тромесечју. Дефицит на консолидованом нивоу у првој половини године износио је 35,3 милијарде динара (1,9% бруто домаћег производа), што је знатно испод критеријума утврђеног с Међународним монетарним фондом. Истовремено, остварен је

примарни суфицит од 2% бруто домаћег производа. То ће допринети и нижем дефициту од пројектованог на нивоу године.

*Поред смањења унутрашње неравнотеже, настављено је и смањење спољне неравнотеже.*

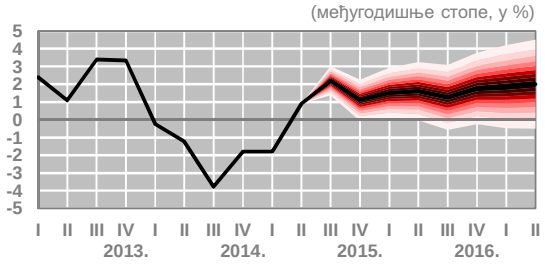
Текући дефицит у првој половини године нижи је за око 30% у односу на исти период претходне, што је резултат већег суфицита у размени услуга са иностранством, али и повећаног прилива дознака и нижих расхода по основу страних директних инвестиција. Очекујемо да ће дефицит текућег рачуна у 2015. години износити 4,2% бруто домаћег производа. Највећи допринос смањењу дефицита даће пад цене нафте и опоравак сектора рударства и производње електричне енергије од прошлогодишњих поплава. При томе, очекујемо да ће по основу страних директних инвестиција бити обезбеђено скоро потпуно покриће дефицита текућег рачуна платног биланса.

*Снажнији раст бруто домаћег производа од очекиваног у другом тромесечју остварен је захваљујући наставку раста индустрије, подстакнутим нижим ценама енергената и екстерном тражњом, као и опоравку грађевинарства.*

Добри резултати у индустрији и грађевинарству утицали су на снажнији раст бруто домаћег производа у другом тромесечју од раније очекиваног (1,9% дсз., односно 0,9% мг.). Наставак раста индустријске производње може се повезати с нижим ценама енергената, које су погодовале смањењу трошкова, наставком економског опоравка у зони евра, који је подстакао већу екстерну тражњу, као и опоравком рударско-енергетског комплекса након прошлогодишњих поплава. Та позитивна кретања одразила су се и на постепен повратак економске активности свом преткризном нивоу. Посматрано с расходне стране, позитиван допринос у највећој мери потиче од раста приватних инвестиција и приватне потрошње. Расту инвестиција допринели су реформе предузете у областима радног и стечајног законодавства, нова законска решења у области грађевинарства, као и побољшана финансијска позиција предузећа, а расту приватне потрошње већи расположиви доходак, пре свега услед пада цена нафте и већих дознака.

*Очекујемо да ће бруто домаћи производ ове године порасти за 0,5%, за разлику од мајске пројекције, када смо очекивали стагнацију, док је пројекција привредног раста од 1,5% за наредну годину остала непромењена.*

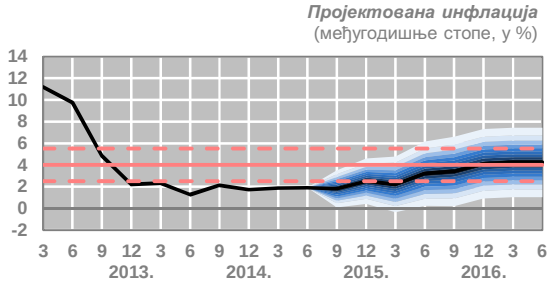
*Пројекција раста бруто домаћег производа*
(међугодишње стопе, у %)




У односу на наша предвиђања из мајског Извештаја о инфлацији, очекују се боље перформансе у индустрији и грађевинарству, као и мањи негативни ефекти фискалне консолидације, док ће због неповољних временских услова пад пољопривредне производње бити већи од очекиваног. Посматрано с расходне стране, доследно фискално прилагођавање, праћено спровођењем структурних реформи, требало би да резултира већим инвестицијама и нето извозом, док негативан допринос бруто домаћем производу у овој години очекујемо по основу финалне потрошње домаћинстава и државе. Међутим, пад потрошње ове године требало би да буде мањи у односу на оно што

смо очекивали пре три месеца и то је, уједно, главни разлог ревизије навише очекиваног раста бруто домаћег производа ове године.

*Међугодишња инфлација ће се у наредној години дана кретати око доње границе дозвољеног одступања од циља, а њен трајнији повратак у границе циља очекујемо средином 2016. године.*




Према нашој централној пројекцији, мг. инфлација ће се у наредној години дана кретати око доње границе дозвољеног одступања од циља, уз могућ улазак у границе циља крајем ове или почетком следеће године. У другој половини 2016. очекујемо њено постепено приближавање циљу од 4,0%. Најважнији инфлаторни фактор у наредном периоду биће регулисане цене (августовско поскупљење електричне енергије и ниска прошлогодишња база код цена цигарета). Насупрот њима, дезинфлаторно наставиће да делују светске цене примарних производа (нафте и примарних пољопривредних производа), ниска агрегатна тражња, ниска инфлација у међународном окружењу, као и рестриктивна фискална политика. Ризици остварења пројекције инфлације односе се на кретања у међународном окружењу, кретање цена примарних производа и одступање од претпоставке о расту регулисаних цена.

*Карактер монетарне политике у наредном периоду одредиће пре свега дешавања у међународном окружењу, као и кретање цена примарних пољопривредних производа, у мери у којој се процени да ће имати ефекта на остале цене.*

Будући да су екстерни ризици и даље присутни, карактер монетарне политике зависиће пре свега од оцене њиховог потенцијалног инфлаторног утицаја. Такође, релевантан фактор биће и овогодишња пољопривредна сезона, тј. кретање цена примарних пољопривредних производа на домаћем и светском тржишту.

# II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији

***Након смањења у мају, референтна каматна стопа је и у јуну, четврти месец заредом, смањена за 50 б.п., на 6,0%. У јулу није мењана, али је у августу поново смањена за 50 б.п., на 5,5%. То је њен нови најнижи ниво у режиму циљања инфлације.***

***Наставак ублажавања монетарне политике био је омогућен како по основу већине домаћих фактора, тако и по основу ниске инфлације у међународном окружењу и ниских цена примарних производа на светском тржишту. Оцењено је да фискална консолидација и аранжман с ММФ-ом, у условима високе глобалне ликвидности, повећавају интересовање инвеститора за улагања у Србију и, уз очекивано смањење екстерне неравнотеже, доприносе стабилизацији девизног тржишта.***

***Одлука у јулу да се висина референтне каматне стопе не мења уважила је дотадашње ублажавање монетарне политике (200 б.п. у периоду март–јун) и њен утицај на очекивани повратак инфлације у границе циља, као и опрезност у погледу евентуалних индиректних ефеката грчке кризе на Србију, иако су директни ефекти релативно мали.***

У периоду од мајског Извештаја о инфлацији мг. инфлација је наставила да се креће испод доње границе дозвољеног одступања од циља. Према тада објављеној пројекцији, очекивао се њен повратак у границе циља (4,0 ± 1,5%) у П2, а затим, до краја периода пројекције, њено кретање у оквиру тих граница. Пројекција је указивала на то да ће постепено повећање инфлације у наредном периоду бити вођено порастом цена свега неколико производа (цигарета, нафтних деривата и електричне енергије), који су у великој мери допринели томе да се инфлација у протеклој години дана креће испод доње границе циља, као и ефектима ниске прошлогодишње базе. Пројекција инфлације била је благо нижа у односу на фебруарску, због претпоставке о нешто нижем расту регулисаних цена. С друге стране, пројекција економске активности предвиђала је стагнацију у 2015, за разлику од пада према фебруарској пројекцији, док се предвиђен раст у 2016. (1,5%) није мењао. Повољнија пројекција економске активности у 2015. резултат је нешто бржег опоравка зоне евра и мањег пада финалне потрошње од очекиваног, на шта су утицале и ниже цене нафте.

Имајући у виду мајску пројекцију инфлације и економске активности, као и нове информације о економским кретањима, Извршни одбор Народне банке Србије је на седницама **у мају и јуну** закључио да постоји простор за даље ублажавање монетарне политике и њен допринос опоравку домаће привреде. **Референтна каматна стопа је на обе седнице смањена за по 50 б.п., на 6,0%.** Смањујући референтну стопу Извршни одбор је навео да очекује адекватну реакцију банака кроз смањење каматних стопа на кредите, посебно на њихове динарске пласмане, како би се подржао раст кредитне, а тиме и економске активности у наредном периоду.

Одлуку о наставку ублажавања монетарне политике Извршни одбор је донео у светлу очекиваног одсуства већих инфлаторних притисака у наредном периоду. На њихово одсуство указују и краткорочна и средњорочна инфлациона очекивања стабилизована у границама циља Народне банке Србије. Смањујући референтну стопу Извршни одбор је оценио да на средњи рок преовлађују дезинфлаторни притисци, пре свега по основу агрегатне тражње и цена у међународном окружењу и на светском тржишту

примарних производа. Дезинфлаторни притисци су додатно појачани рестриктивнијом домаћом фискалном политиком, која потврђује опредељеност носилаца економске политике ка јачању јавних финансија. Уз структурне реформе и успешно спровођење програма с ММФ-ом, то позитивно делује на премију ризика земље и перцепцију инвеститора према улагањима у Србију.

Поред тога, кретања у међународном окружењу била су повољнија него крајем претходне године, јер је ионако висока глобална ликвидност поново почела да се повећава услед квантитативног попуштања ЕЦБ-а. Истовремено, очекиван почетак повећања референтне каматне стопе ФЕД-а је померен – према аналитичарима на Т3, а према фјучерсима на каматне стопе на крај године. Ако се у обзир узму ниски, па и негативни приноси у развијеним земљама, висока глобална ликвидност и тражење виших приноса од стране инвеститора требало би позитивно да утичу на прилив капитала у Србију. Према оцени Извршног одбора, уз низак дефицит текућег рачуна, то би имало позитиван утицај на стабилност курса и кретања на девизном тржишту.

Разматрајући актуелна монетарна и макроекономска кретања и пројекције, Извршни одбор је **у јулу одлучио да референтну каматну стопу задржи на непромењеном нивоу.** Извршни одбор је имао у виду ефекте досадашњег ублажавања монетарне политике и њен допринос очекиваном повратку инфлације у границе циља, као и потенцијалне ризике по основу грчке кризе, који упућују на опрезност. И поред тога што су директни ефекти на српску привреду који проистичу из економских веза с Грчком релативно мали, Извршни одбор је оценио да постоје ризици у погледу индиректног негативног утицаја грчке кризе на токове капитала и трошкове сервисирања кредитних обавеза земаља у успону, укључујући и Србију.

Након постизања договора Грчке с међународним кредиторима, екстерни ризици су постали нижи, што, уз аранжман с ММФ-ом и повољније економске и платнобилансне резултате од очекиваних, доприноси релативној стабилности девизног тржишта и повољнијој перцепцији инвеститора за улагања у Србију. Имајући то у виду, као и дезинфлаторни утицај већине домаћих фактора, ниску инфлацију у међународном окружењу и стабилизована инфлациона очекивања у границама циља, Извршни одбор је у августу **одлучио да поново смањи референтну каматну стопу за 50 б.п., на 5,5%**. То је уједно и њен нови најнижи ниво од увођења циљања инфлације као новог оквира монетарне политике.

Извршни одбор је истакао да наставак успешне реализације мера фискалне консолидације и структурних реформи, уз аранжман с ММФ-ом, знатно доприноси одрживости јавних финансија и повољнијој макроекономској перспективи земље, што истовремено смањује изложеност домаће привреде негативним екстерним утицајима.

## Осврт 1: Циљана стопа инфлације утврђена до краја 2018. године

У сарадњи с Владом, Извршни одбор Народне банке Србије је у августу утврдио циљану мг. стопу инфлације за 2017. и 2018. годину.[1] Она је одређена на нивоу од 4,0%, уз дозвољене осцилације око тог нивоа у интервалу од ± 1,5 п.п. Тиме су средњорочни циљ за инфлацију и границе дозвољеног одступања од циља остали непромењени у односу на постојеће утврђене за период до краја 2016. године. Такву одлуку определила је пре свега чињеница да процес конвергенције цена није завршен и да би са изласком домаће привреде из рецесије он могао бити убрзан.

Табела О.1.1. **Циљане стопе инфлације Народне банке Србије у периоду од 2009.**

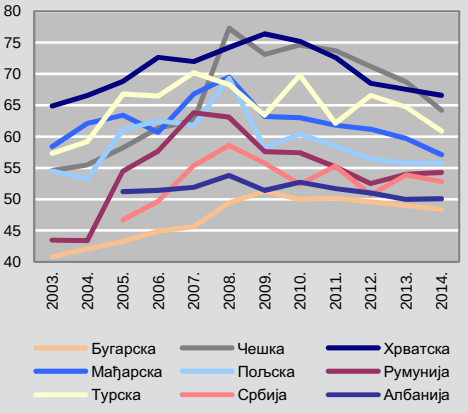
| | |
|---|---|
| 2009. | 8,0% ± 2,0 п.п. |
| 2010. | 6,0% ± 2,0 п.п. |
| 2011. | 4,5% ± 1,5 п.п. |
| 2012– 2018. | 4,0% ± 1,5 п.п. |

Извор: НБС.

Главни разлог због чега је циљана стопа инфлације у земљама у успону, па тиме и код нас, виша у односу на развијене земље (где се ценовна стабилност обично квантификује као стопа инфлације од 2,0% до 2,5%) јесте процес конвергенције цена. Будући да конвергенција нивоа цена у Србији ка нивоу цена у ЕУ није завршена, односно да је због кризе и пада домаће тражње ниво цена у Србији у односу на ниво цена у ЕУ данас нижи него пре пет година, Извршни одбор је донео одлуку да не мења циљану стопу инфлације. Наиме, домаће цене су у 2014. чиниле 52,8% просечног нивоа цена у ЕУ, а 2009. године 55,8%. При томе, степен ценовне конвергенције се мењао из године у годину (на шта је утицало осцилирање реалног ефективног курса динара) и у већем делу посматраног периода био је реверзибилан. Удаљавање од нивоа цена у ЕУ од почетка кризе забележиле су и остале земље региона (видети Графикон О.1.1).

Посматрано по групама производа, низак ниво конвергенције нарочито је изражен у области регулисаних цена – ниво ових цена у Србији у односу на ниво цена у ЕУ на крају 2014. износио је 44,4%[2], при чему је забележио и смањење за 0,9 п.п. у односу на крај 2013. То смањење последица је пре свега изостанка корекције електричне енергије прошле године и ниског раста цена осталих производа и услуга у оквиру ове категорије. Ипак, због потребе за отклањањем ценовних диспаритета, раст регулисаних цена ће и у наредном периоду бити бржи у односу на раст општег нивоа цена и циљану инфлацију. Треба узети у обзир да је цена електричне енергије, и након августовског повећања, још знатно нижа него у земљама региона и да, у складу с процесом придруживања ЕУ, такође предстоји даље повећање акциза на цигарете, те да и споразум с ММФ-ом предвиђа корекције регулисаних цена ради њиховог приближавања тржишном нивоу. Имајући то у виду, у периоду за који је циљ дефинисан очекујемо да раст регулисаних цена износи 5–8% годишње, што, уз њихово учешће у потрошачкој корпи од око 20%, резултира стопом инфлације вишом за 1,0–1,6 п.п. у односу на инфлацију која би била остварена у условима окончане корекције регулисаних цена.

Графикон О.1.1. **Степен ценовне конвергенције у Србији и земљама региона** (ЕУ28 = 100)




Извор: Евростат.

Иако није лако предвидети којом ће се динамиком одвијати конвергенција цена у Србији ка европском просеку у наредним годинама, треба имати у виду да би убрзан економски опоравак могао водити њеном поновном убрзању. Тако је у преткризном периоду, од 2005. до 2008. године, када је БДП Србије у просеку растао око 5% реално годишње, ниво цена у Србији у односу на просек ЕУ порастао са 46,7% на 58,6%. Дакле, са

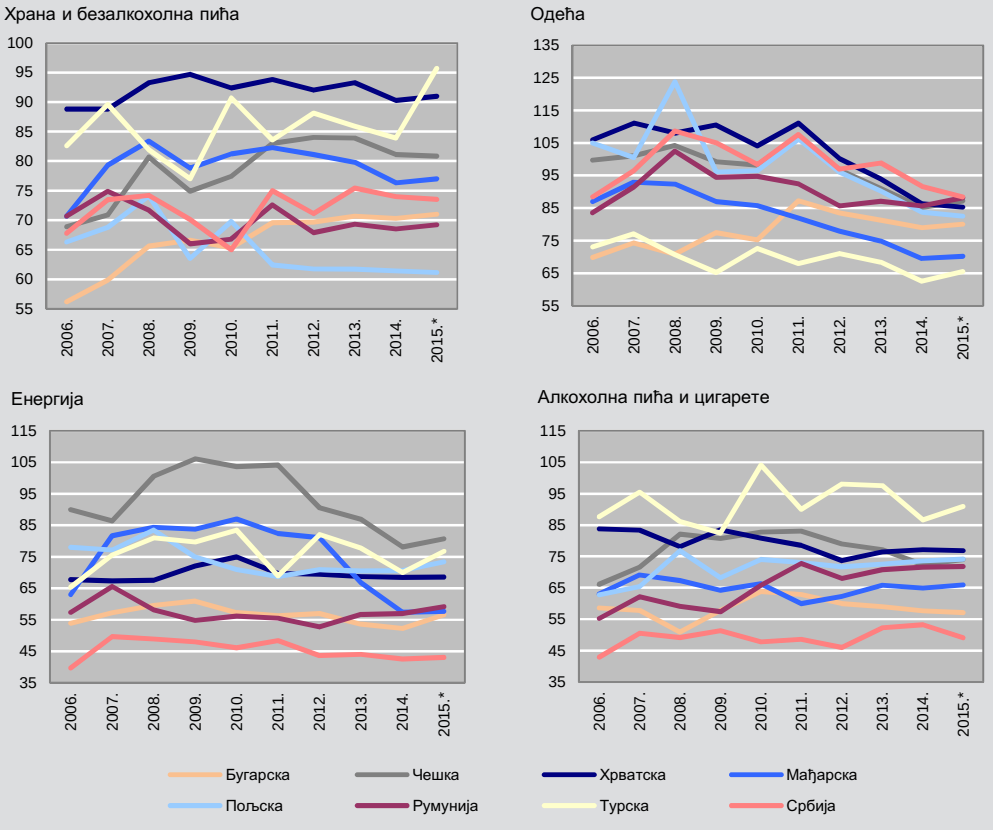
[1] Видети Додатак 1, стр. 64.

[2] Просек ЕУ28.

изласком привреде из рецесије могло би доћи до бржег раста продуктивности рада Србије у односу на зону евра, а то би, као и у периоду до 2008. године, могло условити бржи раст наших цена у односу на цене у ЕУ (тзв. Баласа–Семјуелсон ефекат).

Иако је мг. инфлација већ готово две године врло ниска и највећи део времена испод доње границе дозвољеног одступања од циља, што би се могло посматрати као аргумент за снижавање циљане стопе инфлације, треба бити опрезан. Наиме, на такво кретање инфлације утицали су пре свега фактори једнократног карактера, попут пада цена примарних производа на светском тржишту (нафте, примарних пољопривредних производа и индустријских сировина) и ниског раста домаћих регулисаних цена. Са ишчезавањем њиховог дезинфлаторног дејства доћи ће до постепеног раста инфлације и њеног враћања у (садашње) границе циља. Додатни аргумент за задржавање циља на нивоу од 4,0% јесте омогућавање већег степена флексибилности, као и предвидивости монетарне политике, будући да би она у случају нижег инфлационог циља и снажнијих инфлаторних притисака морала да реагује у већој мери како би обезбедила кретање инфлације у границама циља, што би могло негативно да се одрази на ионако спор очекивани опоравак економске активности.

Графикон О.1.2. **Ценовна конвергенција по групама производа**
(ЕУ28 = 100)




Извор: Евростат и НБС.
* Просек јануар–мај 2015.

С обзиром на то да се инфлација претходних година кретала у ширем опсегу него што је било дефинисано границама дозвољеног одступања од циља, те границе су до краја 2018. године такође остале непромењене. На такво променљиво кретање инфлације првенствено је утицало непостојање средњорочног оквира за корекцију регулисаних цена, с јасно дефинисаним правилима и динамиком њихове корекције, као и нестабилност на тржишту пољопривредних производа, услед структурних проблема и одсуства адекватних системских мера у аграрној политици. Тржиште пољопривредних производа је у међувремену либерализовано (царине и прелевмани на увоз већине пољопривредних производа су укинути), па је и осцилирање цена на њему сада ниже. Међутим, средњорочни план корекције регулисаних цена и даље није дефинисан, што би могло утицати на повећано осцилирање инфлације и у наредним годинама.

Приоритет монетарне политике у наредном периоду јесте смањење осцилација стопе инфлације како би се она стабилизовала у оквиру граница дозвољеног одступања од циља. Имајући у виду главне узроке повећаног осцилирања инфлације, уколико би Влада утврдила прецизан механизам корекција регулисаних цена и усвојила мере усмерене на стабилизацију и установљавање повољнијег тржишног амбијента у пољопривреди, то би у знатној мери помогло да се ублаже осцилације мг. стопе инфлације. Стабилизовање инфлације у границама циља значило би ценовну стабилност, а она представља основу за одржив привредни раст и повећање запослености.

# III. Кретање инфлације

*Мг. инфлација је, у складу са очекивањима изнетим у мајском Извештају о инфлацији, и током Т2 наставила да се креће испод доње границе дозвољеног одступања од циља. Највећи позитиван допринос мг. инфлацији и даље потиче од цена хране, првенствено воћа и поврћа. С друге стране, изостанак очекиваних корекција регулисаних цена у претходној години дана и пад цена нафтних деривата услед снажног пада цене нафте на светском тржишту у П2 2014. деловали су у супротном смеру.*

*Инфлаторни притисци остали су ниски и током Т2 како по основу већине домаћих фактора, тако и по основу ниске инфлације у међународном окружењу и ниских цена примарних производа на светском тржишту. Раст цена на нивоу тромесечја готово у потпуности је био опредељен сезонским поскупљењем туристичких пакет-аранжмана, растом цена цигарета и нафтних деривата.*

*Ниски инфлаторни притисци резултат су и стабилизованих у границама циља инфлационих очекивања. У случају финансијског сектора, очекивања за наредну годину дана крећу се око централне вредности циља за инфлацију, а у случају привреде испод те вредности.*

## Кретање инфлације у Т2

Инфлаторни притисци остали су ниски и током Т2 како по основу већине домаћих фактора, тако и по основу ниске инфлације у међународном окружењу и ниских цена примарних производа на светском тржишту. Раст потрошачких цена од почетка године определио је у највећој мери сезонски раст цена воћа и поврћа и опоравак светске цене нафте изражен у динарима.

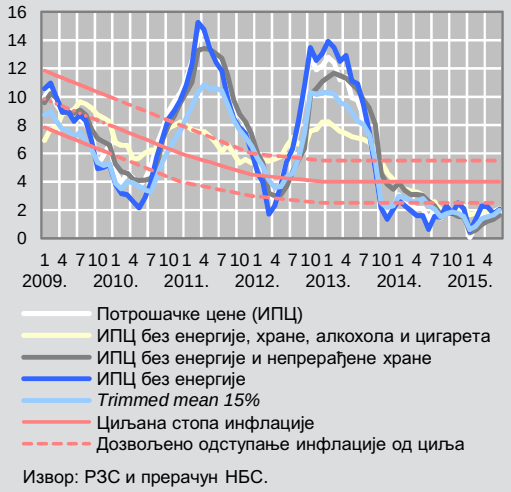
Мг. инфлација је и током Т2 наставила да се креће испод доње границе дозвољеног одступања од циља и

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

| | 2014. | | | 2015. | |
|---|---|---|---|---|---|
| | II | III | IV | I | II |
| **Потрошачке цене (ИПЦ)** | 0,8 | 0,3 | -0,6 | 1,4 | 0,7 |
| Непрерађена храна | 4,9 | 0,8 | -4,0 | 8,6 | -0,2 |
| Прерађена храна | -0,5 | 0,2 | 0,2 | 1,7 | 0,3 |
| Индустријски производи без хране и енергије | -0,1 | -0,3 | -0,6 | -0,1 | 0,9 |
| Енергија | -0,4 | 1,0 | -1,8 | 0,7 | 0,7 |
| Услуге | 1,6 | 0,7 | 1,6 | -0,5 | 1,5 |
| **Показатељи базне инфлације** | | | | | |
| ИПЦ без енергије | 0,9 | 0,2 | -0,4 | 1,5 | 0,7 |
| ИПЦ без енергије и непрерађене хране | 0,3 | 0,1 | 0,3 | 0,3 | 0,9 |
| ИПЦ без енергије, хране, алкохола и цигарета | 0,8 | 0,2 | 1,3 | -0,5 | 1,0 |
| **Регулисане цене** | 0,2 | -0,6 | -1,4 | -0,1 | 0,8 |

Извор: РЗС и прерачун НБС.

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




Извор: РЗС и прерачун НБС.

у јуну је износила 1,9%, колико и крајем Т1. Највећи позитиван допринос мг. инфлацији и даље потиче од цена хране, пре свега воћа и поврћа, и у јуну је износио 1,1 п.п. С друге стране, изостанак очекиваних корекција регулисаних цена у претходној години дана и пад цена нафтних деривата, услед снажног пада цене нафте на светском тржишту крајем претходне и почетком ове године, деловали су у супротном смеру (допринос –0,5 п.п. у јуну).

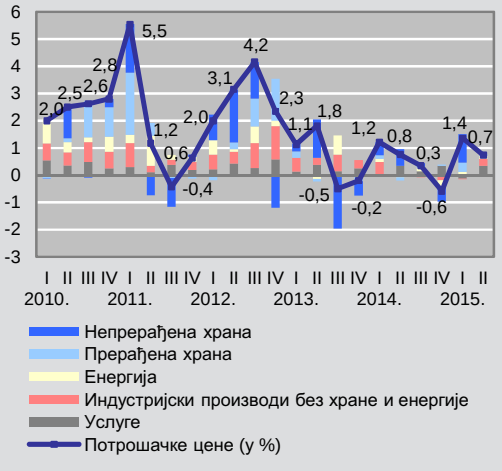
Посматрано на тромесечном нивоу, раст потрошачких цена у Т2 био је у складу са очекивањима изнетим у мајском Извештају о инфлацији. Износио је 0,7% и првенствено је био опредељен сезонским поскупљењем туристичких пакет-аранжмана, растом цена цигарета и нафтних деривата. За разлику од Т1, када је раст потрошачких цена у највећој мери био подстакнут сезонским поскупљењем хране, пре свега непрерађене, допринос цена хране и безалкохолних пића у Т2 био је готово неутралан.

У оквиру категорије хране, **цене непрерађене хране** забележиле су благ пад захваљујући томе што је раст цена воћа и свежег меса био неутралисан поејефтињењем поврћа и јаја. Истовремено, **цене прерађене хране** су незнатно повећане, чему је допринео умерен раст цена безалкохолних пића, уља и шећера. Посматрано на мг. нивоу, позитиван допринос категорије храна и безалкохолна пића укупној инфлацији последица је пре свега и даље високих мг. стопа раста цена воћа и поврћа, док је пад цена примарних пољопривредних производа деловао на успоравање раста цена остале хране. У овом периоду на домаћем тржишту повећане су дажбине при увозу из ЕУ (прелевмани) за поједине млечне производе (сиреве и маслац), због веће понуде на домаћем тржишту у условима укидања квота за производњу млека у ЕУ, као и забране извоза у Русију,[1] тако да су малопродајне цене млечних производа током Т2 порасле за 0,1%.

Након смањења у Т1, услед снажног пада светске цене нафте, **цене нафтних деривата** на домаћем тржишту су у Т2 порасле за 3,2% (допринос укупној инфлацији 0,2 п.п.). То је последица благог опоравка цене нафте на светском тржишту почетком тромесечја. Ипак, цене деривата нафте су за око 4% ниже него пре годину дана. С друге стране, поејефтинили су гас за домаћинство 5,4% и дрва за огрев, тако да је раст цена у оквиру групе **енергија** био на нивоу Т1 и износио 0,7% (допринос инфлацији 0,1 п.п.).

Због сезонског поскупљења туристичких пакет--аранжмана с наступањем летње туристичке сезоне од

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




Извор: РЗС и прерачун НБС.

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

Извор: РЗС и прерачун НБС.

[1] Одлука о измени Одлуке о одређивању пољопривредних и прехрамбених производа за које се плаћа посебна дажбина при увозу и утврђивању износа посебне дажбине („Службени гласник РС“, бр. 22/15), која се примењује до 30. јуна 2015. године.

44,2%, **цене услуга** су биле категорија с највећим доприносом укупној инфлацији (0,35 п.п.). Раст цена осталих услуга био је незнатан, пре свега услед и даље ниске домаће тражње.

**Цене индустријских производа без хране и енергије** су у Т2 остварили раст од 0,9%, али је он у највећој мери био последица поскупљења цигарета. Раст цена цигарета од 4,0% уследио је након дужег периода уздржавања произвођача од повећања малопродајних цена цигарета и чак појефтињења крајем прошле године, упркос повећању акциза. С друге стране, релативна стабилност девизног курса од почетка године и ниска домаћа тражња ограничавале су раст цена осталих група производа, тако да је он био умерен.

**Базна инфлација** (мерена ИПЦ-ом по искључењу цена енергије, хране, алкохола и цигарета) у Т2 је износила је 1,0%, што је у највећој мери резултат сезонског поскупљења туристичких пакет-аранжмана (допринос базној инфлацији 0,65 п.п.). Посматрано на мг. нивоу, базна инфлација је наставила да се креће испод доње границе дозвољеног одступања од циља и у јуну је износила 2,1%.

**Регулисане цене** су на нивоу тромесечја порасле за 0,8% (допринос ИПЦ-у 0,1 п.п.), првенствено по основу корекције навише цена цигарета у априлу. Посматрано на мг. нивоу, регулисане цене су и даље у паду, али је пад ублажен у односу на Т1 и у јуну је износио 1,5%.

## Произвођачке и екстерне цене

**Цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште** су у Т2 порасле за 1,0%. Посматрано по намени потрошње, највећи допринос расту цена потиче од раста цена нетрајних добара за широку потрошњу, а затим интермедијарних добара. Посматрано по групама производа, највећи раст произвођачких цена бележи се у области производње нафтних деривата, хемикалија и хемијских производа, као и у производњи прехрамбених производа и пића. Истовремено, пад цена је регистрован у области рударства (допринос –0,5 п.п.). Низак мг. раст ових цена од 1,2% указује на још увек ниске трошковне притиске на инфлацију.

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

| | IX 2014. / IX 2013. | XII 2014. / XII 2013. | III 2015. / III 2014. | VI 2015. / VI 2014. |
|---|---|---|---|---|
| Потрошачке цене | 2,1 | 1,7 | 1,9 | 1,9 |
| Цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште | 1,0 | 0,2 | 0,7 | 1,2 |
| Цене произвођача пољопривредних производа | -0,1 | -7,9 | -3,0 | -5,8 |
| Цене елемената и материјала за грађивање у грађевинарству | 3,8 | 4,6 | 0,7 | 1,0 |

Извор: РЗС и прерачун НБС.

И поред благог раста на тромесечном нивоу (0,7%), **цене произвођача пољопривредних производа**[2] су, услед ефекта високе базе из Т2 2014, на мг. нивоу убрзале пад на 5,8% у јуну. Посматрано по компонентама, пад цена је забележен код поврћа (11,5%) и воћа (5,0%), као и сточних производа (5,6%), док су цене житарица и живе стоке у посматраном периоду порасле. Цене житарица су у Т2 углавном пратиле берзанска кретања, тако да је раст

Графикон III.0.4. **Домаћа инфлација и екстерне цене**
(мг. стопе, у %)

Извор: *Destatis*, ФАО, Блумберг и прерачун НБС.

[2] Цене произвођача у области пољопривреде и рибарства.

ове категорије (1,9%) био вођен вишом ценом кукуруза, док је цена пшенице била у паду. У оквиру раста цена живе стоке (8,7%) посебно се истиче пораст цене свиња (17,7%), након снажног пада ове категорије у Т1 изазваног повећаном понудом на домаћем тржишту.

После сезонски очекиваног пада у Т1, **цене елемената и материјала за уграђивање у грађевинарству** су у Т2 порасле за 1,2%, што је утицало и на благо убрзање њиховог мг. раста са 0,7% у марту на 1,0% у јуну.

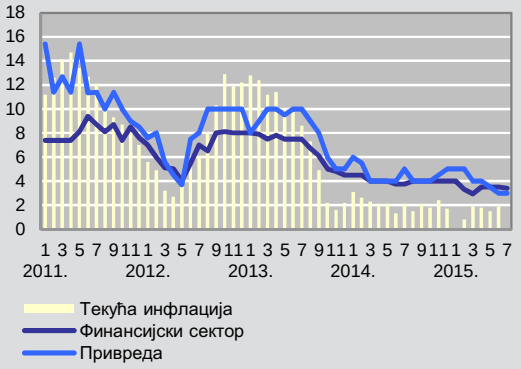
**Благ раст екстерних цена исказаних у динарима**[3] настављен је и у Т2 (1,1%) и био је вођен корекцијом навише светске цене нафте, након три узастопна тромесечја пада. Поред цене нафте, допринос тромесечном расту екстерних цена потиче и од повећања извозних цена Немачке, које су у Т2 наставиле раст (0,2%), али у знатно мањој мери него у Т1[4]. С друге стране, ублажавању раста екстерних цена исказаних у динарима допринела је блага номинална апрецијација динара према евру (0,9%). На мг. нивоу, екстерне цене изражене у динарима су и у Т2 наставиле пад (1,5%), али је због ишчезавања базног ефекта тај пад спорији у односу на Т1.

## Инфлациона очекивања

Инфлациона очекивања како краткорочна, тако и средњорочна стабилизована су у границама циља, тј. економски субјекти очекују да ће се мг. инфлација у јулу 2016. и у јулу 2017. налазити унутар граница дозвољеног одступања од циља. Стабилност инфлационих очекивања представља кључан предуслов стабилизације инфлације и повећања ефикасности мера монетарне политике.

Према августовској анкети агенције **Блумберг**, финансијски сектор очекује, седми месец заредом, да ће инфлација **за годину дана унапред** бити на нивоу од 4,0%. Очекивања овог сектора се готово две године налазе у границама циља. Према анкети агенције **Нинамедија**[5], инфлациона очекивања финансијског сектора су се од априла до јуна налазила на нивоу од 3,5%, а у јулу су смањена на 3,4%.

Графикон III.0.5. **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.

Када је у питању привреда, инфлациона очекивања се од почетка године континуирано смањују, па привреда сада очекује да у јулу 2016. мг. инфлација буде 3,0%.

Инфлациона очекивања становништва за годину дана унапред кретала су се од фебруара на нивоу од око 5,0%. Међутим, у јулу су повећана на 8,0% (заједно са повећањем перципиране инфлације на 9,7%), у највећој мери због најављеног повећања цене електричне енергије у августу. Када је реч о квалитативно исказаним инфлационим очекивањима становништва, у јулу је настављено повећање броја оних који очекују умерено или благо повећање цена у наредној години дана (две трећине испитаника) и смањење броја оних који очекују знатно повећање цена (15%). И даље је велик број оних који очекују да се цене неће мењати или да ће пасти (14%).

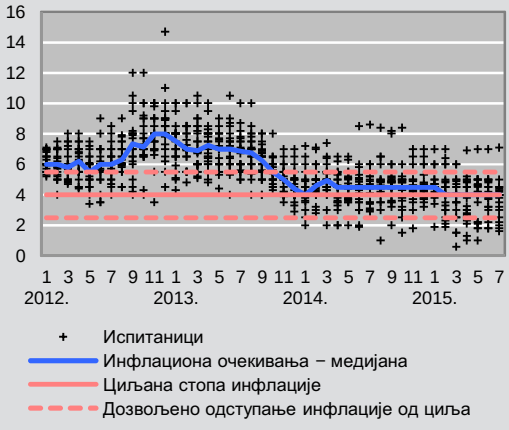
И финансијски сектор и привреда од априла очекују да ће **инфлација за две године унапред** бити на централној вредности циља за инфлацију. Финансијски сектор је у јулу додатно благо снизио своја средњорочна инфлациона очекивања на 3,9%. Средњорочна инфлациона очекивања становништва су у границама циља за инфлацију од фебруара ове године (на нивоу од 5%).

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

[4] Раст ових цена у Т1 од 1,3% у највећој мери се објашњава повећањем трошкова рада након увођења минималне зараде у јануару 2015.

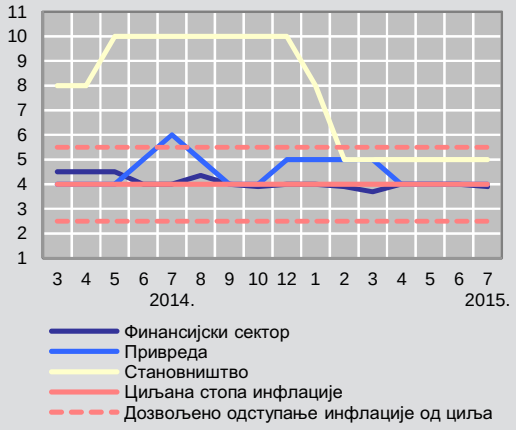
[5] Нинамедија клипинг д.о.о. Нови Сад од децембра 2014. спроводи анкету о очекивањима економских субјеката, у складу с досадашњом методологијом.

Графикон III.0.6. **Циљана инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред – финансијски сектор**
(мг. стопе, у %)




Извор: Блумберг и НБС.

Графикон III.0.7. **Очекивана инфлација за две године унапред***
(мг. стопе, у %)




Извор: Ипсос/Нинамедија.
* Анкета није спроведена у новембру 2014.

Дисперзија одговора испитаника финансијског сектора, која је најнижа од свих сектора, није у већој мери промењена у односу на претходно тромесечје. Она је релативно стабилна у последњој години дана како у анкетама Блумберга, тако и у анкетама Нинамедије. Истовремено, дисперзија одговора испитаника привреде и становништва наставила је да се смањује захваљујући одсуству већих инфлаторних притисака.

Иако је током Т2 повећан нето проценат[6] предузећа која очекују раст цена својих производа (11,8%), он је и даље мањи од нето процента предузећа која очекују раст цена инпута (18,9%). Такође, приметна је тенденција смањивања оба нето процента у последњој години дана. Према нашој оцени, томе су допринели ниски инфлаторни притисци и ниска домаћа тражња која ограничава пребацивање већих трошкова производње на потрошаче.

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

# IV. Детерминанте инфлације

## 1. Кретања на финансијском тржишту

***Смањење референтне каматне стопе пренело се на каматне стопе на тржишту новца и цену динарског задуживања приватног сектора. И држава се на домаћем тржишту задуживала по повољнијим стопама, чему је, поред смањења референтне стопе, допринела и кредибилна фискална политика.***

***Да су макроекономске перспективе земље побољшане, а највише платнобилансна и фискална кретања, потврдили су и успешна ревизија аранжмана с ММФ-ом, задржавање кредитног рејтинга и стабилно кретање премије ризика земље, што је допринело стабилном кретању девизног курса.***

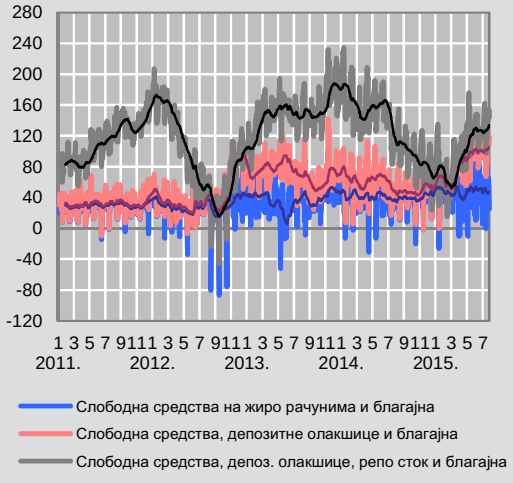
### Каматне стопе

Просечна репо стопа[7] је крајем јуна износила 4,0% и у односу на крај марта била је нижа за 2,0 п.п. Тај пад је био нешто већи од смањења референтне каматне стопе (1,5 п.п.), делом и због тога што је пад на првој репо аукцији, која је након шестонедељне паузе одржана почетком априла, рефлектовао и мартовско смањење референтне стопе.

Раст динарске ликвидности банака утицао је на пад промета и каматних стопа на међубанкарском преконоћном тржишту новца у Т2. Просечан дневни промет на овом тржишту износио је 2,1 млрд динара, што је за 7,5 млрд динара мање у односу на његову вредност у Т1. При томе, најнижи обим промета остварен је у мају (0,9 млрд динара), да би се у јуну његова вредност повећала на 1,8 млрд динара. И каматна стопа *BEONIA* је била у паду током Т2, у складу с растом ликвидности банака и смањењем референтне каматне стопе, и у јуну је у просеку износила 4,4%.

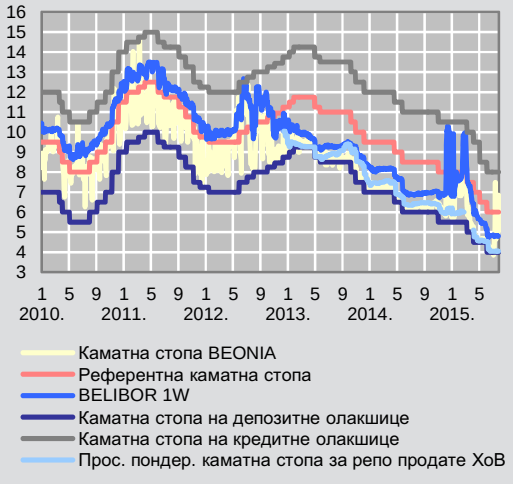
Већи пад од референтне стопе забележиле су и каматне стопе *BELIBOR*. У односу на март ове стопе

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




Извор: НБС.

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




Извор: Томсон Рojтерс и НБС.

[7] Стопа остварена на репо аукцијама пондерисана износом продатих ХоВ.

су смањене између 2,8 п.п. и 3,2 п.п. и у јуну су се њихове просечне вредности кретале од 4,7% за најкраћу до 6,3% за рочност од шест месеци. Нагиб криве приноса је током Т2 додатно ублажен, чему доприносе нижа очекивања финансијског сектора у погледу будуће инфлације.

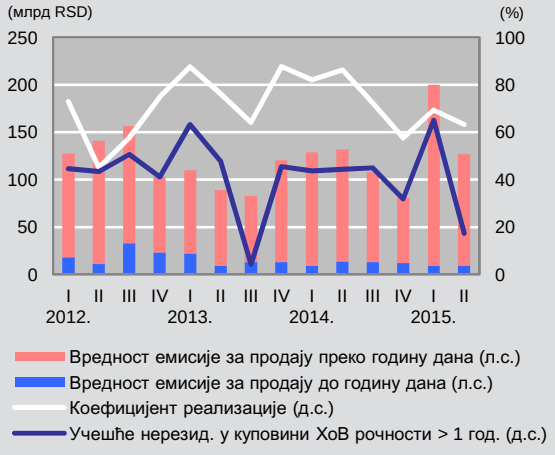
Стабилнијем кретању каматних стопа на међубанкарском тржишту новца допринела је и одлука Народне банке Србије да у мају смањи коридор каматних стопа у односу на референтну каматну стопу са ± 2,5 п.п. на ± 2,0 п.п.

Током јула су све каматне стопе на међубанкарском тржишту новца незнатно смањене, осим стопе на преконоћном тржишту.

И каматне стопе на аукцијама динарских државних ХоВ су у Т2 смањене. Поред смањења референтне стопе, том паду је допринела и побољшана фискална позиција. Позитивни ефекти спровођења фискалне консолидације смањили су ризик улагања у државне ХоВ, као и потребу државе да се задужује. Најдужи рок на који се држава задужила током Т2 био је три године – у априлу по стопи 8,2%. Током маја и јуна, осим још краћих рочности, на продају је нуђен и мањи износ ХоВ. У јуну су организоване аукције шестомесечних и једногодишњих ХоВ, на којима су постигнуте стопе од 5,3% и 6,2%, што је за 1,7 п.п. и 2,2 п.п. ниже него на крају Т1. Такође, у јуну је организована и аукција двогодишњих амортизационих државних обвезница с варијабилним купоном везаним за референтну каматну стопу, на којој је фиксна маргина смањена са 1,3% на аукцији крајем Т1 на 1,2% на годишњем нивоу. Смањење рочности и обима ХоВ нуђених на продају и последично мањи приноси утицали су на то да нерезиденти знатно смање своја улагања, а од маја нису ни учествовали у куповини на овом тржишту.

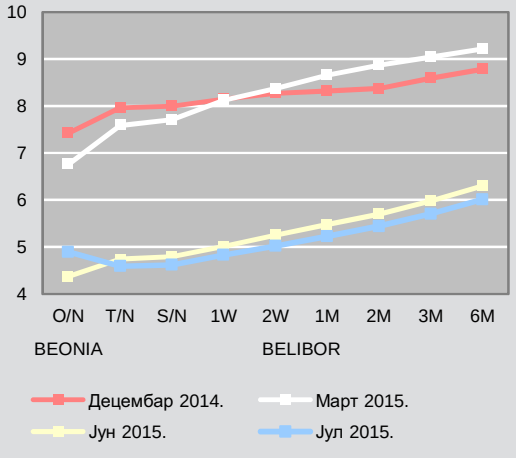
Нерезиденти нису учествовали ни у куповини ХоВ у еврима, чије су каматне стопе такође биле у паду. Пад је био најизраженији код стопа на једногодишње ХоВ (за 0,9 п.п., на 1,6%), док су стопе на двогодишње и

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



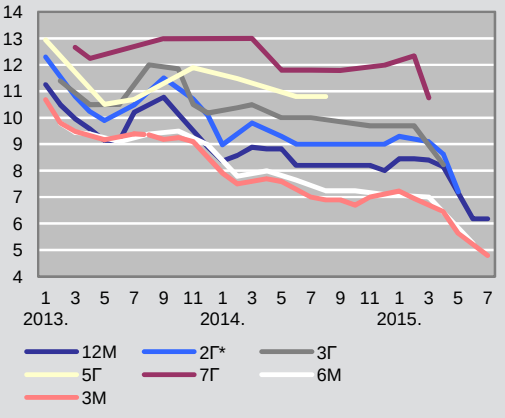

Извор: Министарство финансија.

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




Извор: Томсон Ројтерс и НБС.

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.

трогодишње ХоВ смањене за 0,6 п.п. и 0,4 п.п., на 2,9% и 3,9%, респективно.

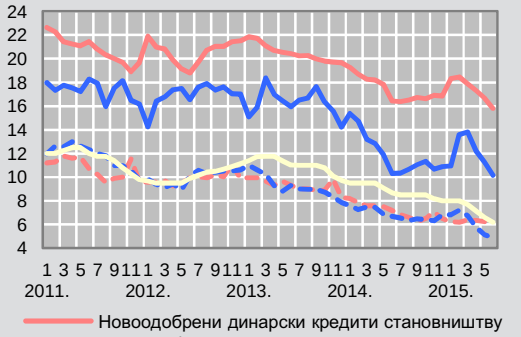
Мања активност остварена је и на секундарном тржишту државних ХоВ. Укупан промет на овом тржишту износио је 51,7 млрд динара, што је преко два пута мање него у Т1. Највише се трговало трогодишњим и двогодишњим обвезницама, а стопе приноса углавном су пратиле кретања из примарног трговања. Стопе на овом тржишту су се у јуну налазиле у распону од 5,2% за преосталу рочност од пет месеци до 9,1% за рочност од 80 месеци.

Пад референтне и стопа на међубанкарском тржишту новца пренео се и на цену динарског кредитирања. Просечна пондерисана каматна стопа на динарске кредите привреди и становништву смањена је у Т2 за 3,0 п.п. и у јуну је износила 13,5%. Пошто у структури укупних новоодобрених кредита у динарима у Т2 доминирају кредити становништву (око две трећине), пад просечне цене динарских кредита у већој мери је био одређен променом каматних стопа на кредите становништву, које су у просеку смањене за 2,1 п.п., на 15,8%. Ипак, пад је био израженији код стопа на кредите привреди, које су снижене за 3,6 п.п., на 10,2%, чиме су се спустиле испод нивоа из периода када су банке одобравале субвенционисане кредите по нижим каматним стопама.

Каматне стопе на скоро све врсте динарских кредита привреди биле су у паду. При томе су стопе на највише коришћене кредите, кредите за обртна средства, смањене за 3,5 п.п., на 10,8%, док је смањење било најизраженије код стопа на остале кредите (за 4,0 п.п., на 9,3%). Смањене су и стопе на инвестиционе кредите (на 10,5%), а једино су повећане стопе на најмање заступљене, извозне кредите (на 12,7%). И све стопе на динарске кредите становништву су опале (између 1,4 п.п. и 4,4 п.п.) и у јуну су се кретале у распону између 11,8% на стамбене до 16,6% за најзаступљеније готовинске кредите.

Смањена је и цена девизног и девизно индексираног кредитирања, али у мањој мери у односу на динарско задуживање. Просечна пондерисана каматна стопа на новоодобрене кредите у еврима и динарске евроиндексиране кредите у Т2 је смањена за 1,2 п.п., на 4,9% у јуну. Толико је износио и пад просечне цене кредита привреди, која је у јуну износила 4,8%. Смањене су и стопе на све врсте девизних и девизно индексираних кредита привреди, од чега на кредите за обртна средства на 4,7%, инвестиционе на 5,4% и остале кредите на 4,3%. И грађани су се током Т2 задуживали по нижим каматним стопама, које су смањене за 0,8 п.п. и у просеку су износиле 6,2%. При томе, стопе на стамбене и потрошачке кредите су смањене, а на готовинске и остале кредите повећане. Тако се цена девизно индексираних кредита становништву у јуну кретала између 3,9% за стамбене кредите до 9,1% за категорију осталих кредита.

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

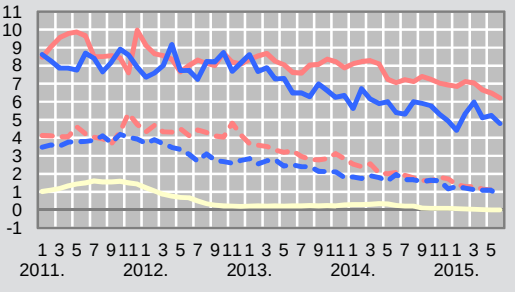



Новоодобрени динарски кредити становништву
Новоодобрени динарски кредити привреди
Новоположени динарски депозити становништва
Новоположени динарски депозити привреде
Референтна каматна стопа, просек периода

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 %)




Новоодобрени девизни кредити становништву**
Новоодобрени девизни кредити привреди**
Новоположени девизни депозити становништва
Новоположени девизни депозити привреде
EURIBOR 3M

Извор: НБС и Европска банкарска федерација.

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

** У еврима и евроиндексирани.

Према наводима банака из јулске анкете о кредитној активности, пад цене трошкова извора за кредите био је један од главних фактора ублажавања кредитних стандарда. Подаци о каматним стопама показују да је пад био израженији код стопа на новоположене депозите у динарима, које су смањене за 1,7 п.п., на 5,0% у јуну. При томе, стопе на динарске депозите привреде су смањене за 1,9 п.п., на 4,9%, а стопе на штедњу грађана за 0,4 п.п., на 6,0%. Просечна пондерисана каматна стопа на новоположене депозите у еврима смањена је у мањој мери – за 0,3 п.п., на 0,9%, због пада стопа на депозите привреде (за 0,4 п.п., на 0,7%) и штедњу грађана (за 0,2 п.п., на 1,1%).

Пад активних каматних стопа надмашио је смањење каматних стопа на депозите, што је допринело смањењу каматних маржи и у динарима и еврима. При томе је разлика у паду динарских стопа била нешто израженија, што је резултирало и већим падом динарске каматне марже.

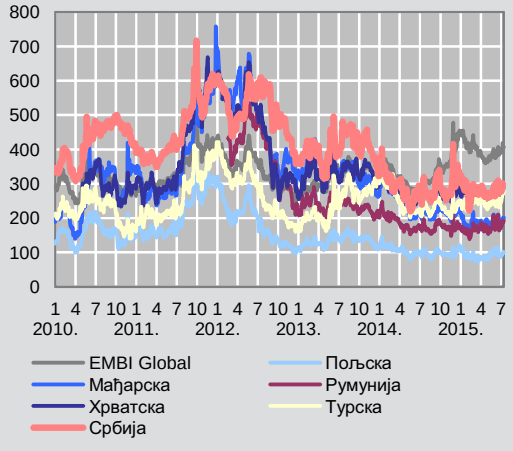
## Премија ризика

Премија ризика Србије, мерена *EMBI*, била је релативно стабилна у току Т2 је повећана за 18 б.п., на 297 б.п. Поред Србије, *EMBI* је у Т2 повећан за готово све земље региона: Румунију (23 б.п.), Пољску (22 б.п.), Хрватску (10 б.п.) и Мађарску (3 б.п.). Једино је за Турску смањен (–3 б.п.). Вредност *EMBI Global* смањена је у Т2 (за 18 б.п., на 392 б.п.), у највећој мери због великих смањења за поједине земље (Украјина, Белорусија, Венецуела и сл.). Током јула премија ризика Србије је остала готово непромењена (смањена је за 2 б.п., на 295 б.п.).

Премију ризика Србије, тј. разлику у приносима на еврообвезнице Србије у односу на референтну америчку десетогодишњу државну хартију, одређивали су домаћи и глобални фактори. Од домаћих фактора, најважнији позитиван утицај имали су побољшана макроекономска, пре свега фискална и екстерна позиција, и успешна прва ревизија аранжмана с ММФ-ом. Међутим, велик је био и негативан утицај глобалних фактора, пре свега кризе у Грчкој, па тиме и у зони евра, затим очекивање подизања референтне каматне стопе ФЕД-а, а у извесној мери и утицај кризе на тржишту капитала Кине и успоравање њеног раста.

Утицај сваког од ових фактора на премију ризика различитих земаља у успону је варирао. Утицај кризе у Грчкој одразио се на премију ризика земаља у успону пре свега преко утицаја на сентимент инвеститора и њихово веће уздржавање од улагања у ризичнију активу. Међутим, аналитичари сматрају да већи утицај на премију ризика земаља у успону има карактер монетарне политике ФЕД-а, јер у великој мери одређује глобалну ликвидност. Већина земаља у успону нема довољно домаће штедње и увознице су капитала, те су стога посебно осетљиве на промене у трошковима екстерног финансирања. Шта би могао да значи заокрет у монетарној политици ФЕД-а финансијска тржишта су осетила маја 2013. Ипак, након тог иницијалног потреса, многе земље у успону су прилагодиле своје економске политике, што би требало да ограничи негативан утицај евентуалног заокрета у токовима капитала. Квантитативно попуштање ЕЦБ-а такође би требало да ублажи тај ефекат. Србија је мерама фискалне консолидације свакако позитивно утицала на перцепцију ризика од стране инвеститора, што би требало да умањи утицаје евентуалних потреса на међународном финансијском тржишту.

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




Извор: *JP Morgan.*

## Прилив капитала из иностранства

У Т2 је остварен изузетно низак дефицит биланса текућих трансакција са иностранством, пре свега захваљујући нижем дефициту у робној размени и већем приливу дознака него у Т1. Истовремено, регистрован је минималан нето прилив капитала.

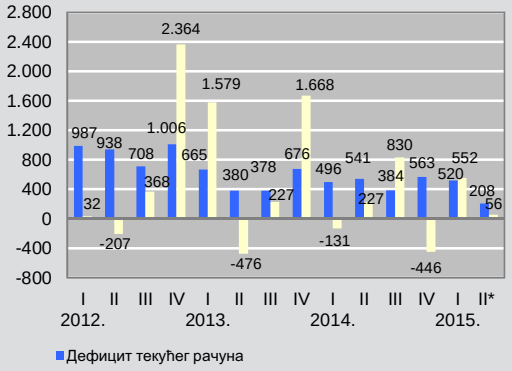
Посматрано по компонентама финансијског биланса, нето прилив капитала који је остварен по основу директних улагања нерезидената и повећања кредитних обавеза Владе био је нешто виши од одлива по основу портфолио инвестиција и смањења кредитних обавеза приватног сектора и Народне банке Србије према иностранству.

Према прелиминарним подацима, у Т2 је остварен нето прилив **СДИ** од 343,0 млн евра, чиме је прилив по овом основу од почетка године достигао 675,4 млн евра. Посматрано према структури, на улагања у дужничке инструменте односило се 116,1 млн евра, на реинвестирану добит 135,0 млн евра, а на улагања у власнички капитал 91,9 млн евра[8]. Истовремено, по основу исплаћених, односно наплаћених дивиденди нето одлив је износио 88,8 млн евра, а по основу камата 26,9 млн евра.

По основу СДИ у 2015. очекујемо прилив од око 1,3 млрд евра, пре свега по основу улагања у прерађивачку индустрију, трговину и финансијски сектор. Овај прилив би требало да готово у потпуности покрије очекиван текући дефицит. Последњих година расте удео СДИ у размењиве секторе, што ће на средњи рок допринети даљем расту извоза и смањењу екстерне неравнотеже и побољшању одрживости екстерне позиције земље.

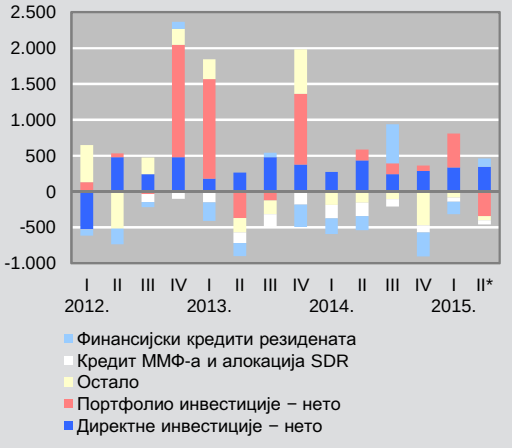
По основу **портфолио инвестиција** у Т2 је забележен одлив капитала од 341,0 млн евра, док је на име камата страним инвеститорима исплаћено 114,8 млн евра. Таква кретања нису резултат промењене перцепције страних инвеститора према улагању у домаће ХоВ – што потврђује и стабилно кретање премије ризика, већ мање потребе државе да се задужује. Смањени обим и рочност ХоВ које је држава нудила на продају одразили су се на мању активност нерезидената на овом тржишту и, уз доспеће дела ХоВ у њиховом поседу, допринели паду ових улагања. Истовремено, резиденти су повећали своја улагања у иностране, пре свега дужничке ХоВ, што је такође резултирало одливом по овом основу.

Графикон IV.1.9. **Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала**
(у млн EUR)




Извор: РЗС и НБС.
* Прелиминарни подаци.

Графикон IV.1.10. **Структура финансијског биланса**
(у млн EUR)




Извор: РЗС и НБС.
* Прелиминарни подаци.

[8] Према методологији шестог издања ММФ-овог Приручника за израду платног биланса и међународне инвестиционе позиције (*BPM6*), реинвестирана добит и међукомпанијски зајмови укључени су у СДИ. За детаљнија објашњења примене нове методологије видети Осврт 1 у Извештају о инфлацији из августа 2014.

Обавезе резидената по основу **финансијских кредита** у Т2 су повећане за 55,4 млн евра. При томе, једино је повећано нето задужење државе (за 204,4 млн евра), а међу повученим кредитима су кредити Међународне банке за обнову и развој намењени санацији последица поплава и обнови путева и кредити ЕИБ-а за Коридор 10 и истраживање и развој јавног сектора. Остали резиденти су смањили своје кредитне обавезе према иностранству. Од тога се на плаћања Народне банке Србије према ММФ-у односило 54,9 млн евра, чиме је износ обавеза измирених према овој институцији у 2015. достигао 108,3 млн евра. Банке су наставиле да се раздужују према иностранству, али у нешто мањој мери него у Т1. У Т2 оне су смањиле своје обавезе за 56,3 млн евра, тј. за 142,9 млн евра у П1. Предузећа су се по основу прекограничних финансијских кредита нето раздужила за 31,3 млн евра, док су њихове инообавезе по основу трговинских кредита смањене за 23,3 млн евра нето. Од почетка године обавезе предузећа по овим основима смањене су за 46,6 млн евра и 15,0 млн евра, респективно.

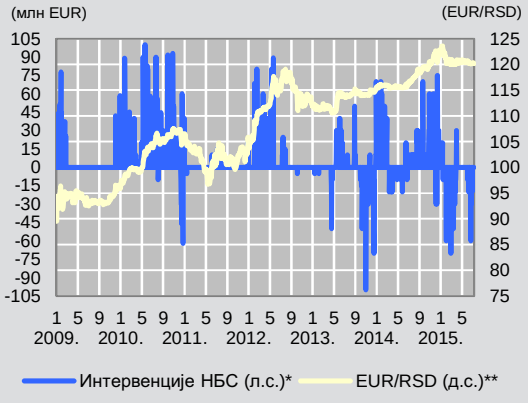
## Кретања на девизном тржишту и курс динара

Стабилно кретање курса динара обележило је Т2. Вредност динара кретала се у распону између 120,0 и 120,9 динара за један евро. Посматрано крајем периода, динар је у Т2 незнатно ослабио према евру (за 0,3%), док је на нивоу просека ојачао за 0,9% у односу на Т1.

Одлагање одлуке о повећању референтне каматне стопе ФЕД-а у највећој мери је допринело да евро, након снажног слабљења у Т1, у Т2 ојача за 3,6% у односу на долар. Због таквих кретања динар је, посматрано крајем периода, у Т2 ојачао према долару за 3,4%.

Стабилност на домаћем девизном тржишту остварена је пре свега захваљујући побољшаној макроекономској перспективи земље, а највише повољним платнобилансним и фискалним кретањима, што потврђују и успешна прва ревизија аранжмана с ММФ-ом у јуну, потврда кредитног рејтинга агенција *Fitch* и *Standard & Poor's* и стабилно кретање премије ризика земље. Знатно нижи дефицит текућег рачуна у Т2[9], резултат је нижег дефицита у робној размени и суфицита у размени услуга са иностранством, али и повећаног прилива дознака из иностранства. Прилив дознака, али и доспеће нове серије обвезница старе девизне штедње утицали су на повећан откуп ефективног страног новца по мењачким пословима. Истовремено, понуда девиза повећана је и по основу прилива СДИ, а забележен је

Графикон IV.1.11. **Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту**

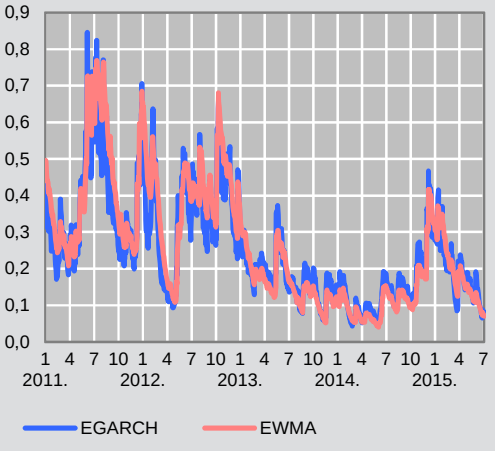



Извор: НБС.

* + продаја; - куповина.

** 1 EUR у RSD.

Графикон IV.1.12. **Краткорочна волатилност курса динара према евру**
(у %)




Извор: НБС.

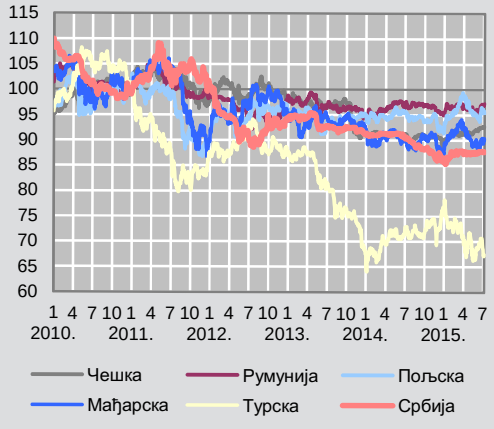
[9] У мају је забележен суфицит текућег рачуна у износу од 17,1 млн евра. Последњи пут суфицит текућег рачуна је остварен у јануару 2005, пошто је због почетка примене система ПДВ од 2005, део увоза извршен у месецима који су претходили.

и раст задужења резидената (државе) према иностранству. За разлику од претходног тромесечја, нерезиденти су смањили своја улагања у динарске државне ХоВ и током целог Т2, а посебно у јуну, они су били нето купци девиза од банака. Ипак, таква кретања нису резултирала слабљењем динара, делом и због тога што су банке, у условима доспећа раније одобрених динарских субвенционисаних кредита и повећања валутно индексиране активе по другим основама, повећале понуду девиза. Такође, судећи према стабилном кретању *EMBI*, перцепција инвеститора према Србији није погоршана.

Промет на МДТ-у је смањен у односу на претходно тромесечје и у Т2 је у просеку износио 31,7 млн евра дневно, што је за 10,2 млн евра ниже него у Т1.[10] Посматрано по месецима, просечне дневне вредности промета биле су релативно уједначене, а највиша је забележена у јуну (33,2 млн евра). И осцилације курса динара према евру, мерене методама *EWMA*[11] и *EGARCH*[12], смањене су у току Т2.

Без намере да утиче на тренд кретања курса, Народна банка Србије је у Т2 интервенисала на МДТ-у претежно на страни куповине девиза, у нето износу од 120,0 млн евра. Највише је интервенисала у априлу, када је укупно купила 140,0 млн евра и продала 30,0 млн евра. Након тога, до краја Т2 је интервенисала само једном – куповином 10,0 млн евра.

Графикон IV.1.13. **Кретање курсева одређених националних валута према евру***
(дневни подаци, 31. 12. 2010 = 100)




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

Народна банка Србије наставила је да организује двонедељне и тромесечне девизне своп аукције. Након повећања у Т1, обим трансакција на двонедељним своп аукцијама се у Т2 вратио на раније нивое (укупно је продато и купљено по 39,0 млн евра), док је на тромесечним купљено и продато по 14,0 млн евра. Смањен је и износ девизних свопова међу банкама, који су обављани само током априла (укупно 16,4 млн евра).

Апрецијацијски притисци преовладавали су током јула, када је динар ојачао за 0,4%. Како би ублажила дневне осцилације курса, Народна банка Србије је интервенисала на МДТ-у куповином 230,0 млн евра.

Већина валута осталих земаља региона са сличним режимом девизног курса је, посматрано крајем периода, ослабила у односу на евро. Слабљење је било најизраженије код турске лире (5,1%) и мађарске форинте (5,0%), док су пољски злот и румунски леј ослабили у мањој мери – за 2,5%, односно 1,4%. Једино је чешка круна ојачала према евру за 1,0%.

## Кретања на берзи

Током Т2 *BELEX15* је изгубио вредност за 3,1%, а *BELEXline* за 3,4%. Крајем јуна индекс најликвиднијих акција је износио 645,8 индексних поена, а општи индекс акција 1.328,6 индексних поена. Пад је, као и на већини осталих берзи у региону, започет средином маја и може се повезати с негативним вестима у вези с могућношћу сервисирања обавеза Грчке према кредиторима. Ипак, у јулу је остварен благ опоравак индекса, праћен растом промета.

Пад цена акција био је праћен и смањењем укупног промета акцијама на Београдској берзи. Тај промет је у Т2 износио 2,5 млрд динара, или за 4,3 млрд мање него у Т1. При томе, његова највиша вредност остварена је у мају (1,0 млрд динара).

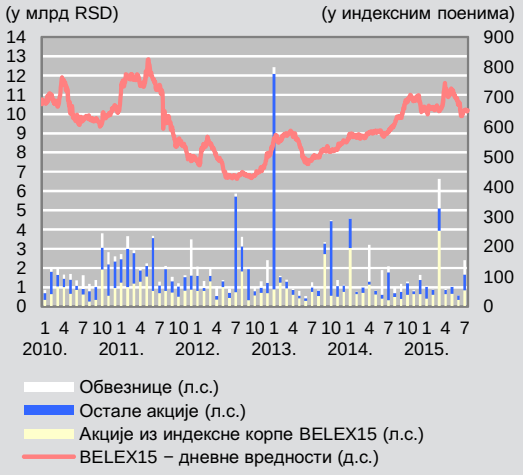
Око две петине укупног промета акцијама у Т2 односило се на трансакције у којима су учествовали страни инвеститори. Као и у Т1, они су били нето

[10] Без Народне банке Србије.

[11] *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.

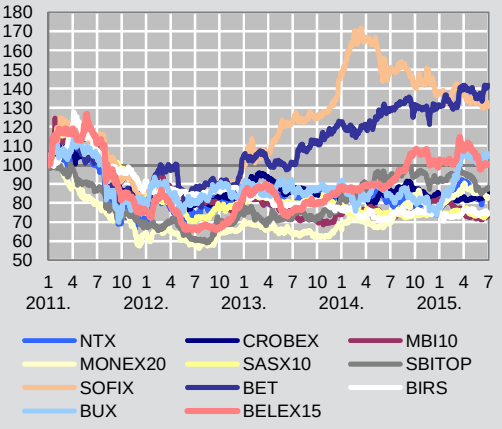
[12] *EEGARCH* (*Exponential General Autoregressive Conditional Heteroskedasticity*) – метод оцене условне варијансе који приказује асиметричан ефекат позитивних и негативних шокова на оцену условне варијансе.

Графикон IV.1.14. **Индекс *BELEX15* и промет на Београдској берзи**




Извор: Београдска берза.

Графикон IV.1.15. **Кретање берзанских индекса у региону**
(у индексним поенима, нормализовано, 31. 12. 2010 = 100)




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

продавци домаћих акција, али у знатно мањем износу (43,6 млн динара).

Укупан промет обвезницама старе девизне штедње у Т2 је износио свега 96,6 млн динара. Од тога се 77,4 млн динара односило на трговање обвезницама серије А2016, а остатак на промет серије која је доспела средином маја. Стопе приноса за серију А2016 су смањене на 2,9% крајем Т2.

Тржишна капитализација Београдске берзе је у Т2 смањена за 59,8 млрд динара и крајем јуна је износила 720,6 млрд динара. Од тога је капитализација регулисаног сегмента смањена за 45,0 млрд динара, што је у великој мери резултат доспећа обвезница серије А2015 у мају. Истовремено је смањена и капитализација МТП сегмента[13] за 14,8 млрд динара, на 345,1 млрд динара. Учешће тржишне капитализације у оцењеном БДП-у смањено је за 1,6 п.п., на 18,5% на крају Т2.

Индекси на берзама у региону бележили су различита кретања, при чему је пад индекса на берзама у Љубљани (7,4%), Скопљу (6,5%) и Софији (5,0%) био израженији у односу на београдске. С друге стране, индекс на берзи у Будимпешти наставио је снажан раст (11,2%), а у мањој мери је повећан индекс на берзи у Букурешту (3,1%).

## 2. Новац и кредити

***Иако је током Т2 понуда новца повећана, њен мг. раст додатно успорава. Томе доприноси и кредитна активност, која друго тромесечје заредом бележи пад, док се на мг. нивоу њен раст успорава. Ипак, у поређењу с Т1, кретања на кредитном тржишту била су нешто повољнија, пошто је у јуну, први пут од почетка године, на месечном нивоу остварен раст кредита.***

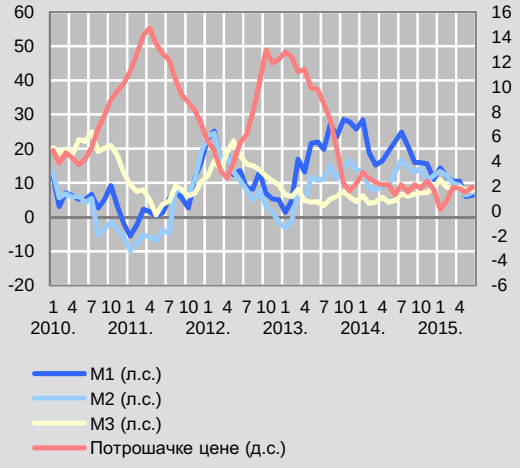
### Монетарни агрегати

Динарски примарни новац је током Т2 номинално повећан за 3,6% (2,9% реално), а тај раст је скоро у потпуности определио повећање укупног примарног новца (2,4%, номинално и 1,7% реално). На мг. нивоу, динарски примарни новац је у јуну реално повећан за 22,2%, а укупни примарни новац за 3,0%.

Динарски примарни новац је повећан по основу нето куповине девиза Народне банке Србије на МДТ-у (са 14,4 млрд динара) и девизних трансакција платног промета с Косовом и Метохијом (11,1 млрд динара). Динарски депозити државе смањени су за 15,8 млрд динара, али је (знатан) део тих средстава искоришћен за куповину девиза од Народне банке Србије, пре свега ради исплате доспелих обвезница

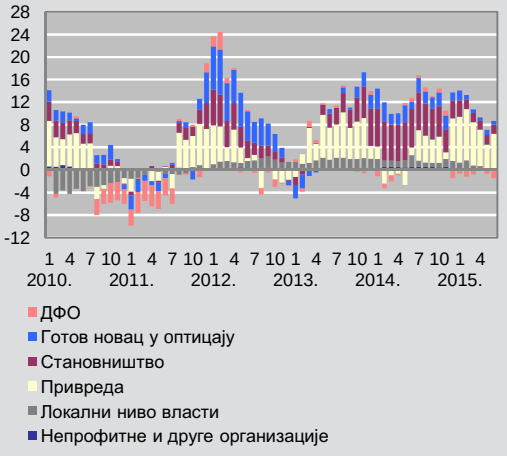
[13] МТП представља тржиште мултилатералне трговачке платформе. Организује га берза и на њему су тренутно листиране акције компанија које не испуњавају услове за листирање на регулисаном тржишту.

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




Извор: РЗС и НБС.

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




Извор: НБС.

старе девизне штедње, тако да је држава деловала на пад ликвидности са 3,2 млрд динара. Народна банка Србије је почетком априла наставила са организовањем аукција репо продаје ХоВ и по том основу је током Т2 повучено 20,0 млрд динара.

У структури динарског примарног новца, највећи раст (15,6 млрд динара) бележи износ преконоћних депозита које су банке држале код Народне банке Србије. Повећан је и готов новац у оптицају (4,6 млрд динара), средства на рачунима осталих сектора и обрачуната обавезна резерва која се издваја у динарима (за по 3,5 млрд динара) и готовина у благајни (0,3 млрд динара). Једино су средства на жиро рачунима банака смањена за 13,6 млрд динара.

И шири монетарни агрегати су реално повећани у Т2. Раст је био најизраженији код М1 (6,5%), пре свега због повећања трансакционих депозита привредних друштава. Кретање М1 је у потпуности определило и раст М2 (4,1%), будући да су средства на штедним и ороченим депозитима смањена. Најмањи раст (1,5%) остварио је најшири агрегат М3. Посматрано на мг. нивоу, раст понуде новца наставља да успорава. Тако је у јуну у односу на исти период претходне године М1 био реално већи за 4,3%, М2 за 5,2% и М3 за 5,8%.

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

| | 2014. | | 2015. | | Учешће у М3 јун 2015. (у %) |
|---|---|---|---|---|---|
| | Септ. | Дец. | Март | Јун | |
| М3 | 4,4 | 6,8 | 6,5 | 5,8 | 100,0 |
| Девизни депозити | 1,7 | 5,2 | 5,9 | 6,1 | 68,3 |
| М2 | 10,7 | 10,3 | 7,9 | 5,2 | 31,7 |
| Динарски орочени и штедни депозити | 4,1 | 13,2 | 6,7 | 7,5 | 9,1 |
| М1 | 13,7 | 9,1 | 8,4 | 4,3 | 22,7 |
| Депозити по виђењу | 16,6 | 11,1 | 11,7 | 5,4 | 16,3 |
| Готов новац у оптицају | 7,3 | 4,8 | 1,1 | 1,7 | 6,3 |

Извор: НБС.

На креирање М3 у Т2 највише су утицали раст нето девизних резерви банака (повећање потраживања од иностранства и смањење обавеза према иностранству) и улагање банака у државне ХоВ. С друге стране, смањено кредитирање приватног сектора деловало је у супротном смеру.

Посматрано по компонентама новчане масе М3, највећи раст у Т2 исказала су средства на депозитима

по виђењу (24,0 млрд динара). Раст је остварен првенствено на рачунима привредних друштава, и то из сектора прерађивачке индустрије и рударства, а повећани су и износи на текућим рачунима грађана. Истовремено, предузећа из ове области смањила су средства на динарским рачунима дужих рочности. То је, уз смањење депозита јавних предузећа, пресудно утицало на то да ова категорија депозита забележи пад од 1,1 млрд динара.

Динарска штедња становништва од априла поново расте. У Т2 она је повећана за 3,5 млрд динара и крајем јуна је достигла 40,0 млрд динара, чиме се скоро изједначила с њеним највишим нивоом из јула 2014. Грађани су се највише опредељивали за штедне улоге рочности између три и шест и 12 и 24 месеца. Иако је у мају доспела нова серија обвезница старе девизне штедње, то доспеће није резултирало већим растом девизне штедње грађана, која је у Т2 повећана за 16,4 млн евра (122,7 млн евра од почетка године) и крајем јуна је износила 8,4 млрд евра. Од тога, највише су повећани девизни депозити по виђењу и депозити орочени на период између једне и две године. Ниже плате и пензије вероватно су један од разлога мањег раста девизне штедње од уобичајеног у периоду исплате старе девизне штедње, на шта указује и већи откуп ефективног страног новца по основу мењачких послова.

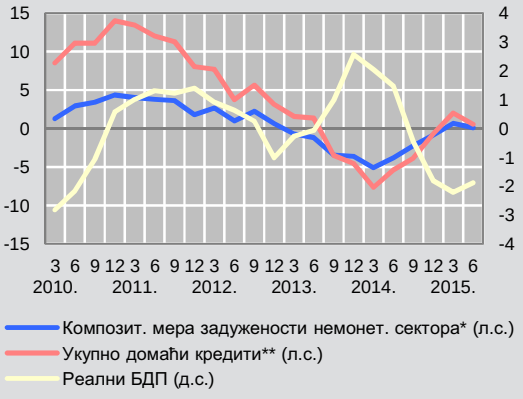
Од почетка године бележи се и раст девизних депозита привреде, и то 80,8 млн евра, што је делом резултат и повећаног извоза, на шта указује раст депозита предузећа из претежно извозних сектора.

## Кредити

Домаћи кредити су у Т2, искључујући ефекат промене девизног курса[14], смањени за 0,2%, а њихово учешће у оцењеном БДП-у за 0,2 п.п., на 48,1% у јуну. Ипак, у поређењу с Т1, када је забележен пад од 1,0%, кретања на кредитном тржишту у Т2 била су повољнија, посебно ако се има у виду да је у јуну, први пут од почетка године, на месечном нивоу остварен раст кредита. Тај раст је пре свега био вођен кредитирањем привреде, а у мањој мери становништва и ДФО.

Посматрано на мг. нивоу, раст домаћих кредита се успорава од априла. У јуну је њихов мг. раст,

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




Извор: НБС и РЗС.

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

** Искључен ефекат промене девизног курса.

рачунато по програмском курсу, износио 0,6%, при чему је раст кредита привреди успорен на 0,5%, а становништву на 3,0%.

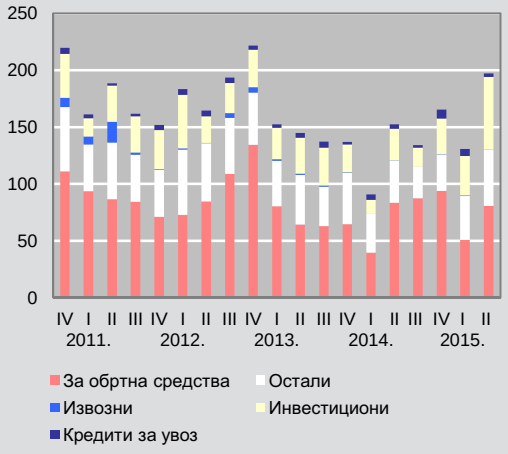
Кредити привреди су, рачунато по програмском курсу, у Т2 смањени за 1,3%. Износ новоодобрених кредита привреди у Т2 био је виши него у Т1, при чему се око трећине ових кредита односило на постојеће кредите који су рефинансирани, тј. чији су услови отплате измењени. Банке су и даље највише одобравале кредите за обртна средства, који су чинили око 41% новоодобрених кредита привреди. Позитиван сигнал представља повећање учешћа инвестиционих кредита у новим кредитима (32%), док се на остале кредите односило око 25%.

На повољнија кретања указују и резултати јулске анкете Народне банке Србије о кредитној активности банака[15], где је, први пут од почетка спровођења анкете, на нивоу банкарског сектора евидентирано ублажавање кредитних стандарда привреди. Наиме, одређен број банака ублажио је стандарде пре свега под утицајем конкуренције међу банкама и нижих трошкова извора за кредите, иако су ризици у погледу могућности наплате потраживања и колатерала и неповољна очекивања о будућем привредном расту били и даље присутни. Према оцени банака, тренд снижења маржи и пратећих

[14] Обрачунато по курсу динара према евру, 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.

[15] Поменуту анкету Народна банка Србије спроводи од почетка 2014. године. Учешће у анкети је добровољно, а одзив готово 100%.

Графикон IV.2.4. **Структура новоодобрених кредита привреди**
(у млрд RSD)

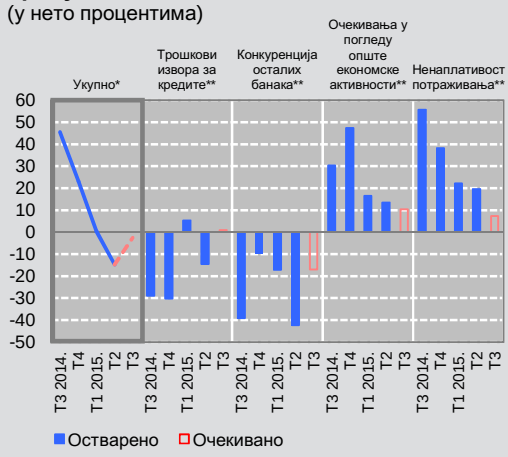



Извор: НБС.

трошкова настављен је и у Т2, а предузећима су нуђени и повољнији рокови отплате. Истовремено, захтеви у погледу колатерала и максималног износа кредита били су строжи. У складу са очекивањима изнетим у априлској анкети, тражња предузећа за кредитима је повећана, а тај раст је, према оцени банака, био вођен потребом финансирања обртних средстава и рефинансирања постојећих обавеза. Исти фактори требало би да буду главни покретачи раста тражње, који се очекује и у Т3.

За разлику од Т1, кредити становништву су у Т2 повећани за 1,4%. Обим новоодобрених кредита је повећан у односу на Т1, а грађани су, као и раније, највише користили готовинске кредите, који су чинили више од половине новоодобрених кредита (52%). Задуживање грађана по основу стамбених кредита и даље је ниско, што је и очекивано с обзиром на релативно ниска примања становништва и неповољну ситуацију на тржишту некретнина. Коришћење потрошачких кредита благо је повећано, док је задуживање по скупљим категоријама кредита – револвинг кредитима, кредитним картицама и прекорачењима по текућим рачунима – било на сличном нивоу као у претходним месецима. Повећање износа новоодобрених кредита у Т2 једним делом је и резултат измене услова отплате постојећих, пре свега стамбених кредита, након примене Одлуке Народне банке Србије о мерама за

Графикон IV.2.5. **Утицај појединих фактора на промену кредитних стандарда у одобравању кредита и кредитних линија предузећима**
(у нето процентима)

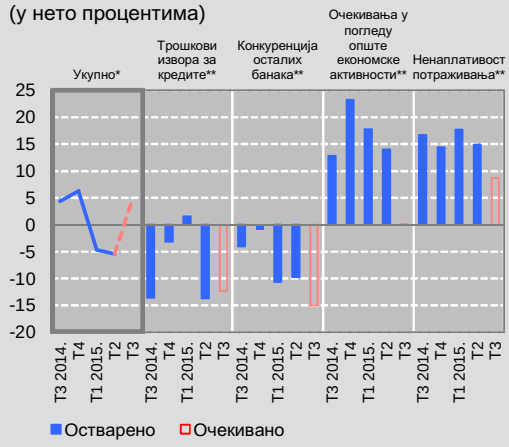



Извор: НБС.

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

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

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




Извор: НБС.

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

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

очување стабилности финансијског система у вези с кредитима индексираним у страној валути.

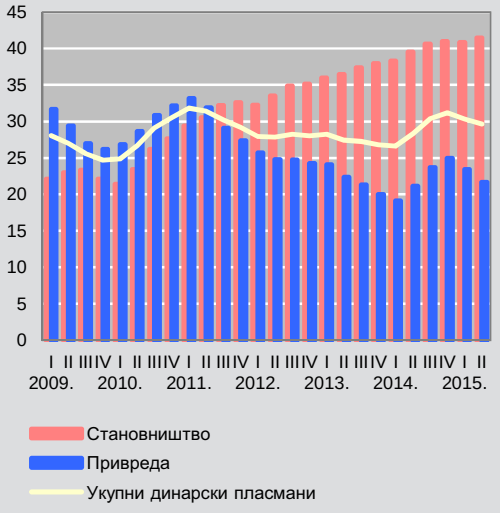
Према јулској анкети о кредитној активности, поједине банке су вођене истим разлозима као и у случају привреде ублажиле стандарде за кредите становништву. Смањене су каматне марже и пратећи трошкови, а нуђени су и дужи рокови отплате, док услови који се односе на обезбеђење кредита – колатерал, учешће и хипотеку – нису мењани. Према оцени банака, тражња грађана за скоро свим категоријама кредита је повећана. Грађани су највише били заинтересовани за готовинске кредите и кредите за рефинансирање, а први пут је после три тромесечја евидентиран и раст тражње за стамбеним кредитима. Банке очекују даљи опоравак тражње, који би требало да буде вођен потребом рефинансирања постојећих обавеза, али и куповином непокретности.

Учешће динарских пласмана у укупним пласманима привреди и становништву додатно је смањено у Т2 (за 0,7 п.п.) и крајем јуна износило је 29,6%. Ниже каматне стопе утицале су на то да се током Т2 привреда претежно задужује у девизним знаку, тако да је степен динаризације пласмана привреди додатно смањен за 1,7 п.п., на 21,7%. За разлику од привреде, грађани су се првенствено задуживали у валути у којој остварују приходе, тако да је динаризација пласмана становништву повећана за 0,6 п.п., на 41,5%.

Ненаплатива потраживања су, уз очекивања о економској активности, главни фактор који, према одговорима банака у анкети о кредитној активности, отежава ублажавање кредитних стандарда. Током Т2 учешће *NPL* у укупним кредитима је повећано за 0,2 п.п. и у јуну је износило 22,8%. При томе, раст учешћа *NPL* је био израженији код сектора становништва (за 0,6 п.п., на 11,3%[16]) него код привреде (за 0,2 п.п., на 25,8%).

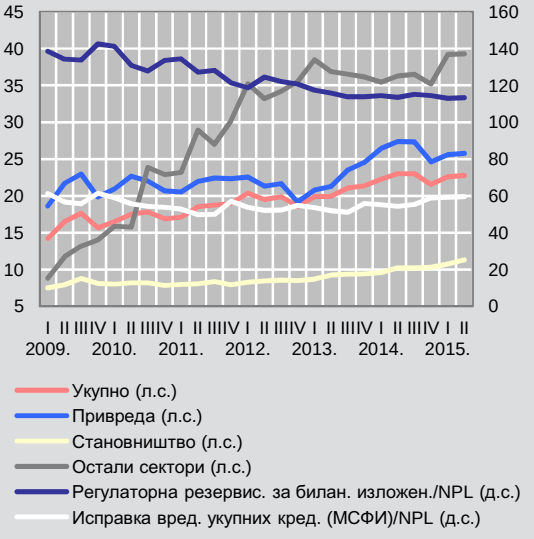
Међутим, и поред високог учешћа *NPL* у укупним кредитима, коефицијент адекватности капитала од око 21% указује на то да стабилност домаћег банкарског сектора није нарушена. Исправка вредности укупних кредита у јуну је износила 59,6% *NPL*, а регулаторна резервисања за билансну изложеност[17] и даље у потпуности покривају износ бруто *NPL* и у јуну су износила 113,2%. Очекује се

Графикон IV.2.7. **Учешће динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву**
(у %)




Извор: НБС.

Графикон IV.2.8. **Учешће *NPL* у укупним кредитима, бруто принцип**
(у %)




Извор: НБС.

[16] Уколико се укључе предузетници и приватна домаћинства, ово учешће је повећано за 0,5 п.п., на 12,3%.

[17] 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).

да ће Стратегија за решавање питања *NPL*, коју припремају Влада и Народна банка Србије, у сарадњи с ММФ-ом, Светском банком и Европском банком за обнову и развој, омогућити решавање питања *NPL* на тржишан и дугорочно одржив начин.

## 3. Тржиште непокретности

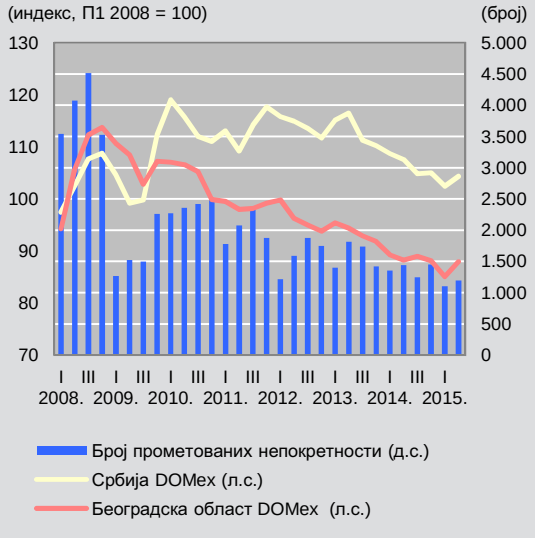
***Ситуација на тржишту непокретности је благо побољшана у Т2, уз раст цена и промета, као и броја издатих грађевинских дозвола. Настављено је и са унапређењем законских прописа из ове области, који би требало да подстакну већу активност на тржишту некретнина и поправе позицију Србије у међународним оквирима.***

Након смањења у Т1, цене некретнина у Србији, мерене индексом *DOMex*[18], порасле су у Т2 за 1,9%, чиме су се практично вратиле на ниво с краја 2014. Раст је био вођен поскупљењем некретнина у Београду (3,3%), док је у осталим регионима забележен пад цена. Посматрано на мг. нивоу, пад цена некретнина у Т2 настављен је осмо узастопно тромесечје (2,0%), али је он ипак био спорији него у Т1 (5,8%). Просечна цена некретнине на територији Србије у Т2 износила је 864,4 евра по квадратном метру.

Након што је у Т1 достигао најнижу вредност од 2007, промет некретнина[19] се благо опоравио у Т2 (8,2%). Раст промета забележен је у свим регионима, при чему је нешто већи раст остварен у регионима Београда и Шумадије и западне Србије, који су тако благо повећали своје учешће у укупном промету. Ипак, и поред благог побољшања, промет некретнина у Т2 у свим регионима и даље је нижи у односу на исти период претходне године, што указује на то да је криза на овом тржишту и даље присутна. Узроци таквих трендова су пре свега ниска куповна моћ становништва и пооштрени кредитни стандарди банака приликом одобравања стамбених кредита, што потврђују и резултати анкете о кредитној активности.

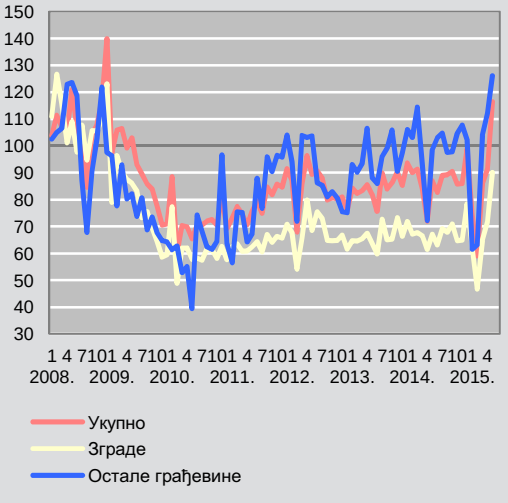
Позитивни резултати забележени су на страни понуде некретнина, будући да је у Т2 повећан број издатих грађевинских дозвола. На то је највише утицала нова поједностављена процедура за

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




Извор: НКОСК.

Графикон IV.3.2. **Индекси броја издатих дозвола новоградње**
(дсз. подаци, П1 2008 = 100)




Извор: РЗС и прерачун НБС.

[18] Овај индекс објављује Национална корпорација за осигурање стамбених кредита, а односи се само на непокретности чија је куповина финансирана осигураним кредитима. Иако поменути индекс не обухвата трансакције купопродаје некретнина финансиране сопственим средствима или неосигураним кредитима, имајући у виду високу незапосленост, пад зарада и ниску кредитну активност, сматрамо да кретања на укупном тржишту некретнина прате кретања индекса *DOMex*.

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

издавање дозвола, која је ступила на снагу у марту. Укупан број издатих грађевинских дозвола у априлу и мају виши је за око 30% у односу на исти период претходне године, а у случају зграда за око 25%.

Поред прописа који се односе на издавање дозвола, у јулу су усвојена још два закона која би требало да унапреде стање на тржишту некретнина. Законом о изменама и допунама Закона о хипотеци предвиђена је афирмација вансудског поступка намирења вредности добијене продајом хипотекарне непокретности, чиме се постиже већа заштита кредитора и поверилаца. Такође, прецизније су одређена права и обавезе дужника, као и начини и механизми заштите њихових интереса, чиме се обезбеђује и њихов повољнији положај у односу на досадашње законске одредбе.

Усвајањем Закона о претварању права коришћења у право својине на грађевинском земљишту уз накнаду омогућује се завршетак својинске трансформације на грађевинском земљишту. Инвеститорима се даје могућност да право коришћења претворе у право својине или право дугорочног закупа на 99 година, уз плаћање одговарајуће накнаде по тржишним ценама. Будући да је немогућност стицања власништва над грађевинским земљиштем била једна од највећих кочница реализације бројних грађевинских пројеката, овим законом је отворена могућност за знатно убрзање инвестиционе активности.

Такође, у јуну је ратификован и споразум о одобравању зајма Међународне банке за обнову и развој за пројекат унапређења земљишне администрације у Србији, који би требало да у наредном периоду побољша рад катастра непокретности и доведе га на ниво најразвијенијих земаља из ове области.

Усвајањем ових прописа отклањају се поједини недостаци који су раније навођени као значајне препреке у пословању у Србији, што би требало да поправи положај Србије на међународним листама конкурентности пословног окружења.

## 4. Агрегатна тражња

***Реформе пословног амбијента, уз побољшање финансијске позиције предузећа, пре свега услед пада цене нафте, позитивно су се одразиле на раст приватних инвестиција. То је, уз мање негативне ефекте фискалне консолидације на финалну потрошњу од очекиваних, утицало на то да домаћа тражња у Т2 позитивно допринесе (1,9 п.п.) расту агрегатне тражње. Допринос нето екстерне тражње био је неутралан због успоравања раста реалног извоза робе и услуга.***

***Раст агрегатне тражње на мг. нивоу од 0,9% у Т2 је такође био претежно вођен приватним инвестицијама, а после три тромесечја и нето извозом. С друге стране, негативан допринос кретању агрегатне тражње потекао је од финалне потрошње домаћинстава и државе и државних инвестиција, које су у Т2 наставиле мг. пад.***

### Домаћа тражња

**Потрошња домаћинстава** је у Т2, након годину дана, према нашој процени, порасла (0,5% дсз.) и позитивно допринела кретању агрегатне тражње са 0,4 п.п. На то указује пре свега раст промета у трговини на мало од 1,7% дсз., као и већи увоз трајних потрошних добара. Посматрано на мг. нивоу, пад потрошње домаћинстава је убрзан на 1,4%, уз негативан допринос агрегатној тражњи од 1,0 п.п.

На тромесечни раст потрошње домаћинстава указује и кретање главних извора потрошње. Реална маса нето зарада повећана је 2,1% дсз., док су трансфери социјалног осигурања порасли 1,1% дсз. Током Т2 повећано је и одобравање потрошачких и готовинских

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

Извор: РЗС и прерачун НБС.
Напомена: Процена НБС за Т2 2015.

кредита, као и прилив по основу продаје девизних средстава.

Реформе предузете у областима радног и стечајног законодавства, као и нова законска решења у области грађевинарства, поправиле су инвестициони амбијент. То је, уз поправљање финансијске позиције предузећа услед пада цена нафте, утицало на то да највећи допринос расту агрегатне тражње у Т2 потекне управо од **приватних инвестиција** (1,4 п.п.), чији је раст, према нашој процени, износио 7,9% дсз. На то упућује пре свега кретање показатеља из области грађевинарства, тј. раст производње грађевинског материјала и број издатих грађевинских дозвола, као и наставак раста увоза опреме. Током Т2 повећано је одобравање инвестиционих кредита привреди, док је прилив СДИ био нижи него у Т1. Раст приватних инвестиција убрзан је на мг. нивоу на 10,4%, уз позитиван допринос расту агрегатне тражње од 1,7 п.п.

**Потрошња државе** је у Т2, према нашој процени, благо порасла (0,3% дсз.), уз позитиван допринос агрегатној тражњи од 0,1 п.п. Расту државне потрошње допринело је повећање издатака за куповину робе и услуга од 5,6% дсз., док су расходи за зараде у јавном сектору, у складу са очекивањима, наставили пад (0,8% дсз.). На мг. нивоу, пад државне потрошње је успорен на 3,0%, уз негативан допринос кретању агрегатне тражње од 0,6 п.п.

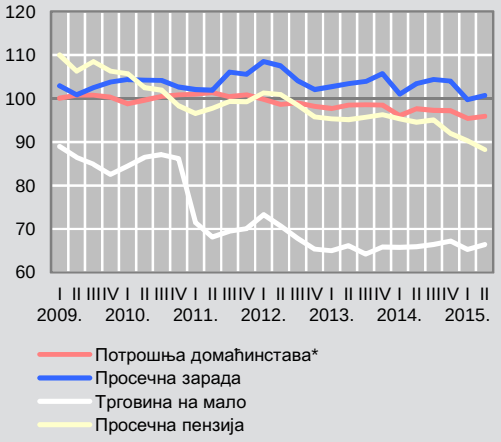
Табела IV.4.1. **Показатељи кретања инвестиција**

| | 2014. | | | 2015. | |
|---|---|---|---|---|---|
| | II | III | IV | I | II |
| **Реални показатељи** (дсз. подаци, тромесечни раст, у %) | | | | | |
| Залихе индустријских производа | 0,8 | -2,1 | -1,3 | 5,4 | -0,7 |
| Индустријска производња капиталних производа | -1,4 | 1,3 | -1,4 | 14,1 | -4,7 |
| Извоз средстава за рад* | -3,5 | -1,8 | -1,3 | 29,7 | -5,2 |
| Увоз средстава за рад* | 0,6 | -0,1 | 2,0 | 7,5 | 6,3 |
| Залихе капиталних производа | 3,3 | 1,1 | 6,8 | 3,2 | 3,1 |
| Индустријска производња интермедијарних производа | -6,5 | 1,8 | -1,9 | 6,3 | 1,7 |
| Извоз интермедијарних производа* | -2,0 | 0,1 | 1,5 | 2,9 | 4,5 |
| Увоз интермедијарних производа* | -1,6 | -2,6 | 1,7 | 4,3 | 2,4 |
| Залихе интермедијарних производа | 2,6 | -0,3 | -1,0 | -0,3 | 2,1 |
| Индустријска производња грађевинског материјала | -7,3 | 2,3 | 2,3 | -6,7 | 9,2 |
| Залихе грађевинског материјала | 2,2 | -3,1 | -1,3 | -3,1 | -4,0 |
| Инвестиције државе** | 39,7 | -35,2 | 5,7 | -21,6 | 50,2 |

Извор: РЗС и прерачун НБС.
* Извоз и увоз су изражени у еврима.
** Инвестиције државе су дефлациониране индексом цена произвођача индустријских производа.

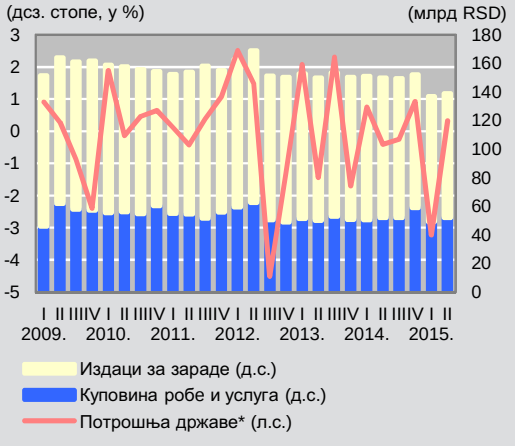
Након три тромесечја пада, **инвестиције државе** су у Т2 порасле за 50,2% дсз. и позитивно допринеле расту агрегатне тражње са 0,6 п.п., док је на мг. нивоу њихов реалан пад успорен на 7,1%.

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




Извор: РЗС и прерачун НБС.
* Процена НБС за Т2 2015.

Графикон IV.4.3. **Потрошња државе**
(реални износи)




Извор: РЗС, Министарство финансија и прерачун НБС.
* Процена НБС за Т2 2015.

## Нето екстерна тражња

После релативно снажног раста у претходна два тромесечја, у Т2 је дошло до успоравања реалног раста извоза робе и услуга на 1,1% дсз. Сличну динамику раста забележио је и реални увоз робе и услуга (0,9% дсз.), тако да је допринос нето извоза кретању агрегатне тражње у Т2 био неутралан.

Посматрано на мг. нивоу, реални извоз робе и услуга је наставио релативно снажан раст (7,1%), док је раст увоза знатно успорен – са 11,0% у Т1 на 4,9% у Т2, тако да је нето извоз, након три тромесечја, позитивно допринео кретању агрегатне тражње са 0,4 п.п.

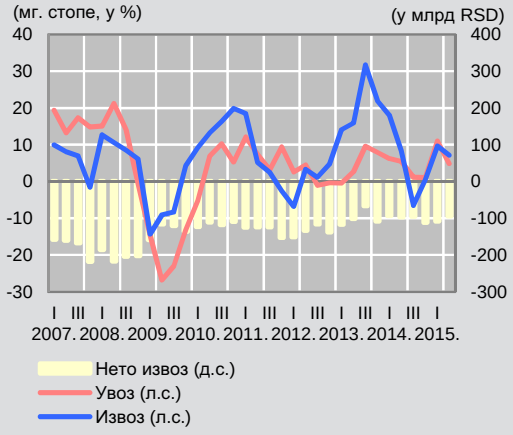
Показатељ екстерне тражње[20] наставио је да расте и у Т2, уз побољшање економске климе код наших најзначајнијих трговинских партнера. Пад јединичних трошкова рада у прерађивачкој индустрији, која производи највећи део размењивих добара, утицао је на побољшање трошковне конкурентности, док је ценовна конкурентност тек благо смањена услед реалне апрецијације ефективног девизног курса у Т2 од 0,5%.

Снажан раст робног извоза из Т1 (8,5% дсз.) успорен је у Т2 на 0,6% дсз. због успоравања извоза пољопривредних производа и смањења у кључним извозним гранама прерађивачке индустрије (аутомобили и нафтни деривати). Извоз моторних возила је смањен за 6,7% дсз., и поред раста продаје аутомобила на кључним извозним тржиштима, што указује на постепено засићење тржишта моделом који се производи у фабрици „Фијат аутомобили Србија“ у Крагујевцу. Ипак, та компанија и даље је појединачно највећи извозник у Србији, чији је извоз у Т2 износио 361,7 млн евра, а од почетка године 735,0 млн евра.

Поред моторних возила, у Т2 је регистрован и пад извоза основних метала и производа од метала, који су током Т1 били међу водећим извозним гранама. Како је на мг. нивоу раст извоза ових грана и даље изражен, процењујемо да је пад у Т2 делом последица и високе базе из претходног тромесечја. Слична кретања забележена су и код извоза фармацеутских производа и дувана и дуванских производа. Такође, настављено је смањење извоза нафтних деривата, што је у највећој мери резултат пада њихове цене, будући да, према извештају „Нафтне индустрије Србије“, тражња за моторним горивима на тржиштима у региону расте.

С друге стране, у Т2 је настављен раст извоза пољопривредних производа (6,3% дсз.), али

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




Извор: РЗС и прерачун НБС.
Напомена: Процена НБС за Т2 2015.

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

Извор: Европска комисија, РЗС и НБС.
* Без аутомобилске индустрије.

[20] 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.

споријим темпом него у Т1. Извоз пшенице је у Т2 порастао, али је на нивоу меркантилне године[21] био двоструко нижи због лошијег квалитета прошлогодишњег рода. Будући да је квалитет овосезонске пшенице знатно виши и да је остварена производња слична прошлогодишњем нивоу од око 2,4 млн тона, у текућој меркантилној години[22] могу се очекивати бољи извозни резултати. Извоз кукуруза је у Т2 настављен сличном динамиком као у Т1, а у досадашњем делу текуће меркантилне године[23] извезено је рекордних 2,8 млн тона. Ипак, неповољни временски услови за развој кукуруза у великој мери умањиће његов род, па се у наредној меркантилној години очекује знатно нижи извоз. Сличан раст као у Т1 остварен је и код извоза воћа и поврћа, али је на мг. нивоу њихов извоз у Т2 био виши за око 10%.

Када је реч о извозу прехрамбених производа, он у Т2 и даље расте, пре свега захваљујући порасту извоза меса и биљног уља. Позитиван допринос расту извоза наставили су да пружају и извоз хемијских производа, производа од гуме и пластике и одеће, а опоравак извоза је забележен и код електричне опреме. Позитивна кретања уочена су и у извозу електричне енергије, који је у Т2 повећан за 36,4% мг. након повратка производње на ниво пре поплава.

Због пада увоза потрошних добара (3,5% дсз.) смањен је робни увоз изражен у еврима за 0,8% дсз. у Т2. Увоз средстава за репродукцију је стагнирао (0,3% дсз.), док је увоз опреме наставио раст (6,3% дсз.), што указује на повећање инвестиција. Ипак, треба имати у

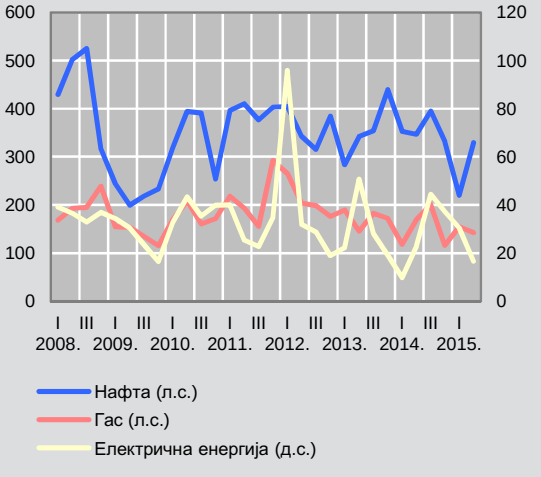
Графикон IV.4.7. **Робна размена у еврима**

Извор: РЗС и прерачун НБС.
* 12-месечни покретни просек.

Графикон IV.4.6. **Кретање главних компоненти увоза**
(дсз. подаци, П1 2008 = 100)

Извор: РЗС и прерачун НБС.

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




Извор: РЗС и прерачун НБС.

[21] Јул 2014 – јун 2015.
[22] Јул 2015 – јун 2016.
[23] Октобар 2014 – септембар 2015.

виду да је, слично као и у претходном тромесечју, релативно високо учешће некласификованих производа у увозу, тако да се након извршене рекласификације могу очекивати више стопе раста свих компонената увоза.

Посматрано по намени ЕУ, у Т2 је настављен пад увоза енергената. Томе је допринео нижи увоз природног гаса због пада његове цене[24] и електричне енергије након опоравка домаће производње, док је увоз нафте и нафтних деривата повећан првенствено због раста цена на светском тржишту. Такође, смањен је увоз капиталних производа, што се може делом објаснити нижим увозом производних компонената у ауто-индустрији. С друге стране, раст увоза забележен је у категорији трајних потрошних добара, који је последица већег увоза електричних машина и апарата и медицинских и фармацеутских производа, као и код интермедијарних производа услед повећаног увоза индустријских сировина (гвожђе и челик, обојени метали, неметални минерали).

Током Т2 забележено је побољшање показатеља робне размене, с обзиром на то да је покривеност робног увоза извозом[25] повећана за 1,0 п.п., на 72,9% у јуну. Посматрано у односу на преткризни ниво[26], робни извоз је у јуну био виши за 64,7%, а робни увоз за 1,5%.

[24] Цена природног гаса с помаком прати кретање цене сирове нафте, па је његова нижа цена од почетка 2015. последица пада цене сирове нафте из П2 2014.

[25] 12-месечни покретни просек.

[26] Ниво из П1 2008.

## Осврт 2: Наставак смањења екстерне неравнотеже у П1 2015.

Спољнотрговинска неравнотежа је током П1 2015. наставила да се смањује. Дефицит текућег биланса је у првих шест месеци 2015. износио 728,0 млн евра (4,7% БДП-а) и био је нижи за 309,0 млн евра (око 30%) у односу на исти период претходне године. Смањење дефицита текућег биланса резултат је повећања суфицита биланса услуга и рачуна секундарног дохотка, као и смањења дефицита на рачуну примарног дохотка, док је дефицит на рачуну робе био благо виши. Пад цена нафте и убрзање економског опоравка наших главних спољнотрговинских партнера (земље зоне евра и *CEFTA* споразума) повољно су деловали на спољнотрговниски дефицит, али је он, у највећој мери због нижег извоза моторних возила и електричне енергије, благо виши него пре годину дана.

Извоз робе је у П1 2015. износио 5,6 млрд евра, или за 309,0 млн евра више него у П1 2014, док је у истом периоду увоз робе повећан за 327,0 млн евра, на 7,5 млрд евра, што је резултирало благим повећањем дефицита на рачуну робе (18,0 млн евра). Раст извоза робе остварен је захваљујући пре свега доброј пољопривредној сезони и повећаном извозу пољопривредних и прехрамбених производа и дувана. Поред тога, повољна кретања на светском тржишту челика утицала су на поновно покретање производње у смедеревској железари, па је током П1 забележено и знатно повећање извоза гвожђа и челика, а у мањој мери порастао је и извоз индустријских машина, обојених метала и намештаја. Позитиван допринос побољшању спољнотрговинске неравнотеже наставили су да пружају и извоз хемијских и фармацеутских производа и производа од гуме и пластике. Истовремено, смањен је извоз моторних возила због ниже тражње за актуелним моделом „Фијата“ који се производи код нас, као и извоз електричне опреме због мање тражње из Русије, која је важно извозно тржиште за ову групу производа. Такође, пад цене нафте и последично ниже цене нафтних деривата одразиле су се на нижи извоз ове групе производа, док су штете од поплава у енергетском сектору утицале на смањење извоза електричне енергије. Ипак, у Т2 је дошло до опоравка производње електричне енергије, тако да њен извоз у мају и јуну бележи мг. раст.

Раст увоза робе у П1 2015. у односу на исти период претходне године у највећој мери је последица већег увоза природног гаса због повећане потрошње у хемијској индустрији и производњи основних метала, као и увоза електричне енергије, будући да у Т1 још нису били у потпуности оспособљени домаћи производни капацитети. Повећана производња основних метала подстакла је раст увоза металне руде и отпадака метала, кокса и каменог угља. Већи увоз забележен је и код индустријских машина, телекомуникационих и аудио апарата, транспортних средстава, кафе и јужног воћа. Најзначајнији допринос смањењу спољнотрговинског дефицита, с друге стране, потекао је од нижег увоза сирове нафте и нафтних деривата услед пада њене цене на светском тржишту. Такође, покретање производње основних метала у смедеревској железари утицало је на делимичну супституцију увоза гвожђа и челика, док се мања куповна моћ становништва одразила на мањи увоз друмских возила.

Табела О.2.1. **Биланс текућег рачуна Републике Србије**[1)]
(у млн EUR)

| | П1 2014. | П1 2015. | Разлика |
|---|---|---|---|
| **I. ТЕКУЋИ РАЧУН** | -1.037,0 | -727,9 | 309,1 |
| **1. Салдо робне размене** | -1.898,2 | -1.915,9 | -17,7 |
| 1.1. Извоз | 5.278,8 | 5.587,8 | 309,0 |
| 1.2. Увоз | 7.177,1 | 7.503,7 | 326,7 |
| **2. Салдо услуге** | 141,6 | 250,6 | 109,0 |
| 2.1. Извоз | 1.679,9 | 1.931,2 | 251,3 |
| 2.2. Увоз | 1.538,4 | 1.680,6 | 142,2 |
| **3. Салдо робе и услуга** | -1.756,7 | -1.665,3 | 91,3 |
| 3.1. Извоз робе и услуга | 6.958,8 | 7.519,0 | 560,2 |
| 3.2. Увоз робе и услуга | 8.715,4 | 9.184,3 | 468,9 |
| **4. Примарни доходак** | -745,0 | -698,1 | 46,9 |
| 4.1. Приходи | 292,9 | 263,2 | -29,7 |
| 4.2. Расходи | 1.037,9 | 961,3 | -76,6 |
| од тога: камате | 458,5 | 528,7 | 70,1 |
| **5. Секундарни доходак** | 1.464,6 | 1.635,6 | 170,9 |
| 5.1. Приходи | 1.640,4 | 1.841,1 | 200,8 |
| 5.2. Расходи | 175,7 | 205,6 | 29,8 |

Извор: РЗС и НБС.
Напомена: Прелиминарни подаци.
[1)] По *BPM6* методологији.

Значајан позитиван допринос смањењу спољнотрговинске неравнотеже дало је повећање суфицита на рачуну услуга за 109,0 млн евра. То је резултат већег раста извоза услуга (251,0 млн евра) у посматраном периоду у односу на раст увоза услуга (142,0 млн евра). Већи раст извоза услуга забележен је у готово свим категоријама, при чему је највише порастао извоз услуга транспорта, телекомуникација и осталих пословних услуга. Због већег ангажовања домаћих фирми на грађевинским радовима

у иностранству повећан је и извоз грађевинских услуга, док су се повољни временски услови и продужена зимска туристичка сезона одразили на раст извоза туристичких услуга. Када је у питању увоз услуга, највећи раст у П1 забележен је код туристичких, транспортних и осталих пословних услуга, док је увоз грађевинских услуга био нижи него у П1 2014.

Позитиван допринос смањењу текућег дефицита у П1 2015. потекао је и од нижег дефицита рачуна примарног дохотка (47,0 млн евра), који је постигнут услед већег смањења расхода (77,0 млн евра) у односу на приходе (30,0 млн евра). При томе, надокнаде за запослене наставиле су да бележе суфицит, док је код дохотка од инвестиција забележен мањи дефицит него у П1 2014. Највећи део тог смањења (99,0 млн евра) односио се на доходак од директних инвестиција, код којих су забележени знатно нижи расходи по основу исплате дивиденди и реинвестиране добити, што би се могло повезати с лошијим пословним резултатима у 2014. услед пада економске активности. Смањење је забележено и по основу прихода од власничког капитала, при чему је благ раст остварен код исплата дивиденди у потпуности био надмашен знатно нижим износом реинвестиране добити домаћих правних лица у иностранству. Већи раст расхода у П1 2015. у поређењу са истим периодом претходне године остварен је и по основу камата на портфолио инвестиције (за 73,0 млн евра), док су расходи по основу дохотка од осталих инвестиција остали на готово истом нивоу као у П1 2014. Захваљујући адекватним управљањем и повољнијим међувалутним кретањима на међународном финансијском тржишту, током П1 2015. повећани су и приходи по основу дохотка од девизних резерви за 12,0 млн евра у односу на исти период претходне године.

Позитиван допринос побољшању текућег дефицита у П1 2015. потиче од повећања суфицита на рачуну секундарног дохотка (171,0 млн евра) услед знатно вишег раста прихода (201,0 млн евра) у односу на расходе (30,0 млн евра). Као и ранијих година, највећи суфицит забележен је по основу текућих трансфера, од чега се највећи део односи на дознаке радника, које су у П1 чиниле 8,6% БДП-а и које су у посматраном периоду повећане за 117,0 млн евра. Ипак, постоји могућност да се овај раст не односи у потпуности на прилив нових дознака, већ се један део раста може објаснити укључивањем у платни систем раније приспелих дознака у условима смањења осталих извора потрошње домаћинстава (зарада и пензија). Поред дознака, раст суфицита је забележен и код текућих трансфера државе, што је у великој мери последица повећаних прилива по основу званичне помоћи.

Према нашој процени, наставак смањивања дефицита текућег рачуна очекује се и у П2, будући да су прогнозе привредног раста наших најзначајнијих спољнотрговинских партнера кориговане навише, па се стога очекује и наставак раста извоза. Такође, према процени аналитичара и кретању цена фјучерса, до краја године се не очекује већи раст светске цене нафте, што ће се позитивно одразити на Србију, која је нето увозник енергената. Под претпоставком да се цена сирове нафте до краја године креће око тренутног нивоа од око 50 долара за барел и уз задржавање тренутног односа курса долара према евру, процењујемо да ће допринос нижих цена нафте и гаса смањењу текућег дефицита у 2015. износити између 1,0–1,5 п.п. Укупан дефицит текућег рачуна у 2015. би, према нашој процени, требало да износи око 1,3 млрд евра, или 4,2% БДП-а, што је ниже за око 600 млн евра, или за 1,8 п.п. у односу на 2014, уз готово потпуно покриће путем СДИ.

Поред повољних цикличних кретања, на смањење спољнотрговинске неравнотеже утицало је и структурно прилагођавање домаће привреде, тј. реалокација ресурса од неразменљивих ка разменљивим секторима, повећање екстерне конкурентности и раст заснован на инвестицијама и извозу, које је допринело смањењу дефицита текућег рачуна са 21,6% БДП-а у 2008. на 6,0% у 2014. Зато је од изузетне важности да се и у наредном периоду настави с напорима усмереним на структурне реформе које имају за циљ побољшање услова пословања, одржање макроекономске стабилности и консолидацију јавних финансија. То би требало да обезбеди наставак прилива СДИ у извозно оријентисане секторе које у средњем и дугом року повећавају производни потенцијал и обезбеђују одржив раст.

# 5. Економска активност

***Наставак раста индустрије подстакнут нижим ценама енергената и екстерном тражњом, као и опоравак грађевинарства, допринели су расту БДП-а у Т2. Раст БДП-а забележен је и на мг. нивоу, захваљујући пре свега опоравку рударско--енергетског комплекса од последица прошлогодишњих поплава.***

***У односу на наша очекивања из мајског Извештаја о инфлацији, у 2015. се очекују бољи резултати у индустрији и грађевинарству, као и нижи негативни ефекти фискалне консолидације, тако да се упркос лошој пољопривредној сезони, на нивоу године, према нашој процени, очекује раст БДП-а од 0,5%.***

Добри резултати у индустрији и грађевинарству утицали су на снажнији раст БДП-а у Т2 (1,9% дсз.) од раније очекиваног. Наставак раста индустријске производње (6,7% дсз. у Т2) може се повезати с нижим ценама енергената, које су погодовале смањењу трошкова, као и с наставком економског опоравка у зони евра, који је подстакао већу екстерну тражњу. Та позитивна кретања одразила су се и на постепен повратак економске активности свом преткризном нивоу, тако да је мерено БДП-ом она била нижа за 0,4%, док је мерено НДВ-ом била за 0,3% виша у односу на П1 2008.

Захваљујући и ранијем од очекиваног опоравку рударско-енергетског комплекса, раст БДП-а је у Т2 остварен и на мг. нивоу и, према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, износио је 0,9%. Поред индустрије, позитиван допринос мг. расту потиче од грађевинарства, које је након пада у Т1, забележило опоравак у Т2, као и од финансијских делатности. Негативан допринос кретању БДП-а у Т2 наставили су да пружају пољопривредна производња и услужни сектори са значајним учешћем државе.

Сходно нашим очекивањима из претходног Извештаја о инфлацији, чини се да је у секторима рударства и енергетике дошло до потпуног опоравка и да је производња враћена на ниво пре прошлогодишњих поплава. На то указује снажан раст физичког обима производње у рударству (13,2% мг.) и енергетици (31,0% мг.) у Т2, који је забележен након четири узастопна тромесечја пада. Раст физичког обима у тим секторима је такође био изражен и на нивоу тромесечја (18,9% дсз. и 31,3% дсз., респективно).

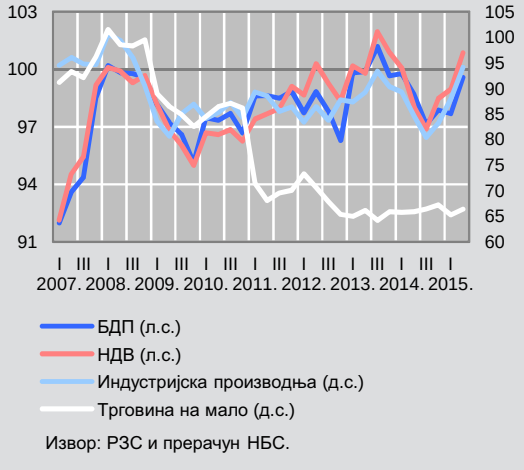
Раст физичког обима производње у Т2 остварен је и у прерађивачкој индустрији (1,0% дсз.), који је услед ниске базе убрзан на 7,5% мг. Од укупно 24 области прерађивачке индустрије, раст физичког обима производње у Т2 забележен је у 16, док је у осам регистрован пад. Позитивни трендови настављени су у извозно оријентисаним гранама прерађивачке индустрије (производња нафтних деривата, хемијских и фармацеутских производа, гуме и пластике), у којима је настављен раст физичког обима производње, што указује на то да је извозна тражња и даље један од покретача раста у индустрији. Позитивна кретања на светском тржишту гвожђа и челика од П2 2014. одразила су се на даљи раст производње основних метала, чији физички обим производње бележи раст четврто тромесечје заредом. С друге стране, физички

Табела IV.5.1. **Годишњи раст и доприноси расту БДП-а**

| | '2013. | | 2014. | | 2015.* | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | % | п.п | % | п.п | % | п.п |
| **БДП** | **2,6** | **2,6** | **-1,8** | **-1,8** | **0,5** | **0,5** |
| Пољопривреда | 20,9 | 1,5 | 0,8 | 0,1 | -10,4 | -0,9 |
| Индустрија | 6,0 | 1,2 | -7,1 | -1,5 | 7,9 | 1,6 |
| Прерађивачка индустрија | 5,7 | 0,8 | -1,7 | -0,3 | 4,5 | 0,7 |
| Рударство и енергија | 8,8 | 0,4 | -21,3 | -1,0 | 21,6 | 0,8 |
| Грађевинарство | -3,9 | -0,2 | 0,9 | 0,0 | 5,0 | 0,2 |
| Услуге | 0,3 | 0,1 | -0,5 | -0,2 | -1,4 | -0,7 |
| Нето порези | -1,1 | -0,2 | -0,6 | -0,1 | 0,6 | 0,1 |

Извор: РЗС и прерачун НБС.
* Процена НБС.

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

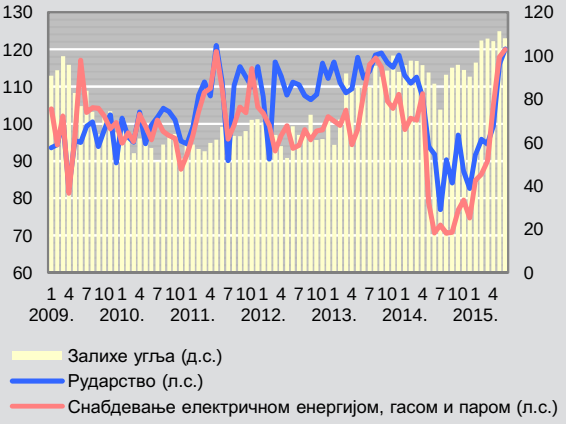



Извор: РЗС и прерачун НБС.

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

Извор: РЗС и прерачун НБС.

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




Извор: РЗС и прерачун НБС.

обим производње моторних возила је у Т2 благо опао, што се може повезати с благим засићењем тржишта актуелним моделом који се производи у фабрици „Фијат аутомобили Србија“ у Крагујевцу. Пад физичког обима производње забележен је и у прехрамбеној индустрији и производњи машина и опреме.

Кретања у грађевинарству од почетка текуће године слична су онима с почетка 2014, на шта указује стагнација вредности изведених радова у Т1 (–0,9% мг.), уз благ раст ефективних часова рада на градилиштима (1,2% мг.). Уколико се у обзир узму расположиви показатељи, у Т2 би могло доћи до раста активности (око 4% дсз.), будући да је у априлу и мају повећан број издатих грађевинских дозвола након почетка примене новог Закона о планирању и изградњи, који је скратио рок за издавање грађевинских дозвола на 30 дана. У Т2 је забележен и раст физичког обима производње грађевинског материјала (9,2% дсз.), као и других области блиско повезаних с кретањима грађевинске активности (производња намештаја и прерада дрвета). Ако би се позитивна кретања из Т2 наставила до краја године, у 2015. могао би се очекивати раст активности од око 5%.

Негативан допринос БДП-у у 2015. требало би да потекне од пољопривредне производње, која ће, према нашој процени, забележити пад од око 10%, с обзиром на неповољне временске прилике током јула. Талас екстремно топлог времена и недостатак падавина одразио се на кукуруз и индустријско биље у битној фази њихове вегетације (формирање плода и наливање зрна). Због тога се процењује да ће приноси ових култура бити много мањи него прошле године. Тај пад ће нарочито бити изражен код кукуруза, чија ће производња бити знатно нижа од рекордне прошлогодишње, али и у односу на десетогодишњи просек. Нижа производња очекује се и код соје и сунцокрета, као и код шећерне репе, којом је због проблема у откупу прошлогодишњег рода засејано за трећину мање површина него прошле године.

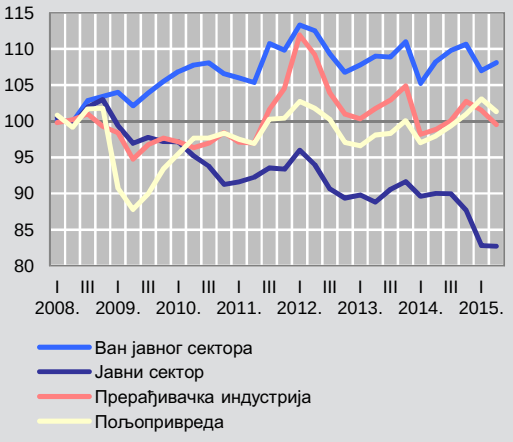
С друге стране, забележена је већа производња пшенице, чији се овосезонски род одликује и високим квалитетом, као и у областима воћарства, повртарства и виноградарства, које су због последица поплава претходне године исказале знатан пад. Благ раст производње требало би очекивати и у сточарству, јер показатељи указују на пораст броја стоке и већу прераду у кланицама од почетка 2015. године.

Позитивна кретања у Т2 су забележена и у сектору трговине, с обзиром на то да је раст промета у трговини на мало износио 1,7% дсз. То се делом може објаснити падом цене нафтних деривата на домаћем тржишту, који је утицао на раст расположивог дохотка домаћинстава. Поред трговине, показатељи указују и на позитивна кретања у сектору саобраћаја (раст физичког обима услуга) и угоститељству (повећан број ноћења туриста). У услужним делатностима са значајним учешћем државе је, с друге стране, и у Т2 настављен пад активности услед мера фискалне консолидације. На нивоу године очекује се негативан допринос услужних сектора кретању БДП-а, при чему треба имати у виду да показатељи економске активности од почетка године указују на то да ће тај допринос бити нижи од раније очекиваног.

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

Извор: РЗС и прерачун НБС.

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




Извор: РЗС и прерачун НБС.

У односу на наша предвиђања из мајског Извештаја о инфлацији, очекују се боље перформансе у индустрији и грађевинарству, као и мањи негативни ефекти фискалне консолидације, док ће због неповољних временских услова пад пољопривредне производње бити већи од очекиваног. Позитивна кретања у индустрији не би требало битније да умање очекивано нижи обим производње моторних возила и привремен прекид производње у фабрици „Фијат аутомобили Србија“ у летњим месецима. Према нашој процени, реални раст БДП-а у 2015. износиће око 0,5%.

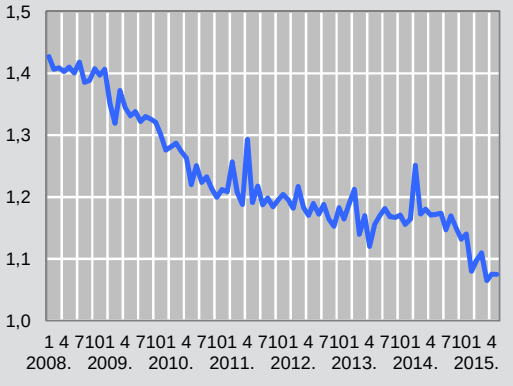
## 6. Кретања на тржишту рада

***Мере фискалне консолидације одразиле су се на наставак мг. пада реалне нето зараде у Т2, али је у односу на Т1 забележен дсз. раст вођен опоравком зарада ван јавног сектора. Наставак снажног раста индустријске производње у Т2 повећао је продуктивност и смањио јединичне трошкове рада. Ситуацију на тржишту рада карактерише раст формалне запослености, у условима повећане стопе партиципације, и наставак мг. пада стопе незапослености.***

### Зараде и продуктивност рада

**Раст реалне нето зараде** у Т2 у највећој мери је био вођен опоравком зараде ван јавног сектора, која је порасла 1,0% дсз., док је реална нето зарада у јавном сектору, након два узастопна тромесечја пада, стагнирала. Раст нето зараде ван јавног и стагнација

Графикон IV.6.2. **Однос просечне номиналне нето зараде у јавном сектору и ван јавног сектора**
(дсз. подаци, П1 2008 = 100)

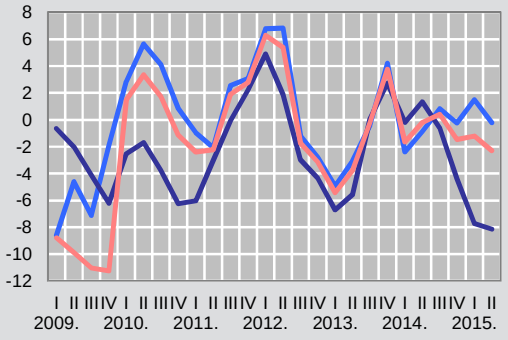



Извор: РЗС и прерачун НБС.

зараде у јавном сектору смањили су разлику између просечне зараде у овим секторима.

Највећи раст реалне зараде у Т2 остварен је управо у секторима које је у Т1 одликовао висок пад реалне зараде (финансијске делатности, административне и помоћне услужне делатности, саобраћај и складиштење). Опоравак зарада у Т2 бележи се и у рударству и снабдевању електричном енергијом, гасом и паром, који се опорављају од прошлогодишњих поплава. За разлику од Т1, благо су опале реалне зараде у прерађивачкој индустрији, док је пад настављен у сектору пољопривреде, као и у секторима

Графикон IV.6.3. **Кретање реалне нето зараде**
(мг. раст, у %)




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.

с високим учешћем државе (образовање, здравство и државна управа), мада споријим темпом него у Т1.

Наставак снажног пада реалне зараде у јавном сектору на мг. нивоу (8,1% у Т2) утицао је на смањење укупне зараде, док је реална нето зарада ван јавног сектора стагнирала. Такво кретање потврђује и анализа по секторима, с обзиром на то да је наставак снажног пада зарада регистрован у оквиру државне управе, образовања, здравствене и социјалне заштите, тј. у секторима у којима је доминантно учешће државе. Ван јавног сектора, већа реална нето зарада у односу на исти период претходне године остварена је у сектору прерађивачке индустрије, грађевинарству, информисању и комуникацијама, пољопривреди и административним и помоћним услужним делатностима. Такође, опоравак је забележен и у секторима рударства, услугама смештаја и исхране и финансијским делатностима. Нето зарада у секторима саобраћаја, снабдевања електричном енергијом, гасом и паром и пословању некретнинама била је нижа у односу на исти период претходне године.

Реална маса нето зарада је у Т2 благо повећана, при чему је тај раст у већој мери био вођен повећањем масе зарада ван јавног сектора (2,5% дсз.). Реална маса нето зарада у јавном сектору је, након три тромесечја пада, благо повећана у Т2 (1,0% дсз.), што се делимично може објаснити повећањем зарада у јавним предузећима из области рударства и енергетике након повратка производње у овим секторима на ниво пре поплава. Просечна исплаћена номинална нето зарада у Републици Србији је у Т2 износила 44.721 динар и била је на сличном нивоу као пре годину дана, док је у односу на Т1 повећана за 7,2%.

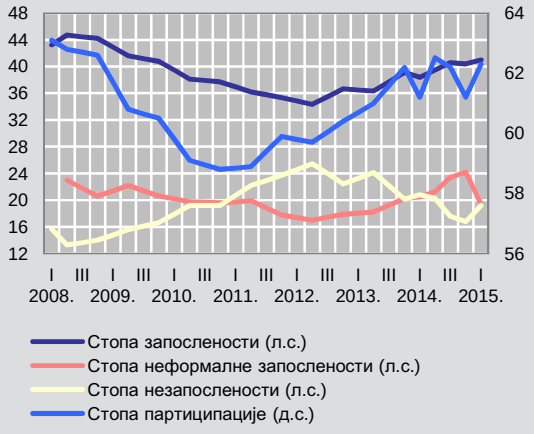
Наставак позитивних кретања у индустријској производњи и повећана продуктивност утицали су на даљи **пад јединичних трошкова рада** у Т2 (6,6% дсз.), чему је додатно допринео и благ пад бруто реалне зараде у укупној индустрији. Јединични трошкови рада наставили су пад и у оквиру прерађивачке индустрије (4,1% дсз.), указујући на даље побољшање трошковне конкурентности домаће индустрије.

## Запосленост

Према **Анкети о радној снази**, стопа незапослености је у Т1 порасла за 2,4 п.п., на 19,2%, док је на мг. нивоу била нижа за 1,6 п.п.[27] Поред тога, настављен је и раст стопе запослености (0,6 п.п. у односу на Т4, односно 2,7 п.п. у поређењу с Т1 2014). При томе, раст запослености остварен је у условима повећане стопе партиципације и у потпуности је био вођен побољшањем на формалном сегменту тржишта рада, док је стопа неформалне запослености забележила снажан пад (од 4,8 п.п. у односу на Т4).

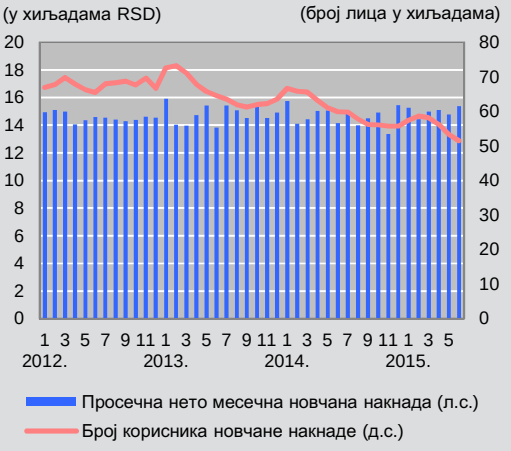
[27] Треба узети у обзир да је дошло до методолошких промена у најновијој Анкети, због чега њени резултати нису у потпуности упоредиви с претходним.

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




Извор: РЗС.

Графикон IV.6.6. **Просечна месечна новчана накнада за незапосленост**




Извор: Национална служба за запошљавање.

Раст формалне запослености може се делом објаснити појачаним инспекцијским надзором и сузбијањем сиве економије на тржишту рада, на шта указује и податак да је највећи раст запослености у Т1 забележен у секторима трговине и услуга смештаја и исхране, за које је карактеристично присуство сиве економије. Такође, у секторима грађевинарства и пољопривреде сезонски пад запослености, карактеристичан за Т1, био је знатно нижи него у истом периоду претходне године[28].

Раст запослености је, након два тромесечја, био вођен повећањем броја радника с пуним радним временом, док је број радника који раде непуно радно време смањен. Позитивна кретања на тржишту рада делимично су ублажена повећањем стопе незапослености међу младом популацијом (15–24 године), која је у Т1 повећана за 5,8 п.п., на 47,7%, али је ипак била нижа за 4,1 п.п. у односу на исти период претходне године.

Према подацима из **истраживања РАД**, број формално запослених у Т2 благо је смањен (за 1.597 лица), уз пад запослености ван јавног и повећање у јавном сектору. Посматрано по секторима привреде, смањење броја формално запослених настављено је у области грађевинарства, саобраћаја, финансијским делатностима и информисању и комуникацијама, као и у државној управи и области здравствене заштите. С

Табела IV.6.1. **Кретања запослености и незапослености**
(у хиљадама, стање крајем периода)

| | 2014. | | 2015. | |
|---|---|---|---|---|
| | Т3 | Т4 | Т1 | Т2 |
| **Број формално запослених лица** | **1.704,9** | **1.718,8** | **1.716,1** | **1.714,5** |
| **Пољопривредници** | **454,2** | **450,5** | **434,3** | **434,3*** |
| **Укупан број запослених** | **2.159,1** | **2.169,3** | **2.150,4** | **2.148,8** |
| **Број незапослених лица** | **748,5** | **741,9** | **766,5** | **746,0** |
| Први пут траже запослење | 261,4 | 256,3 | 259,5 | 252,5 |
| Били у радном односу | 487,2 | 485,6 | 507,0 | 493,5 |

Извор: РЗС и Национална служба за запошљавање.
* Последњи расположиви податак према Анкети о радној снази.

друге стране, за разлику од Т1, број запослених је порастао у индустрији, трговини и пољопривреди, а настављен је и раст броја запослених у образовању.

Подаци о кретању незапослености **Националне службе за запошљавање** показују да је, након снажног раста у Т1, у Т2 дошло до већег пада броја незапослених (за чак 20.490 лица), тј. до повратка на просечан ниво из П2 2014. Ипак, на благо побољшање ситуације у овом домену тржишта рада говори

[28] Број запослених у грађевинарству је у Т1 2015. смањен за 12.858 лица, а у пољопривреди за 42.380 лица, док је тај пад у Т1 2014. у поменутим секторима износио 29.876 лица и 52.888 лица, респективно.

податак да је шесто тромесечје заредом настављен мг. пад броја незапослених лица.

Смањење броја незапослених у Т2 забележено је у свим групама занимања, изузев у образовању, при чему је највећи пад био у оквиру занимања повезаних с прерађивачком индустријом (машинство и обрада метала и електротехника), трговином и пољопривредом, што је сагласно с повећањем броја формално запослених у овим областима према истраживању РАД. Током Т2 смањен је број лица која примају накнаду за незапосленост за 6.617 и у јуну је ову накнаду примило 51.520 лица.

Примена Закона о начину одређивања максималног броја запослених у јавном сектору, који је недавно усвојен, требало би да обезбеди реформу јавног сектора, побољша ефикасност јавне управе и допринесе финансијској консолидацији. Усвајање овог закона неопходно је и због спровођења аранжмана потписаног с ММФ-ом, којим се предвиђа смањење броја запослених у јавном сектору за по 5% годишње у наредном трогодишњем периоду. Очекује се да примена закона смањи расходе за зараде запослених у јавном сектору са садашњих 11,8% БДП-а на ниво од 8,0% БДП до краја 2018. Примена закона би у кратком року могла изазвати привремено повећање незапослености, које би донекле требало да буде ублажено природним одливом запослених и запошљавањем прекобројних лица у приватном сектору.

## 7. Међународно окружење

***Захваљујући квантитативном попуштању ЕЦБ-а економска активност зоне евра од краја прошле године убрзава раст, што се позитивно одражава и на економска кретања у већем делу централне и источне Европе. Раст је у Т2 убрзан у САД, што би, уз повољне трендове с тржишта рада, могло да утиче на ФЕД да до краја године повећа референтну каматну стопу.***

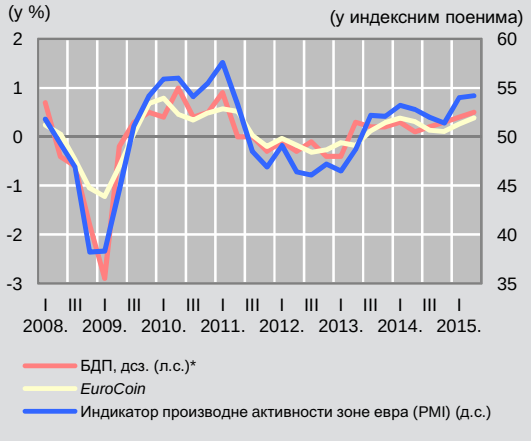
***Висока глобална ликвидност и даље је повољна за портфолио приливе у земље централне и источне Европе. У таквим условима, уз ниске цене нафте и инфлацију испод циља, настављено је монетарно ублажавање и у овим земљама. Ипак, очекивани асиметричан излазак водећих централних банака из експанзивне монетарне политике један је од основних извора неизвесности. Иако знатно мања, неизвесност у погледу ситуације у Грчкој и даље је присутна.***

### Економска активност

Фактори који су имали позитиван ефекат на раст **БДП-а зоне евра** у Т1[29] требало би да наставе да пружају подстицај расту и у Т2. Раст БДП-а од 0,4% дсз. у Т1 био је вођен домаћом тражњом. Потрошња домаћинстава је наставила позитивно да доприноси расту захваљујући већим расположивим приходима услед ниже цене нафте, док су ниски трошкови задуживања позитивно деловали на инвестиције. Нето извоз је, за разлику од претходног периода, имао благ негативан допринос, с обзиром на то да је већа финална потрошња убрзала раст увоза, док је нижа глобална тражња успорила раст извоза. Према процени *Consensus Forecast*-а из јуна, у Т2 се очекује раст зоне евра од 0,5% дсз.

Посматрано по земљама, чини се да је раст БДП-а уједначенији него у претходном периоду, јер се све веће привреде зоне евра налазе на путу одрживог раста. Успоравање раста БДП-а у Немачкој (са 0,7%

Графикон IV.7.1. **Кретање БДП-а и показатеља економске активности зоне евра**
(тромесечне стопе)




Извор: *Eurostat, Markit Group* и *Banca d'Italia*.
* Прелиминарна процена за Т2 2015.

[29] Ниска цена нафте, експанзивна монетарна политика ЕЦБ-а и депрецијација евра према осталим главним светским валутама.

дсз. у Т4 на 0,3% дсз. у Т1) оцењено је као привремено и већ се од Т2 очекује виша стопа раста, пре свега по основу приватне потрошње, на шта указује наставак раста малопродаје и индекс потрошачког поверења, који је у јуну достигао 13-годишњи максимум. Водећи показатељ производне активности (*PMI Manufacturing*) наставио је у Т2 да се креће у зони експанзије и у просеку је износио 51,7 поена.

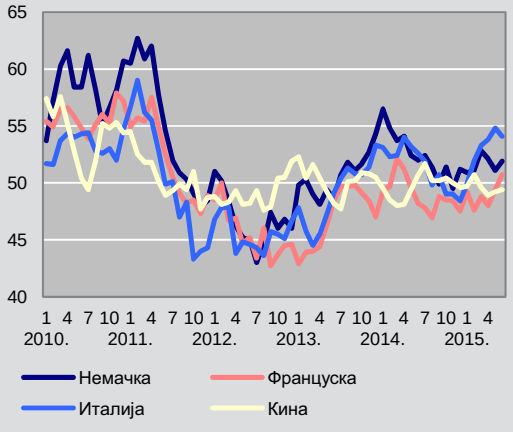
Потрошња домаћинстава била је главни покретач снажног раста БДП-а и у Француској, који је у Т1 износио 0,6% дсз. Наставак раста очекује се и у Т2, мада нешто споријим темпом. Он би требало да буде вођен пре свега услужним делатностима, иако је крајем тромесечја уочен и постепен опоравак у производним секторима (*PMI Manufacturing* се у јуну, након 13 месеци, вратио изнад 50 поена). БДП Италије је у Т1, након више од три године, остварио тромесечни раст (0,3% дсз.), чији се наставак сличним темпом очекује и у Т2. На даљи раст указује пре свега кретање показатеља производне активности *PMI Manufacturing*, који је у Т2 у просеку износио 54,2 поена, достигавши највиши ниво у последње четири године. Према расположивим подацима за Шпанију, релативно снажан раст БДП-а (0,9% дсз. у Т1) настављен је у Т2 (1,0 дсз.), као што се и очекивало.

Према најновијим прогнозама ММФ-а и *Consensus Forecast*-а, очекује се раст зоне евра од 1,5% у 2015. Кочницу бржем расту и даље представља висока стопа незапослености, која је у јуну смањена на 11,1%, али се још увек налази знатно изнад свог преткризног нивоа. Поред тога, успоравање привредног раста земаља БРИКС-а, даље присуство геополитичких тензија и неизвесност око даљег развоја ситуације у Грчкој могли би да утичу на спорији раст зоне евра.

Привредни раст **у региону централне и источне Европе** успорен је у Т1 у односу на крај 2014. као последица наставка преливања негативних ефеката геополитичке кризе у Украјини. Ипак, већина земаља је почела да осећа позитивне ефекте опоравка зоне евра. Највећи раст у Т1 забележен је у Румунији и Чешкој (4,3% и 4,0% мг., респективно), док је у Бугарској, Пољској, Мађарској, Словачкој и Словенији БДП растао споријим темпом. С друге стране, умерен раст забележен је у Балтичким земљама, чије су привреде у великој мери повезане с Русијом.

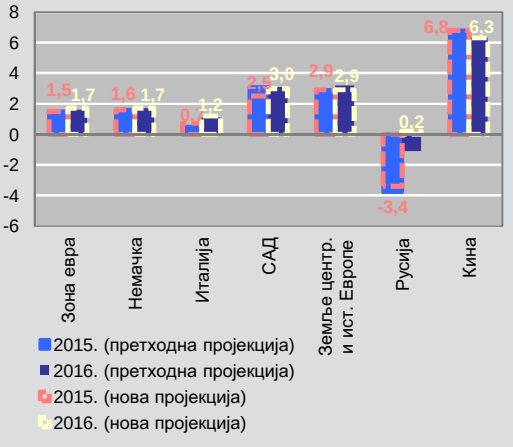
Бржи раст зоне евра и негативне последице економске кризе у Русији, које су биле мање него што се претходно очекивало, поправиле су перспективе привредног раста овог региона. Према јулском

Графикон IV.7.2. **Водећи показатељи сектора производње по земљама – *PMI Manufacturing***
(индексни поени)




Извор: *Markit Group*.

Графикон IV.7.3. **Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2015. и 2016. ММФ-а**
(у %)




Извор: ММФ *WEO* (април 2015) и ММФ *WEO Update* (јул 2015).

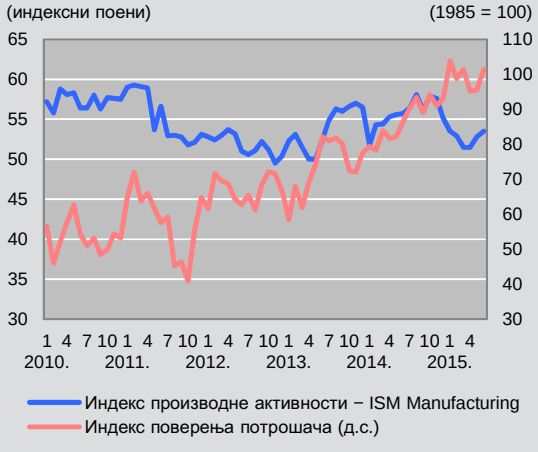
*Consensus Forecast*-у, за регион у целини прогнозира се стагнација БДП-а у 2015, или за 0,4 п.п. више у односу на априлску прогнозу. Највећи допринос опоравку региона требало би да потекне од бржег од очекиваног раста у земљама централне Европе, који је последица бржег раста зоне евра и предузетих експанзивних мера монетарне политике. Земље југоисточне Европе такође би требало да забележе благо побољшање прогнозираног раста, али, према оценама аналитичара, структурни проблеми, који се огледају у високој незапослености, све већем јавном дугу и високом учешћу ненаплативих кредита, ограничавају могућност да се у већој мери искористи започети опоравак зоне евра.

Прогнозе кретања БДП-а Русије су од почетка године ревидиране навише, тако да се, према јулском *Consensus Forecast*-у, очекује пад БДП-а од 3,5% у 2015, тј. за 0,5 п.п. мање у односу на април, а сличну прогнозу раста изнео је и ММФ у свом *WEO Update* из јула (–3,4%). Мањи пад БДП-а од раније очекиваног последица је опоравка цене нафте од почетка године и супституције дела увозних производа након депрецијације рубље. С друге стране, прогнозе раста у Украјини су у односу на април ревидиране наниже и, према најновијој прогнози *Consensus Forecast*-а, очекује се пад БДП-а од 9,4% у 2015. услед наставка тензија на истоку земље које се одражавају на производњу и извоз, као и мера фискалне консолидације, које ограничавају финалну потрошњу.

Благо успоравање раста БДП-а у **САД** у Т1 на 0,15% дсз., до којег је дошло услед смањења извоза и успоравања раста приватне потрошње, процењено је као привремено и везује се за још једну хладну зиму[30], која се негативно одразила на производњу, ланце снабдевања и транспорт. Упркос томе, ситуација на тржишту рада је наставила да се побољшава током Т2, будући да је стопа незапослености смањена на 5,3% у јуну, што је њен најнижи ниво од априла 2008, док је број новоотворених радних места ван пољопривреде повећан на просечни месечни ниво од око 220.000. Ипак, остали показатељи тржишта рада (стопа партиципације, број радника с непуним радним временом, темпо раста зарада) указују на то да још није достигнут ниво који се оцењује као пуна запосленост, што је један од два главна циља ФЕД-а.

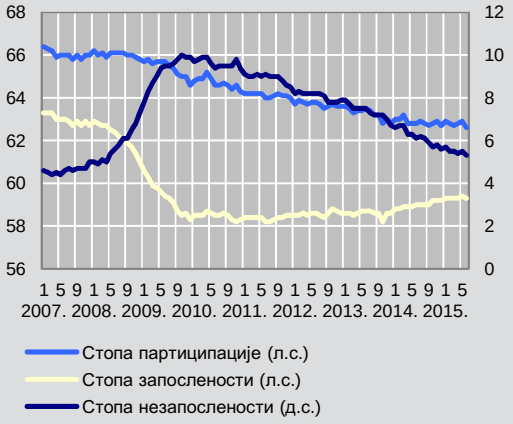
Кретање водећих показатеља економске активности указивало је на раст БДП-а у Т2, мада споријим темпом него у 2014. Композитни индекс производне активности (*ISM Manufacturing*) бележио је у Т2 константан раст и у јуну је износио 53,5 поена, тј. 2,0 п.п. више у односу на март. Раст економске активности са становишта тражње потврђује и кретање индекса поверења потрошача (*Consumer*

Графикон IV.7.4. **Водећи економски показатељи у САД**




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

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




Извор: *Bureau of Labor Statistics*.

[30] У Т1 2014. је забележен пад економске активности од 0,5% дсз. услед таласа хладног времена који је погодио велики део државе.

*Confidence Index*), који је, након пада у априлу, бележио раст и у јуну достигао ниво из марта од 101,4 поена. Према прелиминарној процени, раст БДП-а је у Т2 износио 0,6% дсз. и био је претежно вођен приватном потрошњом. Ипак, успоравање раста у Т1 одразило се на корекцију наниже очекиваног раста у 2015, који према ММФ *WEO Update* из јула износи 2,5% (ниже за 0,6 п.п. у односу на април), док се према јулском *Consensus Forecast*-у очекује раст од 2,4%, тј. 0,5 п.п. ниже у односу на априлску прогнозу.

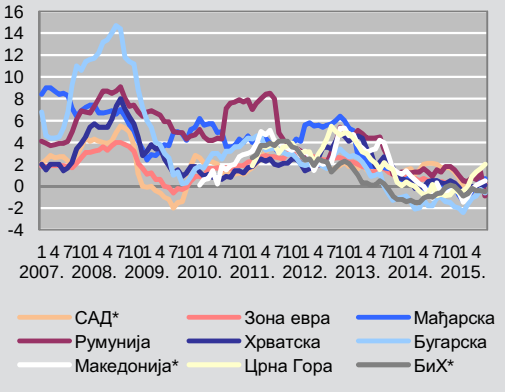
Раст БДП-а **у Кини** је у Т2 настављен истим темпом као и у Т1 (7,0% мг.) и на нивоу је циљане стопе за 2015. Иако спорији него у претходној години, раст индустријске производње од почетка 2015. постепено убрзава и у јуну је достигао 6,8% мг., што се повезује с ниским ценама енергената и експанзивним мерама монетарне политике, које централна банка спроводи од новембра 2014. Прогноза раста БДП-а за 2015. ММФ-а у јулу је остала непромењена у односу на април (6,8%), док је *Consensus Forecast* ревидирао наниже своју процену за 0,2 п.п., на 6,8%. Главни изазов економске политике и у наредном периоду биће постепена транзиција са извозно оријентисаног модела привредног раста ка моделу који већу улогу поклања домаћој тражњи.

## Кретање инфлације

Након пет месеци, инфлација у **зони евра** је у мају прешла у позитивну зону (0,3%), упркос настављеном паду цена енергије. У јуну је била нешто нижа (0,2%), али ипак позитивна, пре свега због раста цена хране. Инфлација у зони евра још је веома ниска (већ годину дана испод 0,5%) и постоји бојазан да би се с даљим падом цена енергије могла вратити у негативну зону. Ипак, ЕЦБ верује да ће захваљујући мерама монетарне политике бити избегнути секундарни ефекти досадашњег пада цене нафте и да ће се инфлација, иако ће бити ниска и у наредним месецима, крајем године повећати, првенствено по основу ефекта ниске базе услед пада цене нафте крајем 2014. Постепен раст инфлације требало би, према ЕЦБ-у, да буде настављен у 2016. и 2017. години захваљујући очекиваном економском опоравку, утицају слабљења евра и нешто вишој цени нафте, која се очекује према фјучерсима. Према резултатима тромесечне анкете стручних прогнозера[31], коју је ЕЦБ објавила у јулу, предвиђају се ниске, али нешто више стопе инфлације у односу на априлску анкету како за краћи, тако и за дужи временски хоризонт (0,2% у 2015, 1,3% у 2016. и 1,6% у 2017). Очекивања су ревидирана навише захваљујући мерама монетарне политике и очекиваном економском опоравку. Инфлација у зони евра ће, према ММФ-у, ипак бити нешто нижа, близу 0% ове и 1,1% следеће године, одражавајући још увек велик негативан производни јаз.

Дефлаторни притисци и даље постоје у појединим земљама **централне и источне Европе**, али постепено ишчезавају. Дефлација је најизраженија у Бугарској, у којој су већ више од годину дана стопе инфлације негативне, али последњих неколико месеци у мањој мери него у претходном периоду. Дефлација попушта и у Пољској, док у Хрватској цене стагнирају. Стопе инфлације су током Т2 прешле у позитивну зону у Мађарској, Чешкој, Македонији и Црној Гори. Само у појединим земљама (Турској, Русији и Украјини) инфлација је расла због специфичних фактора за ове привреде, укључујући депрецијацију валуте. Према већини аналитичара, јунски подаци потврђују мишљење да је максимум дефлационих притисака у региону иза нас и да се инфлација сада постепено креће нагоре. Ипак, упркос умереном расту, инфлација ће још неко време остати ниска и највероватније ове године биће испод циља централних банака у земљама региона које циљају инфлацију.

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




Извор: Евростат, *Bureau of Labor Statistics* и статистички заводи појединих земаља.
* ИПЦ.

[31] *ECB Survey of Professional Forecasters* (*SPF*).

Инфлација је и у **САД** наставила да се креће испод циља, одражавајући пре свега пад цена енергије и увозних цена. Међутим, како ефекти ових привремених фактора буду ишчезавали и како се тржиште рада буде даље опорављало, ФЕД очекује да ће се инфлација постепено вратити ка циљу од 2,0% на средњи рок. Први раст потрошачких цена од почетка године забележен је у јуну, али од свега 0,1% мг. Цене енергије су на месечном нивоу повећане, али су и даље за 15,0% ниже него што су биле у јуну прошле године. Међутим, уколико се оне искључе, као и волатилне цене хране, инфлација је знатно виша (1,8% мг. у јуну). Инфлациона очекивања тржишно одређена остала су ниска, мада су благо виша него на почетку године, док су на бази анкете још стабилна.

## Монетарна политика

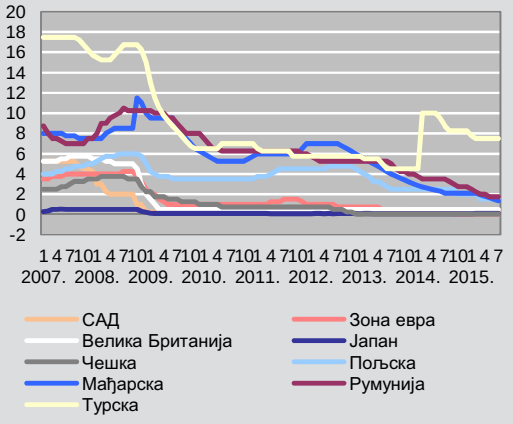
Монетарне политике централних банака развијених земаља још су експанзивне, што је, уз пад светске цене нафте, створило повољне услове за економски опоравак. Све експанзивнију монетарну политику у наредном периоду водиће ЕЦБ. С друге стране, САД и Велика Британија су све ближе одлуци о почетку повећања својих референтних стопа. При томе, један од основних фактора неизвесности у међународном окружењу јесте почетак повећања референтне стопе ФЕД-а.

**ЕЦБ** наставља да спроводи програм проширене куповине активе (*APP*[32]), у месечном износу од 60,0 млрд евра, до краја септембра 2016, а могуће и дуже, уколико то буде потребно за повратак инфлације у границе циља. Закључно с јуном, ЕЦБ је купила близу 200 млрд евра државних хартија, тако да је стање свих хартија купљених у програму проширене куповине активе износило око 300 млрд евра. Поред тога, ЕЦБ је у неколико наврата повећала лимит задуживања за грчке банке у оквиру *ELA*[33] како би се спречила њихова евентуална неликвидност и смањио ризик одлива капитала из земље.

Подаци указују на то да се мере монетарне политике ЕЦБ-а постепено преносе на ниже трошкове и већу доступност кредита за предузећа и домаћинства, што би требало да доприносе привредном расту. Ипак, динамика кредита је и даље ограничена, пре свега кредитним ризиком и прилагођавањима биланса банака. Додатно, зона евра је у посматраном периоду била посебно уздрмана неизвесношћу у погледу кризе у Грчкој. С друге стране, ЕЦБ очекује да би пуна примена мера монетарне политике требало да води затварању производног јаза и одрживом повратку инфлације на циљ у средњем року, уз чврсто усидравање средњорочних и дугорочних инфлационих очекивања. Убрзање структурних реформи осигурало би привредни раст, што би створило позитивне ефекте за светску привреду.

Куповина државних хартија од стране ЕЦБ-а спустила је у априлу на рекордно низак ниво (близу нуле) принос на десетогодишњу државну хартију Немачке, најважнији референтни принос за инвеститоре у Европи. Такође, пали су и приноси на државне хартије осталих земаља зоне евра (изузев Грчке). Међутим, позитивна померања у сентименту инвеститора и очекивања да ће ФЕД повећати референтну стопу довела су до постепеног изласка инвеститора из државних хартија и раста њихових приноса. Повремене осцилације на тржишту изазивале су у највећој мери вести у вези с кризом у Грчкој и дешавањима на берзама у Кини. Приноси на немачке државне хартије од априла постепено расту, као и приноси на америчке државне хартије, који су ипак повећани мање, те је и разлика између њих нешто мања, али и даље велика.

Графикон IV.7.7. **Кретање референтних стопа по земљама**
(на годишњем нивоу, %)




Извор: Централне банке одабраних земаља.

[32] *Expanded Asset Purchase Programme.*

[33] *Emergency Liquidity Assistance.*

Због експанзивне монетарне политике ЕЦБ-а, ниске цене нафте и изузетно ниске инфлације, и монетарне политике централних банака земаља **централне и источне Европе** биле су експанзивне. Централна банка Мађарске наставила је с циклусом узастопних снижавања референтне каматне стопе за по 15 б.п., који је започела у марту, тако да је референтна стопа у јулу износила 1,35%. Референтну стопу је у мају смањила и централна банка Румуније за 25 б.п., на 1,75%. Остале регионалне банке нису мењале висину својих референтних стопа. Ради подршке економској активности, централна банка Русије такође је наставила да током Т2 смањује референтну стопу (за укупно 250 б.п., на 11,50%), а затим и у јулу на 11,0%.

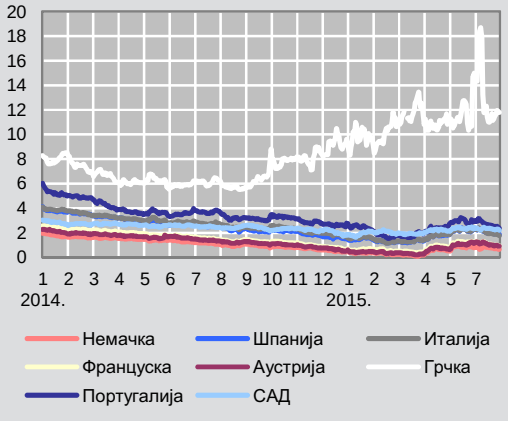
Ради постизања максималне запослености и ценовне стабилности, **ФЕД** за сада није мењао циљани распон референтне стопе (0–0,25%). На састанку крајем јула је навео да ће повећати референтну стопу када буде видео даља побољшања на тржишту рада и када буде уверен да ће се инфлација вратити на циљ од 2,0% на средњи рок. Истовремено је истакао да ће економски услови можда захтевати да референтна стопа још неко време буде испод нивоа који се сматра „нормалним“ на дуг рок, чак и када запосленост и инфлација буду близу својих циљаних нивоа. ФЕД је поново нагласио да важност иницијалног повећања референтне стопе не треба пренаглашавати, јер ће се монетарна политика још доста дуго након тога прилагођавати. Томе ће допринети и наставак постојеће политике реинвестирања у оквиру програма квантитативног попуштања како би се хартије у поседу ФЕД-а одржале на високом нивоу докле год то буде потребно. Тржиште тренутно очекује да до првог повећања референтне стопе ипак неће доћи пре децембра, док ММФ препоручује да се ФЕД уздржи од повећања референтне стопе до почетка наредне године како не би дошло да већих осцилација на светском финансијском тржишту и негативних последица по друге земље.

## Финансијска и робна тржишта

Кретања на финансијским и робним тржиштима и даље обележава неизвесност у погледу ефеката асиметричног изласка водећих централних банака из експанзивних монетарних политика, као и кретање светске цене нафте и осталих примарних производа. Поред тога, комплексност ситуације у међународном окружењу додатно је била повећана често драматичним вестима у вези с кризом у Грчкој, а потом и дешавањима у Кини.

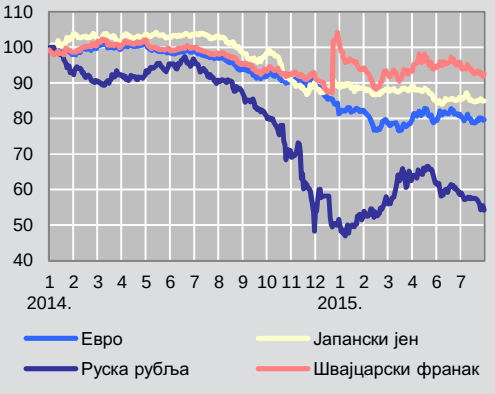
Очекивање да ће повећање референтне каматне стопе ФЕД-а бити одложено због лошијих резултата

Графикон IV.7.8. **Принос на десетогодишње обвезнице по земљама**
(дневни подаци, у %)



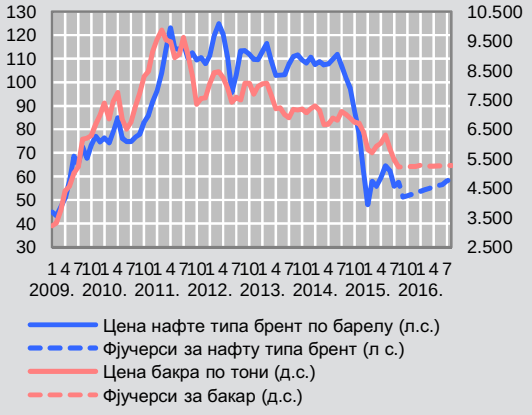

Извор: Блумберг.

Графикон IV.7.9. **Кретање курсева одређених националних валута према долару***
(дневни подаци, 31. 12. 2013 = 100)



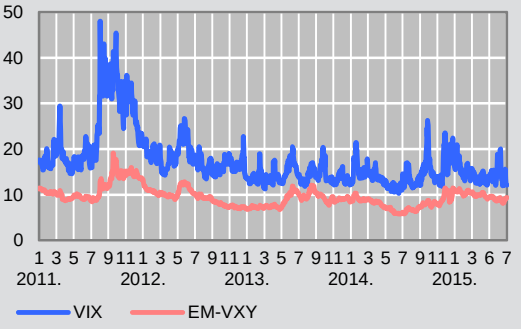

Извор: База података ММФ-а.
* Раст представља апрецијацију.

Графикон IV.7.10. **Кретање цена нафте и бакра**
(просечне месечне цене, у USD)




Извор: Блумберг.

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




Извор: Блумберг.

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

америчке привреде привремено је ослабило долар. Долар је у Т2 ослабио за 3,6% у односу на евро, након што је у претходна три тромесечја знатно јачао (12%, 4% и 7%), достигавши крајем марта највишу вредност од 2003. године (1,05 долара за један евро). Током јула долар је поново почео да јача (2,3% према евру), а простор за његово даље јачање отварају очекиване различите монетарне политике ФЕД-а и ЕЦБ-а у наредном периоду.

Слабљење долара у Т2 ишло је у прилог опоравку цене нафте. Раст глобалне тражње, и поред нешто веће понуде из земаља *OPEC*-а, резултирао је просечним растом цене нафте од 15,1% у Т2 у односу на Т1. Ипак, просечна цена нафте још је знатно нижа него у истом периоду претходне године (43,4%). У посматраном периоду није имала веће осцилације и углавном се кретала у интервалу од 60 до 65 долара за барел. Међутим, с јачањем долара у јулу и укидањем санкција Ирану цена нафте је поново почела да пада, спустивши се крајем месеца на 56 долара за барел. У преосталом делу године не би требало очекивати раст цене нафте, јер ће јачи утицај на кретање цене имати и даље високе светске залихе, одсуство жеље земаља чланица *OPEC*-а да смање производњу, повратак Ирана на тржиште, успоравање раста Кине и неизвесна динамика глобалног опоравка.

Иако користан за глобални опоравак, пад цене нафте на светском тржишту створио је фискалне и екстерне проблеме у многим земљама извозницама. Слично је и са извозницама осталих примарних производа, чије се цене спуштају на минимуме. Такође, и цена злата је наставила пад у Т2 и у просеку је била нижа за 2,1% у односу на Т1. Такав тренд могао би се наставити и у наредном периоду с даљим јачањем долара и америчке привреде, јер ће се инвеститори померати од злата ка активи с већим приносима.

Према имплицитној мери нестабилности, *VIX*, *Standard & Poor's* 500 индексу опција, нестабилност на финансијским тржиштима се смањивала све до краја Т2, али је тада *VIX* почео јаче да осцилира. Веће осцилације су настављене у јулу, када се *VIX* кретао између 13 и 20. Мада је *VIX* остао на релативно ниском нивоу, имао је током последњих шест месеци пет скокова изнад 20. Мера очекиваних краткорочних осцилација валута земаља у успону, *EM–VXY*, за сада не указује на раст нестабилности. Штавише, овај индекс је у Т2 смањен са 10,6%, колико је износио у Т1, на 9,6%. Међутим, иако мере волатилности још не показују алармирајуће знаке раста ризика, аналитичари указују на то да постоје многи извори за потенцијално велике осцилације на тржиштима које инвеститори треба да имају у виду (пре свега снажан пад цене нафте и осталих примарних производа, као и ефекте асиметричног изласка водећих централних банака из екстремно експанзивне монетарне политике).

Светске цене хране, мерене ФАО индексом, наставиле су и током Т2 пад започет у априлу 2014. године. Овај

Графикон IV.7.12. **Индекс светских цена хране**
(реално, 2002 – 2004 = 100)

Извор: ФАО, УН.

индекс се на крају Т2 спустио на 124,0 б.п., што указује на то да су светске цене хране реално смањене за 3,7% у односу на претходно тромесечје, а за чак 21,2% у односу на исти период претходне године. Смањење је било различито на различитим тржиштима. Најизраженије је било на тржишту млечних производа (13,2%), где су кретања почетком године изгледала релативно повољна, али их је обрнуло укидање квота за производњу млека у ЕУ, заједно с великим непродатим залихама млечних производа на Новом Зеланду, неизвесношћу око нивоа увоза Кине и одржавањем забране увоза од стране Русије. Тим смањењем, цене млечних производа су у јуну биле реално ниже за чак 32,3% у односу на јун претходне године. Велико смањење током Т2 забележиле су и цене шећера (5,9%), које је иницирано вестима о већој од очекиване производње у Бразилу (највећем светском произвођачу и извознику шећера), Индији (највећем светском потрошачу шећера) и Тајланду. Прве назнаке да ипак постоји могућност глобалног дефицита на овом тржишту у 2015/2016. години, након пет узастопних сезона веће понуде од тражње, нису биле довољне да преокрену притисак на смањење цена шећера. Током Т2 смањене су и цене житарица (3,9%), с тим да је јун први месец од почетка године у коме је остварен њихов реални месечни раст. Ипак, у односу на јун прошле године, цене житарица су реално мање за 17,0%. Иако неповољне временске прилике у појединим регионима дају основа за очекиван раст цена, до њега није дошло због великих пренетих залиха и уопште добрих изгледа за производњу. Цене меса су релативно стабилне од марта, док су цене уља једина компонента индекса која је током Т2 порасла (3,0%), првенствено због лоших временских прилика у земљама које су водећи произвођачи. Ипак, цене уља су и даље 17,5% реално испод нивоа на ком су биле јуна прошле године.

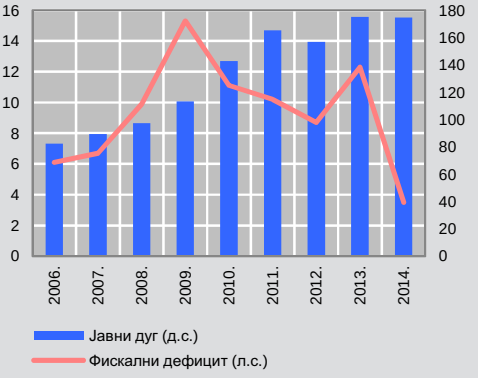
## Осврт 3: Ситуација у Грчкој и њен утицај на Србију

Иако је грчка дужничка криза почела још 2010. године, када су многи приватни инвеститори оценили јавни дуг Грчке ризичним и смањили своју изложеност, ситуација је последњих месеци постала драматична. Најпре је ЕЦБ у фебруару ове године престала да прихвата државне хартије Грчке као колатерал за своје уобичајене операције, оценивши фискалну позицију Грчке неодрживом. Тиме су грчке банке могле да користе само кредите за хитно обезбеђење ликвидности (*ELA*), за које је дозвољен и колатерал нижег квалитета. Повлачење средстава по овом основу стално је расло, све док крајем јуна ситуација није постала заоштрена због неуспеха преговора Грчке и њених међународних кредитора (Европска комисија, ЕЦБ и ММФ) и расписивања референдума на коме је Грчка требало да се изјасни о њиховој понуди. Тада је ЕЦБ ограничила износ кредита за хитно обезбеђење ликвидности који грчке банке могу да користе и није одобрила захтев Грчке да привремено продужи кредитни програм, који је истицао крајем јуна. Грчка без тога није успела да измири доспеле обавезе према ММФ-у, тако да је постала прва развијена земља која је у доцњи према ММФ-у. Да би спречила колапс банкарског система, Грчка је увела крајње мере: контролу токова капитала и привремено затварање пословних банака и берзе.

Грчка и њени европски кредитори постигли су споразум средином јула, чији је циљ решавање кризе и останак Грчке у зони евра. Споразум предвиђа даље макроекономско прилагођавање грчке привреде и пакет реформи (пре свега пореза на додату вредност и пензијског система) као основ за мобилизацију више од 35 млрд евра финансијске помоћи Грчкој из фондова ЕУ до 2020. године (20,0 млрд евра из структурних и инвестиционих фондова и 15,0 млрд евра из пољопривредних фондова). У међувремену, Грчкој је одобрен краткорочни кредит за финансијско премошћавање од 7,16 млрд евра, те је она испунила своје јулске обавезе према ЕЦБ-у и измирила заостала плаћања према ММФ-у. Такође, ЕЦБ је повећала кредитни лимит за хитно обезбеђење ликвидности грчким банкама.

Под претпоставком да Грчка одмах започне спровођење реформи, ММФ истиче да ће јавни дуг Грчке достићи скоро 200% БДП-а у наредне две године, а њене финансијске потребе процењује на око 85 млрд евра до краја 2018. Стога ММФ упозорава да је за средњорочну одрживост фискалне позиције Грчке неопходно да европски кредитори отпишу дуг. Истиче да се тешка ситуација у Грчкој не може решити мерама само с једне стране – нити само реформама, нити само отписом дуга. Власници грчког дуга су пре свега државе чланице зоне евра (62%), а од институционалних кредитора следе ММФ (10%) и ЕЦБ (8%). На приватне кредиторе односи се свега 17% грчког дуга, а остатак од 3% на централну банку Грчке.[1]

Графикон О.3.1. **Фискални дефицит и јавни дуг Грчке**
(у % БДП-а)




Извор: Евростат и Блумберг.

Криза у Грчкој, а посебно јунски прекид преговора и могућност изласка Грчке из зоне евра, повећала је неизвесност на међународном финансијском тржишту. Повећан је каматни диференцијал на државне ХоВ између високозадужених и централних земаља зоне евра, евро је ослабио у односу на друге главне светске валуте, а светске берзе су забележиле пад. Ипак, ефекат на међународна тржишта био је релативно умерен с обзиром на драматичност ситуације. Међутим, даљи развој ситуације у Грчкој и њени ефекти, пре свега на опоравак привреде зоне евра, и даље ће бити један од основних извора неизвесности у међународном окружењу, иако је постигнут договор између Грчке и њених европских кредитора. Наиме, остаје да се види како ће се спроводити реформе у Грчкој и да ли ће европски кредитори бити спремни на отпис дуга.

Када процењујемо потенцијални утицај грчке кризе на Србију, треба имати у виду да су њени директни ефекти занемарљиви, с обзиром на то да Србија има ограничену директну изложеност ка Грчкој како путем трговинског,

[1] Блумберг, *Brief, Economics Europe,* јануар 2015.

тако и путем финансијског канала. Евентуално, могући су индиректни ефекти као и на готово све друге земље, преко утицаја грчке кризе на привреду зоне евра и/или на међународно финансијско тржиште.

Да су директни ефекти занемарљиви, говори чињеница да су наше трговинске везе с Грчком ограничене: у Грчку извеземо свега 1,1% укупног извоза робе, а из Грчке увеземо 1,5% укупног увоза робе[2]. Такође, финансијска изложеност наших банака, предузећа и државе према Грчкој изузетно је мала. Домаће банке нису кредитирале грчке економске субјекте, домаћа предузећа су мало улагала у грчку привреду, а држава има учешће у кредитима Грчкој једино преко свог учешћа у ММФ-у. С друге стране, Грчка је изложена према Србији пре свега преко СДИ, које до сада укупно износе око 1,2 млрд евра, превасходно у пословне банке. Када су у питању кредити, банке у Грчкој су их одобриле предузећима у Србији у износу од око 450 млн евра.

Банке у Србији с већинским грчким власништвом (четири банке, са око 13% укупне активе банкарског сектора) нису филијале грчких банака, већ засебна правна лица са уплаћеним акционарским капиталом у Србији. Оне су строго регулисане, ригорозније него на матичном тржишту, што је омогућило да се створе резерве ликвидности и адекватне капиталне резерве, које се могу користити у оваквим ситуацијама у којима је важно умањити негативне последице лоших вести и психолошки ефекат. Пословање ових банака појачано прати Народна банка Србије, а нарочито њихову ликвидност и односе с матичним групама како би правовремено реаговала, у складу са законским овлашћењима, и обезбедила заштиту интереса депонената и стабилност финансијског система. За сада ове банке имају показатељ ликвидности изнад прописаног и није примећено да матице повлаче средства. Народна банка Србије и даље ће пажљиво пратити пословање тих банака и у случају потребе реаговаће мерама из своје надлежности како би спречила потенцијалне негативне утицаје на финансијски систем Србије.

Према томе, грчка криза има ограничене директне ефекте на Србију и евентуално би могла имати утицај преко индиректних канала. Могућа нестабилност на међународном финансијском тржишту могла би да утиче на приливе капитала у Србију, перцепцију ризика и девизни курс. Међутим, грчка криза до сада није изазвала претерано велике потресе на међународном финансијском тржишту и повлачење инвеститора из ризичније активе. Чини се да је важније питање да ли ће грчка криза ограничити привредни раст зоне евра, у коју одлази око 45% нашег извоза. Евентуални спорији раст зоне евра од очекиваног могао би имати негативан утицај на наш извоз и тиме економски опоравак. За сада, већина водећих институција и аналитичара није мењала пројекције раста БДП-а зоне евра. Штавише, ММФ и ЕЦБ оцењују да постоји нешто већа доза оптимизма него раније у погледу уравнотежености ризика: с позитивне стране су мере квантитативног попуштања ЕЦБ-а, ниска цена нафте, слабији евро и раст поверења, а с негативне стране, поред грчке кризе, налазе се ниска инфлација, успоравање земаља у успону, геополитичке тензије и нестабилност финансијског тржишта услед асиметричних монетарних политика водећих централних банака. Оно што је и зони евра потребно јесу структурне реформе како би се повећао потенцијални раст, тј. да се инфлација у средњем року не би вратила на циљ с високом незапосленошћу, која ће бити друштвено неприхватљива.

[2] Подаци за 2014. годину, а учешћа су остала непромењена и у првих пет месеци 2015.

# V. Пројекција инфлације

***Према нашој централној пројекцији, мг. инфлација ће се у наредној години дана кретати око доње границе дозвољеног одступања од циља, уз могућ улазак у границе циља крајем ове или почетком следеће године. У П2 2016. године очекујемо њено постепено приближавање циљу од 4,0%. Најважнији инфлаторни фактор у наредном периоду биће регулисане цене (августовско поскупљење електричне енергије и ниска прошлогодишња база код цена цигарета). Насупрот њима, дезинфлаторно делују светске цене примарних производа (нафте и примарних пољопривредних производа), ниска агрегатна тражња, ниска инфлација у међународном окружењу, као и рестриктивна фискална политика. Ризици остварења пројекције инфлације односе се на кретања у међународном окружењу, кретање цена пољопривредних производа и одступање од претпоставке о расту регулисаних цена.***

***Пројекција раста БДП-а у 2015. години ревидирана је навише, са 0,0% на 0,5%, захваљујући мањем паду потрошње од претходно очекиваног. Очекујемо да ће БДП у 2016. години остварити раст од 1,5%, који ће бити вођен инвестицијама и нето извозом, а у мањој мери и потрошњом домаћинстава.***

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

## Почетни услови

У складу са очекивањима изнетим у мајском Извештају о инфлацији, мг. инфлација је у Т2 наставила да се креће испод доње границе дозвољеног одступања од циља (4,0 ± 1,5%) и у јуну је износила 1,9%. Инфлаторни притисци остали су ниски и током Т2 како по основу већине домаћих фактора, тако и по основу ниске инфлације у међународном окружењу и ниских цена примарних производа на светском тржишту. Посматрано на тромесечном нивоу, потрошачке цене су у Т2 порасле за 0,7%, готово у потпуности под утицајем раста цена цигарета, нафтних деривата и сезонског поскупљења туристичких пакет-аранжмана. Базна инфлација (мерена ИПЦ-ом по искључењу цена хране, енергије, алкохола и цигарета), која је од августа прошле године такође испод доње границе циља, у јуну је износила 2,1% мг.

Од марта прошле године мг. инфлација креће се испод доње границе дозвољеног одступања од циља. На то су првенствено утицали фактори с привременим дејством – најпре неуобичајено низак раст регулисаних цена у 2014. години (1,1%)[34], а затим и, први пут забележен, њихов мг. пад у првих шест месеци 2015, пад цена примарних пољопривредних производа у 2014. и снажан пад цене нафте на светском тржишту од средине прошле године.

Дужи период ниске текуће инфлације и очекивани ниски инфлаторни притисци и за наредни период допринели су стабилизацији краткорочних и средњорочних инфлационих очекивања. Већ око годину и по дана финансијски сектор и привреда очекују да ће се инфлација и за 12 месеци налазити у границама циља. Оба сектора такође очекују да ће она и за две године унапред остати у оквиру граница циља.

[34] Због потребе за постепеним отклањањем ценовних диспаритета, тај раст је претходних година у просеку износио 10%.

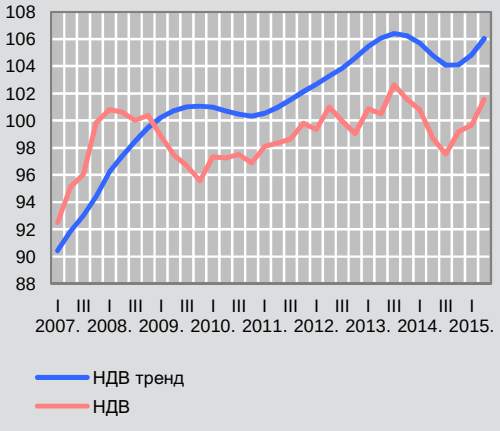
Врло стабилно кретање курса динара према евру обележило је Т2. Оно је првенствено било резултат побољшане макроекономске перспективе земље, пре свега повољнијих платнобилансних и фискалних кретања, што потврђују и јунска одлука ММФ-а о успешном завршетку прве ревизије аранжмана и потврда кредитног рејтинга агенција *Fitch* и *Standard & Poor's*. Дефицит текућег рачуна био је знатно нижи, док је откуп ефективног страног новца од мењача повећан, као и понуда девиза по основу СДИ и раста задужења резидената (државе) према иностранству. Како би ублажила претеране краткорочне осцилације курса, али без намере да утиче на тренд његовог кретања, Народна банка Србије је у априлу интервенисала на МДТ-у и куповином и продајом девиза (нето купила 110,0 млн евра), а од краја јуна само куповином (укупно 240,0 млн евра до краја јула).

Кретање индекса монетарних услова показује да монетарна политика већ више од годину дана има експанзиван карактер, што је у складу са актуелним кретањем инфлације испод доње границе дозвољеног одступања од циља. На експанзивност монетарних услова у Т2 указује како задржавање депрецијацијског јаза реалног девизног курса, услед већег слабљења динара према евру у последњој години дана него што је била разлика између инфлације у Србији и зони евра, тако и реална каматна стопа[35], будући да су опоравак ликвидности банака и снижење референтне каматне стопе условили њен пад испод неутралног нивоа.

Након успешно окончане прве ревизије аранжмана с ММФ-ом, која се односила на стање у јавним финансијама до краја Т1, повољна фискална кретања настављена су и у Т2. Консолидовани буџетски дефицит у првих шест месеци 2015. био је знатно нижи у односу на горњу границу предвиђену споразумом с ММФ-ом (35,3 млрд динара наспрам 96,3 млрд динара) и износио је 1,9% БДП-а. Истовремено, остварен је примарни суфицит од 2,0% БДП-а. Док ММФ предвиђа да ће консолидовани буџетски дефицит ове године износити 5,3% БДП-а, Фискални савет процењује да би он могао износити свега 3,5% БДП-а. Уколико се пође од ММФ-ове пројекције дефицита, јавни дуг би крајем 2015. чинио око 80% БДП-а. Главни ризик по његово кретање представља могуће даље јачање америчког долара.

Према процени Народне банке Србије, БДП је у Т2 порастао 1,9% дсз. (0,9% мг.). Посматрано с расходне стране, тај раст је био вођен инвестицијама и потрошњом домаћинстава. Расту инвестиција допринели су повољнији макроекономски и фискални изгледи земље, измене радног и стечајног законодавства, као и нова законска решења у области грађевинарства, а расту приватне потрошње већи

Графикон V.0.1. **Производни јаз**
(Т3 2008 = 100)




Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон V.0.2. **Индекс монетарних услова**
(у %)

Извор: НБС.

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

расположиви доходак услед пада цене нафте, већег прилива дознака и раста масе зарада. Посматрано с производне стране, позитиван допринос потекао је од индустријске производње и грађевинарства, а негативан од пољопривреде. У оквиру индустријске производње, највећи допринос дала је прерађивачка индустрија, али је раст активности забележен и у области енергетике и рударства, секторима који настављају да се опорављају након поплава у мају прошле године.

Снажан раст економске активности у Т2 био је пре свега вођен факторима на страни понуде (опоравак производних капацитета у енергетици и рударству), али су му допринели и фактори на страни тражње. Иако је то условило смањење негативног производног јаза[36], тај јаз је и даље велик, што указује на задржавање дезинфлаторних притисака по основу агрегатне тражње у средњем року.

Захваљујући експанзивној монетарној политици ЕЦБ-а, депрецијацији евра и паду цене нафте, економски опоравак зоне евра постепено добија на замаху. Након пораста у Т1 од 0,4% дсз., показатељи економске активности указују на то да је БДП зоне евра и у Т2 наставио да расте сличном динамиком. Ипак, очекивани раст ове и следеће године и даље је знатно спорији у односу на америчку привреду, где су позитивна кретања у реалном сектору подстакла одлуку ФЕД-а да крајем прошле године оконча програм квантитативних олакшица, а тржишта очекују да би до краја ове године могао да почне и с повећањем референтне каматне стопе.

## Претпоставке пројекције инфлације

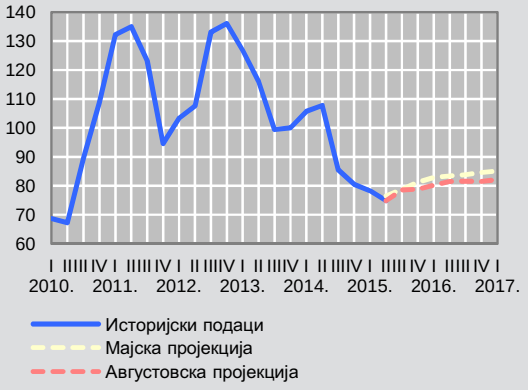
### Екстерне претпоставке

У текућој средњорочној пројекцији инфлације претпоставка о расту БДП-а зоне евра ове и следеће године остала је непромењена у односу на мајску пројекцију, тј. у 2015. претпоставља се раст БДП-а од 1,5%, а у 2016. раст од 1,8%.[37] Домаћа тражња у зони евра требало би да буде подржана мерама монетарне политике и, сходно томе, повољнијим финансијским условима, напретком у спровођењу фискалне консолидације и структурних реформи, као и нижом ценом нафте, која ће позитивно утицати на реални расположиви доходак домаћинстава и смањење трошкова предузећа. Већа ценовна конкурентност такође би могла да подстакне тражњу за извозом зоне евра. С друге стране, зона евра је суочена с потребом за билансним прилагођавањима у већем броју сектора и спорим темпом одвијања структурних реформи, што ће вероватно и даље успоравати брзину њеног опоравка у средњем року.

Након достизања минимума у јануару (–0,6%), мг. раст цена у зони евра од маја је поново у позитивној зони и у јуну је износио 0,2%. Иако би инфлација и у наредном периоду требало да остане ниска, очекујемо да ће она крајем године порасти услед ефекта ниске прошлогодишње базе повезаног с падом цене нафте. Захваљујући неконвенционалним мерама ЕЦБ-а и слабљењу евра у односу на друге светске валуте (због различитог карактера монетарних политика ЕЦБ-а и већине других централних банака), њен раст би требало да се настави и у 2016. У складу с најавама челника ЕЦБ-а, тржишта (према *Consensus Forecast*-у) не очекују да ће ЕЦБ у наредној години дана мењати референтну каматну стопу.

Светске цене примарних пољопривредних производа (кукуруза, пшенице, соје)[38] биле су у паду до пред крај Т2, када су забележиле снажан, али привремен скок услед предвиђања да ће због неповољних временских

Графикон V.0.3. **Претпоставка о кретању светских цена примарних пољопривредних производа**
(Т4 2013 = 100)




Извор: *BSE*, *CBOT* и НБС.

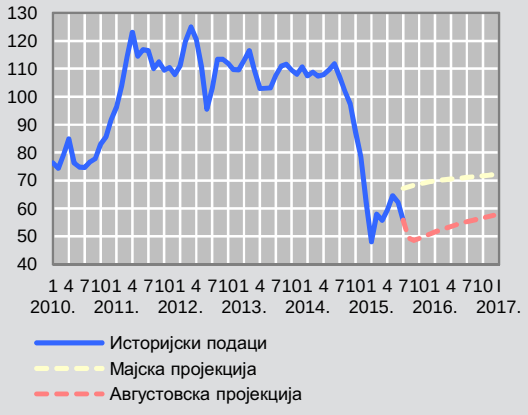
[36] Производни јаз рачунат је на основу НДВ-а (БДП умањен за вредност пољопривредне производње и нето пореза). Као апроксимација производног потенцијала привреде користи се тренд НДВ-а оцењен Калмановим филтером.

[37] Претпоставке о расту БДП-а зоне евра у 2015. и 2016. години у складу су са очекивањима изнетим у најновијем *Consensus Forecast*-у.

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

прилика овогодишња пољопривредна сезона бити знатно лошија од очекиване. Међутим, како се убрзо показало да су наведени ефекти били прецењени, до краја јула цене су се вратиле на ниво од пре скока, тако да су трошкови у производњи хране и даље релативно ниски. У складу с кретањем фјучерса, претпоставка о кретању тих цена ове године коригована је благо наниже у односу на ону из мајске пројекције. Иако би у наредном периоду требало да расту, оне ће на нивоу ове године забележити благ пад, а следеће године благ раст.

Графикон V.0.4. **Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент**
(USD/barel)




Извор: Блумберг и НБС.

Табела V.0.1. **Претпоставке пројекције**
(у заградама су дате промене у односу на претходну пројекцију)

| | 2015. | | 2016. | |
|---|---|---|---|---|
| **Екстерне претпоставке** | | | | |
| Инфлација у зони евра (Т4 на Т4) | 0,8% | (+0,3) | 1,3% | (+0,1) |
| Референтна каматна стопа ЕЦБ-а (на крају године) | 0,05% | (-) | 0,05% | (-) |
| Раст БДП-а у зони евра | 1,5% | (-) | 1,8% | (-) |
| Цене примарних пољопривредних производа на светском тржишту (Т4 на Т4)* | -2,0% | (-3,0) | 3,0% | (-1,0) |
| Цена нафте типа брент по барелу (крај године, у USD) | 51,0 | (-19) | 58,0 | (-14) |
| **Интерне претпоставке** | | | | |
| Регулисане цене (дец. на дец.) | 4,8% | (-) | 5,0% | (-) |
| **Трендови** | | | | |
| Апрецијацијски тренд реалног курса (просек) | 1,3% | (-0,1) | 1,4% | (-) |
| Тренд реалне камате (просек) | 2,8% | (-0,1) | 2,7% | (-0,1) |

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

Након пораста у априлу, цене нафте[39] су у последња два месеца поново у паду. Имајући то у виду, као и кретање фјучерса на нафту, претпоставка о кретању те цене ревидирана је наниже у односу на мајску пројекцију. Очекујемо да ће цена нафте на крају ове године износити око 50 долара по барелу, те да ће у 2016. години благо порасти.

### Интерне претпоставке

У складу с претпоставком о кретању цена примарних пољопривредних производа на светском тржишту и очекиваним даљим јачањем долара, у пројекцији се претпоставља да ће те цене на домаћем тржишту забележити одређени раст ове и следеће године.

Након изузетно ниског раста у 2014. години, раст регулисаних цена би ове године требало да буде нешто виши, али и даље знатно нижи у односу на вишегодишњи просек. Као и у мајској пројекцији, очекујемо да ће те цене ове године порасти за око 5%. Највећи допринос расту даће цена електричне енергије због њеног повећања и цена цигарета услед ниске прошлогодишње базе. Претпоставили смо да ће раст регулисаних цена у 2016. години такође да се креће на нивоу од око 5%.

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[40].

Такође смо претпоставили да ће, у складу с најавама из Владе, у наредном периоду бити настављено доследно спровођење фискалне консолидације, које ће обезбедити одрживост јавних финансија и пад јавног дуга од 2017. године. У складу с тим, и кретање премије ризика земље би у наредном периоду требало да буде стабилно.

[39] Цена нафте типа брент.

[40] Код транзиционих привреда, конвергенција дохотка према дохотку развијеним привредама праћена је релативно бржим растом цена (конвергенција цена).

## Пројекција

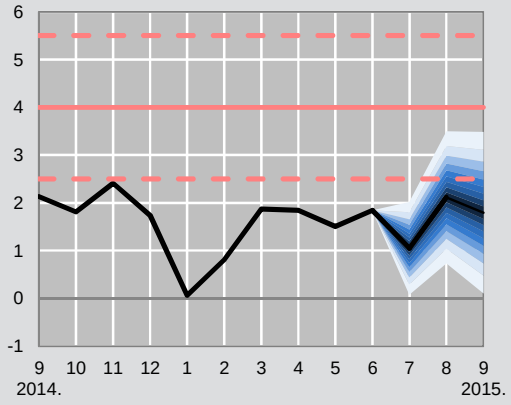
### Пројекција инфлације

Међугодишња инфлација ће у наредној години дана остати ниска и кретаће се око доње границе дозвољеног одступања од циља, уз могућ улазак у границе циља крајем ове или почетком следеће године. У П2 2016. године очекујемо њено постепено приближавање циљу од 4,0%. У наредном периоду инфлаторно ће деловати регулисане цене (августовско поскупљење електричне енергије и ниска прошлогодишња база код цена цигарета), али ће њихов утицај на инфлацију ублажавати досадашњи пад цена примарних производа (нафте и примарних пољопривредних производа), ниска агрегатна тражња, ниска инфлација у међународном окружењу, као и рестриктивна фискална политика. Наведени фактори требало би да ограниче раст мг. инфлације тако да она ни у току следеће године не пређе 4,0%.

### Краткорочна пројекција инфлације

Краткорочна пројекција инфлације, тј. пројекција за Т3 2015, предвиђа наставак кретања мг. инфлације испод доње границе дозвољеног одступања од циља. Први пут откако се мере, регулисане цене су ове године забележиле мг. пад, и то седам узастопних месеци. Међутим, поскупљење електричне енергије почетком августа за око 12% (допринос инфлацији 0,6 п.п.)[41] требало би да резултира њиховим поновним мг. растом, при чему није потпуно искључена ни могућност уласка инфлације у границе циља у том месецу.

Графикон V.0.5. **Краткорочна пројекција инфлације**
(мг. стопе, у %)




Извор: НБС.

Посматрано на тромесечном нивоу, раст потрошачких цена у Т3 биће вођен растом регулисаних цена, тј. поскупљењем електричне енергије и повећањем цена цигарета, а ублажиће га цене непрерађене хране, које би требало да забележе сезонски пад. Иако је цена природног гаса за домаћинства у јулу снижена за нешто више од 11%, с обзиром на његово ниско учешће у корпи за обрачун ИПЦ-а (0,6%), негативан допринос инфлацији по том основу биће занемарљив.

Базна инфлација (тј. промена ИПЦ-а по искључењу цена хране, енергије, алкохола и цигарета) у Т3 ће наставити кретање испод доње границе дозвољеног одступања од циља, започето у августу прошле године. Посматрано на тромесечном нивоу, она ће бити нижа него у Т2 и биће вођена пре свега растом цена туристичких пакет-аранжмана.

### Средњорочна пројекција инфлације

Посматрано по главним компонентама ИПЦ-а, најважнији фактор са инфлаторним утицајем биће регулисане цене, тј. цене електричне енергије и цигарета. За разлику од претходне пројекције, очекивани допринос нафтних деривата инфлацији сада је знатно мањи, јер је у међувремену цена сирове нафте на светском тржишту поново опала и тренутно се креће близу нивоа који је забележен у јануару, тј. од око 50 долара за барел. Као и раније, процењујемо да ће раст цена у средњем року успоравати ниска агрегатна тражња, али и ниска инфлација у међународном окружењу и рестриктивна фискална политика.

Допринос регулисаних цена мг. инфлацији и даље је негативан, првенствено због прошлогодишњег одлагања корекције цене електричне енергије, али би од августа, с повећањем те цене, требало да постане позитиван и опредељујуће да утиче на раст мг. инфлације у наредном периоду. Поред поскупљења електричне енергије, на тај раст ће у знатној мери

[41] Од тога, 7,5 п.п. односи се на увођење акцизе на електричну енергију, а 4,5 п.п. на повећање тарифе.

утицати и „излазак“ (из њеног обрачуна) појефтињења цигарета који се десио крајем прошле и почетком ове године. Иначе, процењујемо да ће цене цигарета ове године порасти између 8% и 9% (допринос инфлацији око 0,4 п.п.), у мањој мери због повећања акциза, а у већој због одлуке произвођача да повећају цене, након што су их крајем прошле године снизили.

Цене хране не би требало да имају изражен утицај на инфлацију у периоду пројекције. Посматрано на мг. нивоу, у оквиру тих цена очекујемо два тренда – умерен раст цена индустријско-прехрамбених производа (прехрамбена инфлација), с једне стране, и успоравање раста цена воћа и поврћа, с друге стране. Повећање прехрамбене инфлације предвиђамо пре свега по основу очекиваног раста цена примарних пољопривредних производа у П2 (у јулу је већ повећана цена кукуруза), с обзиром на то да они представљају главне инпуте у производњи хране. Међутим, како би тај раст требало да буде скроман, то ће и прехрамбена инфлација, и поред раста, остати ниска. Цене воћа и поврћа су прошле године биле на високом нивоу, па се због базног ефекта очекује да оне ове године знатно успоре раст. Стога ће њихов допринос мг. инфлацији, иако позитиван, постајати све мањи, а почетком следеће године могуће и неутралан.

Дезинфлаторни фактор у средњем року остаје домаћа тражња. Њен утицај биће појачан мерама фискалне консолидације, које ће се негативно одразити пре свега на потрошњу државе. Када је реч о потрошњи домаћинстава, она би још ове године требало да буде у паду, а од следеће очекујемо њен постепени опоравак.

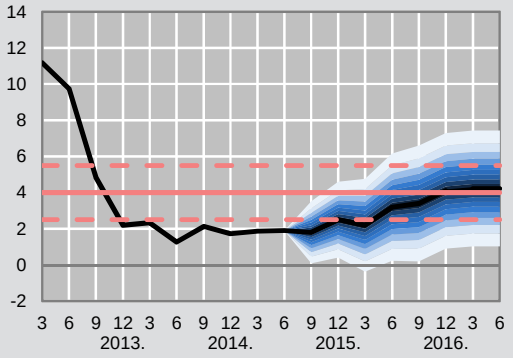
Релативно стабилно кретање курса динара према евру у последњих неколико месеци и ниски инфлаторни притисци у међународном окружењу, за које се очекује да ће бити настављени, фактори су који би требало да додатно ублаже притиске на раст домаћих цена.

Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације односи се пре свега на утицај кретања у међународном окружењу на премију ризика земље и прилив капитала, кретање цена примарних пољопривредних производа и успешност овогодишње пољопривредне сезоне. Ризик представља и потенцијално одступање од претпоставке о расту регулисаних цена у 2016. години.

Поред различитих монетарних политика које воде централне банке водећих економија, међународно окружење тренутно карактеришу и тензије у вези с дужничком кризом Грчке. Та криза, као и почетак повећања референтне каматне стопе ФЕД-а, могли би утицати на кретање капитала према земљама у успону, уопште. Евентуални раст аверзије инвеститора према ризику на међународном финансијском тржишту вероватно би водио мањем приливу капитала и у Србију и, у крајњој линији, притисцима на домаће цене. С друге стране, експанзивна монетарна политика ЕЦБ-а, уз доследно спровођење домаће фискалне консолидације, могла би водити већем приливу капитала и наставку дезинфлаторних притисака.

У складу с тренутно расположивим информацијама са светских тржишта, код примарних пољопривредних производа (кукуруз, пшеница, соја) у периоду пројекције претпоставили смо благ пад ове и благ раст следеће године. Међутим, како су цене примарних производа, уопште, врло променљиве, вероватноћа одступања стварног кретања од

Графикон V.0.6. **Пројекција инфлације**
(мг. стопе, у %)




Извор: НБС.

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

претпостављеног није занемарљива. Када је реч о житарицама, у последње две године акумулиране су високе залихе, што би, уз текуће ниске цене нафте, могло водити и већем паду њихових цена у кратком року. Наиме, ниже цене нафте врше притисак наниже на цене житарица, будући да снижавају трошкове енергије и вештачког ђубрива и слабе подстицај за производњу биогорива од житарица. Имајући све наведено у виду, ризици у погледу остварења ове претпоставке су асиметрични наниже.

С друге стране, мада смо већ претпоставили да ће овогодишња домаћа пољопривредна сезона бити лошија од просечне, високе температуре и суша од друге половине јула могле би додатно негативно утицати на овогодишње приносе. По мишљењу стручњака, највише су погођени усеви кукуруза и соје, али такве временске прилике не погодују ни засадима воћа. Поуздане процене стварне величине негативних ефеката биће познате у наредном месецу или два. Стога су ризици по остварење пројекције инфлације који проистичу из овогодишње пољопривредне сезоне асиметрични навише. Ипак, по нашој оцени, утицај сезоне на кретање цена пољопривредних производа сада је мањи него раније захваљујући повећању отворености нашег тржишта према ЕУ.

Табела V.0.2. **Пројекције главних макроекономских показатеља за Србију**

| | 2015. | | 2016. | |
|---|---|---|---|---|
| | Претходна | Нова | Претходна | Нова |
| **Инфлација (годишњи просек, у %)** | | | | |
| ММФ | - | 2,2 | - | 3,8 |
| Европска комисија | 2,4 | - | 4,1 | - |
| *Consensus Forecast* | 3,0 | 2,3 | 4,3 | 3,9 |
| **БДП (%)** | | | | |
| ММФ | 0,0 | 0,0 | - | 1,5 |
| Европска комисија | -0,1 | - | 1,2 | - |
| *Consensus Forecast* | 0,2 | -0,2 | 1,8 | 1,7 |
| **Текући дефицит (% БДП-а)** | | | | |
| ММФ | - | 4,3 | - | 4,1 |
| Европска комисија | 3,8 | - | 3,7 | - |
| *Consensus Forecast** | 4,3 | 4,8 | 3,9 | 4,6 |

Извор: ММФ (саопштење мисије ММФ-а у Србији, 11. мај 2015. и *Republic of Serbia: First Review Under the Stand-By Arrangement, Country Report No.* 15/161), Европска комисија (*Spring forecast* 2015) и *Consensus Forecast* (април и јул 2015).

* Израчунато на бази пројекције доларског БДП-а НБС из априла и јула 2015.

У случају регулисаних цена, одступања у односу на претпоставку пројекције за 2016. годину могућа су у оба смера, тј. њихов раст могао би бити и виши и нижи у односу на претпостављени.

Према нашој процени, ризици остварења пројекције инфлације су симетрични.

Од маја 2013. године, када је започет циклус ублажавања монетарне политике, референтна каматна стопа Народне банке Србије снижена је за укупно 6,25 п.п. Упркос ниским инфлаторним притисцима, та стопа је прошле године снижавана опрезно, пре свега због повећане неизвесности у међународном окружењу. Будући да су екстерни ризици и даље присутни, карактер монетарне политике зависиће пре свега од оцене њиховог потенцијалног инфлаторног утицаја. Такође, релевантан фактор биће и овогодишња пољопривредна сезона, тј. кретање цена примарних пољопривредних производа на домаћем и светском тржишту.

**Пројекција БДП-а**

БДП би ове године требало да забележи раст од 0,5%, који ће у 2016. убрзати на 1,5%. У односу на пројекцију из маја, раст за ову годину ревидиран је навише за 0,5 п.п., док је за 2016. остао непромењен.

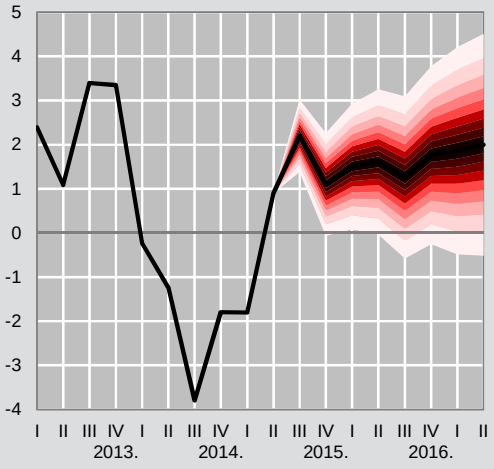
Као и у мају, процењујемо да ће доследно фискално прилагођавање, праћено спровођењем структурних реформи, резултирати већим инвестицијама и нето извозом, док ће негативан допринос БДП-у у 2015. години потећи од потрошње домаћинстава и државе због спровођења фискалне консолидације. Међутим, пад потрошње ове године требало би да буде мањи у односу на оно што смо очекивали пре три месеца и то је, уједно, главни разлог ревизије очекиваног раста БДП-а ове године. Мањем реалном паду потрошње допринело је неколико фактора: већи расположиви доходак домаћинстава захваљујући паду цене нафте, односно нафтних деривата, раст дознака, повећање масе зарада, као и ниска и стабилна инфлација. С друге стране, и позитиван допринос нето извоза биће мањи него што смо очекивали у мају (али не толико да неутралише ефекат ревидиране потрошње на БДП). Иако опоравак екстерне тражње, пре свега из зоне евра,

позитивно утиче на наш извоз, допринос нето извоза биће нижи због повећања увоза, који је у складу с блажим падом потрошње и већим инвестицијама.

Посматрано с производне стране, очекује се да ће се мања финална потрошња негативно одразити на активност првенствено услужних сектора. Међутим, више не очекујемо да ће највећи негативан допринос овогодишњем БДП-у потећи од тих сектора, већ од сектора пољопривреде. Наиме, висока прошлогодишња база због врло добре сезоне и лошија пољопривредна сезона од просечне ове године услед високих температура и суше имаће за последицу пад пољопривредне производње у 2015. од око 10%. С друге стране, допринос индустријске производње требало би да буде позитиван како по основу прерађивачке индустрије, тако и по основу опоравка производње у сектору рударства и енергетике, који би, након знатног поплавама узрокованог оштећења капацитета прошле године, ове године требало да забележе двоцифрене стопе раста активности. Поред тога, и грађевинска активност последњих месеци показује знаке опоравка, у основи којег се налазе пре свега инфраструктурни пројекти. У складу с тим, очекујемо да допринос грађевинарства БДП-у ове године такође буде позитиван.

Раст економске активности у 2016. требало би да буде вођен инвестицијама и нето извозом, а први пут после четири године, одређени позитиван допринос очекујемо и по основу потрошње домаћинстава. У складу са очекиваним наставком смањења буџетског дефицита, потрошња државе ће и следеће године забележити пад.

Графикон V.0.7. **Пројекција раста БДП-а**
(мг. стопе, у %)




Извор: НБС.

Неизвесност у погледу остварења пројекције БДП-а представљају пре свега брзина привредног опоравка зоне евра и брзина и интензитет фискалне консолидације и структурних реформи.

Иако би задржавање цене нафте на ниском нивоу и неконвенционалне мере ЕЦБ-а могле утицати на његово убрзање, опоравак би, с друге стране, могао бити успорен у случају неповољног развоја догађаја у вези с финансијским потешкоћама Грчке, као и у случају евентуалног заоштравања постојећих геополитичких тензија.

У оквиру интерних фактора, ризик представља евентуално већи од процењеног краткорочни негативан утицај фискалне консолидације и структурних реформи на БДП услед очекиваног смањења броја запослених у јавном сектору, имајући у виду недавно усвајање Закона о начину одређивања максималног броја запослених у јавном сектору. С друге стране, доследно спровођење фискалног и структурног прилагођавања требало би да има позитиван утицај на БДП у средњем року. Штавише, очекивано повећање ефикасности јавног сектора и реформисање предузећа у државном власништву могли би резултирати и бржим растом економске активности од очекиваног.

С обзиром на неизвесност у погледу резултата овогодишње пољопривредне сезоне и релативно високо учешће пољопривредних и прехрамбених производа у извозу, могуће је да допринос извоза БДП-у буде и виши и нижи од процењеног.

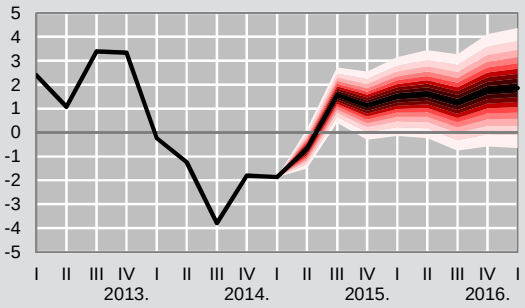
Узимајући све у обзир, процењујемо да су ризици у погледу остварења пројекције БДП-а симетрични.

## Поређење и остварење пројекција

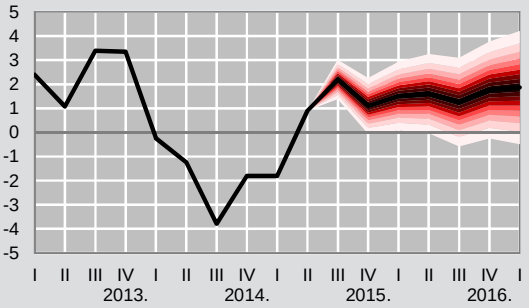
Нова пројекција инфлације нижа је у наредној години дана у односу на пројекцију објављену у мајском Извештају о инфлацији. Разлог је, пре свега, дезинфлаторнији ефекат цена примарних производа

Графикон V.0.8. **Поређење текуће с претходном пројекцијом раста БДП-а**

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



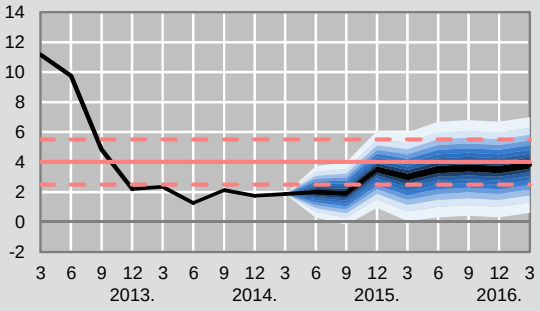

**Августовска пројекција**
(мг. стопе, у %)



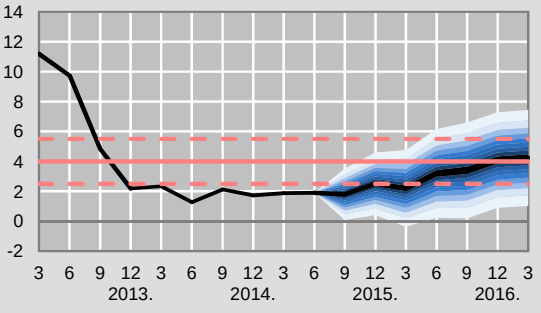

Извор: НБС.

Графикон V.0.9. **Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације**

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




**Августовска пројекција**
(мг. стопе, у %)

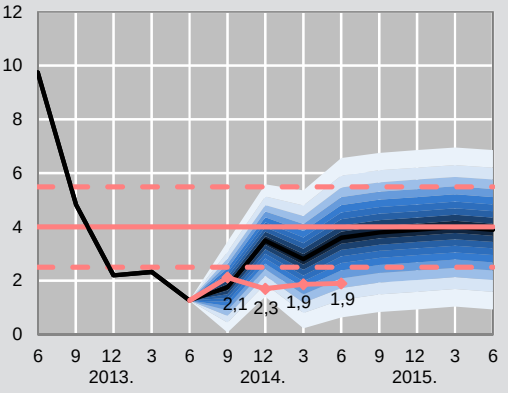



Извор: НБС.

(нафте и примарних пољопривредних производа) од очекиваног. У складу с тим, трајнији повратак инфлације у границе циља сада очекујемо да ће се десити средином следеће године. Распон пројекције у средњем року остао је непромењен.

Мг. инфлација се у последњој години дана кретала испод централне вредности пројекције објављене у Извештају о инфлацији из августа 2014. године, али у оквиру распона пројекције. На одступање у односу на централну пројекцију деловао је првенствено мг. пад регулисаних цена у П1 2015, наспрам очекивања да ће те цене остварити раст (мг. инфлација је по овом основу нижа за око 2 п.п.), а у мањој мери и снажан пад цене нафте на светском тржишту од средине прошле године.

Графикон V.0.10. **Остварење пројекције инфлације из августа 2014.**
(мг. стопе, у %)




Извор: НБС.

Табела А
**Индикатори екстерне позиције Србије**

| | 2005. | 2006. | 2007. | 2008. | 2009. | 2010. | 2011. | 2012. | 2013. | 2014. | I 2015. | II 2015. |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 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 | 6,9 | 6,7[2)] |
| Девизне резерве/краткорочни дуг | 177,0 | 265,1 | 250,6 | 162,6 | 220,6 | 191,2 | 299,3 | 240,3 | 271,2 | 309,9 | 325,6 | 312,2 |
| Девизне резерве/БДП | 23,3 | 36,9 | 32,7 | 24,2 | 34,6 | 33,6 | 36,1 | 34,5 | 32,7 | 30,0 | 32,2 | 31,7 |
| Отплата дуга/БДП | 5,0 | 10,3 | 10,3 | 10,7 | 12,8 | 12,0 | 12,4 | 13,1 | 13,3 | 14,2 | 12,2 | 9,9 |
| Отплата дуга/извоз робе и услуга | 19,8 | 36,2 | 37,5 | 37,5 | 48,8 | 37,5 | 37,3 | 36,2 | 32,6 | 32,5 | 25,0 | 20,1 |
| ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %) | | | | | | | | | | | | |
| Спољни дуг/БДП | 59,3 | 58,5 | 59,0 | 62,3 | 72,7 | 79,0 | 72,2 | 80,9 | 75,1 | 78,1 | 81,9 | 81,7 |
| Краткорочни дуг/БДП | 13,2 | 13,9 | 13,1 | 14,9 | 15,7 | 17,6 | 12,1 | 14,3 | 12,0 | 9,7 | 9,9 | 10,1 |
| Спољни дуг/извоз робе и услуга | 234,9 | 205,7 | 214,3 | 218,9 | 276,9 | 247,1 | 216,5 | 223,6 | 184,7 | 178,7 | 182,2 | 176,8 |
| 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 | 318,8 | 292,1 |
| Девизне резерве/примарни новац | 169,8 | 179,5 | 173,8 | 140,7 | 190,5 | 196,4 | 207,6 | 197,9 | 199,9 | 196,6 | 201,9 | 193,6 |
| СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ)/БДП | 70,8 | 77,4 | 80,1 | 82,6 | 69,0 | 79,8 | 82,7 | 89,8 | 92,6 | 98,4 | 110,3 | 107,7[2)] |
| МЕМОРАНДУМ: (у млн евра) | | | | | | | | | | | | |
| БДП [1)] | 21.103 | 24.435 | 29.452 | 33.705 | 30.655 | 29.766 | 33.424 | 31.683 | 34.263 | 33.075 | 7.221 | 8.119[2)] |
| Спољни дуг | 12.520 | 14.291 | 17.382 | 20.982 | 22.272 | 23.509 | 24.123 | 25.645 | 25.746 | 25.829 | 26.735 | 26.532 |
| Сервисирање спољног дуга | 1.054 | 2.513 | 3.039 | 3.594 | 3.922 | 3.564 | 4.154 | 4.156 | 4.540 | 4.691 | 881 | 802 |
| Девизне резерве НБС | 4.922 | 9.020 | 9.634 | 8.162 | 10.602 | 10.002 | 12.058 | 10.915 | 11.189 | 9.907 | 10.515 | 10.293 |
| Краткорочни дуг[3)] | 951 | 968 | 1.044 | 1.832 | 1.843 | 1.752 | 601 | 455 | 197 | 106 | 183 | 178 |
| Биланс текућих трансакција | -1.778 | -2.356 | -5.474 | -7.126 | -2.032 | -2.037 | -3.656 | -3.671 | -2.098 | -1.985 | -520[2)] | -208[2)] |

| КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ (промена рејтинга и изгледа) | 2005. | 2006. | 2007. | 2008. | 2009. | 2010. | 2011. | 2012. | 2013. | 2014. |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Јул/Мај | Феб. | Јул | Март/Дец. | Дец. | Нов. | Март | Авг. | Јул | Јан. |
| *S&P* | BB- /стабилан | BB- /позитиван | BB- /стабилан | BB- /негативан | BB- /стабилан | | BB /стабилан | BB- /негативан | | |
| *Fitch* | BB- /стабилан | | | BB- /негативан | | BB- /стабилан | | BB- /негативан | | B+ /стабилан |
| Moody's | | | | | | | | | B1 /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 (*BPM6*). Подаци за 2005. и 2006. приказани су према претходној методологији.
3. Од 1. јануара 2010. РЗС региструје извоз и увоз према општем систему трговине, који представља шири концепт и обухвата сву робу која улази на економску територију земље или је напушта, са изузетком робе која је у транзиту. Упоредиве податке РЗС је објавио за 2007, 2008. и 2009. годину. Претходне године су дате према специјалном систему трговине. Размена с Црном Гором регистрована је према припадајућим трансакцијама од 2003. године.
4. Од септембра 2010. измењена је методологија статистике спољног дуга тако да се у спољни дуг јавног сектора укључују обавезе по основу алокације SDR (486,8 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 (944,3 млн евра, од чега се 423,3 млн евра односи на домаће банке, а 520,9 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. | I 2015. | II 2015. |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 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 | -1,8 | 0,9 |
| 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 | 1,9 | 1,9 |
| 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 | 10.515 | 10.293 |
| 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 | 3.529 | 3.990[6] |
| - 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 | 6,8 | 9,2[6] |
| 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 | 4.434 | 4.750[6] |
| - 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 | 7,1 | 3,8[6] |
| Текући рачун платног биланса[3] | | | | | | | | | | | | |
| (у млн евра) | -1.778 | -2.356 | -5.474 | -7.126 | -2.032 | -2.037 | -3.656 | -3.671 | -2.098 | -1.985 | -520[6] | -208[6] |
| у % БДП-а | -8,4 | -9,6 | -18,6 | -21,1 | -6,6 | -6,8 | -10,9 | -11,6 | -6,1 | -6,0 | -7,2[6] | -2,6[6] |
| Незапосленост по Анкети (у %) | 20,8 | 20,9 | 18,1 | 13,6 | 16,1 | 19,2 | 23,0 | 23,9 | 22,1 | 18,9 | 19,2 | |
| 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 | 344,0 | 371,3 |
| 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 | -6,4 | -2,4 | -0,5 |
| Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а)[4] | 1,2 | -1,5 | -1,9 | -2,6 | -4,4 | -4,6 | -4,8 | -6,8 | -5,5 | -6,7 | -2,4 | -1,5 |
| 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 | 71,0 | 75,1 | 73,8 |
| 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 | 108,15 | 108,86 |
| 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 | 111,42 | 107,73 |
| Курс динара према евру (просек у периоду) | 82,99 | 84,11 | 79,96 | 81,44 | 93,95 | 103,04 | 101,95 | 113,13 | 113,14 | 117,31 | 121,50 | 120,44 |
| Курс динара према евру (крај периода) | 85,50 | 79,00 | 79,24 | 88,60 | 95,89 | 105,50 | 104,64 | 113,72 | 114,64 | 120,96 | 120,22 | 120,60 |
| МЕМОРАНДУМ: БДП (у млн евра) [5] | 21.103 | 24.435 | 29.452 | 33.705 | 30.655 | 29.766 | 33.424 | 31.683 | 34.263 | 33.075 | 7.221 | 8.119[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 (*BPM6*). Подаци за 2005. и 2006. приказани су према претходној методологији. Због прекида серије за 2007. стопе раста извоза и увоза робе и услуга нису приказане. Од 1. јануара 2010. РЗС региструје извоз и увоз према општем систему трговине, који представља шири концепт и обухвата сву робу која улази на економску територију земље или је напушта, са изузетком робе која је у транзиту. Упоредиве податке РЗС је објавио за 2007, 2008. и 2009. годину. Претходне године су дате према специјалном систему трговине. Размена с Црном Гором регистрована је према припадајућим трансакцијама од 2003. године.

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

[5] Према методологији ESA 2010.

[6] Процена НБС

Напомене:

1. Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.

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

3. Извор за податак о јавном дугу је Министарство финансија и НБС за процењени БДП.

# Додатак 1. Меморандум Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације до 2018. године

## Меморандум Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације до 2018. године[1]

Ради дефинисања оквира за одлучивање о монетарној политици на средњи рок и усидравања и стабилизације инфлационих очекивања, Извршни одбор Народне банке Србије овим меморандумом утврђује циљ за инфлацију у 2017. и 2018. години.

У складу са *Споразумом Народне банке Србије и Владе Републике Србије о циљању (таргетирању) инфлације*[2] и *Меморандумом Народне банке Србије о монетарној стратегији*[3], којима се Народна банка Србије обавезала да, у сарадњи с Владом, утврђује циљане стопе инфлације – Извршни одбор Народне банке Србије одредио је **циљану стопу укупне инфлације (с дозвољеним одступањем), мерене годишњом процентуалном променом индекса потрошачких цена**, за период од јануара 2017. до децембра 2018. године у висини од 4%, с дозвољеним одступањем ± 1,5 п.п. Циљеви за инфлацију у 2015. и 2016. години који су утврђени раније нису мењани.[4]

Путања циљане инфлације одражава намеру да се постигне стабилност цена без изазивања макроекономских поремећаја. Циљана инфлација у 2017. и 2018. години и даље ће бити изнад нивоа квантитативне дефиниције ценовне стабилности и нивоа циљане инфлације у развијеним земљама (2,0% или 2,5%). Постављени циљ за инфлацију произлази из оцене да до 2018. године неће бити завршене структурне реформе и либерализација цена, односно номинална, реална и структурна конвергенција према Европској унији.

Треба имати у виду да је циљана инфлација средњорочни циљ, тј. да остварена инфлација може краткорочно одступати од циљане услед егзогених шокова. Народна банка Србије ће дозволити привремено одступање инфлације од утврђеног циља у случају када би враћање инфлације на циљ у кратком временском периоду захтевало такве промене у монетарној политици које би изазвале додатне макроекономске поремећаје. То се односи на случајеве наглих промена цена примарних производа или на одступања у планираном расту цена производа које су под директним или индиректним утицајем одлука Владе. Народна банка Србије, у сарадњи с Владом, може мењати утврђене циљеве за инфлацију. Такве измене биће предузимане само у изузетним околностима, а образлагаће их Народна банка Србије.

[1] Меморандум је усвојен на седници Извршног одбора Народне банке Србије 13. августа 2015. године.
[2] Споразум је усвојен на седници Владе Републике Србије 19. децембра 2008. године.
[3] Меморандум је усвојен на седници Монетарног одбора Народне банке Србије 22. децембра 2008. године.
[4] Видети Меморандум Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације до 2016. године.

## Списак графикона и табела

### Графикони


III.0.1. Кретање цена 11
III.0.2. Допринос тромесечној стопи раста потрошачких цена 12
III.0.3. Допринос мг. стопи раста потрошачких цена 12
III.0.4. Домаћа инфлација и екстерне цене 13
III.0.5. Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред 14
III.0.6. Циљана инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред − финансијски сектор 15
III.0.7. Очекивана инфлација за две године унапред 15

IV.1.1. Динарска ликвидност 17
IV.1.2. Кретање каматних стопа 17
IV.1.3. Крива приноса на међубанкарском тржишту новца 18
IV.1.4. Примарно тржиште државних ХоВ у динарима – коефицијент реализације и учешће страних инвеститора 18
IV.1.5. Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ 18
IV.1.6. Кретање каматних стопа на динарске кредите и депозите привреди и становништву 19
IV.1.7. Кретање каматних стопа на девизне кредите и депозите привреди и становништву 19
IV.1.8. Показатељ премије ризика – *EMBI* по земљама 20
IV.1.9. Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала 21
IV.1.10. Структура финансијског биланса 21
IV.1.11. Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту 22
IV.1.12. Краткорочна волатилност курса динара према евру 22
IV.1.13. Кретање курсева одређених националних валута према евру 23
IV.1.14. Индекс *BELEX15* и промет на Београдској берзи 24
IV.1.15. Кретање берзанских индекса у земљама у региону 24

IV.2.1. Монетарни агрегати и потрошачке цене 25
IV.2.2. Доприноси мг. расту М2, секторска структура 25
IV.2.3. Кредитна активност и БДП 26
IV.2.4. Структура новоодобрених кредита привреди 27
IV.2.5. Утицај појединих фактора на промену кредитних стандарда у одобравању кредита и кредитних линија предузећима 27
IV.2.6. Утицај појединих фактора на промену кредитних стандарда у одобравању кредита и кредитних линија становништву 27
IV.2.7. Учешће динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву 28
IV.2.8. Учешће *NPL* у укупним кредитима, бруто принцип 28

IV.3.1. Индекси цена непокретности *DOMex* и број прометованих непокретности 29
IV.3.2. Индекси броја издатих дозвола новоградње 29

IV.4.1. Доприноси мг. стопи раста БДП-а – расходна страна 30
IV.4.2. Потрошња домаћинстава 31
IV.4.3. Потрошња државе 31
IV.4.4. Извоз и увоз робе и услуга 32
IV.4.5. Кретање показатеља екстерне тражње и извоза Србије 32
IV.4.6. Кретање главних компоненти увоза 33
IV.4.7. Робна размена у еврима 33
IV.4.8. Увоз енергената 33

IV.5.1. Кретање показатеља економске активности 37
IV.5.2. Физички обим производње по гранама прерађивачке индустрије 38
IV.5.3. Физички обим производње у енергетици и рударству 38
IV.5.4. Доприноси мг. расту физичког обима индустријске производње 39

IV.6.1. Кретање реалне нето зараде (дсз. подаци)` 39
IV.6.2. Однос просечне номиналне нето зараде у јавном и ван јавног сектора 39
IV.6.3. Кретање реалне нето зараде (мг. раст, у %) 40
IV.6.4. Кретање продуктивности, бруто реалних зарада и јединичних трошкова рада у индустрији 40
IV.6.4. Показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази 41
IV.6.5. Просечна месечна новчана накнада за незапосленост 41

IV.7.1. Кретање БДП-а и показатеља економске активности зоне евра 42
IV.7.2. Водећи показатељи сектора производње по земљама – *PMI Manufacturing* 43
IV.7.3. Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2015. и 2016. ММФ-а 43
IV.7.4. Водећи економски показатељи у САД 44
IV.7.5. Кретања на тржишту рада у САД 44
IV.7.6. Кретање хармонизованог индекса потрошачких цена по земљама 45
IV.7.7. Кретање референтних стопа по земљама 46
IV.7.8. Принос на десетогодишње обвезнице по земаљама 47
IV.7.9. Кретање курсева одређених националних валута према долару 47
IV.7.10. Кретање цена нафте и бакра 48
IV.7.11. Имплицитна волатилност међународног финансијског тржишта 48
IV.7.12. Индекс светских цена хране 49

V.0.1. Производни јаз 54
V.0.2. Индекс монетарних услова 54
V.0.3. Претпоставка о кретању светских цена примарних пољопривредних производа 55
V.0.4. Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент 56
V.0.5. Краткорочна пројекција инфлације 57
V.0.6. Пројекција инфлације 58
V.0.7. Пројекција раста БДП-а 60
V.0.8. Поређење текуће с претходном пројекцијом раста БДП-а 61
V.0.9. Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације 61
V.0.10. Остварење пројекције инфлације из августа 2014. 61

**Табеле**

III.0.1. Раст потрошачких цена по компонентама 11
III.0.2. Показатељи раста цена 13

IV.2.1. Монетарни агрегати 25

IV.4.1. Показатељи кретања инвестиција 31

IV.5.1. Годишњи раст и доприноси расту БДП-а 37
IV.6.1. Кретања запослености и незапослености 41

V.0.1. Претпоставке пројекције 56
V.0.2. Пројекције главних макроекономских показатеља за Србију 59

Табела А. Индикатори екстерне позиције Србије 62
Табела Б. Основни макроекономски индикатори 63

**Графикони у освртима**

О.1.1. Степен ценовне конвергенције у Србији и земљама региона 7

О.1.2. Ценовна конвергенција по групама производа 8

О.3.1. Фискални дефицит и јавни дуг Грчке 50

**Табеле у освртима**

О.1.1. Циљане стопе инфлације Народне банке Србије у периоду од 2009. 7

О.2.1. Биланс текућег рачуна Републике Србије 35

# Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе

## 2014. година

| Датум | Референтна каматна стопа (на годишњем нивоу, у %) | Промена (у базним поенима) |
|---|---|---|
| 16. јануар | 9,50 | 0 |
| 13. фебруар | 9,50 | 0 |
| 6. март | 9,50 | 0 |
| 17. април | 9,50 | 0 |
| 8. мај | 9,00 | -50 |
| 12. јун | 8,50 | -50 |
| 10. јул | 8,50 | 0 |
| 7. август | 8,50 | 0 |
| 11. септембар | 8,50 | 0 |
| 16. октобар | 8,50 | 0 |
| 13. новембар | 8,00 | -50 |
| 11. децембар | 8,00 | 0 |

## 2015. година

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

# Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије

**Саопштење са седнице Извршног одбора, 11. 6. 2015.**

Извршни одбор је констатовао да се инфлација креће испод доње границе дозвољеног одступања од циља, као и да се у другој половини године очекује њен повратак у границе циља. Томе ће, уз до сада предузете мере монетарне политике, допринети утицај регулисаних цена и цена нафтних деривата, које су у претходном периоду имале привремено дезинфлаторно дејство.

Доносећи одлуку да смањи референтну каматну стопу, Извршни одбор је имао у виду да на средњи рок преовлађују дезинфлаторни притисци по основу агрегатне тражње и цена у међународном окружењу и на светским тржиштима примарних производа. Дезинфлаторни притисци су додатно појачани по основу рестриктивније фискалне политике, али и ефеката квантитативног попуштања Европске централне банке, што, уз очекивану прву успешну ревизију програма с Међународним монетарним фондом, позитивно утиче на премију ризика земље и перцепцију инвеститора према улагањима у Србију. Уз низак дефицит текућег рачуна, то има позитиван утицај на стабилност курса и кретања на девизном тржишту, оценио је Извршни одбор.

Извршни одбор оцењује да ће наставак ублажавања монетарне политике позитивно деловати на кредитну активност и очекује адекватну реакцију банака кроз смањење каматних стопа на кредите, посебно на њихове динарске пласмане, како би се подржао раст економске активности у наредном периоду.

Иако су кретања у међународном окружењу повољнија, пре свега са становишта повећане глобалне ликвидности, још су присутне неизвесности које захтевају опрезно вођење монетарне политике, упозорио је Извршни одбор.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће се донети одлука о референтној каматној стопи одржаће се 9. јула.

**Саопштење са седнице Извршног одбора, 9. 7. 2015.**

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је на данашњој седници да референтну каматну стопу задржи на постојећем нивоу од 6 одсто.

Разматрајући актуелна монетарна и макроекономска кретања и пројекције, Извршни одбор је констатовао да се међугодишња инфлација креће испод доње границе дозвољеног одступања од циља, али да ће се у наредним месецима вратити у циљани оквир. На повратак инфлације у границе циља утицаће ефекти до сада предузетих мера монетарне политике, као и фактори који су у претходном периоду имали привремено дезинфлаторно дејство, попут очекиваног раста регулисаних цена и исцрпљивања ефеката пада цена примарних производа. Трајнији дезинфлаторни ефекти и даље ће долазити од ниске агрегатне тражње и ниске инфлације у међународном окружењу. Од почетка године бележе се повољнији резултати у погледу економске и спољнотрговинске активности, што уз фискалну консолидацију, доприноси смањењу екстерне неравнотеже и стабилности девизног тржишта, констатовао је Извршни одбор.

Доносећи одлуку о задржавању референтне стопе, Извршни одбор је имао у виду ефекте досадашње релаксације монетарне политике и њен утицај на очекивани повратак инфлације у границе циља, као и потенцијалне ризике по основу дешавања везаних за грчку кризу који упућују на опрезност. И поред тога што су директни ефекти на српску економију, који проистичу из економских веза са Грчком, релативно мали, Извршни одбор је оценио да постоје ризици у погледу индиректног негативног утицаја грчке кризе на токове капитала и трошкове сервисирања кредитних обавеза земаља у успону, укључујући и Србију.

Наставак успешне реализације мера фискалне консолидације и структурних реформи, уз аранжман с Међународним монетарним фондом, значајно доприноси одрживости јавних финансија и смањењу изложености Србије екстерним шоковима, па и негативним ефектима који могу проистећи из поменутих ризика, оценио је Извршни одбор.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће се донети одлука о референтној каматној стопи одржаће се 13. августа 2015. године.

**Саопштење са седнице Извршног одбора, 13. 8. 2015.**

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је на данашњој седници да референтну каматну стопу смањи за 0,5 процентних поена, тако да она од данас износи 5,5 одсто.

Извршни одбор је констатовао да је међугодишња инфлација наставила да се креће испод доње границе дозвољеног одступања од циља и да у јулу износи 1,0 одсто.

Доносећи одлуку да смањи референтну каматну стопу, Извршни одбор је имао у виду дезинфлаторни утицај већине домаћих фактора, ниску инфлацију у међународном окружењу и стабилизована инфлациона очекивања у границама циља.

Констатовано је да су, након постизања договора Грчке с међународним кредиторима, нижи и екстерни ризици, што, уз аранжман с Међународним монетарним фондом и повољније економске и платнобилансне резултате од очекиваних, доприноси релативној стабилности девизног тржишта и повољнијој перцепцији инвеститора за улагања у Србију. Повољнијој макроекономској перспективи земље доприносе и ефекти мера фискалне консолидације, истовремено смањујући изложеност домаће привреде негативним екстерним утицајима, оценио је Извршни одбор.

Извршни одбор је усвојио августовски Извештај о инфлацији, који ће бити представљен јавности у среду, 19. августа.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће се донети одлука о референтној каматној стопи одржаће се 10. септембра.

**CIP -** Каталогизација у публикацији
Народна библиотека Србије, Београд

33

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

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