



Народна банка Србије

2018
август

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

2018
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 9. августа 2018. године.

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

Извршни одбор Народне банке Србије:

Јоргованка Табаковић, гувернер

Веселин Пјешчић, вицегувернер

Диана Драгутиновић, вицегувернер

Жељко Јовић, вицегувернер

**СКРАЋЕНИЦЕ КОРИШЋЕНЕ
У ОВОМ ИЗВЕШТАЈУ**

БДП – бруто домаћи производ
б.п. – базни поен
Г – година
д.с. – десна скала
дсз. – десезонирано
ДФО – друге финансијске организације
ЕВБРД – Европска банка за обнову и развој
ЕИБ – Европска инвестициона банка
ЕМВИ – индекс обвезница тржишта у успону
ЕУ – Европска унија
ЕЦБ – Европска централна банка
ИПЦ – индекс потрошачких цена
л.с. – лева скала
М – месец
мг. – међугодишње
МДТ – међубанкарско девизно тржиште
млн – милион
млрд – милијарда
ММФ – Међународни монетарни фонд
НДВ – непољопривредна додата вредност
NPL – проблематични кредити
ОРЕС – Организација земаља извозница нафте
П – полугодиште
п.п. – процентни поен
РМТП – реални маргинални трошкови у пољопривреди
СДИ – стране директне инвестиције
SDR – специјална права вучења
Т – тромесечје
ФАО – Организација Уједињених нација за храну и пољопривреду
ФЕД – Систем федералних резерви САД
ФОМС – Федерални комитет за операције на отвореном тржишту
ХоВ – хартије од вредности

Не наводе се друге општепознате скраћенице.

Садржај

I. Резиме	1
II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији	7
<i>Осврт 1: Најважније мере и резултати Народне банке Србије у протеклих шест година</i>	9
III. Кретање инфлације	23
IV. Детерминанте инфлације	29
1. Кретања на финансијском тржишту	29
<i>Осврт 2: СДИ, извоз и запосленост у прерађивачкој индустрији</i>	34
2. Новац и кредити	37
3. Тржиште непокретности	42
4. Агрегатна тражња	43
<i>Осврт 3: Анализа финансијских резултата домаће привреде у периоду 2014–2017.</i>	46
5. Економска активност	49
<i>Осврт 4: Прве процене овогодишње пољопривредне сезоне и њеног утицаја на економску и спољнотрговинску активност</i>	53
6. Кретања на тржишту рада	55
7. Међународно окружење	57
V. Пројекција инфлације	69
Табела А. Индикатори екстерне позиције Србије	88
Табела Б. Основни макроекономски индикатори	89
Списак графикана и табела	90
Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе	93
Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије	94

I. Резиме

Изгледи за глобални привредни раст и даље су повољни, мада су, у поређењу с претходним периодом, сада присутнији ризици да би он могао бити спорији од очекиваног због трговинских тензија. Иако је привредни раст зоне евра, нашег највећег спољнотрговинског партнера, од почетка године успорен, Европска централна банка очекује да ће он у средњем року остати стабилан и широко распрострањен. Такође, очекује се и да регион централне и југоисточне Европе задржи високу стопу раста и у 2018, услед побољшаних услова на тржишту рада и раста домаћих инвестиција и инвестиција из фондова Европске уније. Према оцени Европске комисије, привредном расту региона Западног Балкана у 2018. највише доприноси Србија, при чему су повољни изгледи и за већину других привреда овог региона, које су истовремено наши важни трговински партнери. Глобална инфлација, под утицајем раста светске цене нафте, виша је него у претходном периоду, али је у већини земаља и даље умерена. У зони евра, инфлација је у јуну достигла циљ, док је базна инфлација и даље ниска и не указује на дугорочнији раст инфлаторних притисака. Дивергентност монетарних политика водећих централних банака – Система федералних резерви и Европске централне банке – додатно је повећана, а глобални финансијски услови, иако нешто поопштрени, и даље су повољни. Томе је допринела и најава Европске централне банке да ће референтна каматна стопа у зони евра остати на непромењеном нивоу најмање до краја лета 2019. године, као и да ће, након што оконча програм квантитативног попуштања крајем 2018, наставити да реинвестира главнице доспелих хартија од вредности.

У складу с нашим очекивањима, међугодишња инфлација је током другог тромесечја започела постепено кретање ка циљу и у јуну је износила 2,3%. У поређењу са очекивањима изнетим у мајском Извештају о инфлацији, забележен је виши раст цена непрерађене хране и нафтних деривата, услед наставка раста цене нафте на светском тржишту. Упркос томе, инфлаторни притисци по основу већине фактора и даље су ниски, што потврђује базна инфлација, која је четири месеца заредом на минимуму од 0,8% међугодишње, као и инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде, која су већ дуже времена усидрена око централне вредности циља од 3%. На нивоу тромесечја, раст потрошачких

Кретања у међународном окружењу од претходног извештаја обележили су повољни изгледи за глобални привредни раст, умерена глобална инфлација, као и повећана дивергентност монетарних политика водећих централних банака.

Међугодишња инфлација се, након минимума у априлу, у мају очекивано вратила у границе циља од $3,0 \pm 1,5\%$ и у јуну је износила 2,3%. Инфлаторни притисци по основу већине фактора и даље су ниски, што потврђује базна инфлација на минимуму од 0,8%, као и инфлациона очекивања усидрена око централне вредности циља од 3%.

Након смањења референтне каматне стопе за укупно 50 базних поена у марту и априлу, на 3%, Извршни одбор Народне банке Србије није мењао висину референтне каматне стопе.

Расту кредитне активности (7,6% међугодишње у јуну) доприносе фактори и на страни понуде и на страни тражње. То се, уз активности на решавању питања проблематичних кредита, одражава на даљи пад учешћа ових кредита у укупним кредитима, на 7,8% у јуну, што је најнижи ниво од 2008, када је овај показатељ квалитета портфолија банака уведен. По искључењу ефекта отписа и уступања проблематичних кредита, кредитна активност у јуну бележи раст од 14,1% међугодишње.

цена од 1,4% био је одређен за овај период године неубичајеним растом цена поврћа, вишим ценама нафтних деривата, као и сезонским поскупљењем туристичких пакет-аранжмана.

Пажљиво пратећи дешавања у домаћем и међународном окружењу, Извршни одбор од маја није мењао висину референтне каматне стопе (3,0%). Приликом доношења одлука о референтној каматној стопи, имао је у виду да ће се инфлација у наредном периоду постепено кретати ка циљу и у његовим границама остати и у наредне две године, за колико се пројектује инфлација. Извршни одбор је оценио и да ефекти претходног ублажавања монетарне политике доприносе привредном расту, који се убрзава, вођен домаћом тражњом. Поред тога, опрезност у вођењу монетарне политике и даље је била потребна, пре свега због неизвесности на међународном робном и финансијском тржишту. Повећана је светска цена нафте, уз неизвесност у погледу њеног кретања у наредном периоду. Такође, очекивана је даља нормализација монетарних политика водећих централних банака, Система федералних резерви и Европске централне банке, уз ризик који долази по основу присутних трговинских тензија између водећих привреда света.

Под утицајем ублажавања монетарне политике и боље фискалне позиције државе, која се огледа и у смањеној потреби за финансирањем текућих обавеза, настављен је пад каматних стопа на тржишту државних хартија од вредности. Ублажавање монетарне политике утицало је и на даљи пад каматних стопа на динарске кредите на нове минимуме. То је, уз ефекте раста економске активности, праћеног опоравком тржишта рада, појачане конкуренције међу банкама, пада премије ризика земље, као и ниских каматних стопа на тржишту новца у зони евра, доприносило наставку раста кредитне активности. На такве закључке упућују и оцене банака изнете у анкети о кредитној активности Народне банке Србије, према којима расту кредитне активности доприносе и ублажени кредитни стандарди и повољнији услови, као и раст тражње за кредитима. Упркос знатним отписима проблематичних кредита, међугодишњи раст укупних кредита (искључујући ефекат девизног курса) убрзан је од почетка године и у јуну је износио 7,6%. Притом, међугодишњи раст кредита привреди даље се убрзава (на 5,5%), док је раст кредита становништву благо успорен (на 11,1%). Захваљујући успешном спровођењу Стратегије за решавање проблематичних кредита и расту кредитне активности, учешће

проблематичних кредита у укупним кредитима драстично је смањено, при чему је у јуну додатно спуштено на 7,8%, што је најнижи ниво од 2008, када је овај показатељ квалитета портфолија уведен.

Буџет на консолидованом нивоу наставио је и у априлу и мају да бележи суфицит, који је, посматрано од почетка године, износио 9,3 милијарде динара. Ако се изузму расходи за камате, остварен је суфицит на консолидованом нивоу од 66,2 милијарде динара. Консолидовани приходи су у пет месеци ове године били реално већи за 3,2% међугодишње, што је вођено више издвојеним доприносима за социјално осигурање услед опоравка формалног тржишта рада, приходима од пореза на добит захваљујући повећаној профитабилности привреде у 2017, као и растом прихода од акциза. Притом, сви сектори привреде су у 2017. остварили позитиван укупан финансијски резултат, што указује на то да привредни опоравак није концентрисан у појединим областима привреде, већ да има широку базу. Истовремено, консолидовани расходи су реално виши за 5,1% међугодишње, а на њихов раст највише су утицали знатно виши капитални расходи, а затим виши расходи за запослене, док је пад забележен код расхода за камате и расхода за активирани гаранције. Јавни дуг централне државе на крају јуна износио је 24,0 милијарди евра, а његов удео у пројектованом бруто домаћем производу 59,7% (наспрам 61,5% крајем 2017). Притом, као резултат већег емитовања динарских хартија од вредности, повећава се учешће јавног дуга у динарима (са 23,0% крајем 2017. на 24,9% у јуну), што доприноси смањењу валутног ризика. Повољнија фискална кретања од почетка године од очекиваних упућују на то да ће буџет на консолидованом нивоу и ове године забележити бољи резултат него што је планирано Фискалном стратегијом.

Према прелиминарним подацима, текући дефицит у првој половини 2018. износио је 5,4% бруто домаћег производа, што је за 0,7 процентних поена ниже него у истом периоду претходне године. У структури, виши дефицит у трговини робе у потпуности је компензован вишим суфицитом у размени услуга и секундарног дохотка, као и мањим дефицитом примарног дохотка. Раст извоза био је вођен вишим извозом свих области прерађивачке индустрије, а у другом тромесечју и опоравком извоза пољопривреде. Истовремено, текући инвестициони циклус, подстакнут и приливима страних директних инвестиција, утицао је на раст увоза опреме и репроматеријала за потребе индустрије, што је у највећој мери определило и раст увоза.

Повољни фискални трендови – буџетски суфицит и пад учешћа јавног дуга – настављени су и током 2018. године. Раст капиталних издатака државе доприноси расту инвестиција, а раст плата у јавном сектору и пензија један је од извора за раст потрошње, али не у мери у којој би то изазвало веће инфлаторне притиске.

Наставља се висок раст извоза прерађивачке индустрије (10,7% међугодишње), док се раст увоза (11,5% међугодишње) дугује пре свега повећаним потребама привреде за опремом и средствима за репродукцију које прате текући инвестициони циклус.

Апрецијацијским притисцима доприноси прилив капитала из иностранства, пре свега по основу страних директних инвестиција, који више него у пуној мери покрива дефицит текућег рачуна.

Снажан и секторски распрострањен раст бруто домаћег производа настављен је и у другом тромесечју и, према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, износио је 4,4% међугодишње, што је изнад наших очекивања.

На финансијском рачуну, посматрано од почетка године, остварен је нето прилив капитала од 1,8 милијарди евра. Посматрано по структури, бележи се наставак пројектно распрострањеног прилива страних директних инвестиција, који је био претежно усмерен у разменљиве секторе. Тај прилив у нето износу од 1,3 милијарде евра (раст од 8,6% међугодишње) више него у пуној мери покрио је дефицит текућег рачуна (са 128,5%), што је допринело наставку апрецијацијских притисака на девизном тржишту. Прилив је регистрован и по основу портфолио инвестиција, у нето износу од око 154 милиона евра, при чему је повећано улагање страних инвеститора у динарске дугорочне државне хартије од вредности емитоване на домаћем тржишту, док је нето одлив забележен по основу државних хартија од вредности издатих на међународном тржишту, пре свега услед превремене отплате остатка дуга према Лондонском клубу поверилаца. Прилив капитала је остварен и по основу узетих финансијских кредита Владе, предузећа и банака. Процењујемо да ће нето прилив страних директних инвестиција од око 2,6 милијарди евра у овој години обезбедити пуну покривеност дефицита текућег рачуна. То очекујемо и за наредни период, што ће бити један од фактора екстерне одрживости у средњем року.

Раст бруто домаћег производа и у другом тромесечју био је изнад наших очекивања, на шта је утицао бржи од очекиваног раст грађевинарства и пољопривреде с производне стране, односно инвестиција с расходне стране. Највећи допринос наставили су да пружају услужни сектори, на које се позитивно одражава опоравак домаће тражње, као и грађевинарство, захваљујући наставку реализације инфраструктурних пројеката и постепеном опоравку тржишта непокретности. Позитиван допринос привредном расту дала је и индустрија, али у мањој мери него у првом тромесечју, делом због базног ефекта код рударства и енергетике, а делом због успоравања раста екстерне тражње по основу споријег раста у зони евра. Позитиван допринос у другом тромесечју, као и на годишњем нивоу, према нашој процени, потиче и од пољопривреде, која би у 2018. требало да порасте за око 11%. Таква кретања су у највећој мери резултат изузетно повољних агрометеоролошких услова за производњу главних ратарских култура у текућој пољопривредној сезони, а делом и ниске базе због лоше прошлогодишње сезоне. Континуирани десезонирани раст бруто домаћег производа, који је присутан једанаесто тромесечје заредом и који је, према нашој процени, у другом тромесечју износио 0,5%, допринео је приближавању економске активности свом потенцијалу.

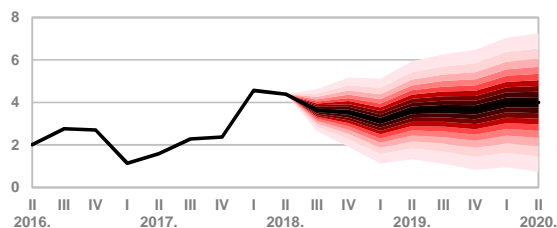
Снажан раст економске активности преко раста тражње за радном снагом доприноси даљем опоравку тржишта рада, које карактерише раст запослености, смањење броја незапослених у свим групама занимања, као и раст зарада. Као и у претходним тромесечјима, повећање формалне запослености у другом тромесечју било је опредељено већим запошљавањем у приватном сектору, док је у јавном сектору настављен процес рационализације броја запослених. Посматрано по делатностима, највећи раст формалне запослености у односу на претходну годину остварен је у прерађивачкој индустрији. Бржи раст економске активности одражава се и на раст продуктивности укупне привреде.

Бржи од очекиваног раст грађевинарства и пољопривреде, посматрано с производне стране, тј. инвестиција, посматрано с расходне стране, које смо као позитивне ризике истицали и у мајској пројекцији, утицали су на то да ревидирамо навише прогнозу раста бруто домаћег производа за 2018. на око 4%, што је за 0,5 процентних поена више него у мајској пројекцији. Прогноза раста бруто домаћег производа у 2019. остала је непромењена (3,5%), делом и због високе базе по основу бржег раста у 2018. Очекујемо да наставак спровођења реформи обезбеди основу да динамика раста бруто домаћег производа од око 4% остане одржива и у средњем року. Према нашој оцени, раст бруто домаћег производа ове и наредне године биће вођен домаћом тражњом, тј. инвестицијама и потрошњом домаћинства. Погољан макроекономски амбијент и изгледи раста, наставак интензивног улагања у инфраструктуру и повољни финансијски услови требало би да наставе позитивно да делују на инвестиције у основне фондове. Очекујемо да ће, захваљујући динамичном расту, оне повећати своје учешће у бруто домаћем производу у овој години на 22% и да ће обезбедити раст екстерне конкурентности и продуктивности, тј. предуслове за одржив раст у средњем року. Поред тога, повољни услови задуживања, уз даљи раст расположивог дохотка по основу очекиваног даљег раста зарада и запослености, као и постепени опоравак поверења потрошача, наставиће позитивно да делују на раст потрошње. Очекујемо да ће извоз расти по двоцифрним стопама, вођен инвестицијама из претходног периода и растом екстерне тражње, а због наставка инвестиционог циклуса, очекујемо и раст увоза опреме и репроматеријала. Ризици пројекције економске активности су, према нашој процени, симетрични и односе се пре свега на кретања у међународном окружењу, тј. темпо раста економске

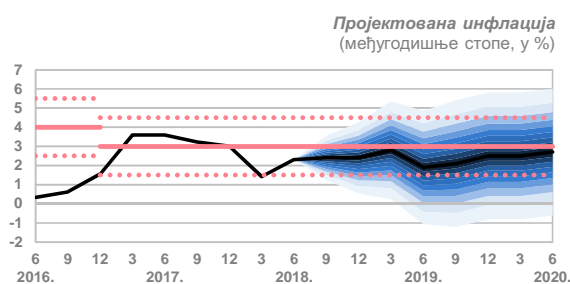
Тржиште рада карактерише раст формалне запослености, смањење броја незапослених на двадесетогодишњи минимум и раст зарада, пре свега у приватном сектору.

Прогнозу раста бруто домаћег производа за ову годину повећали смо на око 4%, што је за 0,5 процентних поена више него у мајској пројекцији, а за 2019. остала је непромењена (3,5%), делом и због високе базе по основу бржег раста у овој години.

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



И према новој централној пројекцији, међугодишња инфлација ће остати ниска и стабилна у границама циља ($3,0 \pm 1,5\%$) до краја периода пројекције, при чему ће се током 2019. највероватније задржати испод централне вредности циља.



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

активности у зони евра и код осталих важних спољнотрговинских партнера, као и кретања на међународном робном и финансијском тржишту.

Према августовској централној пројекцији, очекујемо да ће се међугодишња инфлација и у наредне две године кретати у границама циља – до краја 2019. испод централне вредности циља, с тим да ће јој се привремено приближити у првим месецима наредне године због ефекта ниске базе с почетка ове године. Главни фактори који ће одредити такво кретање инфлације у средњем року јесу раст агрегатне тражње и постепено слабљење дезинфлаторних притисака по основу апропријације динара у претходном периоду. У кратком року дезинфлаторно ће деловати ниски трошкови у производњи хране, а у супротном смеру регулисане цене. Током наредне године, на кретање међугодишње инфлације утицаће и висока база код групе воћа и поврћа и нафтних деривата. У односу на претходну пројекцију, нова средњорочна пројекција инфлације је привремено, до краја првог тромесечја наредне године, на нешто вишем нивоу од очекиваног због већег раста потрошачких цена током другог тромесечја. **Након тога, па све до краја периода пројекције, она је на нижем нивоу** због више базе код цена воћа и поврћа, нижих трошкова у производњи хране, а у мањој мери и због наставка апропријације динара према евр у периоду од претходне пројекције. Процењујемо да су ризици остварења пројекције инфлације симетрични и односе се пре свега на даља кретања на светском робном и финансијском тржишту, а у одређеној мери и на раст регулисаних цена.

Одлуке о монетарној политици и у наредном периоду зависиће од процене утицаја домаћих фактора и фактора из међународног окружења на кретање инфлације у Србији. Имајући у виду да кључни ризици долазе из међународног окружења, Народна банка Србије ће наставити да пажљиво прати и анализира кретања на међународном финансијском тржишту и на тржишту примарних производа, посебно сирове нафте и примарних пољопривредних производа, као и да оцењује њихов утицај на економска кретања у Србији. Као и до сада, Народна банка Србије користиће све расположиве инструменте како би инфлација у средњем року остала ниска и стабилна, што ће, уз очување финансијске стабилности, доприносити одрживом привредном расту и јачању отпорности на екстерне неизвесности.

II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији

Од мајског Извештаја о инфлацији референтна каматна стопа задржана је на непромењеном нивоу од 3,0%. Одлучујући о њеној висини, Извршни одбор је имао у виду да ће се инфлација, након овогодишњег минимума у априлу, постепено кретати ка циљу и да ће у његовим границама остати и у наредне две године, за колико се пројектује инфлација. На таква очекивања указивала је и базна инфлација, која се у јуну налазила на минимуму од 0,8% м.г., четврти месец заредом, као и инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде усидрена око циља Народне банке Србије од 3% и за годину, и за две године унапред.

Извршни одбор је оценио и да ефекти претходног ублажавања монетарне политике доприносе привредном расту, који се убрзава, вођен домаћом тражњом. Истиче се висок допринос инвестиција, које ће и у наредном периоду подржавати диверсификован раст извозно оријентисаних области привреде. Раст инвестиција подржан је и растом кредитне активности и повољним условима финансирања, као и приливом СДИ, које више него у пуној мери покривају дефицит текућег рачуна платног биланса и доприносе његовом смањењу у средњем року.

Опрезност у вођењу монетарне политике и даље је била потребна, пре свега због неизвесности на међународном робном и финансијском тржишту. Повећана је светска цена нафте, уз неизвесност по питању њеног кретања у наредном периоду. Такође, очекивана је даља нормализација монетарних политика водећих централних банака, уз ризик који долази од трговинских тензија. Ипак, Извршни одбор је истицао да је отпорност наше привреде на евентуалне негативне утицаје из међународног окружења повећана захваљујући повољним макроекономским показатељима и изгледима за наредни период.

Након смањења референтне каматне стопе за укупно 50 б.п. у марту и априлу, Извршни одбор Народне банке Србије није мењао висину референтне каматне стопе (3,0%). То је уједно и најнижи ниво референтне стопе у режиму циљања инфлације. Основу за доношење одлука о монетарној политици у посматраном периоду представљала је мајска пројекција инфлације, која је предвиђала да ће се м.г. инфлација, након овогодишњег минимума у априлу, постепено кретати ка циљу, при чему ће у овој години остати ближе доњој граници циља. Њено приближавање централној вредности циља од 3,0% пројектовано је за П2 2019, а потом стабилно кретање око те вредности до краја периода пројекције. Главни фактори који би, према мајској пројекцији, требало да услове такво кретање инфлације јесу ниска база код појединих производа, ишчезавање ефеката апрецијације динара из претходног периода, раст агрегатне тражње, као и дотадашње снижавање референтне каматне стопе. Неизвесност пројекције инфлације односила се пре свега на кретања на међународном робном и финансијском тржишту, а у одређеној мери и на раст регулисаних цена и успешност овогодишње пољопривредне сезоне.

Када је у питању економска активност, очекивало се њено убрзање вођено домаћом тражњом, тј. инвестицијама и потрошњом домаћинства, захваљујући даљем унапређењу пословног амбијента, повољним финансијским условима, наставку реализације инфраструктурних пројеката и позитивним трендовима на тржишту рада. Предвиђало се да ће раст БДП-а бити убрзан на око 3,5% у 2018. и 2019. години, а у средњем року на око 4%. Притом, кретања макроекономских показатеља на почетку године, која су била повољнија од очекиваних, пре свега у области грађевинарства, посматрано с производне стране, односно инвестиција, посматрано с расходне стране, указивала су на то да би раст у 2018. могао бити и бржи.

У складу са очекивањима Извршног одбора, инфлација је, након овогодишњег минимума у априлу, започела постепено кретање ка циљу. У исто време, базна инфлација је од марта била стабилна, на минимуму од 0,8%, указујући на ниске инфлаторне притиске. На то су указивала и инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде, која су усидрена око циља од 3% и за годину, и за две године унапред.

Када је реч о факторима који ће одредити кретање инфлације у наредном периоду, Извршни одбор је констатовао да је јачање динара у претходном периоду деловало дезинфлаторно путем нижих увозних цена изражених у динарима и да по том основу очекује дезинфлаторне притиске још неко време, а затим њихово постепено исцрпљивање. Ипак, с обзиром на очекивани умерени раст цена у зони евра, нашем најважнијем трговинском партнеру, као и на очекивану релативну стабилност курса динара, Извршни одбор је истакао да би раст увозних цена изражених у динарима и даље требало да остане релативно низак.

Извршни одбор је имао у виду и да су фискална кретања од почетка године повољна и да ће највероватније и ове године буџет забележити бољи резултат него што је Фискалном стратегијом било планирано. Повољна фискална кретања обезбедиће наставак силазне путање учешћа јавног дуга у БДП-у и у наредном периоду, што би требало позитивно да се одражава на премију ризика земље и кредитни рејтинг. Уз висок прилив СДИ, који више него у пуној мери покрива дефицит текућег рачуна платног биланса и доприноси његовом смањењу у средњем року, то ће доприносити даљој релативној стабилности на девизном тржишту.

Доносећи одлуке о задржавању референтне каматне стопе на непромењеном нивоу, Извршни одбор је имао у виду да ће агрегатна тражња у наредном периоду наставити да расте. Наставак унапређења пословног амбијента, висок и пројектно распрострањен прилив СДИ, као и досадашње ублажавање монетарне политике требало би да наставе позитивно да делују на приватне инвестиције, које ће остати један од носилаца привредног раста. Такође, јавне инвестиције су у Т1, у поређењу са истим периодом 2017, расле по троцифреној стопи, удвостручиле удео у БДП-у и дале допринос од 1,6 п.п. расту БДП-а. Њихово даље повећање биће приоритет фискалне политике у наредном периоду.

Поред инвестиција, већи позитиван допринос расту економске активности требало би да пружи потрошња домаћинства због даљег опоравка на тржишту рада. Према оцени Извршног одбора, позитивни трендови на тржишту рада, а пре свега даљи раст зарада и запослености, као и раст плата у јавном сектору и пензија, подржаће постепено затварање негативног производног јаза, позитивним утицајем на расположив доходак становништва.

Раст расположивог дохотка очекује се и по основу нижег нивоа каматних стопа и резултирајућих нижих трошкова кредита, који су постигнути досадашњим

смањењем референтне каматне стопе Народне банке Србије на најнижи ниво у режиму циљања инфлације. Нижи трошкови динарског задуживања, уз ефекте раста економске активности, позитивне трендове на тржишту рада, појачану конкуренцију између банака, нижу премију ризика земље и ниске каматне стопе у зони евра, доприносе даљем расту кредитне активности, који је, по искључењу ефекта девизног курса, у јуну износио 7,6% мп. (а искључујући ефекат отписа и продаје *NPL* износио је 14,1% мп.).

Поред домаће тражње, Извршни одбор је очекивао и даљи опоравак екстерне тражње. Привредни раст зоне евра, као и региона централне и југоисточне Европе, требало би позитивно да делују на извоз, пре свега прерађивачке индустрије, и задржавање његових високих стопа раста и у наредном периоду. Ипак, опрезност је налагао ризик од трговинских тензија и могућих негативних ефеката не само на раст светске економије, па и зоне евра, већ и на волатилност на робним и финансијским тржиштима.

Светска робна тржишта обележила је неизвесност, пре свега по питању кретања светске цене нафте, која је у јуну била за 60% виша него пре годину дана. Иако се према фјучерсима не очекује њен даљи раст, већ стабилизација до краја 2018, а затим и нешто нижи ниво до краја 2019. године, Извршни одбор је истицао неопходну опрезност по овом основу. Такође, због актуелног раста цена нафте, очекивала се и нешто виша инфлација у међународном окружењу.

Поред тога, настављена је нормализација монетарних политика водећих централних банака, ФЕД-а и ЕЦБ-а. ФЕД је у јуну повећао циљани распон за референтну каматну стопу на 1,75–2,00%. ЕЦБ је најавила да ће у периоду након септембра и до краја 2018. спроводити програм квантитативног попуштања у смањеном месечном износу од 15 млрд евра, а потом га окончати. Ипак, ЕЦБ ће наставити да реинвестира главнице доспелих ХоВ након тога, а најавила је и да ће референтна каматна стопа у зони евра остати на непромењеном нивоу најмање до краја лета 2019.

Полазећи од августовске пројекције, Извршни одбор на седници у августу такође није мењао висину референтне каматне стопе. Одлуке о монетарној политици и даље ће зависити од процене утицаја домаћих фактора и фактора из међународног окружења на кретање инфлације у Србији. Притом, Извршни одбор је истакао да је отпорност наше привреде на евентуалне негативне утицаје из међународног окружења знатно већа захваљујући повољним макроекономским показатељима и изгледима за наредни период.

Осврт 1: Најважније мере и резултати Народне банке Србије у протеклих шест година

У протеклих шест година, током првог мандата гувернера, економија Србије трансформисана је у стабилну и перспективну економију с ниском и предвидивом инфлацијом, уравнотеженим фискалним билансом, смањеном екстерном неравнотежом, опадајућом путањом јавног и спољног дуга, растућим инвестицијама и опорављеним тржиштем рада. Таквој суштинској трансформацији економије значајан допринос дала је и Народна банка Србије. Адекватним мерама и јачањем координације с другим политикама, чувањем ценовне и финансијске стабилности, Народна банка Србије је утицала на стварање стабилног и предвидивог окружења, што потврђује и знатно нижа премија ризика, бољи кредитни рејтинг и позиција земље на међународним листама конкурентности. Напредак препознајемо и по нижим трошковима задуживања, одрживом расту кредитне активности, очувању вредности динара и отвореним могућностима да повећамо наше дохотке, што се све одражава на раст инвестиција, извоза и производње. Оно што је најважније – постигнути су дугорочно одрживи резултати, упркос снажним изазовима из међународног окружења. Резиме најважнијих резултата Народне банке Србије у бројкама је следећи:

Инфлација у Србији је пет година ниска и стабилна.

12,9%	2,2%	Инфлација је смањена с двоцифрених нивоа на ниво упоредив с другим европским земљама за мање од годину дана... ... након чега је пет пуних година очувана на ниском нивоу. Циљ за инфлацију је смањен, што је најбоља потврда решености Народне банке Србије да Србију задржи у групи земаља с ниском, стабилном и предвидивом инфлацијом и да додатно снизи дугорочне динарске каматне стопе.
<i>Октобар 2012.</i>	<i>Октобар 2013.</i>	
2,0%		
<i>Просек последњих пет година</i>		
4 ± 1,5%	3 ± 1,5%	
<i>Циљ до 2017.</i>	<i>Циљ од 2017.</i>	

Верује се Народној банци Србије да ће инфлација бити ниска и у будућности.

8%	2,8–3,0%	Инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде крајем 2012. била су на нивоу од 8% и 10% и прилично су осцилирала... ... а од октобра 2013. у случају финансијског сектора и од фебруара 2014. у случају привреде очекивања су у границама циља Народне банке Србије – ниска и стабилна.
<i>Крајем 2012.</i>	<i>Данас</i>	
	<i>Финансијски сектор</i>	
10%	2,7%	
<i>Крајем 2012.</i>	<i>Данас</i>	
	<i>Привреда</i>	

Очувана је и релативна стабилност курса динара и повећан ниво девизних резерви земље.

6. август 2012 – 6. август 2018. Апрецијација: 0,5% Купљено: 1,1 млрд евра нето	Курс динара према еврџу остао је готово непромењен у протеклих шест година, и поред турбуленција у међународном окружењу, уз повећање девизних резерви по основу интервенција на МДТ-у нето куповином евра за 1,1 млрд евра.
1. јануар 2008 – 6. август 2012. Депрецијација: 33,1% Продато: 5,7 млрд евра нето	
Јул 2012 – јул 2018. Девизне резерве НБС: + 1,3 млрд евра Обавезе према банкама: – 1,0 млрд евра Обавезе према ММФ-у: – 1,7 млрд евра Нето девизне резерве: + 4,0 млрд евра	Нето девизне резерве Народне банке Србије, односно Републике Србије, повећане су за 4,0 млрд евра од почетка августа 2012. и крајем јула 2018. износе 9,5 млрд евра, што је њихов највиши ниво од 2000. године. Тиме је додатно ојачана одбрана од евентуалних екстерних потреса.

Каматне стопе су пале на најниже нивое.

У односу на мај 2013.

– Ниже камате на динарске кредите за:
 –11,4 п.п. –10,5 п.п.
 Привреда Становништво

– Ниже камате на дин. државне ХоВ:
 у зависности од рочности, око 7 п.п.

Каматне стопе на динарске кредите забележиле су снажан пад у односу на мај 2013, што доприноси већем расположивом дохотку привреде и становништва, расту кредитне и економске активности.

Знатно су ниже и каматне стопе на државне ХоВ, што доприноси успешнијој фискалној консолидацији. Каматна стопа на десетогодишње државне динарске ХоВ данас износи 4,8%, наспрам 13% у октобру 2014, када су први пут емитоване.

Смањењем трошкова камата и курсних разлика, Народна банка Србије дала је значајан допринос успешности привреде.

Трошкови привреде по основу камата
 145 млрд динара 91 млрд динара
 2014. 2017.
 –37%

Трошкови привреде по основу курсних разлика
 246 млрд динара 98 млрд динара
 2014. 2017.
 –60%

Захваљујући ублажавању монетарне политике Народне банке Србије, смањењу премије ризика земље, расту конкуренције између банака, као и ублажавању монетарне политике ЕЦБ-а, трошкови камата привреде били су мањи, иако је повећано стање кредита одобрених привреди.

Истовремено, захваљујући релативној стабилности курса динара, која је резултат успешног спровођења монетарне и фискалне политике, смањени су трошкови привреде по основу курсних разлика.

Другим речима, и привредници и предузетници осећају корист од постигнуте стабилности, што је видљиво и у њиховим финансијским извештајима, посебно ако се има у виду да је око 35% бољег резултата у периоду од 2015. године остварено на основу две позиције на које је централна банка битно утицала.

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

Учешће *NPL* у кредитима банака
 22,4% 7,8%
 Јул 2015. Јун 2018.

Показатељ адекватности капитала
 22,9% (регулаторни минимум 8%)

Радио ликвидности
 2,1 (регулаторни минимум 1,0)

Систематским приступом, учешће *NPL* у укупним кредитима банака оборено је током три године на најнижи ниво од када се прати овој показатељ, тј. од краја 2008. године. Стање ових кредита смањено је за преко 60% током последње три године, откако је усвојена Стратегија.

Банкарски систем је стабилан, адекватно капитализован и ликвидан. Континуираним унапређењем регулаторног оквира пословања финансијског сектора, омогућено је банкама да послују у складу с најбољом међународном праксом и стандардима, што је за резултат имало очување и даље јачање финансијске стабилности.

☞ Права и једина мера успеха су постигнути резултати.

Резултати су бројни, а постигли смо их доношењем адекватних и правовремених мера и уз координацију с фискалном и другим економским политикама. **Осврнућемо се на најважније.**

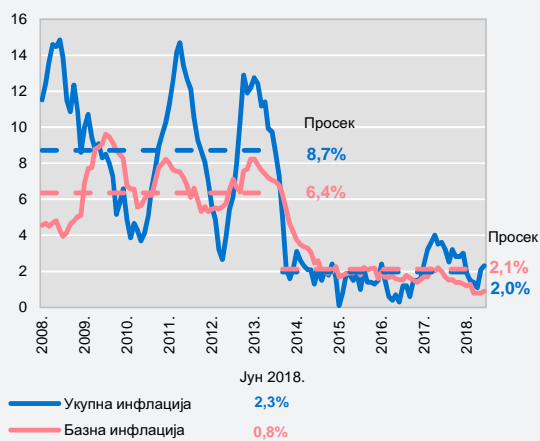
Први и најважнији резултат предузетих мера јесте довођење инфлације с двоцифрених нивоа на ниво упоредив са европским земљама. Успешност на плану чувања ценовне стабилности омогућило је и доношење одлуке о снижењу циља за инфлацију. Народна банка Србије је успела да обори мг. инфлацију за мање од годину дана, са 12,9% у октобру 2012. на 2,2% у октобру 2013, и да је потом, током наредних пет година, очува на просечном нивоу од око 2,0%. Намера да се постигнуто сачува и да Србија у овој групи земаља и остане, јасно је потврђена **смањењем циља за инфлацију са 4 ± 1,5% на 3 ± 1,5% од почетка 2017. године.** Оправданост такве одлуке потврђује кретање инфлације, која је у децембру, као и на нивоу просека 2017. године, износила

циљаних 3,0%, а у П1 2018. године у просеку је износила 1,7%. Оправданост одлуке потврђује и пројекција инфлације за наредне две године, према којој ће се инфлација и даље кретати унутар граница новог, нижег циља.

Да су инфлаторни притисци сузбијени на трајној основи, указује и кретање базе инфлације, која је у протеклих пет година у просеку износила 2,1% м.г. Она се од августа прошле године креће око доње границе циљаног распона, да би се у марту ове године спустила на минимум од 0,8% м.г. и на том нивоу остала и у наредна три месеца. Ниски инфлаторни притисци од 2013. године постигнути су одговорном монетарном, а затим и фискалном политиком, усидреним инфлационим очекивањима и релативном стабилношћу девизног курса, а делом су резултат и ниских трошковних притисака из међународног окружења.

Очувањем амбијента ниске и предвидиве инфлације, Народна банка Србије је дала најбољу подршку привредном расту, олакшавајући предузећима планирање пословања и улагања, а грађанима одлуке о потрошњи и штедњи. То је и неопходан услов повећања производње и извоза, као и запослености и зарада на одрживим основама. Не мање значајно јесте и то што је очувана вредност наших доходака и ојачано поверење у динар.

Графикон О.1.1. Ниска и стабилна инфлација (м.г. стопе, у %)



Графикон О.1.2. Усидрена инфлациона очекивања за годину дана унапред (м.г. стопе, у %)



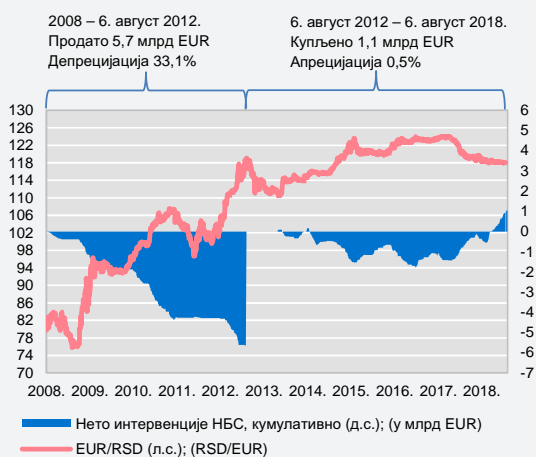
Поверење у способност и решеност Народне банке Србије да контролише инфлацију исказују и домаћи економски субјекти и међународне финансијске организације. Њихова очекивања у погледу кретања инфлације у складу су с циљем Народне банке Србије, што, између осталог, указује на **растући кредибилитет монетарне политике**.

Када су у питању домаћи економски субјекти, и финансијски сектор и привреда очекују да ће ценовна стабилност, а тиме и предвидивост услова пословања и инвестирања, бити очувани и у кратком и у средњем року. Њихова инфлациона очекивања су крајем 2012. године била на нивоу од 8% и 10% и прилично су осцилирала. Данас су она ниска и стабилна, усидрена унутар граница новог, нижег циља Народне банке Србије, што је од великог значаја за ефикасност монетарне политике. Краткорочна очекивања финансијског сектора крећу се у границама циља од октобра 2013, а привреде од фебруара 2014. Средњорочна очекивања финансијског сектора крећу се унутар граница циља од када је почело њихово праћење, марта 2014, а привреде од августа те године.

Успешност Народне банке Србије у контроли инфлације истичу и међународне институције – Европска комисија, рејтинг агенције, ММФ и сл. Тако нпр. рејтинг агенција *Standard & Poor's* у своја два последња саопштења посебно наглашава оперативну независност и јачање кредибилитета Народне банке Србије, чему доприноси неколико година заредом ниска и стабилна инфлација, која ће, према њиховом мишљењу, остати у границама циља у средњем року. Једна од потврда успеха Народне банке Србије у контроли инфлације јесте и извештај Светског економског форума, према коме се Србија већ неколико година заредом налази на првој позицији по показатељу остварене инфлације, коју дели са још око 35 земаља.

У амбијенту значајних турбуленција на међународним тржиштима у претходних шест година, Народна банка Србије је **очувала релативну стабилност курса динара према евр**. Уколико се посматра период од 6. августа 2012. до 6. августа 2018. године, динар је према евр ојачао за 0,5%, при чему су девизне резерве по основу интервенција Народне банке Србије нето куповином девиза повећане за 1,1 млрд евра. При томе, период од 2012. године до данас карактерисала су турбулентна дешавања и изложеност значајним изазовима и у домаћем, и у међународном окружењу (Брегзит, нормализација монетарне политике ФЕД-а, геополитичке тензије, изражене осцилације у кретању цене нафте, пад индекса на азијским берзама почетком 2016, криза у Грчкој, трговинске тензије између водећих светских економија и др.).

Графикон О.1.3. Релативна стабилност девизног курса протеклих шест година



Извор: НБС.

Графикон О.1.4. Повећан ниво девизних резерви (у млрд EUR)

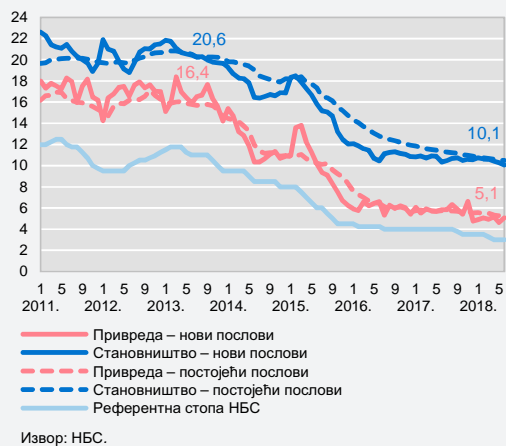


Извор: НБС.

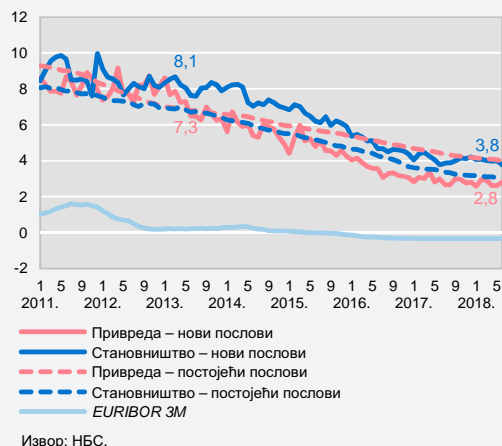
С обзиром на ниво евроизације домаће економије и преносни ефекат девизног курса на цене, очувана релативна стабилност девизног курса у претходном периоду битно је допринела остварењу основних циљева Народне банке Србије – ценовне стабилности и стабилности финансијског система Србије. **Релативна стабилност курса допринела је томе да привредни амбијент буде предвидив, а тиме и повољан за јачање инвестиционе, спољнотрговинске и економске активности.** Од 2016. године више од половине своје производње пласирамо на инострана тржишта – удео извоза робе и услуга у БДП-у у 2017. достигао је 52,5%, а у Т2 ове године и 54,4% (поређења ради, у 2012. години износио је 36,2% БДП-а). У истом периоду повећан је и увоз, али знатно мање, и углавном због повећаних потреба за репроматеријалом и инвестиционим добрима. Тиме се показало да је релативна стабилност курса динара била добра основа за продубљивање трајне и успешне трговинске сарадње са светом. То потврђује и у овој години настављен динамичан раст извоза робе и услуга, захваљујући којем имамо и повратни позитиван утицај на стабилизацију кретања на девизном тржишту. **Поред тога, очувањем ниске инфлације и релативне стабилности девизног курса подржано је спровођење фискалне консолидације и уравнотежење државних финансија, јер су мерама монетарне политике умањени ефекти ових нужних мера по животни стандард грађана.**

Отпорност наше привреде на екстерне потресе свакако се повећава смањивањем унутрашње и спољне неравнотеже, као и адекватним нивоом девизних резерви. Пажљиво одмереним реакцијама на девизном тржишту, Народна банка Србије је у протеклом периоду повећала девизне резерве. У односу на крај јула 2012. године, бруто девизне резерве повећане су за 1,3 млрд евра и на крају јула 2018. износиле су 11,4 млрд евра. Тим нивоом девизних резерви обезбеђује се покривеност готово шест месеци увоза робе и услуга, што је двоструко више од критеријума којим се утврђује адекватан ниво покривености девизним резервама. Народна банка Србије је повећала количину злата у структури девизних резерви и данас располаже са 19,9 тона, што је за 5,1 тону више него на крају јула 2012. Још важније је **повећање нето девизних резерви**, тј. девизних резерви умањених за девизна средства банака по основу обавезне резерве и другим основама, које су крајем јула 2018. достигле 9,5 млн евра, што је за **4,0 млрд евра више него крајем јула 2012. и представља њихов највиши ниво од 2000. године.** И раније је долазило до повећања нето девизних резерви, али пре свега по основу прилива од приватизације.

Графикон О.1.5. Каматне стопе на динарске кредите – на минимуму
(на годишњем нивоу, у %)



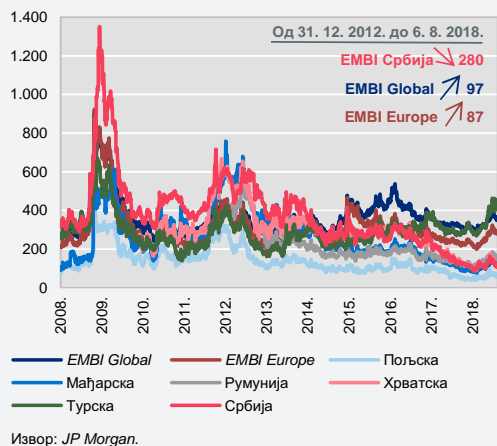
Графикон О.1.6. Сnižене и каматне стопе на евроиндексиране кредите
(на годишњем нивоу, у %)



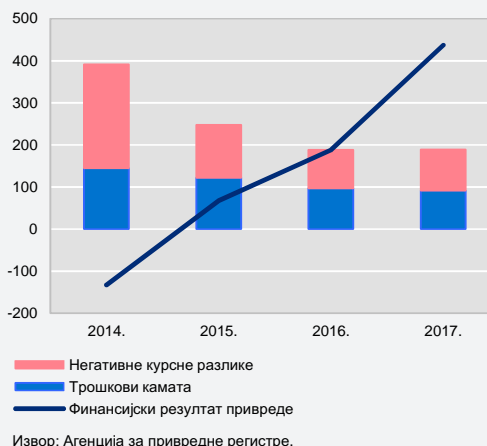
Ублажавање монетарне политике, започето маја 2013, у потпуности се пренело на смањење трошкова задуживања државе, привреде и становништва. За новоодобрене кредите привреди, каматне стопе су данас за преко 11 п.п. ниже него што су тада биле, а за становништво су више него преполовљене (пад од 10,5 п.п.). Слично је и с каматним стопама на постојеће кредите – оне су привреди ниже за 10,7 п.п., а становништву за 10,2 п.п. него у мају 2013. Тиме је Народна банка Србије битно допринела и расту расположивог дохотка, што је, уз раст кредитне активности, допринело расту инвестиција и економске активности.

У истом периоду смањене су и каматне стопе на евроиндексиране кредите. Оне су за 4,5 п.п. ниже за новоодобрене кредите привреди, док су за становништво ниже за 4,3 п.п. **Такав пад у највећој мери је резултат ниже премије ризика земље (за 2 п.п.).** Део пада повезан је с нижим каматним стопама на евротрежишту новца – тромесечни *EURIBOR* је у посматраном периоду смањен за 0,5 п.п., као и већом конкуренцијом између банака.

Графикон О.1.7. Снажан пад премије ризика Србије
(дневни подаци, у б.п.)



Графикон О.1.8. Повољнији финансијски резултат привреде
(у млрд RSD)



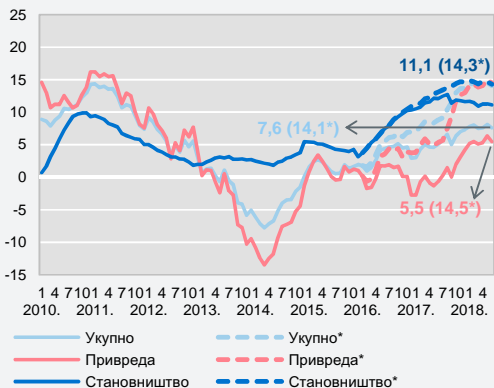
Пре шест година премија ризика Србије била је знатно изнад *EMBI Global*, *EMBI Europe*, као и изнад премије ризика великог броја земаља у региону. Данас је **премија ризика Србије** испод нивоа *EMBI Global*, као и *EMBI Europe*. Она је почетком ове године пала на 85 б.п., што је њен најнижи ниво откад се прати (април 2005) и за скоро 400 б.п. ниже од премије ризика с краја 2012. године. У истом периоду, *EMBI Europe* је пао за око 200 б.п., а *EMBI Global* за око 180 б.п. Нижа премија ризика земље потврђује да је растуће поверење тржишта у економију Србије

остварено захваљујући трајнијим резултатима на макроекономском плану. Додатна потврда постигнутих резултата долази током 2017. године у виду **повећања кредитног рејтинга Србије од стране све три рејтинг агенције** које нас прате – то је у марту урадила агенција *Moody's*, а у децембру и *Standard and Poor's* и *Fitch Ratings*.

Обезбеђујући ценовну и релативну стабилност девизног курса, уз ниже трошкове финансирања приватног сектора, Народна банка Србије дала је **значајан допринос већој успешности привреде**. Привреда је остварила повољнији финансијски резултат, за 570 млрд динара у 2017. у поређењу са 2014. годином (добитак од 437 млрд динара у 2017. наспрам губитка од 132 млрд динара у 2014). **Тај огroman искорак је, свакако, остварен значајним напорима усмереним на рационализацију трошкова и повећање обима пословања, али и захваљујући смањењу нето трошкова по основу камата**. По основу ублажавања монетарне политике Народне банке Србије, смањења премије ризика земље, као и ублажавања монетарне политике ЕЦБ-а, трошкови камата привреде били су мањи за 54 млрд динара (37%) – они су пали са 145 млрд динара у 2014. на 91 млрд динара у 2017, иако су кредити привреди повећани. У протекле три године, кумулативне уштеде привреде на трошковима камата достижу 125 млрд динара. Истовремено, захваљујући релативној стабилности курса динара, која је резултат успешног спровођења макроекономских политика, а пре свега монетарне и фискалне политике, трошкови привреде по основу курсних разлика смањени су за 148 млрд динара (са 246 млрд динара у 2014. на 98 млрд динара у 2017). Укупно, по оба наведена основа – трошкова камата и курсних разлика, финансијски резултат привреде у 2017. повољнији је за преко 200 млрд динара у односу на 2014. годину или преко 35% оствареног побољшања. Крајњи резултат је већа добит, што је, уз лакши приступ банкарским изворима средстава, у стабилнијим и предвидивим макроекономским условима, привреда искористила на прави начин – повећањем инвестиција и проширењем пословања.

Народна банка Србије је утицала и на знатно смањење трошкова динарског задуживања државе, што је, уз повољнији економски амбијент, у условима ниске инфлације и релативно стабилног курса, помогло успешном спровођењу фискалне консолидације и допринело бржем паду учешћа јавног дуга у БДП-у на испод 60% у 2018. години. Каматне стопе на динарске државне ХоВ данас су за око 7 п.п. ниже него маја 2013. године, у зависности од рочности. У току 2018. године, у условима снажног интересовања за дугорочна улагања у Србију, држава је организовала успешне аукције десетогодишњих динарских ХоВ. Каматна стопа на те хартије данас је на нивоу од 4,85%, за разлику од 13% у октобру 2014, када су први пут емитоване. Притом, тражња за њима је висока, због чега оне данас чине близу 15% укупног портфеља динарских државних ХоВ, иако је њихова пуна продаја започета тек ове године. Пад каматних стопа на државне ХоВ омогућио је задуживање државе у домаћој валути на дужи рок по знатно повољнијим условима, замену скупљег дуга из претходног периода јефтинијим и раст учешћа динарског дуга, чиме је умањена изложеност девизном ризику. Чињеница да нерезиденти исказују велико интересовање за улагања у државне ХоВ на најдуже рокове по нижим каматним стопама потврђује да је Србија данас перспективно инвестиционо одредиште.

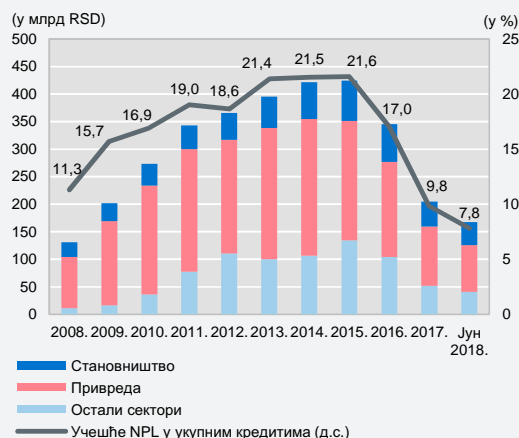
Графикон О.1.9. Пад трошкова задуживања подстакао кредитну активност (по сталном курсу од 30. септембра 2014, мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

* Искључен ефекат отписа и продаје *NPL* од почетка 2016.

Графикон О.1.10. Пад учешћа *NPL* на најнижи ниво (брuto принцип)



Извор: НБС.

Ублажавање монетарне политике и пад каматних стопа успешно су пренети на раст кредитне активности банака. Захваљујући знатно нижим каматним стопама, убрзању економске активности и опоравку тржишта рада, **мг. раст кредита је почетком 2015. прешао у позитивну зону**, иако су доспевали знатни износи субвенционисаних кредита из програма Владе из 2014. године. Раст кредита је убрзан у наредним годинама, иако је био битно опредељен интензивним активностима банака на решавању питања *NPL* кроз њихов отпис и продају лицима ван банкарског сектора. Остварене стопе раста сличне су онима с краја 2011, што је била једна од година када су реализовани програми субвенционисаног кредитирања. Тако су у јуну 2018, искључујући ефекат девизног курса, укупни кредити порасли за 7,6%, при чему су кредити привреди порасли за 5,5%, а кредити становништву за 11,1%. Ако се искључи ефекат отписа и продаје *NPL*, раст је још евидентнији и достиже 14,1%, при чему кредити привреди расту за 14,5%, а становништву за 14,3%.

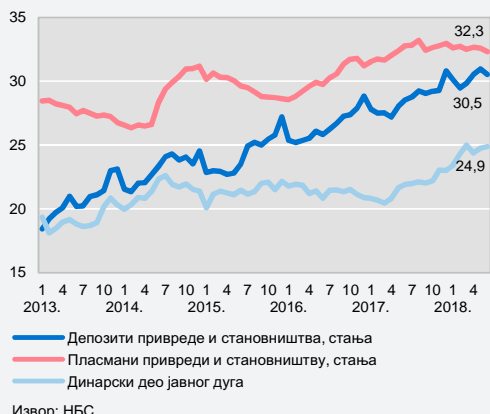
Посебно охрабрује раст инвестиционог кредитирања привреде. Од почетка 2015. године посебно је интензивирано одобравање нових инвестиционих кредита, чији је укупан износ само током 2015. и 2016. био на нивоу укупно одобрених нових инвестиционих кредита током претходне четири године (2011–2014). **Инвестициони кредити били су један од извора финансирања инвестиција у новом инвестиционом циклусу, доприноси бржем привредном расту и у кратком и у средњем року.** О њиховом значају говори и чињеница да су у последње три године новоодобрени инвестициони кредити били готово једнаки оствареном приливу по основу СДИ у том периоду. Кредитирање је усмерено пре свега на секторе код којих се бележи највећи раст економске и спољнотрговинске активности, а пре свега на прерађивачку индустрију. Додатан **квалитативан напредак на кредитном тржишту долази и од сегмента стамбеног кредитирања.** Они су, уз готовинске кредите, доминантна категорија кредитирања становништва. Њихов раст је био посебно изражен 2017. године, 2,2 пута виши него у 2016, што је највећи раст још од 2011. године, када је на снази био и програм субвенционисаног кредитирања. Позитивне тенденције су настављене и у досадашњем делу године (П1), када је раст стамбених кредита био готово једнак укупном расту оствареном у периоду 2013–2016. заједно.

Захваљујући **систематском приступу решавања питања *NPL***, њихово учешће у укупним кредитима банкарског сектора смањено је током три године за 14,6 п.п., са 22,4% у јулу 2015. на 7,8% у јуну 2018, што је **најнижи ниво овог показатеља** од почетка његовог праћења крајем 2008. године. Такав успех у решавању *NPL* остварен је захваљујући комбинованим ефектима примене Стратегије за решавање проблематичних кредита и Одлуке о рачуноводственом отпису билансне активе. Смањење *NPL* у последње три године посебно је било изражено код привредних друштава, и то пре свега оних сектора који су највише били погођени кризом: у грађевинарству (за 39,7 п.п., на 9,5%), пословању с некретницама (за 26,7 п.п., на 11,2%), трговини на велико и мало (за 20,1 п.п., на 4,9%), прерађивачкој индустрији (за 10,1 п.п., на 12,8%).

Резултати на плану макроекономске стабилизације, знатно ниже каматне стопе на динарске кредите и специфичне мере које промовишу динар омогућили су напредак у процесу динаризације. Искорак је најзначајнији на страни депозита, што је уједно и кључно за бржи напредак у процесу динаризације на страни кредита. Учешће динарских депозита је повећано на 30,5%, док је крајем 2012. било испод 20%. Посебно охрабрује раст динаризације депозита становништва, који је повећан са 8,8% (децембар 2012) на 17,3% (јун 2018). Притом, **динарска штедња грађана је у јуну достигла 52,7 млрд динара, што је и њен највиши ниво – три пута виши него у 2012.** Имајући у виду дубоке корене евроизације у нашем систему, можемо бити задовољни постигнутим резултатима.

У случају пласмана банака, напредак је неуједначен. Тренд раста степена динаризације изражен је код пласмана становништву, који је средином 2017. прешао 50% и у јуну 2018. достигао 52,8% (повећање од 17,7 п.п. у односу на крај 2012). На то да су мере Народне банке Србије ефикасне у промовисању динарског задуживања становништва, као и да су додатно појачане стабилним амбијентом, потврђује и чињеница да је **од 2016. готово три четвртине новоодобрених кредита становништву у динарима**, док је, поређења ради, то учешће у 2012. у просеку износило 60%. Напредак у динаризацији остварен је и у сегменту стамбених кредита, пошто је, захваљујући оствареном смањењу каматног диференцијала на динарске и евроиндексиране кредите, од 2016. започето одобравање дугорочних стамбених кредита у динарима. Ти кредити одобравају се с периодом отплате до 30 година и по каматној стопи 4–5%, што је до пре неколико година била каматна стопа по којој су одобрани

Графикон О.1.11. Повећана динаризација пласмана и депозита привреде и становништва и јавног дуга (у %)



Извор: НБС.

Графикон О.1.12. Раст динаризације депозита и кредита привреде и становништва (стања, у %)



Извор: НБС.

евроиндексирано кредити. У децембру 2016. први пут је једна међународна финансијска институција (*EBRD*) емитовала динарску обвезницу на домаћем финансијском тржишту, потврђујући тиме да верује у дугорочну одрживост постигнутих резултата.

Значајан напредак остварен је и код јавног дуга, захваљујући све већој оријентацији државе ка издавању динарских ХоВ. Учешће динара у јавном дугу повећано је са 19% (крајем 2012) на 25% на крају јуна 2018. године. До краја године очекујемо даљи раст динаризације јавног дуга, у условима одређења државе да средства обезбеђена задужењем у динарима искористи за измиривање доларских обавеза које доспевају. Оријентација државе да се задуже у динарима на дуг рок омогућена је управо креирањем стабилног амбијента.

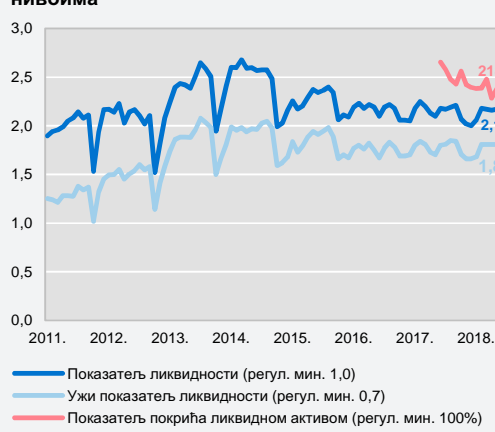
Очувана је и додатно ојачана отпорност банкарског система на потенцијалне поремећаје, о чему сведоче дугорочно стабилни показатељи адекватности и ликвидности. Као резултат конзервативних пруденцијалних мера Народне банке Србије у претходном периоду, банке у Србији су изградиле резерве капитала и ликвидности које им омогућавају отпорност на евентуалне макроекономске поремећаје. Високу капитализованост банкарског сектора Србије потврђује **показатељ адекватности капитала**, који је по увођењу стандарда Базел III и даље на високом нивоу, од 22,9% на крају јуна 2018. године, што знатно превазилази минимално прописану вредност од 8%. Стратешко одређење ка традиционалном банкарству и одсуство хибридних финансијских инструмената створили су **висококвалитетан капитал** – преко 95% укупног капитала чини најквалитетнији основни акцијски капитал. Високу солвентност банкарског сектора потврђује и **показатељ леверица**, који је у регулаторни оквир Републике Србије уведен регулативом Базел III и чија је вредност на крају јуна 2018. године износила 12,45%.

Графикон О.1.13. Висока капитализација банкарског сектора (у %)



Извор: НБС.

Графикон О.1.14. Показатељи ликвидности српског банкарског сектора на високим и стабилним нивоима



Извор: НБС.

Такође, у дужем временском периоду вредности **показатеља ликвидности** су на високим и стабилним нивоима, што указује на то да су успостављени неопходни предуслови за ефикасно и континуирано пословање банака.

Од 2012. до данас предузете су бројне мере и активности да би се постигли трајни резултати. Народна банка Србије је била позитивна покретачка снага у домену својих надлежности, која је, у координацији с мерама Владе, ефикасно водила позитивне промене у економији, обезбеђујући услове за одржив привредни раст, у корист своје привреде и грађана и то намерава да чини и у будућности.

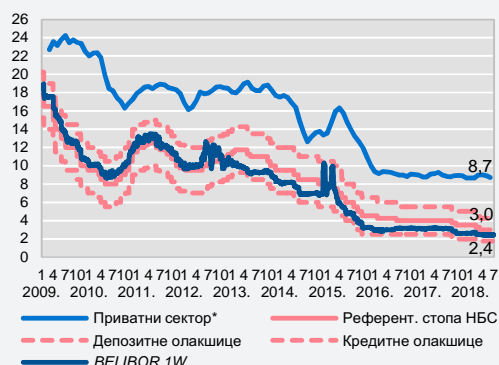
☞ *Пут ка постизању резултата захтевао је адекватне и благовремене мере, уз пуну координацију с другим политикама.*

Осврнућемо се само на најважније мере и активности које је у протеклих шест година предузела Народна банка Србије.

Стално радећи на унапређењу монетарног инструментаријума, Народна банка Србије је најпре **прешла на модел репо аукција повлачења ликвидности** децембра 2012, с обзиром на структурни вишак ликвидности у банкарском сектору Србије. Притом, прешло се на модел повлачења ликвидности **по варијабилној каматној стопи и са ограниченим обимом ликвидности који се повлачи**. Наиме, репо операције повлачења ликвидности до јула 2012. године спроводиле су се по фиксној каматној стопи и уз повлачење целокупног износа вишка ликвидности које банке понуде. Променом која је уведена у децембру 2012, референтна каматна стопа је постала максимална каматна стопа која може бити прихваћена на аукцији, а максимално може бити стерилисан износ ликвидности који је унапред утврђен. Тиме је, већом конкуренцијом банака у пласирању слободних средстава код централне банке, ојачано деловање тржишта, што је у периоду који је уследио **утицало на пад каматних стопа на тржишту новца и кредита**. Такође, због чињенице да се не повлачи увек укупан износ динарске ликвидности, банке су додатно стимулисане да део ликвидних средстава пласирају привреди и грађанима. Поред тога, прелазак на нови модел репо аукција омогућио је ефикасније реакције на краткорочне потресе на девизном тржишту, што је Народна банка Србије у појединим периодима и користила.

На основу анализе фактора инфлације и процене ризика из домаћег и међународног окружења, Народна банка Србије је у мају 2013. проценила да може започети циклус ублажавања монетарне политике. Од тада до данас, **референтна каматна стопа је смањена за 8,75 п.п., на 3,0%**, што је њен најнижи ниво у режиму циљања инфлације. Захваљујући обарању инфлације и инфлационих очекивања с двоцифрених нивоа на низак ниво, референтна каматна стопа је најпре снижена за 3,75 п.п. (са 11,75% на 8%) у периоду мај 2013 – новембар 2014, а затим је с доношењем и спровођењем програма фискалне консолидације процес ублажавања монетарне политике додатно интензиван. У условима пуне координације мера монетарне и фискалне политике, референтна каматна стопа је даље смањена, за 5,0 п.п., на 3,0% у априлу 2018. године. Њено смањење је од 2016. године спровођено

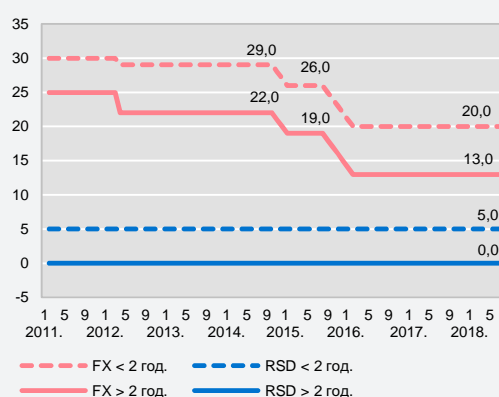
Графикон О.1.15. **Референтна каматна стопа на минимуму**
(на годишњем нивоу, у %)



Извор: Thomson Reuters и НБС.

* Просечна пондерисана каматна стопа на динарске кредите, тромесечни покретни просек (до септембра 2010. подаци су коришћени искључиво за истраживање НБС).

Графикон О.1.16. **Ублажавање монетарне политике спроведено и кроз смањење девизне обавезне резерве**
(у %)



Извор: НБС.

опрезном динамиком, с обзиром и на ефекте дотадашњег ублажавања монетарне политике, смањење циља за инфлацију од почетка 2017. године, а пре свега неизвесност на међународном робном и финансијском тржишту.

Захваљујући очуваној ниској и стабилној инфлацији, која се у континуитету три године заредом кретала на ниском нивоу, бољим макроекономским показатељима, усидреним инфлационим очекивањима и нижем расту регулисаних цена у поређењу с претходним периодом, Народна банка Србије је крајем 2016. године донела одлуку да **циљ за инфлацију снизи са $4 \pm 1,5\%$ на $3 \pm 1,5\%$** , што је најнижи ниво циља у режиму циљања инфлације. Доношењем такве одлуке, Народна банка Србије је потврдила своју решеност да Србију задржи у групи земаља с ниском, стабилном и предвидивом инфлацијом и да додатно снизи дугорочне динарске каматне стопе, а тиме и трошкове и валутни ризик код финансирања дугорочних потреба привреде, становништва и државе.

Додатни монетарни подстицај економији Народна банка Србије дала је и **постепеним смањењем стопа девизне обавезне резерве**. У протеклих шест година, ове стопе су смањене за 9 п.п., на 20% и 13%, у зависности од рочности обавеза (до и преко две године), чиме је банкама ослобођено око 1 млрд евра. На тај начин повећан је кредитни потенцијал банака и смањени су трошкови њиховог финансирања, што је допринело већој кредитној активности и смањењу камата на кредите банака. Корекције стопа обавезне резерве вршили смо пратећи и оцењујући њихов утицај на кредитну активност и ценовну стабилност.

У амбијенту знатних турбуленција на међународном финансијском тржишту, Народна банка Србије је у протеклих шест година **повећала и ефикасност интервенција на девизном тржишту**. Унапредили смо праћење и оцену тржишних кретања, пажљиво оцењујући интензитет и врсту притисака на девизном тржишту. Као резултат, интервенције су биле одмерене, благовремене и уравнотежене са становишта реакције на краткорочне депрецијацијске и апрецијацијске притиске. Важан допринос повећаној ефикасности девизних интервенција потиче и од знатно унапређене комуникације и сарадње Народне банке Србије с тржишним учесницима и актерима на домаћем девизном тржишту (банкама, предузећима, државним институцијама).

Ради подстицања развоја међубанкарске своп трговине и омогућавања банкама да ефикасније **управљају својом ликвидношћу**, Народна банка Србије је у посматраном периоду успешно организовала редовне тромесечне и двонедељне аукције своп продаје и куповине девиза за динаре. На тај начин је банкама обезбеђен додатни инструмент за регулисање ликвидности. Народна банка Србије је правовремено реаговала и ванредним своп аукцијама девиза рочности 28 дана, у јулу 2015. године, како би банкама с већинским грчким капиталом помогла у управљању ликвидношћу током тада актуелне „грчке кризе”. Овај инструмент показао се ефикасним и флексибилним у помоћи банкама да превазиђу краткорочне проблеме ликвидности.

Уведено је пет нових валута на курсну листу – руска рубља, кинески јуан, турска лира, бугарски лев и румунски леј, што је омогућило обављање трансакција овим валутама на домаћем девизном тржишту. Након увођења кинеског јуана, Народна банка Србије је први пут закључила **своп аранжман с другом централном банком** – Народном банком Кине, чиме је омогућена размена националних валута Србије и Кине ради унапређења економске сарадње и очувања финансијске стабилности. Након ових активности, крајем 2016. године уследио је долазак *Bank of China* на домаће банкарско тржиште. Такође, изменом регулативе почетком 2018. године **уједначене су листе валута за девизе пословних банака и Народне банке Србије**, чиме је омогућена трговина у форми девиза и оним валутама којима се до тада трговало само у форми ефективног страног новца (мађарском форинтом, пољским злотом, чешком круном, конвертибилном марком и хрватском куном). Истовремено, кувајтски динар је поново укључен на курсну листу за девизе Народне банке Србије, с обзиром на то да у наведеној валути постоје уговори о зајму одобрени буџетским корисницима.

Народна банка Србије је наставила да подржава динаризацију. Најпре, очувањем ниске и стабилне инфлације и релативне стабилности девизног курса знатно је допринела побољшању макроекономског амбијента као првог (и носећег) стуба стратегије динаризације. У протеклих шест година додатно је прилагодила свој монетарни инструментаријум тако да стимулише динарске изворе финансирања банака у односу на девизне. Коришћењем инструмента обавезне резерве, тј. вишим стопама обавезне резерве на девизне изворе (20% за рочности до две године и 13% за рочности преко две године) у односу на динарске изворе (5% и 0% за одговарајуће рочности), дала је преференцијални третман динарским изворима средстава. Такође, **повећала је стопе обавезне резерве на динарске обавезе банака које су индексирани девизном клаузулом**, и то са 50% на 100%, како би

дестимулисала њихов раст, а **проширена је и листа дозвољеног колатерала за монетарне операције увођењем нових динарских ХоВ**. Динаризација је један од стратешких опредељења Народне банке Србије, због чега је развој тржишта динарских ХоВ подржала и тиме што је, поред динарских државних ХоВ, као могућ колатерал у монетарним операцијама с банкама укључила и динарске обвезнице међународних финансијских институција с највишим рејтингом (као што је то динарска ХоВ емитована од стране *EBRD* у децембру 2016). Такође, **утврђена је стопа заштитног слоја капитала за структурни системски ризик** у висини од 3% у јуну 2017. за банке код којих је учешће девизно индексираних пласмана у укупним пласманима привреди и становништву веће од 10%. На тај начин банке су подстакнуте да смање степен евроизације, јер им се, уколико смање учешће девизних и девизно индексираних пласмана, смањује и износ капиталних захтева.

Народна банка Србије већ неколико година уназад, заједно с другим релевантним институцијама (Министарством финансија, Привредном комором Србије, АЦИ Србија, Удружењем банака Србије), **предузима и додатне активности на унапређењу и друга два стуба Стратегије динаризације – промоцији и даљем развоју тржишта динарских финансијских инструмената заштите од девизног и других тржишних ризика**. Доста труда је уложено у стварање и унапређење регулаторног оквира за даљи развој финансијског тржишта. Тако су **Законом о финансијском обезбеђењу** отклоњене све препреке за бржи развој репо послова, што истовремено треба да допринесе расту секундарног промета на тржишту ХоВ. Као резултат, закључен је **први локални ISDA оквирни уговор** (стандардизован уговор о обављању послова с финансијским дериватима), по узору на најбољу светску праксу. Поред наведеног, Народна банка Србије је у протеклих шест година **стално унапређивала комуникацију с јавношћу у погледу динаризације**. Организовала је конференције и бројне едукативне трибине како би промовисала инструменте заштите од девизног ризика. У априлу 2018, у сарадњи с Привредном комором Србије, организовала је Конференцију под називом „Заштита од девизног ризика – улагање у извесност пословања”, која је имала за циљ да домаћим привредницима подигне свест о потреби заштите од девизног ризика ради повећања извесности пословања.

Да би системски решавала питања *NPL*, Народна банка Србије је, у сарадњи с Владом РС, у августу 2015. донела **Стратегију за решавање питања проблематичних кредита с пратећим акционим плановима**. Народна банка Србије је у року спровела све активности дефинисане својим акционим планом, а изашла је и из оквира Акционог плана предузимањем додатних мера, што је резултирало значајним падом нивоа *NPL* (преко 60% од доношења Стратегије). Конкретно, унапређен је регулаторни оквир за третман реструктурираних потраживања ради подстицања одрживих пракси реструктурирања и спречавања праксе неодрживог рефинансирања (*evergreening*). Уведена је могућност уступања *NPL* лицима ван банкарског сектора и пре њиховог доспећа. Такође, унапређено је управљање лошом активом у банкама увођењем додатних захтева за банке у контексту стратешког планирања и самог процеса управљања лошом активом и објављене су Смернице за објављивање података и информација банке о квалитету активе. Поред тога, објављене су Смернице за примену Међународног рачуноводственог стандарда 39, унапређен је систем извештавања банака о *NPL*, спроведена је анализа у вези с препрекама и ограничењима тржишта *NPL*, а уведени су и додатни захтеви за банке у контексту праћења квалитета инструмената обезбеђења и рада лица која процењују те инструменте. Поред тога, крајем септембра 2017. године на снагу је ступила **Одлука о рачуноводственом отпису билансне активе**, која првенствено има за циљ да подстакне банке на континуирано спровођење активности решавања *NPL*, увођењем обавезног пребацивања најлошијег дела *NPL* у ванбилансну евиденцију.

Народна банка Србије је у претходном периоду посебну пажњу посветила **развоју макропруденцијалне политике**, којом се доприноси очувању и јачању стабилности финансијског система као целине. Јуна 2017. године успешно је окончана и трећа фаза Стратегије за **увођење стандарда Базел III**, усвојене децембра 2013, што одражава стратешко опредељење Народне банке Србије да стално унапређује правни оквир у складу с међународним стандардима и прописима ЕУ, уз уважавање специфичности домаћег тржишта. Поред минималног капиталног захтева, **уведени су заштитни слојеви капитала**, чија је улога да покрију ризике који могу бити цикличне природе (на пример, прекомерни кредитни раст или прекомерни раст цена некретнина), структурне природе (на пример, висок степен финансијске евроизације), али и системске важности. Друга кључна новина јесу нови стандарди ликвидности који захтевају, као прво, да банка има довољно висококвалитетне ликвидне имовине која јој омогућава да издржи снажан одлив депозита у периоду од 30 календарских дана и, као друго, да финансира

своје активности довољно стабилним изворима финансирања у периоду од годину дана. Поред тога, законодавни оквир за **реструктурирање банака** је унапређен – уведени су превентивни инструменти (планови опоравка и планови реструктурирања), као важни инструменти за превазилажење потешкоћа у пословању и кризним ситуацијама, а Народна банка Србије добила је главну улогу као тело надлежно за реструктурирање.

Редовним поступцима посредне и непосредне контроле пословања банака у претходних шест година и успешно спроведеним **комплексним поступком посебних дијагностичких испитивања, који је први пут спроведен у Србији**, а којима је обухваћена већина банака и покривено више од 90% укупне активе банкарског сектора Републике Србије, потврђено је да је наш банкарски систем стабилан, висококапитализован и ликвидан. **Стрес-тестови, који се редовно спроводе**, потврдили су да је, и поред бројних изазова којима је био изложен током кризе и након ње, наш банкарски сектор отпоран на потресе из домаћег и међународног окружења.

Допринос Народне банке Србије у стварању повољног пословног амбијента у Републици Србији огледа се и кроз активности јачања конкуренције на тржишту финансијских услуга. **Посматрани период обележило је издавање две дозволе за рад у банкарском сектору**, које представљају прве „гринфилд” инвестиције у банкарском сектору Србије од 2008. године – *Bank of China Srbija* и *Mirabank*. Доласком водећих светских банака, излази се у сусрет растућим потребама економске сарадње Србије с Кином и Уједињеним Арапским Емиратима.

Предлажући потпуно нов Закон о осигурању, **Народна банка Србије је отпочела и свеобухватну реформу сектора осигурања**. Усвајањем овог закона децембра 2014, добили смо основу за **ново, модерно тржиште осигурања, које задовољава европске стандарде, пружа квалитетније услуге и бољу заштиту грађана и привредних субјеката као корисника**. Услуге осигурања су данас разумљивије грађанима, а уједно и лако доступне и боље прилагођене њиховим потребама. Надзор осигурања успоставио је и **функцију супервизије тржишног понашања**, како би се елиминисала лоша пословна пракса. **Изменама и допунама Закона о заштити корисника финансијских услуга, чија примена је почела марта 2015. године, додатно је унапређен механизам заштите корисника**. Поред физичких лица, овим законом се примена високих стандарда заштите корисника односи и на пољопривреднике и предузетнике. У поступку по притужбама корисника, проширена су овлашћења Народне банке Србије, тако да она сада може да наложи банци да отклони утврђене неправилности и истовремено изрекне новчану казну. Посебно је значајно то што је Народна банка Србије сада надлежна да утврђује постојање непоштене пословне праксе, односно неправичних одредби уговора, те да изриче забрану обављања такве праксе, односно уговарање тих одредби свим даваоцима финансијских услуга. Изменама и допунама закона обезбеђено је да корисници плаћају кредите индексирани у иностраној валути по истом типу курса по којем је кредит и одобрен, чиме је материјализовано начело равноправности страна у уговорном односу.

Народна банка Србије је у претходном периоду спровела и свеобухватну реформу платног система – у наш правни систем уведене су најсавременије платне услуге и омогућена је употреба савремених платних инструмената (*e-banking, m-banking*, употреба свих врста платних картица, дигиталних новчаника и др.). Законом о платним услугама, који се примењује од октобра 2015. године, омогућено је оснивање и пословање две нове категорије пружалаца платних услуга – институција електронског новца и платних институција, што представља велики искорак у правцу модернизације националног платног система, доноси већу сигурност за клијенте, повећава ефикасност платних трансакција и доприноси развоју иновативних облика плаћања. У наш правни систем први пут је уведена и детаљно регулисана институција електронског новца и услови под којима се он може издавати, користити и откупљивати. Тиме су створене и претпоставке за много већу конкуренцију на тржишту платних услуга, јер, поред банака и јавног поштанског оператора, грађанима и привреди платне услуге сада пружају и платне институције и институције електронског новца, што је предуслов за јефтинији, бржи и ефикаснији платни промет.

Током 2017. године започет је **пројекат увођења тзв. инстант платног система, најсавременијег система за плаћање који тренутно постоји у свету**. Већ од октобра ове године грађани и привреда ће моћи да изврше плаћања тако да у свега неколико секунди прималац плаћања добије та новчана средства. Очекује се да систем за инстант плаћања допринесе већој конкуренцији на тржишту платних услуга, као и да омогући плаћање мобилним телефонима на продајним местима по ценама које су повољније од трошкова трансакција платним картицама.

На иницијативу гувернера Народне банке Србије упућену гувернеру централне банке НР Кине, током 2017. године успостављена је пословна и техничка сарадња између националних картичних система *DinaCard* и кинеског *China UnionPay*, светског лидера по броју издатих бесконтактних платних картица које се прихватају у преко 160 држава и територија широм света.

Значајну улогу и допринос Народна банка Србије имала је у закључењу и спровођењу стендбај аранжмана из предострожности с ММФ-ом. Аранжман је закључен фебруара 2015. и окончан три године касније, 22. фебруара 2018. Остварени резултати економског програма у великој мери су превазишли очекивања. С обзиром на то да Србија, услед добрих макроекономских резултата, није користила расположива средства (око 1,2 млрд евра), није било ни трошкова по основу камате и провизије за повлачење средстава из овог програма. Једини трошкови били су по основу тзв. трошкова за ангажовање наведених средстава – *commitment fee*, који су плаћани годишње и укупно је за три године плаћен износ од око 4 млн евра. Јула ове године одобрен је **нови програм сарадње уз подршку Инструмента за координацију политике (Policy Coordination Instrument – PCI)**. Програм је саветодавног карактера и не предвиђа коришћење финансијских средстава – намењен је земљама посвећеним реформама, а договара се ради добијања подршке одговарајућем економском програму, када земља нема текућих ни потенцијалних платнобилансних проблема. Аранжман је одобрен за период од 30 месеци, а напредак ће се пратити путем пет полугодишњих разматрања резултата, на којима ће се давати оцена његовог спровођења.

Народна банка Србије је у протеклих шест година имала веома значајну улогу и у процесу европских интеграција, и кроз процес придруживања, и кроз процес приступања. Преузела је одговорност за првонадлежност у областима *Економска и монетарна политика* и *Финансијске услуге*, другонадлежност у области *Слободно кретање капитала*, као и за учешће у преговорима у оквиру још осам преговарачких области. Учешћем у раду 11 од 35 преговарачких група, Народна банка Србије је, по обухвату и броју области за које је надлежна, остварила улогу једне од водећих институција у преговорима са ЕУ. **Преговарачка група 17 Економска и монетарна питања**, којом руководи Народна банка Србије, припремила је Предлог преговарачке позиције, који је Влада усвојила у марту 2018. године. Преговарачка позиција је достављена Савету ЕУ и у наредном периоду очекује се отварање овог поглавља. У оквиру **Преговарачке групе 9 Финансијске услуге**, којом такође руководи Народна банка Србије, сачињен је предлог преговарачке позиције, који је Влада усвојила октобра 2017. Преговарачка позиција за ово поглавље достављена је Савету ЕУ октобра 2017, при чему је квалитет овог документа потврђен у процесу консултација са Европском комисијом. У оквиру ове преговарачке групе већ се спроводе припремне активности за отпочињање последње, тзв. садржајне, фазе преговора.

Народна банка Србије је у претходном периоду доста урадила и на унапређењу комуникације с домаћом и међународном заједницом. **Интензивирани састанци са инвеститорима битно су допринели ширењу базе страних портфолио инвеститора**, бољем међусобном разумевању, као и већем поверењу у погледу мера које се доносе и изгледа за наредни период.

Ово су само неке од најважнијих мера и активности које је Народна банка Србије предузела у претходних шест година, који су омогућили не само испуњење законског циља Народне банке Србије већ и остваривање великог броја резултата у корист наших грађана и привреде.

III. Кретање инфлације

У складу с нашим очекивањима, инфлација је током Т2 започела постепено кретање ка циљу и у јуну је износила 2,3% мг. У поређењу са очекивањима изнетим у мајском Извештају о инфлацији, забележен је виши од очекиваног раст цена непрерађене хране и нафтних деривата. Упркос томе, инфлаторни притисци по основу већине фактора и даље су ниски, што потврђује базна инфлација, која је четири месеца заредом на минимуму од 0,8% мг., као и инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде већ дуже времена усидрена око централне вредности циља од 3%.

Посматрано на тромесечном нивоу, инфлација је у Т2 износила 1,4%. Тромесечни раст потрошачких цена био је опредељен за овај период године неуобичајеним растом цена поврћа, вишим ценама нафтних деривата, као и сезонским поскупљењем туристичких пакет-аранжмана.

Кретање инфлације у Т2

У складу са очекивањима изнетим у мајском Извештају о инфлацији, мг. инфлација се, након овогодишњег минимума у априлу, у мају вратила у границе циља од 3,0% ± 1,5 п.п. и у јуну је износила 2,3%. Очекивало се да ће због ефекта ниске базе, у јуну, у поређењу с март, бити повећан допринос цена нафтних деривата мг. инфлацији, али је он био већи од очекиваног услед наставка раста светске цене нафте. Супротно очекивањима, повећан је допринос свежег поврћа, које је током Т2 поскупело, што иначе није карактеристично за овај период године. С друге стране, базна инфлација је остала ниска и четврти месец заредом у јуну је била на минимуму од 0,8% мг. Поред тога, око 26,7% производа и услуга у потрошачкој корпи у јуну је имало мг. раст у циљаном распону 1,5–4,5%, уз допринос инфлацији од 0,7 п.п. Близу половине потрошачке корпе остварило је мг. раст испод 1,5%, што такође потврђује да су инфлаторни притисци и даље ниски.

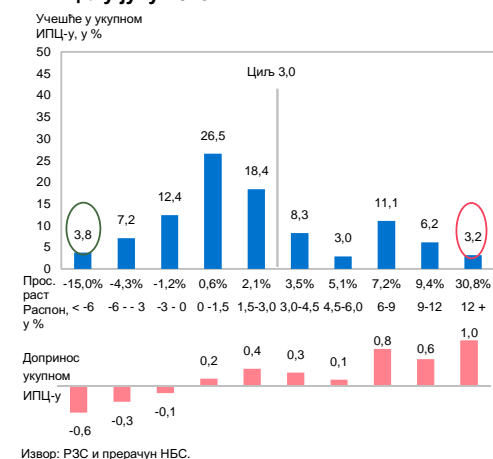
Раст потрошачких цена у Т2 износио је 1,4%. Као и у Т1, највећи позитиван допринос инфлацији потекао је од **хране и безалкохолних пића** (раст од 2,1%, уз допринос инфлацији од 0,7 п.п.). На то је првенствено утицало поскупљење **непрерађене хране** од 5,5%, пре свега због раста цена свежег поврћа (9,7%, допринос инфлацији од 0,4 п.п.), а у мањој мери и свежег воћа (4,7%) и свежег меса (3,3%), с доприносима од по 0,1 п.п. **Прерађена храна је**

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

	2018.		Разлика
	Март	Јун	
Потрошачке цене (ИПЦ)	1,4	2,3	0,9
Непрерађена храна	0,3	0,5	0,2
Воће и поврће	0,3	0,7	0,4
Свеже месо	0,1	-0,1	-0,2
Прерађена храна	0,2	0,2	0,0
Индустријски производи без хране и енергије	0,4	0,4	0,0
Енергија	0,2	0,7	0,5
Нафтни деривати	0,0	0,4	0,4
Услуге	0,3	0,4	0,1

Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон III.0.1. Дистрибуција мг. стопа раста ИПЦ-а у јуну 2018.



Табела III.0.2. Раст потрошачких цена по компонентама (тримесечне стопе, у %)

	Учешће у ИПЦ-у	2017.		2018.	
		III	IV	I	II
Потрошачке цене (ИПЦ)	100,0	-0,2	0,2	0,8	1,4
Непрерађена храна	11,1	-2,5	-3,1	5,5	5,5
Прерађена храна	20,6	0,1	0,2	0,5	0,3
Индустријски производи без хране и енергије	28,6	0,4	0,7	-0,1	0,5
Енергија	15,5	0,0	1,8	0,6	2,3
Услуге	24,3	0,1	0,3	0,1	1,0
Показатељи базне инфлације					
ИПЦ без енергије	84,5	-0,2	-0,1	0,8	1,2
ИПЦ без енергије и непрерађене хране	73,5	0,2	0,4	0,2	0,6
ИПЦ без енергије, хране, алкохола и цигарета	45,9	-0,2	0,6	-0,4	0,8
Регулисане цене	18,4	1,1	0,6	1,2	0,0

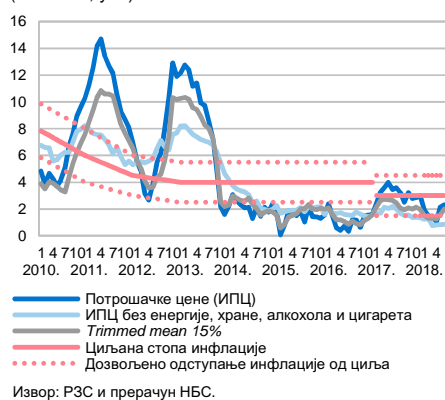
Извор: РЗС и прерачун НБС.

незнатно поскупела (0,3%, уз допринос инфлацији од 0,1 п.п.).

Наставак раста светске цене нафте (око 13,7% током Т2), а у мањој мери и слабљење динара према долару због слабљења евра према долару, утицало је на поскупљење **нафтних деривата** од 6,4% (допринос инфлацији од 0,4 п.п.). По том основу, потрошачке цене у оквиру **групе енергија** у Т2 порасле су за 2,3%. У супротном смеру су деловале очекивано ниже цене чврстих горива (угаљ и дрво за огрев), које су забележиле пад од 0,5%.

На раст цена услуга од 1,0% (допринос инфлацији 0,2 п.п.) скоро у потпуности је утицало очекивано сезонско поскупљење **туристичких пакет-аранжмана** од 24,9%. Цене станарина неznатно су смањене (0,2%), што се није битније одразило на тримесечну инфлацију.

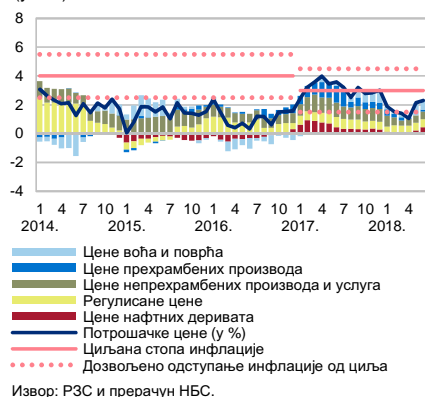
Графикон III.0.2. Кретање цена (мг. стопе, у %)



Цене индустријских производа без хране и енергије у Т2 благо су порасле (0,5%, уз допринос инфлацији од 0,1 п.п.), што је у највећој мери било условљено сезонским поскупљењем **обуће и одеће** за 5,9% (допринос инфлацији од 0,1 п.п.). Позитиван допринос инфлацији потекао је и од повећања цена фармацеутских производа (0,7%), као и неznатног раста цена возила и ауто-делова (0,4%). У супротном смеру, такође уз неznатан допринос инфлацији, деловали су појефтинијење аудио и ТВ уређаја, као и алкохолних пића.

Базна инфлација (мерена променом ИПЦ-а по искључењу цена енергије, хране, алкохола и цигарета) у Т2 је износила **0,8%** (допринос инфлацији од 0,4 п.п.). Њено кретање током Т2 у највећој мери је било опредељено сезонским поскупљењем туристичких пакет-аранжмана, као и обуће и одеће. У мањој мери утицало је и повећање цена фармацеутских производа и производа кућне хемије, као и угоститељских услуга у хотелима и ресторанима.

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



Регулисане цене су у Т2 готово стагнирале. Њихов мг. раст од 2,9% у јуну (допринос инфлацији од 0,5 п.п.) непромењен је у односу на март и готово у потпуности је био опредељен оствареним растом цена цигарета (допринос инфлацији од 0,4 п.п.), а у мањој мери и електричне енергије (0,1 п.п.) у претходној години дана.

Произвођачке и увозне цене

Цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште у Т2 порасле су за 1,6%. Раст произвођачких цена у индустрији доминантно је био вођен повећањем цена у производњи енергије (6,1%), на шта су утицали већи трошкови у експлоатацији сирове нафте и природног гаса и раст трошкова у производњи кокса и нафтних деривата. У смеру повећања произвођачких цена деловао је и благи раст цена капиталних производа (0,6%). У супротном смеру деловале су ниже цене интермедијарних производа (0,5%), под утицајем смањења цена у производњи металних производа, као и основних фармацеутских производа и препарата, као и цене трајних производа за широку потрошњу (2,8%) и нетрајних производа за широку потрошњу (0,1%). Посматрано на мг. нивоу, повећање цена у производњи енергије у највећој мери је утицало на убрзање раста произвођачких цена у индустрији, са 0,8% у марту на 3,0% у јуну.

Цене елемената и материјала за уграђивање у грађевинарству порасле су за 3,2% у Т2, што је, уз ефекат ниске базе, утицало да ове цене порасту на 2,7% мг. у јуну, са -0,2% мг. у марту.

У поређењу са Т1, када су забележиле пад од 0,4%, увозне цене изражене у динарима¹ у Т2 оствариле су раст од 1,8%. Томе је у највећој мери допринео раст светске цене нафте изражене у доларима, која је на крају Т2 била за 13,7% виша него на крају Т1, под утицајем глобалног раста тражње за нафтом, као и даље присутних геополитичких тензија. Поред тога, у Т2 су порасле и светске цене хране исказане у доларима, које су на нивоу тромесечја оствариле просечан раст од 2,1%. Раст су оствариле и потрошачке цене у зони евра, које служе као апроксимација цена увоза услуга, као и извозне цене Немачке (0,7%), које служе као апроксимација цена увезене опреме и репроматеријала. На повећање увозних цена у Т2 утицало је у одређеној мери и слабљење динара према долару, које је последица слабљења евра према долару. Посматрано на мг. нивоу, увозне цене изражене у динарима успориле су пад у Т2 на 1,7% (са 4,3% у Т1). Међутим, оне се и даље (четири тромесечја заредом) крећу у негативној зони.

¹ Као показатељ увозних цена коришћен је пондерисани просек индекса светских цена нафте и хране (ФАО индекса), потрошачких цена у зони евра и извозних цена Немачке, једног од најзначајнијих спољнотрговинских партнера Србије.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Произвођачке цене индустријских производа за домаће тржиште.

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

	2017.		2018.	
	Септ.	Дец.	Март	Јун
Потрошачке цене	3,2	3,0	1,4	2,3
Цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште	3,3	2,6	0,8	3,0
Цене елемената и материјала за уграђивање у грађевинарству	2,2	1,8	-0,2	2,7

Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



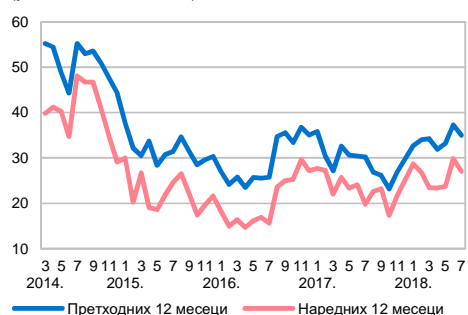
Извор: Destatis, ФАО, Блумберг, Eurostat, РЗС и прерачун НБС.

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



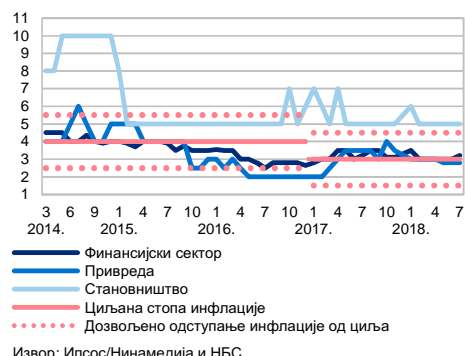
Извор: Галуп, Ипсос/Нинамедиа, Блумберг и НБС.
* Агенције Ипсос и Галуп до децембра 2014, агенција Нинамедиа од децембра 2014, а агенција Ипсос од јануара 2018.

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



Извор: Ипсос/Нинамедиа и НБС.
* Агенције Ипсос и Галуп до децембра 2014, агенција Нинамедиа од децембра 2014, а агенција Ипсос од јануара 2018.

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



Извор: Ипсос/Нинамедиа и НБС.
* Агенције Ипсос и Галуп до децембра 2014, агенција Нинамедиа од децембра 2014, а агенција Ипсос од јануара 2018.

Инфлациона очекивања

Инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде и за годину дана и за две године унапред усидрена су око централне вредности циља за инфлацију, што указује на поверење ових сектора у мере које предузима Народна банка Србије, као и у одржавање постигнуте ценовне стабилности у средњем року.

На стабилност и усидреност **очекивања финансијског сектора** указују резултати анкете агенције Блумберг, према којима финансијски сектор од априла очекује инфлацију за годину дана унапред на нивоу од 2,8%. На исти закључак упућују и резултати анкете агенције Ипсос, према којима су се очекивања финансијског сектора током Т2 кретала у распону од 2,5% до 3,0%. Посматрано у дужем временском периоду, финансијски сектор већ скоро пет година, тачније од октобра 2013, очекује кретање инфлације у оквиру граница циља Народне банке Србије.

Према резултатима анкете агенције Ипсос, краткорочна **инфлациона очекивања привреде** у априлу су износила 2,8%, а затим су се у мају спустила на 2,7% и на том нивоу остала и у јуну и јулу. Иако уобичајено виша од очекивања осталих сектора, инфлациона очекивања становништва су се од маја претходне године до јуна кретала на нивоу од 5,0%, да би у јулу била повећана на 7%. Објашњење повећања у јулу највероватније се налази у чињеници да цене хране у већој мери утичу на инфлациона очекивања сектора становништва од осталих сектора, а да је овај период карактерисао раст цена свежег меса и поврћа, као и бројне вести у медијима о томе. С друге стране, резултати квалитативне анкете² показују да је вредност индекса перципиране инфлације константно изнад вредности индекса очекиване инфлације за наредну годину дана, што говори о томе да становништво сматра да ће раст цена у наредних 12 месеци бити нижи него у претходној години дана.

Инфлациона очекивања финансијског сектора **за две године унапред** налазе се у границама циља Народне банке Србије откада се прате (март 2014). У периоду фебруар–јун налазила су се на централној вредности циља од 3,0%, да би у јулу забележила благ раст на 3,2%. На нивоу од 3,0% од почетка године налазила су се и средњорочна очекивања привреде, која су у мају

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

забележила пад на 2,8% и на том нивоу остала и у јуну и јулу. За разлику од краткорочних очекивања, која су повећана у јулу, инфлациона очекивања становништва за две године унапред су стабилна на нивоу од 5,0%.

Одржана ценовна стабилност у протеклих пет година и усидрена инфлациона очекивања доприносе и повољнијим очекивањима за раст привредне и кредитне активности, а расте и оптимизам у погледу унапређења пословних и инвестиционих услова у наредној години дана. Становништво од почетка године има позитивна очекивања у погледу раста животног стандарда у наредној години дана.

IV. Детерминанте инфлације

1. Кретања на финансијском тржишту

Настављено ублажавање монетарне политике Народне банке Србије у марту и априлу, током Т2 резултирало је даљим падом каматних стопа на међубанкарском тржишту новца и државних ХоВ, као и на динарске кредите приватном сектору.

Апрецијацијски притисци, који су преовладавали и током Т2, одражавали су повољнија платнобилансна кретања – наставак динамичног извоза и висок прилив СДИ.

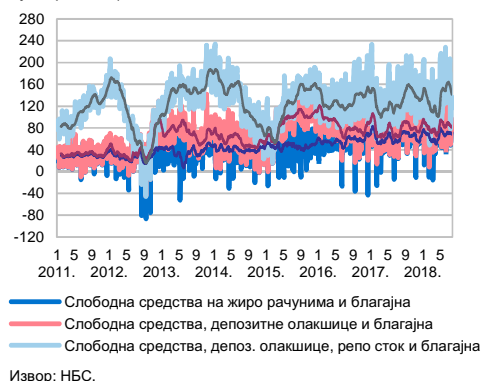
Каматне стопе

Просечна репо стопа³ током Т2 остварила је минималне осцилације, и крајем тромесечја је износила 2,4%. Истовремено, каматне стопе на међубанкарском тржишту новца благо су опале. Тако су каматне стопе *BELIBOR* свих рочности смањене у распону од 0,13 до 0,17 п.п., у зависности од рочности, и током јуна су се кретале у распону од 2,3% до 3,05%. На преконоћном тржишту новца, током Т2 је смањен просечан дневни промет за 15%, на 2,4 млрд динара, што је праћено и смањењем каматне стопе *BEONIA*, која је у јуну износила 2,2% и била за 0,1 п.п. мања него у марту.

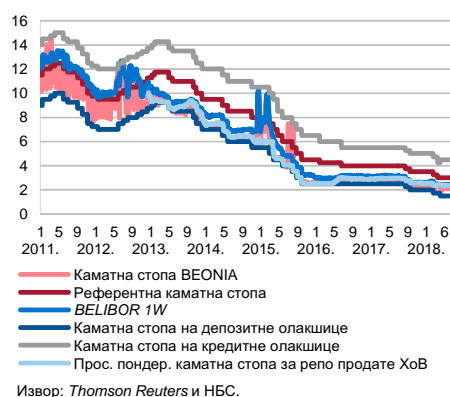
Каматне стопе на међубанкарском тржишту новца током јула су бележиле минималне осцилације, тако да су крајем месеца биле готово непромењене у односу на јун.

На примарном тржишту државних ХоВ настављен је пад каматних стопа, под утицајем даљег ублажавања монетарне политике и боље фискалне позиције државе, која се огледа и у смањеној потреби за финансирањем текућих обавеза. Томе треба додати и висок степен реализације на аукцијама у Т1, када је продаја ХоВ била већа од планиране, чиме је додатно

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



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



³ Стопа остварена на репо аукцијама пондерисана износом продатих ХоВ.

Ублажавање монетарне политике Народне банке Србије и пратеће смањење каматних стопа на тржишту новца допринели су **паду просечне пондерисане каматне стопе на нове динарске кредите привреди и становништву** на 8,7% у јуну, што је за **0,5 п.п. ниже него у марту**. За управо толико снижене су каматне стопе на динарске кредите становништву, на 10,1% у јуну. У структури новоодобрених динарских кредита становништву, смањене су каматне стопе на готовинске кредите, и то са 10,9% у марту на 10,4% у јуну, као и каматне стопе на остале динарске кредите (за 1 п.п.) на 8,8%, док су каматне стопе на потрошачке кредите повећане за 0,2 п.п., на 8,5%. Додатан допринос паду каматних стопа на динарске кредите становништву потекао је од изражене конкуренције банака на овом сегменту тржишта.

Каматне стопе на динарске кредите привреди у јуну су износиле 5,1%, што је незнатно изнад нивоа забележеног крајем Т1. Притом, претходно су се у мају спустиле на нови минимум од 4,6%. Каматне стопе на кредите за обртна средства током Т2 су повећане за 0,5 п.п., на 4,9%, док су, с друге стране, смањене каматне стопе на динарске инвестиционе кредите за 1 п.п., на 5,9%, као и каматне стопе на остале некатегорисане динарске кредите за 0,1 п.п., на 5,1%.

Каматне стопе на нове евроиндексиране кредите смањене су током Т2 и за кредите становништву су у просеку износиле 3,8%, односно 2,8% за кредите привреди. Код кредита становништву, пад каматних стопа од 0,25 п.п. може се приписати смањењу каматних стопа на потрошачке и остале кредите, које су у односу на март смањене за по 0,4 п.п. и у јуну су износиле 4,7% и 5,5%, респективно, док су каматне стопе на стамбене кредите остале на нивоу из марта од 2,8%. Каматне стопе на евроиндексиране кредите и кредите у еврима привреди смањене су за 0,1 п.п., при чему су каматне стопе на кредите за обртна средства смањене за 0,2 п.п., на 2,6%, док су каматне стопе на инвестиционе кредите биле непромењене у односу на март (3,05%).

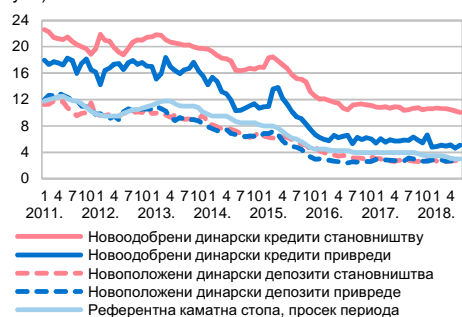
Просечна пондерисана каматна стопа на **динарску штедњу** становништва остала је готово непромењена у односу на март и у јуну је износила 2,6%, док је у истом периоду каматна стопа на **девизну штедњу** смањена за 0,2 п.п., на 0,7%. С друге стране, каматне стопе на орочене депозите привреде смањене су за по 0,1 п.п. и у јуну су износиле 2,6% за динарске, односно 0,6% за девизне депозите.

Графикон IV.1.6. **Крива приноса на секундарном тржишту државних ХоВ** (просечне вредности, на годишњем нивоу, у %)



Извор: Централни регистар, дело и клиринг ХоВ.

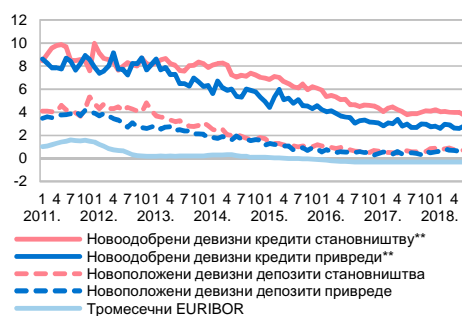
Графикон IV.1.7. **Кретање каматних стопа на динарске кредите и депозите привреди и становништву*** (просечне пондерисане вредности, на годишњем нивоу, у %)



Извор: НБС.

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

Графикон IV.1.8. **Кретање каматних стопа на девизне кредите и депозите привреди и становништву*** (просечне пондерисане вредности, на годишњем нивоу, у %)

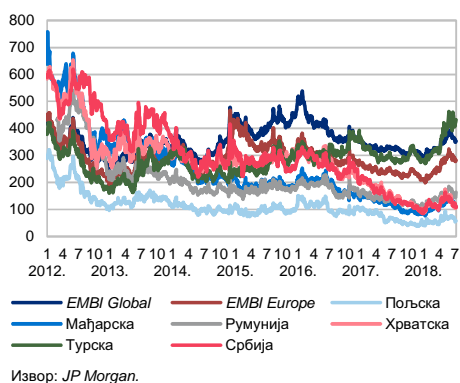


Извор: Европска банкарска федерација и НБС.

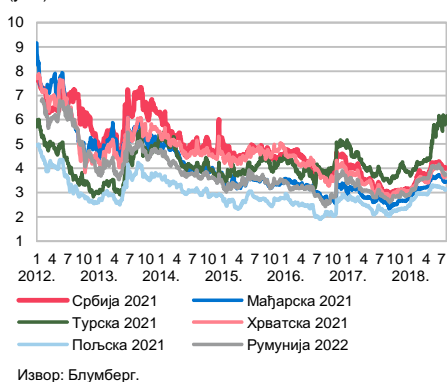
* Искључени револвинг кредити, прекорачења по текућем рачуну и дуг по кредитним картицама.

** У еврима и евроиндексиране.

Графикон IV.1.9. Показатељ премије ризика
– *EMBI* по земљама
(дневни подаци, у б.п.)



Графикон IV.1.10. Приноси на еврообвезнице
земаља у региону
(у %)



Премија ризика

Премије ризика земаља у успону повећане су током Т2 под утицајем глобалних фактора, а пре свега геополитичких тензија и тензија у међународној трговини. Приноси на државне обвезнице земаља у успону повећани су у већој мери него приноси на америчке десетогодишње обвезнице, тако да је *EMBI Global*, као мера премије ризика, на нивоу тромесечја био виши за 62 б.п., а *EMBI Europe* за 57 б.п.

Међу земљама у успону, значајнији раст премија ризика забележиле су земље са израженом спољном и фискалном неравнотежом (Венецуела, Аргентина, Бразил, Украјина), док су премије ризика земаља региона централне и југоисточне Европе, са изузетком Турске, знатно мање порасле услед повољних домаћих макроекономских показатеља и изгледа за наредни период. Захваљујући наставку позитивног деловања домаћих фактора, премија ризика Србије је током Т2, са изузетком Пољске, најмање порасла међу земљама региона (за 26 б.п.), тако да је крајем Т2 само Пољска имала нижу премију ризика од Србије. Просечна вредност *EMBI* за Србију у П1 2018, у односу на исти период прошле године, нижа је за око 65 б.п., што такође потврђује да је премија ризика земље, иако нешто изнад рекордно ниских вредности које је бележила у јануару, и даље релативно ниска. Поред тога, *EMBI* за Србију је у јулу смањен за 31 б.п., чиме је у потпуности анулиран раст премије ризика из Т2, док су премије већине других земаља региона, као и *EMBI Global* и *EMBI Europe*, крајем јула и даље биле изнад нивоа с краја марта.

Домаћи фактори који делују у правцу смањења премије ризика Србије јесу пре свега знатно смањена унутрашња и спољна неравнотежа, које су смањиле потребу за задуживањем, као и повољнији изгледи за привредни раст у наредном периоду. Тиме је истовремено повећана отпорност Србије на евентуалне потресе из међународног окружења.

Прилив капитала из иностранства

И током Т2, на финансијском рачуну остварен је релативно висок нето прилив капитала, који је био више него довољан за покриће дефицита текућег рачуна, који је притом знатно снижен у односу на Т1, а у мају је забележен и суфицит. Таква кретања доприносила су јачању апрецијацијских притисака на девизном тржишту. Највећи део прилива капитала у

T2 чиниле су СДИ, а значајан прилив односио се на раст задужења према иностраним кредиторима. С друге стране, пре свега због отплате дуга према Лондонском клубу поверилаца, по основу портфолио инвестиција, забележен је одлив.

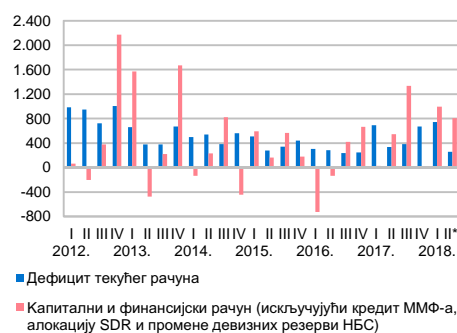
Висок прилив СДИ настављен је и у T2 и према прелиминарним подацима износио је 666,7 млн евра. Тиме је, по овом основу, у П1 остварен прилив од близу 1,3 млрд евра, што је више за 8,6% него у истом периоду претходне године. Највише улагања било је усмерено у прерађивачку индустрију (30,1%), а значајни износи уложени су и у финансијски сектор (27,5%), трговину (16,3%) и грађевинарство (10,1%). Уобичајено, највећи део прилива чинила су улагања из земаља ЕУ (око 84%), док се на улагања из азијских земаља односило око 10% СДИ.

Очекује се да ће нето прилив СДИ у 2018. износити око 2,6 млрд евра (6,6% БДП-а), и да ће, као и у претходне три године, обезбедити пуну покривеност дефицита текућег рачуна.

За разлику од претходног тромесечја, у T2 је по основу **портфолио инвестиција** забележен одлив од 180,1 млн евра. Највећи део тог одлива, 141 млн евра, односио се на отплату дуга према Лондонском клубу⁴, чиме су у потпуности измирене обавезе Републике Србије према овој групи поверилаца.

По основу **финансијских кредита**, у T2 забележен је нето прилив од 326,5 млн евра. Од тога 175,2 млн евра односило се на раст задужења предузећа. Нето обавезе банака према иностранству по основу финансијских кредита повећане су за 81,4 млн евра, а задужење државе за 69,9 млн евра.

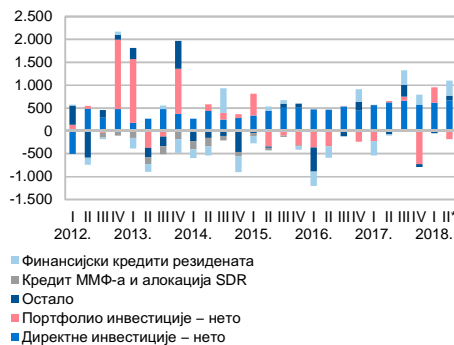
Графикон IV.1.11. Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала (у млн EUR)



Извор: РЗС и НБС.

* Прелиминарни подаци.

Графикон IV.1.12. Структура финансијског биланса (у млн EUR)



Извор: РЗС и НБС.

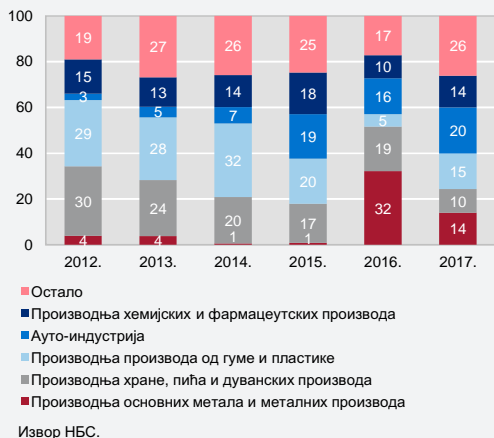
* Прелиминарни подаци.

⁴ Од чега је 130,9 млн евра превремена отплата.

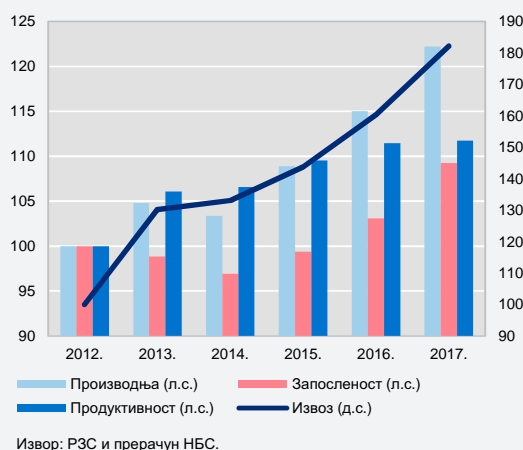
Осврт 2: СДИ, извоз и запосленост у прерађивачкој индустрији

СДИ обезбеђују трансфер нових знања и технологије, чиме позитивно доприносе повећању продуктивности на нивоу појединачних грана и укупне економије. Уколико су усмерене у разменљиве секторе привреде, повећавају њен извозни потенцијал. У односу на период пре кризе, када су СДИ највећим делом биле усмерене у неразменљиве секторе привреде, након кризе је повећано учешће разменљивих сектора у приливу СДИ, а у последњих неколико година остварена је и њихова већа пројектна и географска распрострањеност. Повећаном приливу СДИ у последњих неколико година допринело је побољшање макроекономских показатеља, захваљујући успешно спроведеној фискалној консолидацији и њеној пуној координацији с монетарном политиком, структурним реформама и наставку унапређења инвестиционог амбијента, које је потврђено континуираним напретком Србије на међународним листама конкурентности.

Графикон О.2.1. Структура СДИ по областима прерађивачке индустрије (у %)



Графикон О.2.2. Извоз, производња и запосленост у прерађивачкој индустрији (2012 = 100)



Међу разменљивим секторима, највећи део прилива СДИ у периоду 2012–2017. пласиран је у **прерађивачку индустрију (3,8 млрд евра, тј. 35,5% укупних прилива СДИ)**, коју, почев од 2015, карактерише **висока пројектна и географска распрострањеност улагања** (Графикон О.2.1). Та улагања су допринела проширењу извозне базе у великом броју области прерађивачке индустрије и знатном расту њене производње и извоза. **Укупни раст производње у прерађивачкој индустрији у периоду 2012–2017. износио је 22,2%, док је њен извоз повећан за 82,2%, тј. за око 6 млрд евра** (Графикон О.2.2). Поред тога, у посматраном периоду, **продуктивност у прерађивачкој индустрији порасла је за 11,7%, при чему је почев од 2015. то повећање остваривано на здравијој основи, односно уз раст запослености**. Захваљујући томе, прерађивачка индустрија је у великој мери и допринела опоравку тржишта рада, уз укупан раст запослености од 9,3%, тј. за око 40.000 лица у посматраном периоду. Да су се СДИ позитивно одразиле на тржиште рада, указују и извештаји *IBM Global Locations Trend*, према којима је Србија у 2016. и 2017. години прва у свету према релативном броју нових радних места везаних за пројекте по основу прилива СДИ, с процењених 3.000 радних места на 1 млн становника.

Ови позитивни трендови били су заступљени у великом броју области прерађивачке индустрије, при чему су најбољи резултати остварени у оним областима у којима је прилив СДИ био висок, попут аутомобилске индустрије, производње гуме и пластике, основних метала и производа од метала, као и хемијској, фармацеутској и прехранбеној индустрији.

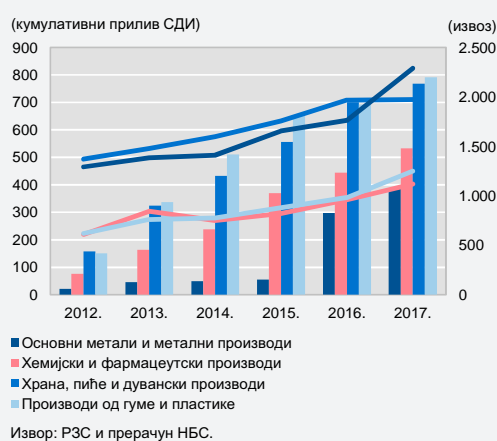
Као посебно успешна област у погледу остварених извозних резултата истиче се аутомобилска индустрија, која је утицала на снажан раст извоза Србије од средине 2012. и чији је извоз у периоду 2012–2017. повећан за 183,4%, тј. са око 700 млн евра у 2012. на близу 2 млрд евра у 2017. То је резултат пре свега реализације заједничке инвестиције државе и „Фијата“ у нову компанију „Фијат аутомобили Србија“, која се од 2012. налази на првој позицији на листи највећих појединачних извозника Србије. Поменути инвестиција привукла је нове СДИ у области производње моторних возила, које су вишеструко повећане у периоду 2015–2017. у односу на претходне

године (Графикон О.2.3). Те нове инвестиције реализовале су углавном фирме укључене у међународне ланце производње аутомобилских компоненти, које своју готово целокупну производњу пласирају у извоз и чији је динамичан раст извоза надокнадио смањење извоза компаније „Фијат аутомобили Србија” у 2016. и 2017. Нижи извоз „Фијата”, у износу од 52,2 млн евра у 2016. и 156,0 млн евра у 2017, надокнађен је и знатно премашен повећањем извоза осталих компанија из области производње моторних возила, у износу од 175,6 млн евра у 2016. и 205,2 млн евра у 2017, тако да је извоз моторних возила у тим годинама наставио позитивно да доприноси расту укупног робног извоза.

Графикон О.2.3. Прилив СДИ у ауто-индустрију и извоз ауто-индустрије (у млн EUR)



Графикон О.2.4. СДИ и извоз у одабраним областима прерађивачке индустрије (у млн EUR)

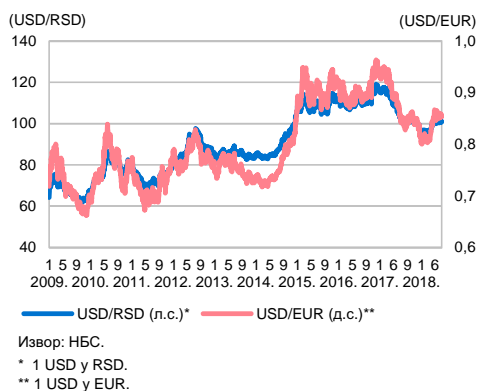


Са ауто-индустријом је у великој мери повезана и област производње производа од гуме и пластике, која је такође у претходним годинама привукла релативно значајне износе СДИ, углавном концентрисане у производњи аутомобилских пнеуматика. Производња ове области је у периоду 2012–2017. повећана за 27,2%, а годишња вредност њеног извоза је у том периоду удвостручена – са 620 млн евра на 1.250 млн евра. Релативно значајни приливи СДИ (око 10% укупних прилива у прерађивачку индустрију) забележени су и у металском комплексу, тј. производњи основних метала и производа од метала, од којих се највећи део односи на нове инвестиције у Железару Смедерево од средине 2016, захваљујући чему је у највећој мери извоз гвожђа и челика повећан са 447,3 млн евра у 2016. на 656,5 млн евра у 2017. Релативно висок прилив СДИ (око 14% укупних прилива у прерађивачку индустрију) у посматраном периоду забележен је и у хемијској и фармацеутској индустрији, уз раст извоза од 83,5% (са 610 млн евра на 1.120 млн евра).

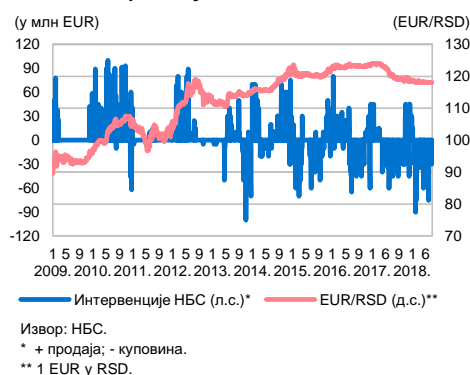
Знатно учешће у извозу прерађивачке индустрије заузима и извоз хране, пића и дувана, тј. области које такође привлаче релативно високе приливе СДИ (око 20% укупних прилива у прерађивачку индустрију), делом и због компаративних предности које Србија има у пољопривредно-прехрамбеној производњи. Извоз ових области је у периоду 2012–2017. повећан за 44% (са 1.370 млн евра на 1.974 млн евра), при чему треба имати у виду да су производња и извоз били под одређеним негативним утицајем лоших пољопривредних сезона у 2012, 2015. и 2017. години.

Позитивна кретања у прерађивачкој индустрији настављена су и у П1 2018, уз наставак високих прилива СДИ (близу 30% укупних прилива у П1) и раст извоза, производње и запослености. Укупан извоз прерађивачке индустрије порастао је за 10,7% мг., уз највећи допринос извоза основних метала, производа од гуме и пластике и ауто-индустрије, тј. области које су биле главни покретачи раста и у претходном периоду. При томе, раст извоза је остао широко распрострањен и забележен је у свим производним областима. Током П1 настављен је и раст производње прерађивачке индустрије (3,6% мг.), који је забележен у 20 од 24 области, док је запосленост од почетка године повећана за 5,1%, тј. за око 22.000 лица. Имајући у виду наставак унапређења инвестиционог окружења, као и реализацију досадашњих и најаву нових инвестиционих пројеката, очекујемо да се позитивни трендови у прерађивачкој индустрији наставе и у наредном периоду, да она остане главни покретач извоза и одрживог привредног раста, као и да пружи значајан допринос наставку опоравка тржишта рада.

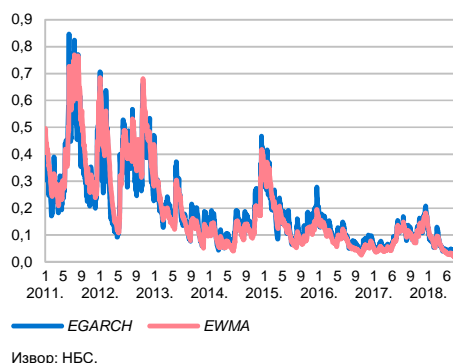
Графикон IV.1.13. Кретање курса динара и евра према долару



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



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



Кретања на девизном тржишту и курс динара

Благо јачање динара према еврџу настављено је и током Т2. Посматрано крајем периода, динар је ојачао према еврџу за 0,3%, а на нивоу просека тромесечја за 0,2%. Разлике у изгледима привредног раста и темпу нормализације монетарних политика САД и зоне евра утицале су на то да евро током Т2 према долару ослаби за 5,4%, посматрано крајем периода, што се одразило и на слабљење динара према долару у готово истом обиму, за 5,2%.

Апрецијацијски притисци, који су преовладавали и током Т2, одражавали су повољнија платнобилансна кретања – наставак динамичног извоза и висок прилив СДИ. Посматрано по факторима домаћег девизног тржишта, јачање динара пре свега је резултат високог откупа ефективног страног новца и раста кредитне активности банака (валутно индексирание активне банака).⁵ Откуп ефективног страног новца био је виши него у Т1, што је делом и резултат сезонски уобичајено већег прилива дознака. Поред тога, јачању динара доприносила су и повећана плаћања платним картицама нерезидената у Србији. Укупни приливи вишеструко су надмашили тражњу предузећа за девизама, као и тражњу нерезидената, који су и поред куповине на примарном тржишту државних ХоВ, због доспећа и продаје ХоВ на секундарном тржишту, у Т2 били нето купци девиза од банака.

Како би ублажила прекомерне краткорочне осцилације курса динара према еврџу, Народна банка Србије је током Т2 интервенисала на МДТ-у само на страни куповине. Укупно је купила 790,0 млн евра, при чему је највећи месечни износ куповине, 365,0 млн евра, реализован у јуну.

Апрецијацијски притисци настављени су и током јула, при чему је динар задржао непромењену вредност према еврџу, уз интервенције Народне банке Србије на МДТ-у куповином 220,0 млн евра.

Промет на МДТ-у⁶ у Т2 у просеку је дневно износио 23,6 млн евра, при чему су се његове просечне вредности кретале између 24,9 млн евра у априлу и 21,5 млн евра у јуну. У односу на Т1, просечна

⁵ У настојању да уравнотеже своју отворену дугу девизну позицију и тако смање изложеност девизном ризику, банке продају девизе, што за резултат има јачање динара.

⁶ Без Народне банке Србије.

дневна вредност промета нижа је за 13,8 млн евра, док је у поређењу са истим периодом 2017. виша за 1,6 млн евра. У складу са смањењем промета у Т2, благо су смањене и осцилације курса динара према евр, мерене методама EWMA⁷ и EGARCH⁸.

На тромесечним своп аукцијама, Народна банка Србије је од банака укупно купила и банкама продала по 28,0 млн евра, а на двонедељним аукцијама по 3,0 млн евра.

За разлику од динара, остале валуте земаља у региону са сличним режимом девизног курса ослабиле су током Т2. У случају румунског леја, то слабљење је било незнатно (0,1%), док је чешка круна ослабила за 2,3%, пољски злот за 3,5%, мађарска форинта за 4,9%, а турска лира за 7,7%.

2. Новац и кредити

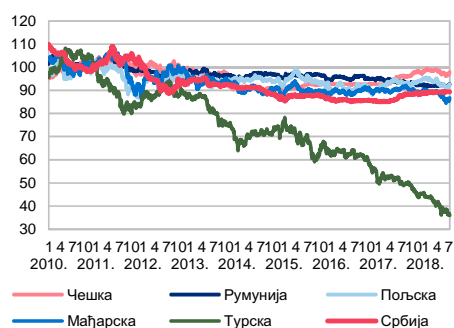
Захваљујући расту економске и кредитне активности, успоравање мг. стопа раста монетарних агрегата је у Т2 заустављено. Притом, и поред наставка активности по питању решавања проблематичних потраживања, мг. раст домаћих кредита је убрзан у односу на крај 2017. и у јуну је износио 7,6%.

Монетарни агрегати

Успоравање мг. стопа раста монетарних агрегата, које је било карактеристично за претходну и почетак текуће године, заустављено је у Т2. Убрзање економске и кредитне активности утицали су на то да М1, М2 и М3 у јуну номинално убрзају мг. раст на 13,5%, 13,7% и 7,9%, респективно. У супротном смеру деловао је раст депозита државе код Народне банке Србије, захваљујући одличним резултатима фискалне политике и успешним аукцијама динарских петогодишњих и десетогодишњих ХоВ.

С обзиром на ниске опортунитетне трошкове држања ликвидних средстава, највећи допринос мг. расту М3 дају најликвидније компоненте. Трансакциони депозити, посебно привреде, већ скоро годину дана

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



Извор: НБС и веб-сајтови централних банака.

* Раст представља апрецијацију.

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

	2017.				2018.		Учешће у М3 јун 2018. (у %)
	Септ.	Дец.	Март	Јун	Јун		
М3	5,6	3,6	3,3	7,9	100,0		
Девизни депозити	2,7	1,1	0,5	4,6	61,9		
М2	11,2	7,9	8,5	13,7	38,1		
Динарски орочени и штедни депозити	20,4	0,9	6,0	14,4	9,5		
М1	8,3	10,2	9,4	13,5	28,5		
Депозити по виђењу	10,8	12,7	11,3	14,9	21,8		
Готов новац у оптицају	1,4	2,9	3,8	9,5	6,8		

Извор: НБС.

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



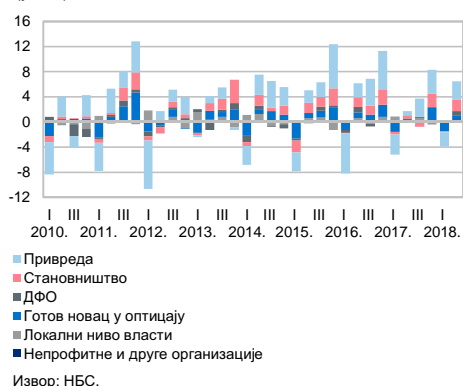
Извор: НБС.

* Искључен ефекат отписа и продаје NPL од почетка 2016.

⁷ 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.

⁸ EGARCH (Exponential General Autoregressive Conditional Heteroskedasticity) – метод оцене условне варијансе који приказује асиметричан ефекат позитивних и негативних шокова на оцену условне варијансе.

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



имају благо растући тренд, чему доприноси, пре свега, убрзање економске активности. Током Т2 највише су повећани депозити предузећа из области прерађивачке индустрије (7,0 млрд динара), трговине (5,7 млрд динара) и саобраћаја (4,3 млрд динара).

Позитиван допринос расту М3 у Т2 дају и орочени динарски депозити. Највише су повећани орочени депозити предузећа прерађивачке индустрије (за 6,2 млрд динара), трговине (за 5,0 млрд динара) и пољопривреде (3,1 млрд динара). И динарска штедња становништва има растући тренд од почетка године и у јуну је достигла свој максимум од 52,7 млрд динара.

У структури девизних депозита изражених у еврима, највећи део и даље чини девизна штедња становништва, која је у Т2 повећана за 120,0 млн евра, на 9,4 млрд евра. Поред тога, раст у Т2 забележен је и код девизних депозита привреде, за 209,7 млн евра, захваљујући добрим извозним резултатима, као и приливима по основу СДИ и задуживања у иностранству.

Кредити

Укупни домаћи кредити су у Т2, без ефекта промене девизног курса⁹, порасли за 2,6%, при чему су кредити становништву већи за 4,2%, а кредити привреди за 1,2%. Посматрано на мг. нивоу, раст домаћих кредита је убрзан у односу на крај 2017. и у јуну је износио 7,6%, уз успоравање раста кредита становништву на 11,1% и убрзање кредита привреди на 5,5%.

Банке су и током Т2 наставиле са активностима у вези с решавањем проблематичних кредита, када су отписале 15,0 млрд динара, а лицима ван банкарског сектора продале 6,3 млрд динара *NPL* (при чему се 3,4 млрд продатих *NPL* налазило у билансима банака у тренутку продаје). И поред тих активности, кредити приватном сектору су повећани, што потврђује даљи опоравак кредитне активности. Ако се искључи ефекат отписа и продаје *NPL*,¹⁰ мг. раст домаћих кредита је у јуну износио 14,1%, од чега становништву 14,3%, а привреди 14,5%.

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



⁹ Обрачунато по курсу динара према евр, швајцарском франку и долару на дан 30. септембра 2014. (тзв. програмски курс који се користи за потребе праћења аранжмана с ММФ-ом), ако се узиме у обзир валутна структура потраживања по основу кредита.

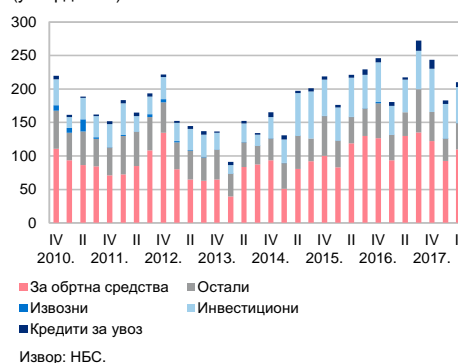
¹⁰ Искључен је ефекат отписа и продаје *NPL* од почетка 2016. године. Закључно с јуном 2018, банке су отписале 169,0 млрд динара *NPL* (од чега 128,6 млрд динара од привреде, а 35,6 млрд динара од становништва), а продале 58,2 млрд динара *NPL*, који су се у том тренутку налазили у њиховим билансима.

Кредити привреди су, по искључењу ефекта промене курса, у Т2 повећани за 12,4 млрд динара. Притом, целокупан раст се дугује расту кредита привредним друштвима, док је задуженост јавних предузећа мања него на крају Т1. Посматрано по делатностима, кредитирање прерађивачке индустрије, грађевинарства и пољопривреде наставило је да расте, док је највише смањено кредитирање предузећа из области саобраћаја и трговине. Посматрано по наменама, највећи део кредита банака привреди и даље су чинили кредити за обртна средства и ликвидност (48,8%) и инвестициони кредити (31,5%).

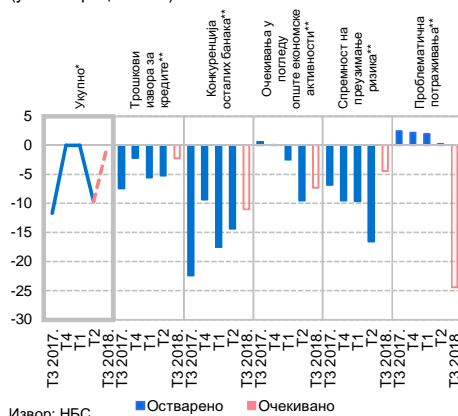
Обим новоодобрених кредита привреди у Т2 већи је за 14,9% него у Т1. Посматрано у односу на исти период прошле године, износ нових кредита привреди нижи је за 3,4%. Међутим, ако се искључи ефекат рефинансираних кредита код исте банке, бележи се раст од 7,9%. Битно је нагласити да се у односу на Т2 2017. бележи раст инвестиционих кредита (који су у јуну забележили највећу реализацију од почетка године), кредита за извоз и увоз, што потврђује да се инвестиције финансирају и кредитима банака. Као и до сада, и у Т2 се највећи део новоодобрених кредита привреди односио на кредите за обртна средства (52,4%), а затим на инвестиционе кредите (25,7%). На нивоу П1, инвестициони кредити забележили су стопу раста од 15,3% мг.

Резултати јулске анкете Народне банке Србије о кредитној активности банака¹¹ показују да банке сматрају да су кредитни стандарди по којима су одобравале кредите привреди током Т2 били ублажени првенствено због њихове веће спремности на преузимање ризика, конкуренције у банкарском сектору и позитивне оцене опште економске ситуације. Ублажавање се у већој мери односило на динарске кредите, а било је најзаступљеније код малих и средњих предузећа. Према оцени банака, услови по којима су одобравани кредити привреди били су повољнији и у погледу цене (смањење каматних маржи), и у погледу дуже рочности и смањених захтева у погледу колатерала (посебно код малих и средњих предузећа¹²). Банке не очекују промену кредитних стандарда током Т3. Међутим, очекују наставак позитивних тенденција када је реч о деловању фактора који утичу на стандарде, и то у

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



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



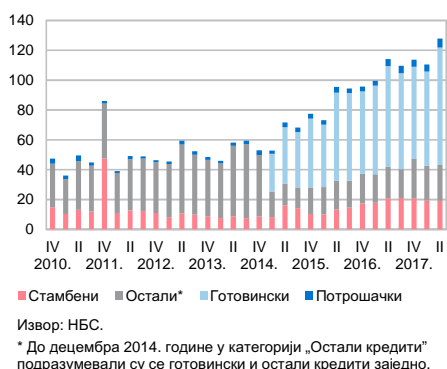
* Позитивне вредности указују на поштравање, а негативне на ублажавање кредитних стандарда у односу на претходно тромесечје.

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

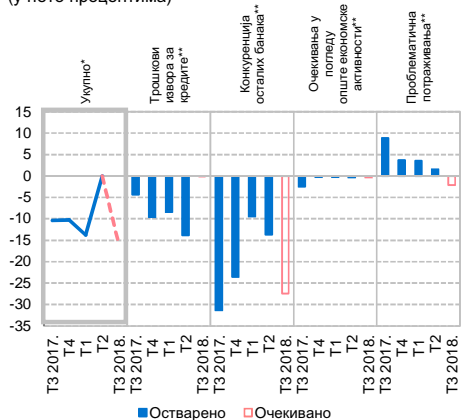
¹¹ Поменути анкету Народна банка Србије спроводи од почетка 2014. године.

¹² Томе је допринело и веће учешће банака у пројектима у којима међународне финансијске институције пружају део гаранцијске подршке.

Графикон IV.2.6. Структура новоодобрених кредита становништву
(у млрд RSD)



Графикон IV.2.7. Утицај појединих фактора на промену кредитних стандарда у одобравању кредита и кредитних линија становништву
(у нето процентима)



већем броју очекују да *NPL* делују у смеру ублажавања. Оцена банака је да је током Т2 порасла тражња привреде за кредитима, а да је тај раст био вођен потребом за финансирањем обртних средстава и капиталних инвестиција, уз активности по питању аквизиција/припајања предузећа. Исти фактори требало би да буду главни покретачи раста тражње и у Т3. На сличне закључке о тражњи предузећа упућује и анкета ЕИБ о кредитној активности у региону централне и југоисточне Европе¹³, која је објављена у јуну. Према овој анкети, захваљујући повољним економским условима, тражња предузећа у Србији расла је брже од просека региона и била је вођена већом тражњом малих и средњих предузећа. Банке учеснице ове анкете оцениле су да је у претходном периоду знатно побољшан квалитет кредитних захтева, посебно малих и средњих предузећа.

Кредити становништву су у Т2, без ефекта промене курса, повећани за 38,6 млрд динара. Банке су и даље највише одобравале готовинске кредите (укључујући и кредите за рефинансирање) и стамбене кредите, који су у Т2 повећани за 22,1 млрд динара и 7,1 млрд динара, респективно. Прекорачења по текућим рачунима била су нешто нижа него у Т1, док је задуживање грађана по кредитним картицама благо повећано.

Обим новоодобрених кредита становништву у Т2 (127,9 млрд динара) био је за 15,8% већи него у Т1, а за 12,2% виши него у истом периоду претходне године. Становништво је и у Т2 највише користило динарске готовинске кредите и кредите за рефинансирање, који су чинили 61,2% новоодобрених кредита становништву, при чему је скоро три четвртине тих кредита било с роком отплате преко пет година. Обим новоодобрених стамбених кредита (19,1 млрд динара) готово је непромењен у односу на Т1, а нешто нижи него у Т2 2017. Међутим, уколико искључимо рефинансиране кредите код исте банке, стамбени кредити су повећани за 2,1% у поређењу са истим периодом прошле године.

Резултати јулске анкете о кредитној активности показују да су, према оцени банака, кредитни стандарди становништву остали непромењени за готово све категорије кредита, осим за динарске

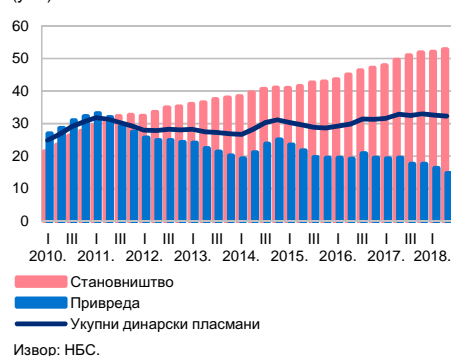
¹³ У овој анкети учествује десет банака из Србије, чија актива чини нешто мање од половине укупне aktive банкарског сектора Србије (<http://www.eib.org/infocentre/publications/all/cesee-bls-2018-h1.htm>).

готовинске кредите и кредите за рефинансирање, код којих су ублажени. Конкуренција међу банкама и смањени трошкови извора за кредите код динарских кредита деловали су у смеру ублажавања стандарда, док су остали фактори имали углавном неутралан карактер. Банке су оцениле да су услови задуживања грађана били повољнији по основу нижих каматних маржи и осталих пратећих трошкова, при чему се то у већој мери односило на динарске кредите. Банке очекују да ће се у Т3 ублажити кредитни стандарди под дејством конкуренције у банкарском сектору, при чему очекују даље ублажавање ценовних услова кредита, као и продужење рочности и смањење захтева у погледу колатерала. Банке су оцениле да је у Т2 порасла тражња становништва за кредитима, вођена потребом за рефинансирањем и куповином непокретности, која је додатно подржана позитивном ситуацијом на тржишту некретнина. Према резултатима анкете, банке очекују да ће исти фактори наставити да утичу на раст тражње и у Т3.

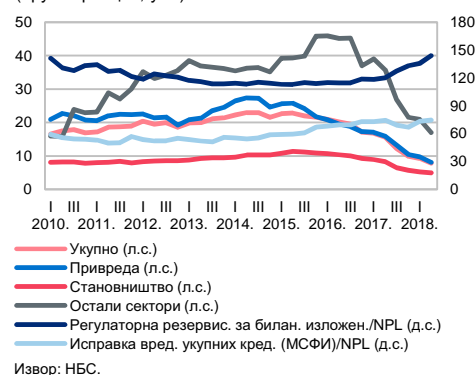
Учешће динарских пласмана у укупним пласманима привреди и становништву крајем јуна износило је 32,3%. При томе, у јуну је динаризација пласмана становништву повећана на 52,8%, а привреди снижена на 14,6% (услед већег девизног и девизно индексираног задуживања, а делом и због отписа динарских потраживања).

За готово три године откако је усвојена Стратегија за решавање питања *NPL*, износ *NPL* је преко 60% нижи, а учешће *NPL* у укупним кредитима снижено је за 14,6 п.п. Посматрано од почетка године, учешће *NPL* у укупним кредитима смањено је за 2,0 п.п., на 7,8% у јуну. Од тога, учешће *NPL* у сектору привреде смањено је за 2,3 п.п., на 8,1% у јуну¹⁴, а код становништва за 0,7 п.п., на 4,9%.¹⁵ Покривеност *NPL* и даље је на високом нивоу – исправка вредности укупних кредита у јуну износила је 74,8% *NPL*, а регулаторна резервисања за билансну изложеност и даље у потпуности покривају износ бруто *NPL* и у јуну су износила 144,2%. Такође, након увођења стандарда Базел III,¹⁶ показатељ адекватности капитала додатно је повећан и крајем Т2 износио је 22,9%, што указује на високу капитализованост домаћег банкарског сектора.

Графикон IV.2.8. Учешће динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву (у %)



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



¹⁴ Обухвата привредна друштва и јавна предузећа. Ако посматрамо само привредна друштва, учешће *NPL* у укупним кредитима у јуну је износило 8,4% и за 2,5 п.п. ниже је него у децембру 2017.

¹⁵ Ако се укључе предузетници и приватна домаћинства, то учешће је смањено за 0,8 п.п., на 5,1%.

¹⁶ Регулаторни оквир стандарда Базел III примењује се од 30. јуна 2017.

Побољшавање показатеља који се односе на *NPL* истиче се и у јунском извештају ЕИБ о резултатима Анкете о кредитној активности у региону централне и југоисточне Европе. Према резултатима те анкете, очекује се да тренд смањења *NPL* буде настављен и у наредном периоду.

3. Тржиште непокретности

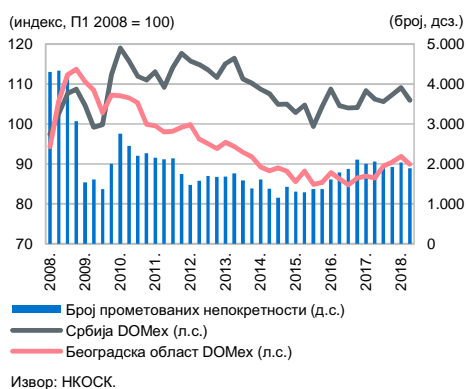
Након раста у Т1, просечна цена некретнина је смањена у Т2, тако да се, посматрано од почетка године, она налази на сличном нивоу као у П1 2017. У наредном периоду могу се очекивати позитивна кретања на тржишту некретнина и по основу раста понуде станова и раста тражње за њима.

Након раста у Т1 (1,7%), просечна цена некретнина у Србији, мерена индексом *DOMex*,¹⁷ у Т2 је нижа за 2,9% него у Т1 и може се довести у везу с нижим прометом за 7,5% дсз. У Т2, цене некретнина су смањене у свим регионима, а највише у београдском региону (2,1%).

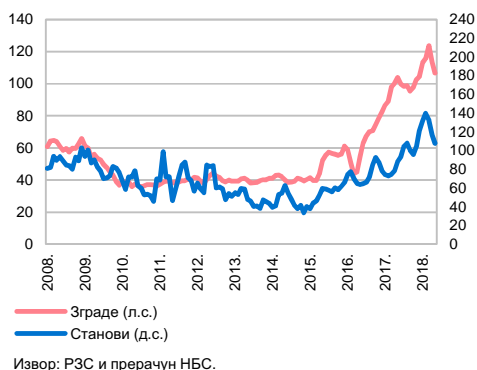
Просечна цена некретнина у Србији у Т2 износила је 878,2 евра по квадратном метру и била је на готово непромењеном нивоу у односу на исти период претходне године. Уобичајено, највиша цена је забележена у београдском региону и износила је 1.171,4 евра по квадратном метру. Однос цена београдског региона и просека осталог дела земље скоро је непромењен у поређењу с Т1 и износи 1,83. Посматрано на мг. нивоу, тај однос је повећан (са 1,76 у Т2 2017), јер је раст цена некретнина у последњој години дана био вођен вишом ценом у београдском региону.

На то да се и у наредном периоду могу очекивати позитивна кретања на тржишту непокретности, указује раст броја издатих дозвола у станоградњи, у априлу и мају од 20,8% мг., као и број завршених станова, који је, према подацима Републичког завода за статистику у 2017, достигао највиши ниво у последњих пет година. Наставак раста понуде требало би да буде праћен и даљим растом тражње, с обзиром на очекивани раст расположивог дохотка становништва по основу повећања плата и пензија, као и повољних финансијских услова. Таква очекивања су у складу с резултатима јулске Анкете о

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



Графикон IV.3.2. Индекси броја издатих дозвола за новоградњу (тримесечни просеци дсз., 2017 = 100)



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

кредитној активности, у оквиру које су банке оцениле да је у Т2 порасла тражња становништва за стамбеним кредитима, као и да се слична кретања могу очекивати и у Т3.

4. Агрегатна тражња

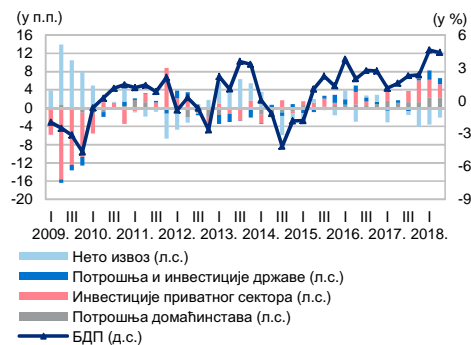
Снажан темпо раста БДП-а, вођен растом домаће тражње, задржан је и у Т2 (4,4% м. према прелиминарној процени Републичког завода за статистику). Притом, на раст инвестиција у основне фондове утицали су повољан макроекономски амбијент и изгледи раста, наставак реализације инфраструктурних пројеката, као и повољни услови задуживања, који су, уз даљи опоравак на тржишту рада, омогућили раст потрошње домаћинства. Позитиван допринос БДП-у потекао је и од наставак раста извоза робе и услуга, али је допринос нето извоза остао негативан због бржег раста увоза, пре свега опреме и репроматеријала, мада у мањој мери него у Т1. Према нашој процени, раст БДП-а настављен је и у односу на Т1 и износи 0,5% дсз.

Домаћа тражња

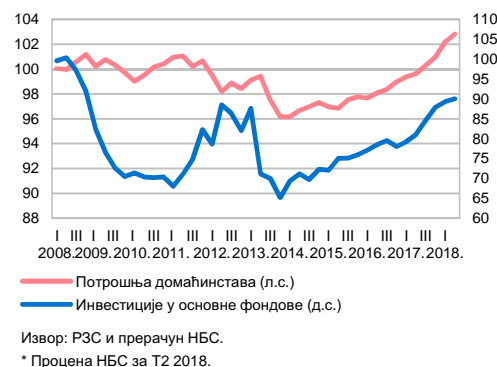
Вођена сличним факторима као у претходном периоду, тј. растом запослености и зарада у приватном сектору и повољним финансијским условима, **потрошња домаћинства** је у Т2, према нашој процени, наставила раст (0,6% дсз.) и позитивно је допринела кретању БДП-а са 0,4 п.п. На то указује кретање промета у трговини на мало, који је у Т2 наставио континуирани трогодишњи раст (0,9% дсз.). Поред тога, наставак спровођења активних мера Владе на промоцији домаћег туризма допринео је томе да број долазака и ноћења домаћих туриста у Т2 порасте по највишој стопи у последњој години дана (3,3% дсз. и 7,4% дсз., респективно). Посматрано на м. нивоу, потрошња домаћинства повећана је 3,3% и позитивно је допринела кретању БДП-а са 2,4 п.п.

На позитивне тенденције у потрошњи домаћинства указује и кретање њених главних извора. Вођена наставаком раста запослености и просечне зараде, укупна маса зарада је у Т2, према нашој процени, наставила номинални раст, који је износио 3,2% дсз. Раст су наставиле да бележе и дознаке из иностранства, које су у Т2 биле више за 15,0% на м. нивоу, као и новоодобрени кредити намењени потрошњи.

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



Графикон IV.4.2. Кретање компонената домаће тражње* (дсз. подаци, П1 2008 = 100)



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

	2017.		2018.	
	T3	T4	T1	T2
Потрошња домаћинства	1,8	1,8	3,0	3,3*
Показатељи				
Промет у трговини на мало	4,1	2,2	3,3	3,3
Промет у угоститељству	7,3	6,1	9,6	11,2**
Број домаћих туриста	7,6	9,8	10,1	8,7
Број ноћења домаћих туриста	7,5	11,3	9,2	13,6
Увоз потрошне робе (ВЕС класификација), номинално	4,7	6,0	12,3	6,3
Извори				
Маса укупних зарада, номинално	6,7	5,9	7,5	9,3**
Нето прилив дознака, номинално	0,9	22,7	12,0	15,0
Новоодобрени готовински кредити, номинално	9,6	11,5	6,2	16,7

* Процена НБС.

** Април–мај.

Извор: РЗС и прерачун НБС.

Табела IV.4.2. Показатељи кретања инвестиција

Реални показатељи (дсз. подаци, тромесечни раст, у %)	2017.			2018.	
	II	III	IV	I	II
Залихе					
индустијских производа	3,9	-0,3	3,6	3,8	0,9
Индустријска производња капиталних производа	-4,0	2,2	-4,7	5,6	1,4
Извоз средстава за рад*	9,5	-1,7	12,0	6,9	-3,2
Увоз средстава за рад*	9,5	-1,7	12,0	6,9	-3,2
Залихе капиталних производа					
Индустријска производња интермедијарних производа	-0,1	-0,5	1,2	-5,3	8,0
Извоз интермедијарних производа*	8,0	1,5	2,4	6,4	-1,3
Увоз интермедијарних производа*	5,2	0,5	4,6	8,7	-3,7
Залихе интермедијарних производа					
Индустријска производња грађевинског материјала	6,4	-2,9	5,8	8,9	-6,4
Залихе грађевинског материјала	4,4	-5,0	1,2	2,3	3,0
Инвестиције државе**	1,3	-2,3	3,0	4,7	0,6
Инвестиције државе**	10,9	6,8	7,8	8,6	2,7

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Извоз и увоз су изражени у еврима.

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

Поред потрошње домаћинства, позитиван допринос кретању БДП-а у Т2 (0,1 п.п.) наставила је да пружа и **финална потрошња државе**, која је, према нашој процени, порасла за 0,3% дсз. При томе, расходи за зараде су смањени у односу на Т1, док је раст забележен код издатака за куповину робе и услуга. Финална потрошња државе је у Т2 задржала сличан темпо мг. раста као у претходном тромесечју (1,9%) и позитивно је допринела расту БДП-а са 0,3 п.п.

Даље унапређење пословног окружења, наставак реализације инфраструктурних пројеката и повољни финансијски услови и током Т2 су наставили позитивно да се одражавају на инвестициону активност. Инвестиције у основне фондове наставиле су да бележе добре перформансе и у Т2 су, према нашој процени, достигле највиши тромесечни ниво од избијања кризе. Томе су у великој мери допринеле **инвестиције државе**, које су, према нашој процени, и у Т2 наставиле раст (2,7% дсз.), на шта указује наставак интензивног извршења капиталних расхода буџета. Позитивна кретања настављена су и код **приватних инвестиција**, на шта пре свега указује наставак добрих перформанси у грађевинарству. Производња грађевинског материјала је порасла 3,0% дсз. у Т2, а раст је наставила да бележи и вредност изведених радова (1,0% дсз.), као и број запослених у грађевинарству. На повољна кретања у домену инвестиција указује и даљи раст домаће производње капиталних производа од 1,4% дсз. у Т2. Посматрано на мг. нивоу, инвестиције у основне фондове наставиле су да пружају снажан позитиван допринос расту БДП-а (2,5 п.п.) у Т2, при чему је он потекао и од државних (0,9 п.п.) и од приватних инвестиција (1,6 п.п.), које су порасле за 28,0% и 9,1% мг. респективно.

Побољшан макроекономски амбијент и повољнији изгледи раста за наредни период наставили су да делују позитивно на прилив СДИ, које су, уз позитивне пословне резултате привреде у претходној години,¹⁸ допринеле побољшању инвестиционе базе предузећа из сопствених извора. Висок прилив СДИ, у износу од 666,7 млн евра, настављен је и у Т2 и био је за 6,5% виши него у истом периоду претходне године. Поред сопствених извора, предузећа су део инвестиција финансирала и новим инвестиционим кредитима, који су у Т2 забележили раст од 11,5% на мг. нивоу.

¹⁸ Видети Осврт 3, стр 46.

Позитиван допринос м. расту БДП-а у Т2 (1,2 п.п.), према нашој процени, потекао је и од повећања **залиха**. На то указује кретање залиха готових производа индустрије, које су, вођене већим залихама у производњи моторних возила и прехранбеној и хемијској индустрији, у Т2 у просеку биле више за 9,5% него у истом периоду претходне године.

Осврт 3: Анализа финансијских резултата домаће привреде у периоду 2014–2017.

Привредна друштва у Србији су, према подацима Агенције за привредне регистре, у 2017. остварила нето добитак после опорезивања од 437,2 млрд динара, што је знатно повољнији резултат од резултата из претходних година. Битно је истаћи и то да су у посматраној години **сви сектори привреде остварили позитиван укупан финансијски резултат**, што указује на то да привредни опоравак није концентрисан у појединим областима привреде, већ да има широку базу.

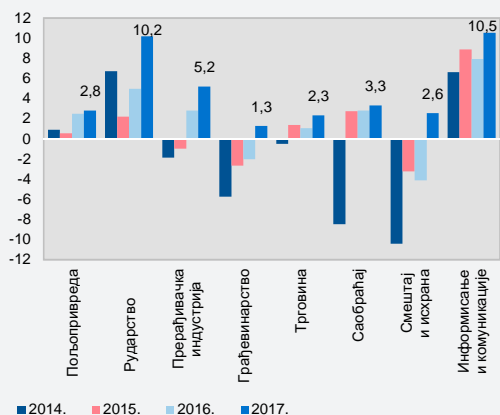
Да су финансијски резултати повољни, указује и стопа нето добитка, тј. однос нето добитка (после пореза) и укупних прихода (Графикон О.3.1). И по овом показатељу, у протекле четири године сви сектори привреде бележе повољније резултате, а издвајају се прерађивачка индустрија, грађевинарство, саобраћај и смештај и исхрана. Остварено повећање профитабилности привреде најбоља је потврда да је, и на нивоу привредних друштава, остварени привредни раст, вођен инвестицијама и извозом, одржив и распрострањен, што наглашава добре изгледе наше привреде и у наредном периоду.

Укупан финансијски резултат који је остварила привреда у 2017. одраз је и успешности управљања имовином, а то недвосмислено потврђује повећање брзине обрта пословне имовине. Обрт пословне имовине за целу привреду повећан је са 0,71 у 2014. на 0,76, као резултат бржег раста укупних прихода (19,0%) у односу на вредност пословне имовине (13,1%). С обзиром на то да брзина обрта пословне имовине зависи од низа тржишних и технолошких специфичности, битно је истаћи да се у посматраним годинама она повећава у свим секторима, изузев пољопривреде и рударства, који су били погођени неповољним временским условима у појединим годинама (Графикон О.3.2).

Привредна друштва су у 2017, у односу на 2014. годину, поправила укупан финансијски резултат за 569,8 млрд динара, што је остварено захваљујући повољнијим резултатима у свим пословним сегментима. **Резултат из пословних активности** повољнији је за 160,1 млрд динара, што је допринело поправљању укупног финансијског резултата привредних друштава са 28,1 п.п. Такође, **резултат из финансијских активности** повољнији је за 307,3 млрд динара, уз допринос од 53,9 п.п. поправљању збирног финансијског резултата. **Резултат из осталих активности** (укључујући и плаћања по основу пореза на добит) повољнији је за 102,5 млрд динара (допринос од 18,0 п.п.). Све наведено указује на значај макроекономске стабилности за успешно пословање привреде, у чему можемо препознати и значајан допринос Народне банке Србије.

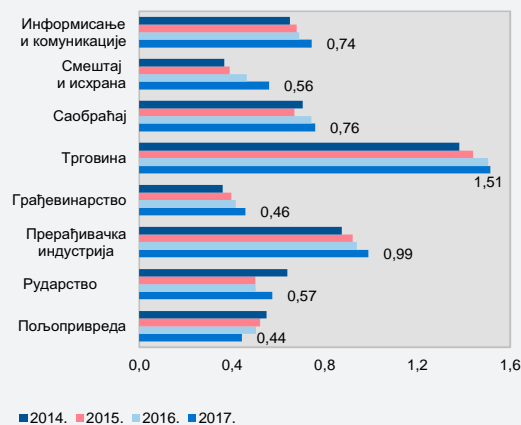
Из података о финансијским резултатима привреде за период 2014–2017. године, уочава се да је Народна банка Србије ублажавањем монетарне политике допринела повољнијим условима задуживања и подстицању

Графикон О.3.1. Стопа нето добитка (после пореза) у изабраним секторима привреде (у %)



Извор: АПР, прерачун НБС.

Графикон О.3.2. Коefицијент обрта пословне имовине у изабраним секторима привреде



Извор: АПР, прерачун НБС.

кредитне активности према приватном сектору. Захваљујући томе, трошкови камата у 2017. били су на нивоу од 63% њиховог износа из 2014. године, иако су дугорочне и краткорочне финансијске обавезе повећане за 10,0% – дугорочне за 14,1%, а краткорочне за 4,9%.

Предвидиви услови доприносе повећању пословне активности, а уз повољне услове финансирања, и расту инвестиционе активности. На раст инвестиционе активности указују и макроекономски показатељи – учешће приватних инвестиција у фиксне фондове и промене вредности залиха у БДП-у повећано је са 17,4% у 2014. на 20,8% у 2017. години, што се види и у завршним рачунима привреде кроз повећање пословне имовине. Већим приходима привредних друштава у значајној мери доприноси њихов извоз – повећање укупних и пословних прихода у посматраном периоду износило је око 19,0%, а раст вредности извоза око 39,5% у динарској противвредности обрачунатој на основу просечног курса. **На стабилне и предвидиве услове и унапређење пословног и инвестиционог амбијента привреда је одговорила повећањем девизних прилива, чиме је дала повратни допринос стабилизацији кретања на домаћем тржишту и спуштању валутног ризика, што се види и у смањењу негативних курсних разлика.**

Табела О.3.1. Финансијски и пословни резултати сектора прерађивачке индустрије

Година	Нето добитак (после пореза) (у млрд RSD)	Укупни приходи (у млрд RSD)	Пословна имовина (у млрд RSD)	Стопа нето добитка* (после пореза)	Коефицијент обрта пословне имовине**
2014.	-43,4	2.343,2	2.657,7	-1,85%	0,87
2015.	-24,2	2.520,2	2.809,1	-0,96%	0,92
2016.	76,2	2.717,8	2.981,7	2,80%	0,94
2017.	157,0	3.019,0	3.124,0	5,20%	0,99

Извор: АПР, прерачун НБС.

* Стопа нето добитка (после пореза) добијена као количник нето добитка и укупних прихода.

** Коефицијент обрта пословне имовине добијен као количник укупних прихода и просечне пословне имовине.

С обзиром на учешће у БДП-у и спољнотрговинским токовима, за оцену конкурентности привреде битно је сагледати и финансијске резултате које остварују привредна друштва из **прерађивачке индустрије** (Табела О.3.1). У 2017. години нето добитак прерађивачке индустрије достигао је 157 млрд динара, или 35,9% укупног нето добитка привреде. Поменути резултат је остварен уз повећање укупних прихода од 28,8% у периоду 2014–2017, чему су допринели раст физичког обима производње за 18,3% и раст извоза исказаног у еврима од 36,9%. С друге стране, повољне могућности финансирања, укључујући и већа расположива сопствена средства за ове намене, привредна друштва из прерађивачке индустрије искористила су за инвестиције, тако да је вредност пословне имовине повећана за 17,5% у истом периоду. Као резултат тога, сектор је забележио раст обрта пословне имовине за 13,2% у односу на 2014. годину, чиме се постепено смањивала изложеност привредних друштава из овог сектора пословном ризику.

Претходно наведено указује на промену модела понашања и на јасну оријентацију привредних друштава ка одрживом расту заснованом на инвестицијама и извозу, што је омогућено јачањем макроекономске стабилности и повољним изгледима раста.

Континуиран тренд раста наставио је да бележи и извоз услуга, који је, према прелиминарним подацима, у Т2 повећан 3,0% дсз. Слично као и у претходном периоду, раст извоза настављен је код информационо-комуникацијских услуга (2,0% дсз.), туристичких (6,3% дсз.) и транспортних услуга (2,8% дсз.), а забележен је и опоравак у извозу грађевинских услуга (14,9% дсз.). С друге стране, након три тромесечја раста, извоз пословних услуга је у Т2 смањен (1,5% дсз.).

Према подацима спољне трговине, робни увоз изражен у еврима повећан је у Т2 1,6% дсз., као резултат већег увоза репроматеријала (1,7% дсз.). Након што је у Т1 достигао историјски највиши тромесечни ниво, увоз опреме је у Т2 смањен 3,2% дсз. При томе, треба имати у виду да је део опреме садржан и у неklasификованој роби, чији је увоз повећан, па би се након рекласификације могао очекивати раст увоза опреме и у Т2. Нижи увоз у Т2 (3,2% дсз.) забележен је и код потрошне робе. Слична кретања потврђује и структура увоза посматрано по намени ЕУ, према којој је повећан увоз енергената, а смањен увоз капиталних производа и трајних и нетрајних потрошних добара.

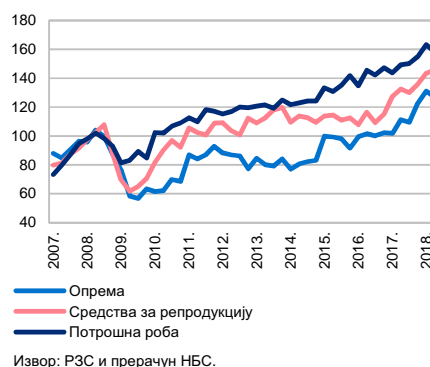
Покривеност робног увоза његовим извозом, мерено 12-месечним покретним просеком, у јуну је износила 76,8%, а по укључењу услуга 85,5%, што је приближно нивоима из марта. Извоз робе је у јуну био за 126,5% виши од свог преткризног нивоа²⁰, док је, с друге стране, робни увоз надмашио свој преткризни ниво за 33,6%.

5. Економска активност

Снажан и секторски распрострањен раст БДП-а настављен је и у Т2 и, према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, износио је 4,4% мг. Убрзана реализација инфраструктурних пројеката и наставак опоравка домаће тражње позитивно су се одразили на даљи раст у грађевинарству и услужним секторима, који су пружили највећи допринос расту БДП-а у Т2. Посматрано на тромесечном нивоу, БДП је забележио раст од 0,5% дсз. у Т2, захваљујући наставку позитивних кретања у грађевинарству, енергетици и услужним секторима. Подстакнут позитивним кретањима у свим привредним

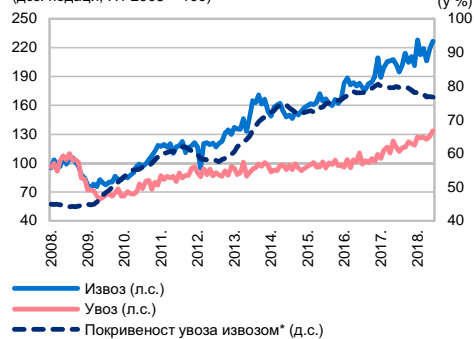
Графикон IV.4.6. Кретање главних компоненти увоза

(дсз. подаци, П1 2008 = 100)



Графикон IV.4.7. Робна размена у еврима

(дсз. подаци, П1 2008 = 100)



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

	2017.			2018.	
	T2	T3	T4	T1	T2*
БДП (у %, дсз.)	0,7	1,3	0,6	1,9	0,5
Пољопривреда	-0,3	0,2	0,0	0,5	0,2
Индустрија	0,5	0,5	-0,4	0,4	-0,1
Грађевинарство	0,1	0,3	0,3	0,1	0,1
Услуге	0,4	0,4	0,3	0,5	0,4
Нето порези	0,1	0,1	0,1	0,2	0,0

Истор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

²⁰ Ниво из П1 2008.



секторима, раст БДП-а би у 2018, према нашој процени, требало да убрза на око 4,0%, тј. за 0,5 п.п. више у односу на нашу претходну пројекцију, што је резултат знатно повољнијих кретања у грађевинарству и пољопривреди у досадашњем току године.

Снажан темпо раста БДП-а из Т1 (4,6% мг.) задржан је и у Т2 и, према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, износио је 4,4% мг. **Према нашој процени, раст БДП-а је остао широко распрострањен, с обзиром на то да је позитиван допринос потекао од свих сектора привреде.** Највећи допринос расту БДП-а наставили су да пружају услужни сектори (1,8 п.п.), на које се позитивно одражава опоравак домаће тражње, као и грађевинарство (1,0 п.п.), захваљујући наставку реализације инфраструктурних пројеката и постепеном опоравку тржишта непокретности. Поред тога, позитиван допринос кретању БДП-а у Т2 дала је и пољопривреда (0,8 п.п.). Допринос индустрије расту БДП-а у Т2 (0,4 п.п.) био је нижи у односу на Т1, делом због базног ефекта код рударства и енергетике, а делом због успоравања раста екстерне тражње по основу споријег раста у зони евра.

Посматрано на тромесечном нивоу, БДП је у Т2 забележио раст од 0,5% дсз. уз позитиван допринос већине привредних сектора. При томе, највећи допринос потекао је од услужних сектора (0,4 п.п.), а у нешто мањој мери и од пољопривреде (0,2 п.п.) и грађевинарства (0,1 п.п.). С друге стране, негативан допринос расту БДП-а у Т2 дала је прерађивачка индустрија, услед успоравања раста екстерне тражње. Економска активност је и у Т2 наставила да се креће изнад свог преткризног нивоа²¹ – 7,6% мерено БДП-ом и 9,4% мерено НДВ-ом.

Након раста у Т1 (2,2% дсз.), **индустијска производња** је у Т2, према нашој процени, забележила тромесечни пад (0,5% дсз.) и негативно допринела кретању БДП-а (0,1 п.п.). То је у највећој мери последица нешто неповољнијих кретања у прерађивачкој индустрији, чији је физички обим производње у Т2 смањен 1,8% дсз. (допринос укупној индустрији од –1,3 п.п.) и може се повезати са успоравањем раста екстерне тражње по основу споријег раста у зони евра. На тромесечни пад физичког обима производње у прерађивачкој



²¹ Ниво из П1 2008.

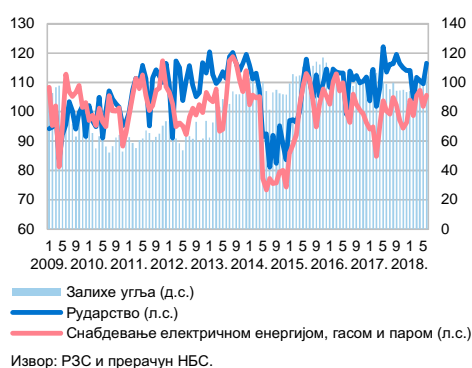
индустрији у највећој мери је утицала нижа производња у области хемијске индустрије, израде производа од метала, као и производа од гуме и пластике. С друге стране, раст производње настављен је у прехранбеној индустрији, производњи основних метала, електричне опреме и грађевинског материјала. **Посматрано на мг. нивоу, физички обим производње у прерађивачкој индустрији наставио је да расте, четрнаесто тромесечје заредом, и у Т2 износио је 2,2% (допринос укупној индустрији од 1,7 п.п.), уз задржавање позитивне динамике у већини производних области (17 од 24 области).**

Позитиван допринос тромесечном кретању физичког обима производње укупне индустрије потекло је од сектора снабдевања електричном енергијом, гасом и паром (0,4 п.п.), који је наставио опоравак започет у Т1 и чији је физички обим производње у Т2 повећан за 2,1% дсз. Физички обим производње у сектору рударства у Т2 је такође порастао, што је резултат веће експлоатације руда метала. Посматрано на мг. нивоу, физички обим производње у сектору снабдевања електричном енергијом, гасом и паром у Т2 повећан је 5,7% и позитивно је допринео расту укупне индустрије са 1,0 п.п., док је у сектору рударства исказан мг. пад (2,1%), уз негативан допринос укупној индустрији од 0,3 п.п.

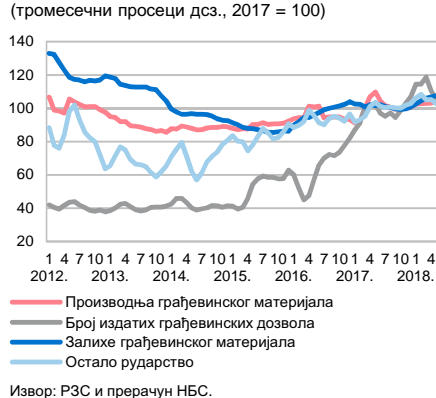
Наставак позитивних тенденција у Т2 бележи се у сектору **грађевинарства**, чему доприноси убрзана реализација инфраструктурних пројеката, као и опоравак тржишта непокретности. Према нашој процени, раст активности у сектору грађевинарства износио је 2,8% дсз. и позитивно је допринео расту БДП-а са 0,1 п.п. На такво кретање указује већа производња грађевинског материјала у Т2 од 3,0% дсз., као и раст вредности изведених радова од 1,0% дсз. Такође, током Т2 повећан је и број запослених у грађевинарству. **Посматрано на мг. нивоу, раст активности у грађевинарству задржао је снажан темпо и у Т2 (око 23%), уз позитиван допринос расту БДП-а од 1,0 п.п.**

Позитивна кретања у Т2 настављена су и у већини **услужних сектора**, који су збирно посматрано, према нашој процени, порасли 0,8% дсз. и позитивно допринели расту БДП-а са 0,4 п.п. На то указује кретање доступних краткорочних показатеља, пре свега из области трговине и туризма. Промет у трговини на мало је наставио раст и у Т2 је повећан 0,9% дсз. У истом периоду, раст је настављен и код броја долазака (4,4% дсз.) и ноћења туриста

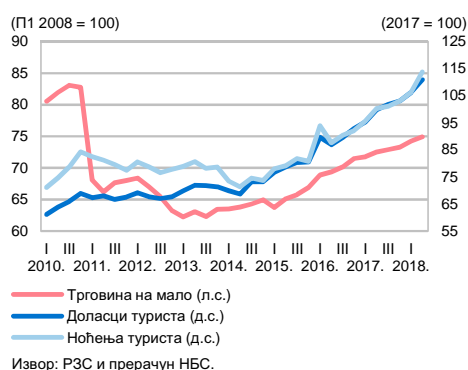
Графикон IV.5.3. Физички обим производње у енергетици и рударству (дсз. подаци, П1 2008 = 100)



Графикон IV.5.4. Показатељи грађевинске активности (тримесечни просеци дсз., 2017 = 100)



Графикон IV.5.5. Показатељи активности сектора услуга (дсз. подаци)



(7,0% дсз.). Поред тога, у складу с растом активности у услужним секторима, већа је и формална запосленост, јер је у већини услужних сектора током Т2 повећан број запослених. Посматрано на мг. нивоу, активност у услужним секторима порасла је у Т2 за 3,4%, уз позитиван допринос расту БДП-а од 1,8 п.п.

Позитиван допринос расту БДП-а у Т2, као и на годишњем нивоу, даће и **пољопривреда**, која би, према нашој процени, у 2018. требало да порасте за око 11% и позитивно допринесе кретању БДП-а са око 0,8 п.п.²² Таква кретања су у највећој мери резултат изузетно повољних агрометеоролошких услова за производњу свих главних ратарских култура у текућој пољопривредној сезони, а делом и ниске базе због лоше прошлогодишње сезоне.

Посматрано на нивоу године, у 2018. очекујемо убрзање раста БДП-а на око 4,0%, што је за 0,5 п.п. више у односу на нашу претходну пројекцију, због знатно повољнијих кретања у грађевинарству и пољопривреди од почетка године. Тиме су се ризици навише по стопу раста које смо истицали у комуникацији с јавношћу у мају – реализовали. Очекујемо да се позитивне тенденције у грађевинарству задрже и у наставку године, на шта указује пре свега наставак раста броја издатих грађевинских дозвола, док се у пољопривреди, према нашој процени, очекују резултати изнад вишегодишњег просека. Поред ова два сектора, снажан допринос расту БДП-а наставиће да пружају и индустрија, као и услужни сектори, по основу даљег опоравка домаће тражње.

²² Видети Осврт 4, стр 53.

Осврт 4: Прве процене овогодишње пољопривредне сезоне и њеног утицаја на економску и спољнотрговинску активност

На основу података о очекиваној производњи пшенице и засејаним површинама кукуруза и индустријског биља, које је објавио Републички завод за статистику, овогодишња пољопривредна сезона ће бити успешнија од наших прелиминарних процена изнетих у претходном извештају. С обзиром на то да нисмо располагали показатељима на основу којих бисмо извршили прецизнију процену пољопривредне производње, тада смо претпоставили да ће производња главних култура у овој години бити на нивоу десетогодишњег просека (2008–2017), а обим активности у сточарству на нивоу 2017. Под тим претпоставкама, пољопривредна производња је требало да порасте за око 5%, као и да позитивно допринесе расту БДП-а са 0,3 п.п.

С обзиром на нове процене Републичког завода за статистику, у 2018. очекује се раст производње пшенице од чак 34,9%, што је резултат већих засејаних површина (за око 17%) и бољих приноса (око 16%) него у 2017. години. Када су у питању друге важне ратарске културе, објављени су прелиминарни подаци о процењеним засејаним површинама, према којима су у 2018. повећане површине под сунцокретом (9,0%) и шећерном репом (5,9%), а смањене под кукурузом (9,5%) и сојом (2,6%). Таква кретања су делом и очекивана, будући да је на кукуруз и соју највише утицала прошлогодишња суша. Ако се пође од званично објављених података о засејаним површинама, а уз претпоставку да ће овогодишњи приноси кукуруза и индустријског биља бити на нивоу вишегодишњег просека, очекује се да производња ових култура у 2018. буде повећана у односу на 2017. Тај раст би требало да буде најизраженији код кукуруза (35,4%), док се код индустријског биља очекује раст од 10% до 12%. Осим у ратарству, подаци Републичког завода за статистику указују и на повољнија кретања у делу воћарства, с обзиром на то да се очекује раст производње вишања за 37,5% и малина за 15,7%. Такође, у новој пројекцији задржали смо претпоставку да би активност у сточарству требало да остане на нивоу од претходне године.

Табела О.4.1. Очекивана пољопривредна производња у 2018.

Пољопривредне културе	Површине у 2017. (у хиљ. хектара)	Просечни принос у 2017. (тона/хектар)	Површине у 2018. (у хиљ. хектара)	Просечни принос у 2018. (тона/хектар)	Очекивана производња у 2018. (у хиљ. тона)	Годишњи раст у 2018. (у %)
Пшеница	556,1	4,1	648,1	4,7	3.069,3	34,9
Кукуруз	1.002,3	4,0	906,8	6,0*	5.393,2	35,4
Соја	201,7	2,3	196,5	2,6*	516,5	12,0
Сунцокрет	219,3	2,5	239,1	2,5*	605,8	12,1
Шећерна репа	53,9	46,7	57,0	48,6*	2.770,4	10,2
Малина	21,9	5,0	22,4	5,7	127,0	15,7
Вишања	17,6	5,2	18,2	6,9	126,0	37,5

Извор: РЗС и прерачун НБС.

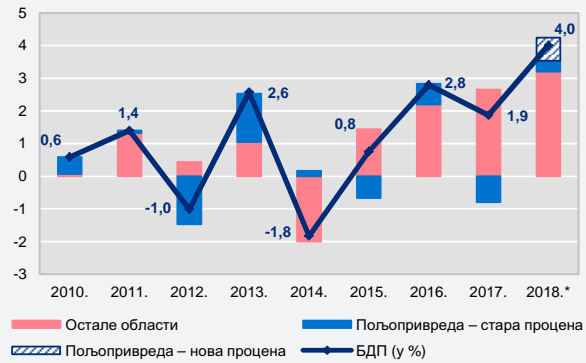
* Процена НБС на основу десетогодишњих приноса.

Остварени раст у производњи пшенице, малина и вишања, и очекивани раст у производњи кукуруза и индустријског биља, уз задржавање активности сточарства на прошлогодишњем нивоу, резултирали би растом пољопривредне производње од око 11% у 2018, уз позитиван допринос расту БДП-а од око 0,8 п.п., тј. за око 0,5 п.п. више од наших претходних очекивања. С обзиром на то да су временски услови током јула и почетком августа погодвали јесењим културама, оцењујемо да је остварење претпоставке о овогодишњим приносима кукуруза и индустријског биља на нивоу вишегодишњих просека реално.

Значај пољопривреде за привреду Србије огледа се не само у њеном релативно високом учешћу у БДП-у (око 8%) и директном доприносу креирању додате вредности већ и у томе што представља сировинску основу за прехранбену индустрију, која чини око четвртине прерађивачке индустрије. Због тога је у годинама с лошом пољопривредном сезоном обично долазило до стагнације или пада у производњи прехранбених производа, као што је био случај у 2017. (пад од 0,3%). Стога очекујемо да се добри резултати у овогодишњој пољопривредној сезони прелију и на раст прехранбене индустрије и тиме, поред директног, дају и индиректан допринос расту БДП-а.

Очекивано већа производња главних пољопривредних култура требало би позитивно да допринесе и расту извоза, с обзиром на то да је Србија нето извозник пољопривредних и прехранбених производа. Растући тренд извоза прехранбених производа (Графикон О.4.2) постоји од 2010, а слична кретања забележена су и у извозу пољопривредних производа. Спољнотрговински суфицит код пољопривредних и прехранбених производа у претходних десет година удвостручен је и константно је доприносио смањењу спољне неравнотеже. Захваљујући одличним резултатима у пољопривредној производњи, суфицит је у 2016. надмашио 1 млрд евра. С друге стране, привремено смањење овог суфицита у 2017. последица је комбинованог деловања хладног времена на почетку године и суше током летњих месеци. Лоша прошлогодишња пољопривредна сезона одразила се и на нижи извоз пољопривредних и прехранбених производа у П1 2018, али је и у тим условима агрокомплекс наставио да остварује спољнотрговински суфицит, који је у периоду јануар–јун износио 392 млн евра. У складу са очекиваним растом пољопривредне производње, а пре свега житарица и воћа, очекујемо убрзање раста извоза пољопривредних производа током П2 2018. Посматрано на нивоу године, очекујемо да извоз пољопривредних производа у 2018. надмаши његов прошлогодишњи ниво. Такође, као и увек након добре пољопривредне сезоне, очекујемо и већу активност у прехранбеној индустрији и њен позитиван допринос робном извозу у наставку године.

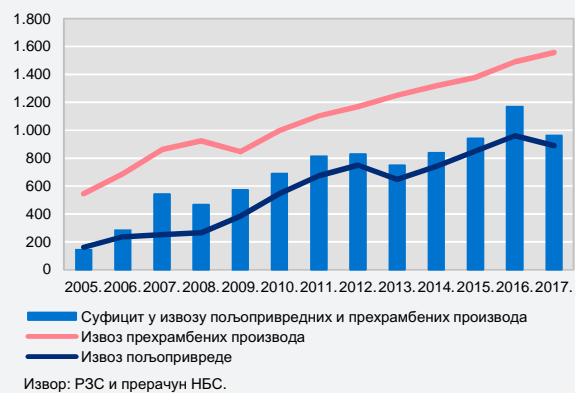
Графикон О.4.1. Допринос пољопривреде кретању БДП-а (у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

Графикон О.4.2. Извозне перформансе у пољопривреди и производњи хране (у млн EUR)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

6. Кретања на тржишту рада

Опоравак тржишта рада настављен је и у Т2, вођен убрзаним растом запослености ван јавног сектора, смањењем броја незапослених, као и растом зарада. Продуктивност укупне економије наставила је раст из претходног периода, у условима бржег раста БДП-а од раста запослености.

Зараде и продуктивност рада

Даљи раст економске активности и виша минимална нето зарада утицали су на наставак позитивних кретања на тржишту рада. Номинална нето зарада је у априлу и мају била у просеку за 6,8% виша него у истом периоду прошле године.²³ Остварени раст просечних зарада резултат је повећања зарада ван јавног сектора (6,4%), као и у јавном сектору (8,0%).

Номинална нето зарада је и у априлу и мају забележила мг. раст у готово свим привредним делатностима, изузев у финансијском сектору, где је благо смањена. Зараде су највише порасле у сектору услуга смештаја и исхране, делатностима грађевинарства и трговине, као и у прерађивачкој индустрији, у којима је у Т2 расла и запосленост. Номинална нето зарада је повећана и у делатностима здравствене и социјалне заштите, државне управе и образовања, првенствено као резултат повећања плата у јавном сектору од почетка ове године.

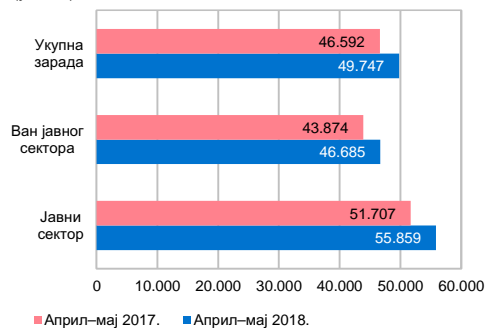
Убрзан раст запослености и веће просечне зараде допринели су повећању номиналне нето масе зарада ван јавног сектора, која је, према нашој процени, у априлу и мају била за 11,1% виша него у истом периоду прошле године. Номинална нето маса зарада порасла је и у јавном сектору (6,4% мг.).

Повећање продуктивности укупне економије у Т2 од 1,2% мг., према нашој оцени, као и у Т1, остварено је у условима бржег раста БДП-а од повећања броја запослених.

Запосленост

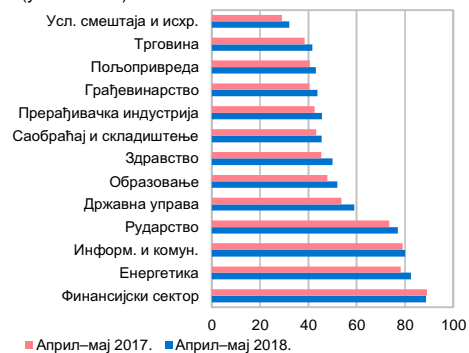
Повољна кретања економске активности од почетка године позитивно су се одразила и на даљи раст формалне запослености, која је у Т2 у просеку била виша за 3,2% на мг. нивоу. Према подацима

Графикон IV.6.1. Просечна номинална нето зарада (у RSD)



Извор: РЗС.

Графикон IV.6.2. Номиналне нето зараде по делатностима (у хиљ. RSD)



Извор: РЗС.

Табела IV.6.1. Кретања формалне запослености и незапослености (мг. стопе раста, просек периода)

	2017.		2018.	
	T3	T4	T1	T2
Укупан број формално запослених	2,7	2,8	3,3	3,2
Запослени код правних лица	2,5	2,7	3,3	3,1
Приватни предузетници и запослени код њих	5,7	5,5	6,2	6,2
Индивидуални пољопривредници	-4,4	-5,9	-7,3	-7,7
Незапослени	-9,0	-10,7	-10,1	-10,1
Први пут траже запослење	-9,8	-11,5	-10,7	-10,8
Били у радном односу	-8,6	-10,4	-9,8	-9,7

Извор: РЗС и Национална служба за запошљавање.

²³ Почев од јануара 2018. године, Републички завод за статистику примењује нову методологију праћења зарада на територији Републике Србије.

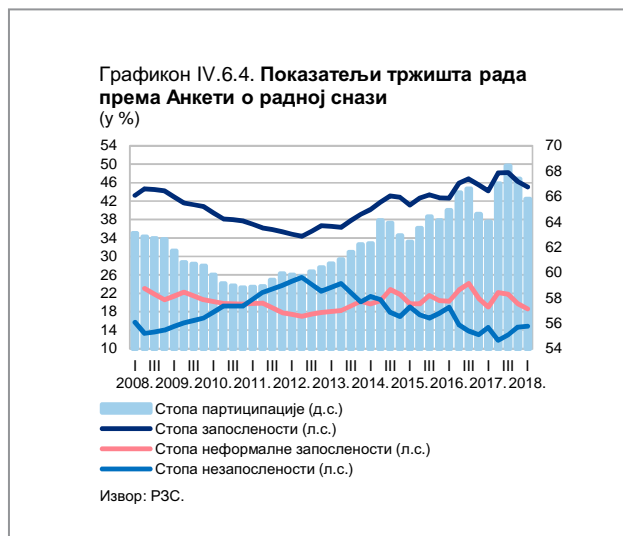


Републичког завода за статистику, добијеним из базе Централног регистра обавезног социјалног осигурања, раст формалне запослености резултат је даљег повећања броја запослених код правних лица, као и приватних предузетника и запослених код њих, док је број индивидуалних пољопривредника и у Т2 наставио да се смањује.

Као и у претходним тромесечјима, повећање формалне запослености у Т2 било је одређено већим запошљавањем у приватном сектору, док је у јавном сектору настављен процес рационализације броја запослених. Посматрано по делатностима, највећи раст формалне запослености на мг. нивоу остварен је у прерађивачкој индустрији. Број запослених је повећан и у трговини, грађевинарству и саобраћају, као и у готово свим осталим услужним делатностима. С друге стране, мањи број запослених забележен је, пре свега, у делатностима снабдевања енергијом, водоснабдевања и државне управе, као и у пољопривреди и рударству.

Потреба привреде за новим запошљавањем, као и спровођење активних програма и мера на тржишту рада,²⁴ настављају да доприносе даљем паду броја незапослених. **Према евиденцији Националне службе за запошљавање, број незапослених је смањен на најнижи ниво у последњих 20 година и на крају Т2 је износио 579.072, што је за 66.354 незапослена мање него у истом периоду прошле године.** Мг. посматрано, број незапослених смањен је у свим групама занимања, при чему се највеће смањење односило на занимања повезана с прерађивачком индустријом, трговином, угоститељством и туризмом, што одговара повећању запослености у наведеним секторима. Такође, у Т2 је настављен и пад броја незапослених у занимањима повезаним с пољопривредом и производњом и прерадом хране.

На даљи опоравак тржишта рада указују и резултати Анкете о радној снази, која садржи и оцену о кретањима на неформалном делу тржишта рада. Према подацима доступним за Т1, стопа партиципације становништва радног узраста (15–64 године), у односу на исти период претходне године, виша је за 1,8 п.п. и износи 65,8%. У Т1 је повећана и стопа запослености, и то за 0,9 п.п., на 45,1%, при чему је то повећање у потпуности резултат веће



²⁴ Активни програми и мере на тржишту рада укључују: услуге посредовања у запошљавању, каријерно вођење и саветовање, подршку samozapošljavanja, субвенције за запошљавање, додатно образовање и обуке запослених и др.

формалне запослености. Иако је стопа незапослености благо порасла, за 0,2 п.п., на 14,8%, дугорочна незапосленост је остала непромењена (8,8%). Позитивне тенденције у погледу незапослености забележене су и међу младом популацијом (15–24 године), с обзиром на то да је стопа незапослености смањена за 2,5 п.п. (34,6%). Пад од 1,4 п.п. бележи и тзв. стопа *NEET* (17,3%), која мери удео младих који нису запослени нити су у процесу школовања у укупној популацији младих.

Према резултатима Анкете послодаваца, бруто стопа креирања послова²⁵ у 2017. износила је 14,8%, а бруто стопа гашења послова 11,8%. Наведени резултати могу се довести у везу с наставком инвестиционог циклуса, на шта указују и извештаји *IBM Global Locations Trend*, према којима је Србија у 2016. и 2017. години прва у свету према релативном броју нових радних места везаних за пројекте по основу прилива СДИ, с процењених 3.000 радних места на 1 млн становника.

Позитивна кретања, према Анкети послодаваца, очекују се и у наставку 2018, уз убрзање нето стопе креирања послова на 5,1% (бруто стопе креирања и гашења послова од 10,4% и 5,3%, респективно). Отварање нових радних места очекује се, пре свега, у секторима грађевинарства, прерађивачке индустрије, трговине и саобраћаја, као и у осталим услужним делатностима, што је у складу с досадашњим растом запослености у наведеним секторима. Нешто мањи раст у 2018. очекује се и у секторима пољопривреде и енергетике, као и код финансијских делатности.

7. Међународно окружење

Привредни раст на светском нивоу био је и током Т1 2018. стабилан, али мање уједначен међу земљама, при чему је повећан ризик у погледу изгледа за наредни период, пре свега по основу тензија у међународној трговини. Након нешто слабијих перформанси с почетка године, привредни раст у САД је убрзан у Т2, док је у зони евра успорен, на 0,3% дсз.

Иако је привредни раст зоне евра, нашег највећег спољнотрговинског партнера, од почетка године

Графикон IV.6.5. Очекиване нето стопе креирања послова (НСЗ) за 2018. (у %)



Извор: ЦРОСО, Анкета послодаваца (НСЗ).

* Остале услуге укључују: стручне дел., админ., здравство и уметност.

²⁵ Бруто стопа креирања/гашења послова представља однос броја новозапослених/отпуштених и укупног броја запослених у предузећима посматрано почетком године. Нето стопа креирања послова је разлика између бруто стопе креирања и бруто стопе гашења послова.

успорен, ЕЦБ очекује да ће он у средњем року остати стабилан и широко распрострањен. Такође, очекује се и да регион централне и југоисточне Европе задржи високу стопу раста и у 2018, услед побољшаних услова на тржишту рада и раста домаћих инвестиција и инвестиција из фондова ЕУ. Према најновијем извештају Европске комисије, раст региона Западног Балкана убрзао је у Т1 са 2,7% на 3,5% м.г. и био је првенствено вођен убрзањем раста Србије.

Током Т2 инфлација у међународном окружењу је забележила раст, пре свега под утицајем раста цена нафте, али је и даље умерена у већини земаља. Дивергентност монетарних политика ЕЦБ-а и ФЕД-а је додатно повећана, а глобални финансијски услови, иако нешто поопштрени, и даље су повољни. Током Т2, долар је ојачао у односу на водеће светске валуте, пре свега као последица различитих фаза економског циклуса и раста каматног диференцијала.

Економска активност

Пројекције ММФ-а у погледу глобалног раста из јула нису мењане у односу на април (3,9% у 2018. и 2019), али се наводи да раст више није тако уједначен међу земљама. Истакнуто је да расте економски јаз између САД и осталих водећих економија, као и између развијених земаља и земаља у успону.

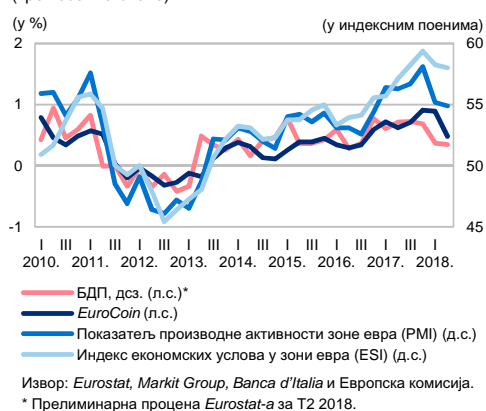
Након што је три узастопна тромесечја растао по стопи од 0,7% дсз., раст БДП-а **зоне евра** је у Т1 2018. успорен на 0,4% дсз., при чему је остао широко распрострањен по земљама. Успоравање привредног раста делом одражава корекцију ка дугорочно одрживом нивоу, с обзиром на то да је привреда зоне евра већ неко време расла по стопама које су више од дугорочно одрживих, а делом је и последица привремених фактора, попут лоших временских услова, штрајкова итд. Привредни раст је успорен и у Немачкој и Италији (на 0,3% дсз.), које су, појединачно посматрано, најважнији спољнотрговински партнери Србије.

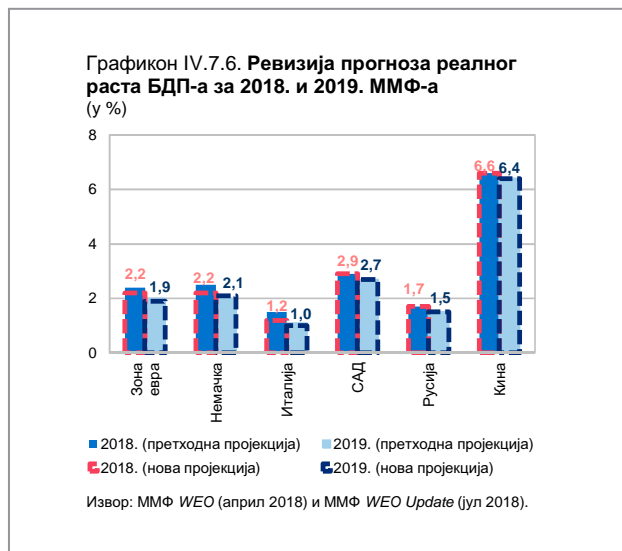
Према прелиминарној процени *Eurostat*-а, раст БДП-а у зони евра у Т2 успорен је на 0,3% дсз. На нешто спорнији привредни раст указивали су и водећи показатељи економске активности. Композитни индекс економске активности (*PMI Composite*) за

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



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





први пут од 2007. Стопа незапослености додатно је снижена, са 4,1% у марту на 4,0% у јуну, при чему је број нових радних места ван пољопривреде остао на релативно високом нивоу, од преко 200.000 месечно у просеку.

Према јунској пројекцији ФЕД-а, очекује се привредни раст САД у 2018. од 2,8%, што је за 0,1 п.п. више него у мартовским пројекцијама, док су пројекције за 2019. и 2020. задржане на 2,4% и 2,0%, респективно. ММФ је задржао пројекције САД на нивоу из априла, тј. на 2,9% за 2018. и 2,7% за 2019. годину. У прогнозама *Consensus Forecast*-а, раст је благо ревидиран навише у односу на април, за 0,1 п.п., на 2,9% за 2018, док је за 2019. остао на 2,6%. Даљи привредни раст очекује се по основу ефеката фискалних подстицаја и снажне приватне потрошње. Према оцени Европске комисије, експанзивна фискална политика у САД могла би утицати и на раст текућег дефицита, што може додатно подстаћи раст протекционизма и прелити се на пад пословног поверења и инвестиција.

Раст региона **централне Европе** током Т1 био је подржан пре свега растом инвестиција и приватне потрошње. Међутим, услед слабије екстерне тражње, он је у већини земаља успорен у односу на Т4, укључујући Чешку (са 0,7% дсз. на 0,5% дсз.). С друге стране, привредни раст Пољске, највеће економије региона, убрзан је са 1,0% на 1,6% дсз., захваљујући знатном расту домаће тражње. Очекује се да инвестиције и приватна потрошња буду главни покретачи раста и у наредном периоду, с обзиром на раст зарада и интензивније коришћења средстава из развојних фондова ЕУ. У односу на прогнозе из априла, у јулском *Consensus Forecast*-у раст региона је ревидиран са 3,9% на 4,1% за 2018. и са 3,3% на 3,4% за 2019. годину.

Према јулском *Consensus Forecast*-у, раст региона **југоисточне Европе** ревидиран је наниже у односу на април, са 4,0% на 3,6% за 2018, док је за 2019. остао непромењен на нивоу од 3,4%. Нижи раст од претходно очекиваног за 2018. последица је пре свега успоравања привредног раста у Румунији, док је прогноза за Србију ревидирана навише. Према најновијем извештају Европске комисије, раст региона Западног Балкана убрзао је у Т1 са 2,7% на 3,5% м.г. и био је првенствено вођен растом Србије, а убрзање БДП-а забележено је и у већини других земаља региона. Инвестиције и приватна потрошња су, услед смањења стопе незапослености и раста

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

	Април 2018.		Јул 2018.	
	2018.	2019.	2018.	2019.
Пољска	4,1	3,4	4,4	3,5
Чешка	3,5	3,0	3,4	3,0
Мађарска	3,8	3,0	4,1	3,1
Албанија	3,9	3,9	3,8	3,8
Бугарска	3,7	3,4	3,7	3,4
БиХ	3,0	3,2	3,1	3,2
Македонија	3,0	3,2	2,9	3,3
Румунија	4,7	3,6	4,0	3,5
Словенија	4,3	3,4	4,5	3,6
Хрватска	2,8	2,7	2,6	2,7

Извор: *Consensus Forecast*.

кредитне активности, наставили да буду главни покретачи раста.

Иако и даље умерен, **раст БДП-а у Русији** је убрзан са 0,9% мг. у Т4 2017. на 1,3% мг. у Т1 2018, пре свега по основу раста сектора прерађивачке индустрије и рударства. Очекује се наставак економског опоравка и током Т2, чему ће допринети позитивна кретања на тржишту рада и раст извоза. Незапосленост је у мају достигла вишегодишњи минимум, што додатно доприноси привредном расту. ММФ није мењао своје пројекције у односу на април, па се у 2018. очекује раст од 1,7%, а након тога, у 2019, умерено успоравање, на 1,5%. Прогнозе *Consensus Forecast*-а ревидиране су наниже у односу на април, па се уместо 2,0% у 2018. очекује раст руске привреде од 1,8%, колико се очекује и за 2019. (1,9% према претходној прогнози).

Кинеска привреда је у Т2 успорила раст за 0,1 п.п., на 6,7% мг., што је уједно био и најспорији раст у последње две године. Успоравање је последица пре свега поштрених услова задуживања локалних самоуправа, што је утицало на нешто ниже инвестиције у инфраструктурне пројекте, док су инвестиције у прерађивачкој индустрији порасле. Очекује се да ће се ефекти царина које су увеле САД на увоз из Кине одразити на кинеску привреду у П2. Као и према претходним пројекцијама ММФ-а, очекује се благо успоравање привредног раста Кине, на 6,6% у 2018. и 6,4% у 2019, услед строже регулативе у финансијском сектору и успоравања екстерне тражње.

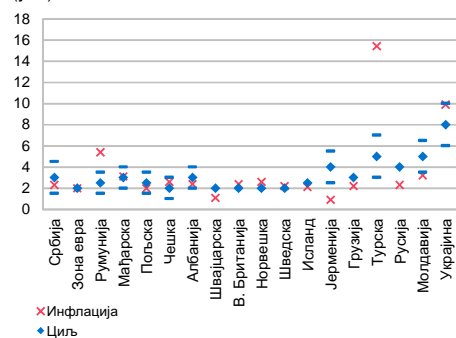
Кретање инфлације

Просечна мг. инфлација у **зони евра**, главном спољнотрговинском партнеру Србије, порасла је са 1,2% у Т1 на 1,7% у Т2, првенствено као последица раста цена енергије и непрерађене хране. Инфлација је у јуну достигла највиши ниво од фебруара 2017. године (2,0% мг.). Просечна мг. инфлација, мерена хармонизованим индексом потрошачких цена, у Немачкој порасла је са 1,4% у Т1 на 1,9% у Т2, а у Италији са 0,9% на 1,0%. Иако је базна инфлација у Т2 била и даље релативно ниска (0,9% мг. у просеку), ЕЦБ у средњем року очекује њен постепен раст, подржан мерама монетарне политике и наставком привредног раста.

ЕЦБ оцењује да је остварен значајан напредак у приближавању инфлације циљаном нивоу и очекује да

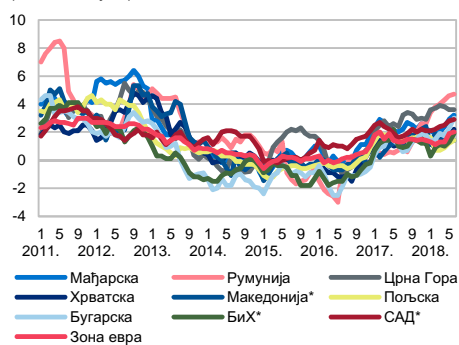
Графикон IV.7.7. Инфлација и циљ по земљама у јуну 2018.

(у %)



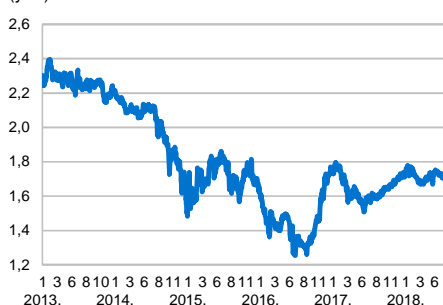
Извор: Eurostat и веб-сајтови централних банака.

Графикон IV.7.8. Кретање хармонизованог индекса потрошачких цена по земљама (мг. стопе, у %)



И извор: Eurostat, Bureau of Labor Statistics и статистички заводи појединих земаља.
* ИПЦ.

Графикон IV.7.9. Дугорочна тржишна инфлациона очекивања у зони евра* (у %)



И извор: Thomson Reuters.

* Five-year, five-year breakeven forward.

ће, захваљујући снажном привредном расту и усидреним дугорочним инфлационим очекивањима, инфлација наставити да се креће близу инфлационог циља и у наредном периоду. У јуну су пројекције инфлације за 2018. и 2019. годину ревидиране навише за по 0,3 п.п. у односу на пројекције из марта, док пројекција за 2020. није мењана, па се сада током целог периода пројекције очекује инфлација на нивоу од 1,7%. Према јулској анкети стручних прогнозера²⁸, очекује се стабилан раст инфлације у наредном периоду, такође на нивоу од 1,7% у 2018, 2019. и 2020. години. У односу на анкету из априла, ревидирана су навише очекивања за 2018. (за 0,2 п.п.) и 2019. (за 0,1 п.п.), услед раста цене нафте, док за 2020. нису мењана. Дугорочна инфлациона очекивања која се односе на 2023. годину задржана су на 1,9%. Ова дугорочна очекивања, добијена на основу анкете, и даље су нешто виша од дугорочних тржишних очекивања, која се крајем јула нису битније променила у односу на април (1,74%).²⁹

Након успоравања у већини земаља у Т1, просечна мг. инфлација у свим земљама централне и југоисточне Европе у Т2 је порасла, са изузетком Македоније, где је остала непромењена (1,5%). Просечна мг. инфлација у Пољској, подржана растом цене горива, порасла је са 1,5% у Т1 на 1,8% у Т2, што је и даље ниже од нивоа с краја 2017. У Мађарској је у просеку на нивоу тромесечја инфлација износила 2,7%, у Бугарској 2,6%, у Хрватској 1,9%, и у БиХ 1,4%. У Црној Гори просечна мг. инфлација у Т2 додатно је убрзана, са 2,7% на 3,2%. Инфлација у Русији је у Т2 у просеку износила 2,4% мг., незнатно више него у Т1, при чему централна банка очекује приближавање инфлације циљаном нивоу од 4% крајем 2018. Стопа инфлације у Румунији се од почетка године налази изнад инфлационог циља и током Т2 је достигла највиши ниво у последњих пет година (у просеку је износила 5,3% мг.). Депрецијација лире, која се кроз раст увозних цена прелила на домаће цене, допринела је наставку раста инфлације у Турској, са 10,3% на 12,8% мг. у просеку у Т2, што је изнад циља централне банке (5,0 ± 2%).

Инфлација у САД и даље је виша него у већини развијених земаља и наставља да се креће узлазном путањом, пре свега вођена вишим ценама енергије. У јуну је достигла 2,9% мг., што је највиши ниво од фебруара 2012. године. Услед раста доходака, порасла

²⁸ ECB Survey of Professional Forecasters (SPF).

²⁹ The five-year, five-year breakeven forward.

је и инфлација мерена индексом издатака за личну потрошњу, на 2,2% м.г. у мају, и на том нивоу се, према прелиминарној оцени, задржала и у јуну. По искључењу цена хране и енергије, ова мера инфлације, у просеку је благо порасла у односу на Т1 и током Т2 је износила 1,9% м.г. Сви чланови *FOMC*-а су у јуну пројектовали инфлацију мерену индексом издатака за личну потрошњу за крај 2018. на нивоу нешто изнад циљаног (2%) и очекују да ће се на том нивоу задржати до краја 2020. године.

Монетарна политика

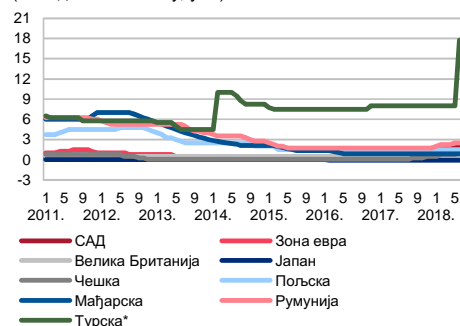
Различит карактер монетарних политика ФЕД-а и ЕЦБ-а додатно је повећан током Т2, услед и даље експанзивне монетарне политике ЕЦБ-а и повећања референтне каматне стопе ФЕД-а.

Оцењујући да су економски услови и даље повољни, упркос извесном успоравању БДП-а од почетка године, **ЕЦБ** је на састанку у јуну најавила, а у јулу потврдила, да ће програм месечних нето куповина активе од 30 млрд евра спроводити до краја септембра, а да ће га потом, под условом да инфлација настави да се креће у складу са очекивањима, смањити на 15 млрд евра и окончати на крају године. Такође, истиче се да ће ЕЦБ наставити да реинвестира главницу доспелих ХоВ које су купљене у оквиру програма квантитативних олакшица и у дужем периоду након тога, а у сваком случају, колико год је потребно да се одрже повољни услови ликвидности и адекватан степен монетарног прилагођавања.

ЕЦБ је и током Т2 задржала каматне стопе на рекордно ниским нивоима – референтну на 0%, а стопе на депозитне и кредитне олакшице на -0,4% и 0,25%, респективно. Притом, на састанку у јуну први пут је користила временску одредницу при саопштавању о кретању референтне стопе у будућности, наводећи да очекује да каматне стопе остану на том нивоу најмање до краја лета 2019, а у сваком случају колико год је потребно да се обезбеди одрживо кретање инфлације ка циљу ЕЦБ-а. На састанку крајем јула, потврђене су одлуке из јуна и позитивна очекивања поводом економских перформанси зоне евра, уз избалансиране ризике за њен раст.

У складу са очекивањима, чланови *FOMC*-а су у јуну донели једногласну одлуку да, други пут од почетка године, повећају циљани распон референтне стопе

Графикон IV.7.10. Кретање референтних стопа по земљама (на годишњем нивоу, у %)



Извор: централне банке одабраних земаља.

* Од јуна 2018. једнонедељна репо стопа, након годину и по дана, поново постаје референтна каматна стопа.



ФЕД-а, на 1,75–2,0%. Оцењено је да је постепено повећавање референтне стопе у складу са одрживим растом економске активности, повољним кретањима на тржишту рада и инфлацијом, која је близу циљаног нивоа од 2% у средњем року. Највећа неизвесност у погледу будућих кретања потиче од раста тензија у међународној трговини, које би могле да се одразе на пад пословног поверења и утичу на инвестиционе одлуке. У саопштењу из јуна више се не наводи да ће референтна стопа највероватније остати још неко време испод нивоа који се очекује у дужем року. Такође, почев од маја, у саопштењима се истиче „симетричан инфлациони циљ”, што сугерише то да је ФЕД спреман да, након вишегодишњег кретања инфлације испод циљаног нивоа, толерише и кретање инфлације благо изнад циљаног нивоа, како би се подстакла тржишна инфлациона очекивања. Док се, према мартовским пројекцијама, након повећања у јуну, очекивало још једно повећање референтне стопе, према најновијим пројекцијама ФЕД-а очекује се да ће до краја године референтна стопа бити повећана још два пута. За 2019. очекују се три повећања референтне каматне стопе, на ниво од 3,1%, док се према пројекцијама из марта очекивало повећање на 2,9%. Очекивања тржишта за текућу и наредну годину нешто су испод пројекција ФЕД-а.

ФЕД је навео да ће наставити са смањењем свог биланса стања, при чему је у јуну реинвестирање доспеле главнице смањено за 30 млрд долара, а почев од јула, смањује се за 40 млрд долара месечно.

Карактер монетарних политика земаља **централне и југоисточне** Европе био је различит током Т2, одражавајући различиту јачину инфлаторних притисака и фазу циклуса у којој се налазе њихове привреде.

Централна банка Чешке је на састанку у јуну повећала референтну стопу за 25 б.п., на 1%, и стопу на кредитне олакшице за 50 б.п., на 2%, док је стопу на депозитне олакшице задржала на нивоу од 0,05%. То је друго повећање референтне стопе од почетка године, при чему је прво било у фебруару, и четврто од започињања циклуса поштравања монетарне политике у 2017. Одлука је подржана растом економске активности изнад потенцијалног нивоа и већим слабљењем круне него што је било предвиђено пројекцијама.

Након задржавања референтне стопе у априлу, централна банка Румуније је у мају повећала

референтну стопу за 25 б.п., на 2,5%, што је треће повећање у 2018. години и у складу са очекивањима аналитичара. Према пројекцији централне банке, инфлација ће и у остатку године бити изнад инфлационог циља. Услед успоравања економских показатеља Румуније, референтна стопа није мењана на састанку у јулу.

Због пада лире на рекордно низак ниво и даљег јачања инфлаторних притисака по том основу, централна банка Турске је током априла и маја повећала стопу на касне кредитне олакшице (која се дефакто сматрала референтном каматном стопом) за укупно 375 б.п., на 16,5%. Након што је изједначена с каматном стопом на касне кредитне олакшице, једнонедељна репо стопа, која се претходно налазила на нивоу од 8%, од 1. јуна поново постаје референтна каматна стопа. Она је у јуну повећана за још 125 б.п., на 17,75%, што је надмашило очекивања аналитичара. Од јуна је утврђен и симетричан коридор каматних стопа на нивоу $\pm 1,5$ п.п. у односу на референтну стопу. Супротно очекивањима, на састанку у јулу референтна стопа није мењана.

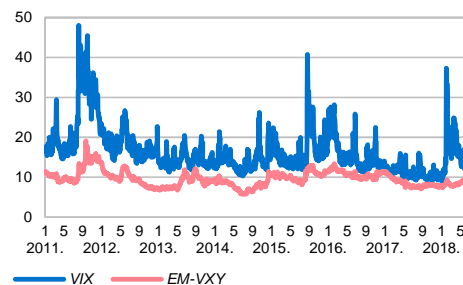
Након смањења на ниво од 7,25% крајем Т1, централна банка Русије током Т2 није мењала референтну каматну стопу, с обзиром на знатно слабљење рубље и утицај предложених фискалних мера (повећање пореза на додату вредност) на стопу инфлације и инфлациона очекивања.

Централна банка Мађарске је током Т2, уз коришћење сета неконвенционалних мера уведених у јануару, наставила да спроводи ублажавање монетарне политике, при чему је референтна каматна стопа остала непромењена (0,9%). Достизање инфлационог циља прогнозира се за средину 2019. године. У складу са очекивањима аналитичара, централна банка Пољске је задржала референтну стопу на нивоу од 1,5%, на ком се налази од марта 2015. године.

Финансијска и робна тржишта

Волатилност на међународном финансијском тржишту се смањила и крајем Т2 је била незнатно изнад веома ниских нивоа с краја јануара. Мерено имплицитном мером **волатилности финансијских тржишта (VIX)**, крајем јуна је износила око 16% (наспрам 20% крајем марта). Истовремено, мера волатилности валута земаља у успону (**EM-VXY**) благо је порасла током Т2, за 1,8 п.п., на 9,8%.

Графикон IV.7.12. 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.



Приноси на десетогодишње државне америчке ХоВ у Т2 порасли су у мањој мери од референтне каматне стопе ФЕД-а, за 0,1 п.п., на 2,9% крајем Т2. Притом, током тромесечја бележили су значајне флукуације, крећући се у распону од 2,7% до преко 3,1%, што је највиши ниво у претходних седам година. Због тешкоћа око формирања владе у Италији, смањена је спремност инвеститора да улажу у италијанске државне облигације, што је последично довело до раста њихових приноса. Инвеститори су део својих улагања преусмерили у немачке државне облигације, које важе за сигурну активу, чиме је разлика између приноса на италијанске и немачке облигације порасла на највиши ниво од 2013. Под утицајем свих наведених фактора, разлика приноса на америчке и немачке државне облигације такође је повећана, са 2,2 п.п. крајем марта на 2,6 п.п. крајем јуна.



Током Т2, **долар је ојачао у односу на водеће светске валуте**, што се може објаснити различитим фазама економског циклуса и растом каматног диференцијала између САД и осталих развијених земаља. Посматрано крајем периода, долар је у Т2 ојачао према **евру** за 5,4%, чиме је преокренут тренд његовог слабљења према евр, који је био присутан током претходне и почетком ове године. Током јула, долар није знатније мењао своју вредност према евр и кретао се на нивоу од око 1,17 долара за 1 евро. У условима јачања долара, цена злата је током Т2 опала за 5,5%.

Финансијска и макроекономска нестабилност за последицу су имале знатно слабљење валута појединих земаља у развоју (као што су Аргентина, Турска, Мексико и Индија). Стога су ове земље реаговале повећањем референтне каматне стопе како би се сузбили инфлаторни притисци и даље слабљење валута, као и одливи капитала у неким од њих.



Вођена растом тражње и смањењем залиха, **цена нафте на светском тржишту** је у Т2 у просеку била за 11,2% виша него у Т1 и кретала се у распону од 67 до 79 долара по барелу. Поред смањене производње у Венецуели, расту цене нафте допринео је и раст геополитичких тензија након што су САД одлучиле да се повуку из нуклеарног споразума са Ираном и најавиле поновно увођење санкција, што имплицира смањење понуде нафте од стране Ирана. Крајем јуна, постигнут је договор земаља *OPEC*-а и Русије о повећању понуде за 1 млн барела дневно, што је, уз јулску најаву Либије о повећању производње, деловало у правцу смањења цене нафте. Према оцени

Европске комисије, очекује се кретање цене нафте око тренутних нивоа до краја 2018, а њен пад у 2019, пре свега у П2, услед раста понуде у САД. На сличне закључке упућује и кретање фјучерса, према којима се крајем 2018. очекује цена нафте на нивоу од око 74 долара по барелу, а крајем 2019. на око 71 долар по барелу.

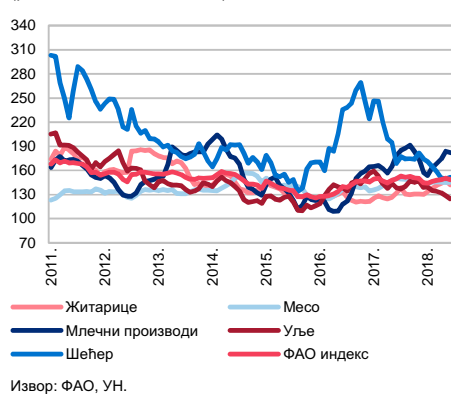
Према индексу цена примарних производа Светске банке, **цене метала и минерала** су од почетка године порасле за 3,2%, односно 20,1% м.г. у мају.³⁰ Иако, посматрано у просеку, цена бакра у Т2 није знатније промењена у односу на претходно тромесечје, она је почетком јуна достигла четворогодишњи максимум, а разлог за то биле су најаве новог штрајка у највећем руднику на свету у Чилеу. Након тог раста, делом и због најаве повећане производње у Африци, цена бакра је смањена, па је крајем јула била за око 7% нижа него на крају Т2.

Светске цене хране, мерено ФАО индексом, у просеку су порасле у Т2 за 1,3% м.г. Ипак, у јуну је забележен њихов м.г. пад, што се, према оцени Организације за храну и пољопривреду при Уједињеним нацијама, може довести у везу с повећаном опрезношћу инвеститора услед раста тензија у међународној трговини. Цене житарица су у Т2 у просеку биле више за 13,1% м.г., а цене млечних производа за 8,0% м.г. С друге стране, цена уља је наставила да пада и у Т2 је у просеку била нижа за 8,3% м.г., при чему је у јуну била на најнижем нивоу од јануара 2016. На пад цене палминог уља утицала је слаба светска тражња и преливање ефеката пада цене производа од соје услед трговинских тензија, док се повећана производња у ЕУ и Украјини одразила на пад цене сунцокретовог уља. Иако је цена шећера смањена за 19,7% м.г. у просеку у Т2, у јуну је, први пут од новембра 2017, забележен њен месечни раст, с порастом забринутости због утицаја временских услова на производњу у Бразилу, водећем произвођачу и извознику шећера. Од осталих прехрамбених производа који улазе у ФАО индекс, цена меса је у Т2 2018. у просеку била нижа за 1,5% м.г.

Графикон IV.7.16. Индекс цена примарних производа (2010 = 100)



Графикон IV.7.17. Индекс светских цена хране (реално, 2002–2004 = 100)



³⁰ Светска банка неће публиковати поменути извештај до септембра, услед измена у временским серијама.

V. Пројекција инфлације

Према августовској централној пројекцији, очекујемо да ће се мг. инфлација и у наредне две године кретати у границама циља – до краја 2019. испод централне вредности циља, с тим да ће јој се привремено приближити у првим месецима наредне године због ефекта ниске базе с почетка ове године. Главни фактори који ће одредити такво кретање инфлације у средњем року јесу раст агрегатне тражње и постепено слабљење дезинфлаторних притисака по основу апрецијације динара у претходном периоду. У кратком року дезинфлаторно ће деловати ниски трошкови у производњи хране, а у супротном смеру регулисане цене. Током наредне године, на кретање мг. инфлације утицаће и висока база код групе воћа и поврћа и нафтних деривата. Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације односи се пре свега на кретања на међународном робном и финансијском тржишту, а у одређеној мери и на раст регулисаних цена.

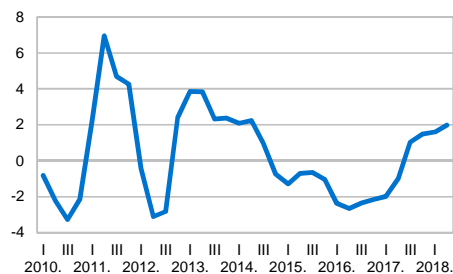
Прогнозу раста БДП-а за 2018. ревидирали смо на око 4%, што је за 0,5 п.п. више него у мајској пројекцији. На ревизију навише утицали су раст грађевинарства и пољопривреде бржи од очекиваног, посматрано с производне стране, тј. инвестиција, посматрано с расходне стране, које смо као позитивне ризике истицали и у мајској пројекцији. Прогноза раста за 2019. остала је непромењена (3,5%), делом и због високе базе у овој години, при чему очекујемо да наставак спровођења реформи обезбеди основу да динамика раста БДП-а од око 4% остане одржива и у средњем року. Раст БДП-а у наредном периоду биће вођен инвестицијама и потрошњом домаћинства, а позитиван допринос расту очекује се и од извоза, који би требало да расте по двоцифрним стопама. Ризици пројекције БДП-а су, према нашој процени, симетрични и односе се пре свега на кретања у међународном окружењу, тј. темпо раста економске активности у зони евра и код осталих важних спољнотрговинских партнера, као и на кретања на међународном робном и финансијском тржишту, а у одређеној мери и на резултате у домаћој пољопривредној производњи и темпо опоравка у енергетици.

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 с нашим очекивањима, инфлација је током Т2 започела постепено кретање ка циљу и у јуну је износила 2,3% мг. У поређењу са очекивањима изнетим у мајском Извештају о инфлацији, забележен је виши раст цена непрерађене хране и енергије. Упркос томе, инфлаторни притисци по основу већине фактора и даље су ниски. Ниске инфлаторне притиске потврђује и кретање базне инфлације, која четири месеца заредом износи 0,8% мг., што је њен најнижи ниво откад се инфлација мери променом ИПЦ-а. Такође, на ниске инфлаторне притиске указују и инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде, која су и за годину и за две године унапред усидрена око централне вредности циља од 3% већ дуже време.

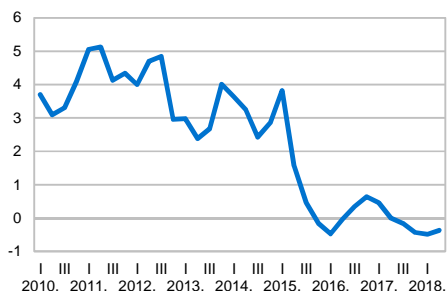
Графикон V.0.1. Индекс монетарних услова* (у %)



Извор: НБС.

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

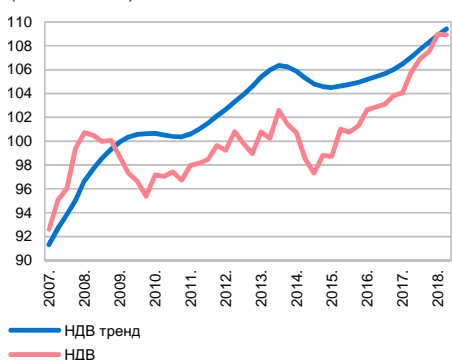
Графикон V.0.2. Реална каматна стопа (у %)



Извор: НБС.

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

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Апрецијацијски притисци на домаћем девизном тржишту преовладавали су и током Т2 и у јулу, а одражавали су повољнија платнобилансна кретања – наставак динамичног извоза и висок прилив СДИ. Посматрано по факторима домаћег девизног тржишта, јачање динара резултат је пре свега високог откупа ефективног страног новца и раста кредитне активности банака (валутно индексирание активе банака)³¹. Поред тога, јачању динара доприносила су и повећана плаћања платним картицама нерезидената у Србији. Ти приливи вишеструко су надмашили тражњу предузећа за девизама, као и тражњу нерезидената, који су, и поред куповине на примарном тржишту државних ХоВ, због доспећа и продаје ХоВ на секундарном тржишту у Т2 били нето купци девиза од банака. Посматрано крајем периода, динар је током Т2 ојачао према еврју за 0,3%, док је због слабљења евра према долару, динар према долару ослабио за 5,4%.

Индекс монетарних услова, који се користи за оцену комбинованог утицаја јаза реалне каматне стопе и јаза реалног девизног курса, креће се од средине 2017. изнад неутралног нивоа, у највећој мери због номиналне апрецијације динара. С друге стране, у поређењу с Т1, незнатно је повећан степен експанзивности монетарне политике мерен одступањем реалне камате од њеног неутралног нивоа. Наиме, упркос настављеном ублажавању монетарне политике, реална каматна стопа на међубанкарском тржишту новца повећана је током Т2, чему су допринела нижа инфлациона очекивања финансијског сектора, док је истовремено, због деловања глобалних фактора, у Т2 повећана премија ризика земље, а тиме и тренд реалне каматне стопе.

Снажан темпо раста БДП-а задржан је и у Т2 (4,4% мг., према прелиминарној процени Републичког завода за статистику) и био је вођен претежно домаћом тражњом. Наставку раста инвестиција погодовали су повољан макроекономски амбијент и изгледи раста, наставак реализације инфраструктурних пројеката, као и повољни услови задуживања, који су, уз даљи опоравак на тржишту рада, омогућили и раст потрошње домаћинстава. Позитиван допринос расту БДП-а потекао је и од наставка раста извоза робе и услуга, али је допринос нето извоза остао негативан, мада у мањој мери него у Т1. Континуирани дсз. раст БДП-а, који је присутан

³¹ У настојању да уравнотеже своју отворену дугу девизну позицију и тако смање изложеност девизном ризику, банке продају девизе, што за резултат има јачање динара.

у једанаест узастопних тромесечја и који је, према нашој процени, у Т2 износио 0,5%, допринео је приближавању економске активности свом потенцијалу.

Позитивна фискална кретања су настављена – буџет је на консолидованом нивоу и у априлу и мају наставио да бележи суфицит, који је, посматрано од почетка године, износио 9,3 млрд динара. Ако се изузму расходи за камате, од почетка године остварен је примарни суфицит од 66,2 млрд динара. Консолидовани приходи су у пет месеци били реално већи за 3,2% мг., што је вођено више издвојеним доприносима за социјално осигурање, услед опоравка формалног тржишта рада, приходима од пореза на добит, захваљујући повећаној профитабилности привреде у 2017, као и растом прихода од акциза. Истовремено, консолидовани расходи су реално виши за 5,1% мг., а на њихов раст највише су утицали знатно виши капитални расходи, а затим виши расходи за запослене, док су смањени расходи за камате и расходи за активирани гаранције. Јавни дуг централне државе на крају јуна износио је 24,0 млрд евра, а његов удео у пројектованом БДП-у 59,7% (наспрам 61,5% крајем 2017). Притом, као резултат већег емитовања динарских ХоВ, порасло је учешће јавног дуга у динарима (са 23,0% крајем 2017. на 24,9% у јуну). С обзиром на то да у децембру доспева ХоВ која је издата на међународном тржишту 2013. у износу од 1 млрд долара, очекујемо додатно смањење јавног дуга крајем године и пад његовог учешћа у БДП-у само по том основу за око 2 п.п. У контексту валутног ризика, важно је нагласити да ће то додатно смањити нашу изложеност према долару. Фискална кретања од почетка године повољнија од очекиваних упућују на то да ће буџет на консолидованом нивоу и ове године забележити бољи резултат него што је то Фискалном стратегијом било планирано.

Претпоставке пројекције

Екстерне претпоставке

Економски показатељи светске економије и даље указују на повољне услове за привредни раст, али су ризици да би он могао бити нижи од очекиваног повећани. Након снажног раста у 2017, глобална трговина је успорена у првим месецима ове године, а посебно трговина робом, чији је физички обим у



Табела V.0.1. Најважније претпоставке пројекције

	2018.		2019.		2020.	
	Мај	Авг.	Мај	Авг.	Мај	Авг.
Екстерне претпоставке						
Раст БДП-а у зони евра	2,4%	2,1%	1,9%	1,9%	1,7%	1,7%
Инфлација у зони евра (годишњи просек)	1,4%	1,7%	1,4%	1,7%	1,7%	1,7%
Тромесечни <i>EURIBOR</i>	-0,3%	-0,3%	-0,1%	-0,2%	0,4%	0,2%
Цене примарних пољопривредних производа на светском тржишту (Т4 на Т4)*	15,9%	11,3%	2,0%	6,0%	-1,1%	4,0%
Цена нафте типа брент по барелу (крај године, у USD)	71	74	66	71	62	68
Интерне претпоставке						
Регулисане цене (дец. на дец.)	4,1%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Трендови						
Апрецијацијски тренд реалног курса (просек)	0,5%	0,4%	0,6%	0,5%	0,6%	0,6%
Тренд реалне камате (просек)	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%

Извор: НБС, ЕЦБ, *BSE*, *CBOT*.

* Композитни индекс цена соје, пшенице и кукуруза.

априлу смањен први пут од средине 2016.³² Главни фактори који су на то утицали јесу растуће трговинске баријере, нешто спорији раст Кине, више цене енергије и повећана неизвесност око економских политика у наредном периоду. Ипак, већина релевантних институција није мењала пројекције глобалног раста, али је истакла повећане ризике у последња три месеца. Тако је ММФ у јулу задржао своју априлску пројекцију за ову и наредну годину (3,9%), уз напомену да раст постаје неуједначен по земљама и да су ризици већи. Раст је снажнији на кратак рок у САД, док су пројекције раста за већину других развијених земаља ревидиране наниже, због успоравања економске активности почетком 2018.

У нашој текућој пројекцији, **изгледи за привредни раст зоне евра, нашег најважнијег трговинског партнера**, нешто су неповољнији за 2018. него што смо то претпоставили у претходној пројекцији. Користили смо последњу расположиву пројекцију ЕЦБ-а (јун 2018), према којој је стопа раста зоне евра у 2018. коригована наниже за 0,3 п.п., на 2,1%, док је за 2019. и 2020. остала иста као и у претходној пројекцији (1,9% и 1,7%). ЕЦБ истиче да ће привредни раст бити изнад потенцијалног нивоа у наредном периоду и да ће у средњем року остати стабилан и широко распрострањен. Раст ће наставити да подржавају повољни услови финансирања и кретања на тржишту рада, као и стабилан раст прихода и профита предузећа. Као и у претходним пројекцијама, ЕЦБ очекује успоравање раста у 2019. и 2020. по основу постепеног ишчезавања утицаја претходног ублажавања монетарне политике, као и деловања фактора на страни понуде, попут високе искоришћености капацитета и недостатка радне снаге у појединим чланицама итд. Ризици пројекције односе се на могуће даље заоштравање тензија у међународној трговини и повећану нестабилност на међународном финансијском тржишту. Охрабрује чињеница да су крајем јула председник Европске комисије и председник САД постигли договор о сарадњи на отклањању трговинских баријера између ЕУ и САД. Услед нижих остварења на почетку године, пројекцију раста зоне евра за 2018. ревидирали су наниже и ММФ и *Consensus Forecast*, на 2,2% у јулу, са 2,4% у априлу. Поред тога, ревидирали су наниже и пројекције раста за 2019. годину – ММФ на 1,9%, а *Consensus Forecast* на 1,8%, што је за 0,1 п.п. ниже него у априлу.

³² *Global Monthly*, Светска банка, јул 2018.

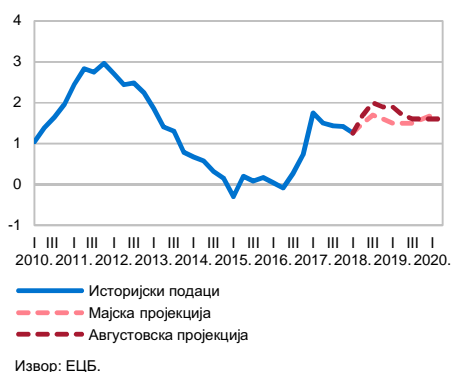
Када су у питању наши **најзначајнији трговински партнери у зони евра**, *Consensus Forecast* је смањио прогнозу раста Немачке на 2,0% за ову и на 1,7% за наредну годину (са 2,4% и 1,9% пре три месеца). Оцењује се да трговински протекционизам у САД представља ризик за извозно оријентисану немачку привреду. Пројекцију раста БДП-а за 2018. смањила је у јуну и централна банка Немачке, на 2,0% (са 2,5%), због дешавања у међународном окружењу. Међутим, повећала је пројекцију раста БДП-а за 2019. (са 1,7% на 1,9%), пре свега због очекиваних ефеката експанзивних мера фискалне политике. *Consensus Forecast* је кориговао наниже и пројекцију раста Италије у овој и наредној години, на 1,2% и 1,1% (са 1,4% и 1,2% пре три месеца).

Очекивања су и даље повољна када је у питању **раст већине земаља нашег региона**, које су такође наши важни трговински партнери. Због успоравања раста Румуније, пројекција *Consensus Forecast*-а за 2018. годину ревидирана је наниже за земље југоисточне Европе, са 4,0% у априлу на 3,6% у јулу, док је за 2019. остала непромењена, на нивоу од 3,4%. За већину других земаља и даље се очекује убрзање раста, као и то да инвестиције и приватна потрошња наставе да буду његови главни покретачи.

Инфлација на глобалном нивоу нешто је виша него у претходном периоду због раста цене нафте на светском тржишту. Међутим, раст светске цене нафте утицао је на то да пројекције инфлације у већини земаља буду кориговане навише, али само за ову и наредну годину, а не и на дуже рокове. ЕЦБ је у јуну повећала своју пројекцију **инфлације у зони евра** за 2018. и 2019. годину, за по 0,3 п.п. у односу на пројекцију из марта, док пројекцију за 2020. није мењала, па се сада током целог периода пројекције очекује инфлација на нивоу од 1,7%. Слично је и са очекивањима стручних прогнозера³³, која су у јулу ревидирана навише за 2018. и 2019. услед раста цене нафте, док за 2020. нису мењана, тако да ће и према њима раст инфлације у зони евра бити стабилан у наредне три године на нивоу од 1,7%. У складу с пројекцијом ЕЦБ-а, у нашој новој пројекцији претпоставили смо нешто виши раст инфлације у зони евра него у претходној пројекцији, али ће он и даље бити умерен и благо испод нивоа који циља ЕЦБ.

Иако је инфлација нешто виша у земљама региона него у претходном периоду, пре свега због раста

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



³³ ECB Survey of Professional Forecasters (SPF).

повећање референтне стопе него што то указују пројекције ФЕД-а.

Највећа неизвесност у погледу будућих кретања у међународном окружењу ипак се односи на кретање **светских цена примарних производа**. То се пре свега односи на светску цену нафте, која се последњу годину дана налази на узлазној путањи. Достижући 79 долара по барелу, цена нафте је у Т2 била виша у просеку за 11,2% него у Т1. Кретање светске цене нафте одредили су и фактори на страни тражње, и фактори на страни понуде, а пре свега пораст тражње у водећим привредама, турбуленције у производњи због геополитичких тензија, као и договори о производњи земаља *OPEC*-а и Русије. Током јула и почетком августа цена нафте се спустила на 72 долара за барел, у највећој мери због очекиваног успоравања глобалног раста и неизвесности у глобалној трговини. У новој пројекцији смо претпоставили, у складу с нафтним фјучерсима с почетка августа, да ће до краја године светска цена нафте порастати на 74 долара по барелу, а да ће се након тога постепено смањивати, најпре на 71 долар по барелу до краја 2019, а затим на 68 долара по барелу до краја 2020. Смањењу цене нафте у 2019. и 2020. години требало би да допринесе раст производње нафте из нафтних шкриљаца у САД.

Када су у питању **други примарни производи**, на светском тржишту очекују се даљи раст цена метала и, након недавног пада, даљи раст цена примарних пољопривредних производа. Међутим, због велике осетљивости **светских цена метала** на глобалне трговинске тензије и кретање курса долара, у наредном периоду је могућ и њихов пад. Процењује се да би тај пад ипак био привремен – условљен даљим јачањем долара (метали су међу примарним производима најосетљивији на његово кретање), као и растом трговинских тензија, које би се одразиле на успоравање глобалног раста. У основи, услови понуде и тражње на тржишту метала су повољни за даљи раст цена – тражња је знатно већа од понуде, а цене још увек знатно испод максимума од пре седам година.

Растуће глобалне трговинске тензије утицале су и на цене **примарних пољопривредних производа на светском тржишту**, које су од јуна почеле да падају. Међутим, с враћањем фокуса на основне факторе понуде и тражње, а пре свега лошије изгледе за производњу у неколико кључних региона, цене примарних пољопривредних производа поново расту.

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



Према јулском извештају Међународног комитета за житарице (IGC)³⁴, због неповољних временских услова у кључним регионима очекује се да ће производња житарица на глобалном нивоу бити смањена на трогодишњи минимум. Зато се предвиђа још једно смањење њихових залиха, на најмањи ниво у последње четири године. Знатан пад производње очекује се код пшенице, док је за кукуруз пројектован раст, али тај раст у великој мери зависи од тога да ли ће се производња у Јужној Америци опоравити у складу са очекивањима. На основу фјучерса на берзи у Чикагу, наша претпоставка о њиховом расту у 2018. снижена је у односу на претходну средњорочну пројекцију (на 11,3% са 15,9%), пре свега због пада светских цена примарних пољопривредних производа у јуну и почетком јула. Када је у питању 2019. година, с обзиром на то да се очекује враћање ових цена с тренутно релативно ниских нивоа на неутралан ниво услед лоших временских услова у кључним регионима, претпостављен је нешто виши раст (на 6,0% уместо 2%).

Интерне претпоставке

Цене примарних пољопривредних производа на домаћем тржишту расле су од марта до маја, али су потом исказале снажан пад, тако да су на крају тромесечја биле за 1% ниже него на крају Т1, а у просеку за око 2% више. Кретање ових цена углавном је било под утицајем светских робних берзи, које су реаговале на глобалне процене новог рода пшенице и трговинске тензије између САД и Кине. У Т2, у односу на Т1, просечне цене кукуруза и пшенице биле су за око 4% и 3% више, респективно, док је цена соје била нижа за 3%. У складу с тим кретањима, трошкови у производњи хране током Т2 нашли су се благо изнад неутралног нивоа. Међутим, пад ових цена у јуну и почетком јула вероватно ће условити да се трошкови у производњи хране у Т3 поново нађу испод неутралног нивоа. У наредном периоду очекујемо да ће цене на домаћем тржишту, као и до сада, у великој мери следити динамику светских цена примарних производа и да ће, након раста у текућој години, порастати и у 2019. и 2020, али мање, с тим да ће трошкови у производњи хране највероватније остати испод неутралног нивоа до краја ове године.

У складу с текућом пројекцијом, **производни јаз**, који је негативан од 2008. године, вероватно ће бити затворен до краја 2018. Негативан производни јаз је

³⁴ Grain Market Report, International Grains Council, јул 2018.

отворен од 2008. године и последица је преливања светске финансијске кризе на Србију. Међутим, већ дуже од две године има тренд затварања услед побољшања на тржишту рада, досадашњег ублажавања монетарне политике Народне банке Србије, као и раста екстерне тражње. Процењујемо да би до краја периода пројекције, тј. у Т2 2020, производни јаз требало да достигне око 1,0%. Очекујемо да ће расту тражње наставити да доприносе **позитивни трендови на тржишту рада**, пре свега даљи раст зарада и запослености.

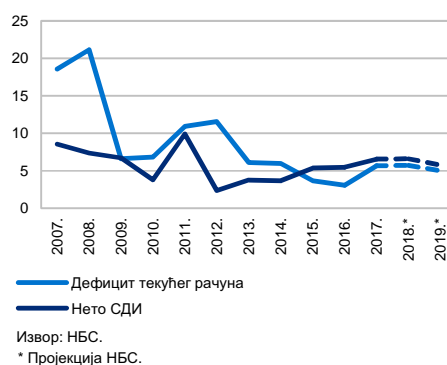
И у новој пројекцији претпоставили смо да ће **раст регулисаних цена** у 2018, као и у наредне две године, износити око 4%. Притом, највећи допринос ове године требало би да потекне од јулске корекције цена цигарета по основу повећања акциза, што ће заједно с повећањем из фебруара представљати раст цене цигарета од 8,0% у 2018. Искључиво за потребе пројекције, претпоставили смо да ће електрична енергија ове године поскупети за око 4,0%, као и да ће, услед раста светске цене нафте у претходном периоду, у Т4 поскупети и гас за домаћинства.

Када су у питању **инфлациона очекивања**, претпоставка пројекције је да ће она остати усидрена око централне вредности циља до краја периода пројекције.

Фискалном стратегијом за период 2018–2020. било је предвиђено да ће **дефицит опште државе** у овој години износити 0,7% БДП-а, а у средњем року 0,5% БДП-а. Такав циљани средњорочни ниво дефицита обезбедио би силазну путању јавног дуга у наредном периоду, што би се највероватније позитивно одразило на премију ризика земље и кредитни рејтинг. Штавише, ако се имају у виду повољна кретања од почетка ове године, готово извесно је да ће буџет на консолидованом нивоу ове године забележити бољи резултат него што је планирано Фискалном стратегијом, при чему смо у текућој пројекцији, због опрезности, претпоставили да ће он у овој години бити уравнотежен.

Очекујемо да ће извоз и у 2018. години имати високу стопу раста, вођен инвестицијама из претходног периода и растом екстерне тражње, а због наставка инвестиционог циклуса, очекујемо и раст увоза опреме и репроматеријала. Узимајући то у обзир, процењујемо да ће **учешће текућег дефицита** у

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



Табела V.0.2. **Фискална стратегија 2018–2020.**
(у % БДП-а)

	2018.	2019.	2020.
Јавни приходи	42,4	41,8	41,1
Порески приходи	37,3	37,0	36,6
Непорески приходи	4,7	4,5	4,2
Јавни расходи	43,1	42,3	41,6
Расходи за запослене	9,8	9,7	9,6
Пензије	11,1	11,0	11,0
Камате	2,5	2,3	2,1
Капитални расходи	3,6	3,7	3,7
Укупни биланс	-0,7	-0,5	-0,5
Примарни биланс	1,9	1,8	1,6

Извор: Министарство финансија.

БДП-у ове године бити на сличном нивоу као и претходне. С обзиром на то да се већи утицај текућег инвестиционог циклуса на раст извоза очекује у наредним годинама, учешће дефицита текућег рачуна платног биланса требало би постепено да се смањује и да у средњем року износи око 4–5% БДП-а. Притом, као и до сада, СДИ ће бити више него довољне да покрију дефицит текућег рачуна, што ће допринети релативно стабилним кретањима на девизном тржишту у наредном периоду.

С обзиром на очекивано задржавање позитивних макроекономских трендова у наредном периоду, домаћи фактори би требало да имају повољан утицај на кретање **премије ризика земље** до краја периода пројекције. То се види у кретању премије ризика у досадашњем делу године, која је током Т2 мање расла него у другим земљама региона, управо захваљујући повољним макроекономским показатељима и изгледима за наредни период. С друге стране, глобални фактори су волатилнији, као што је то био случај и током ове године, тако да је тешко проценити њихов утицај на премију ризика Србије.

Пројекција

Пројекција инфлације

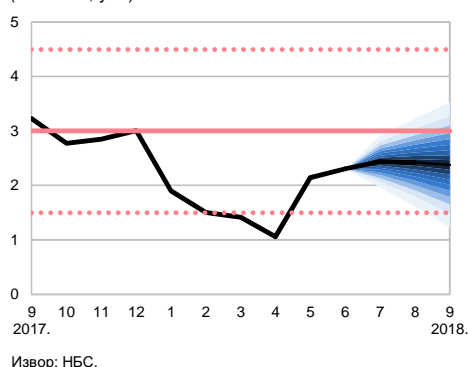
Према нашој текућој пројекцији, очекујемо да ће мг. инфлација и у наредне две године наставити да се креће у границама циља – до краја 2019. највероватније испод централне вредности циља, с тим да ће јој се привремено приближити у првим месецима наредне године због ефекта ниске базе с почетка ове године.

Краткорочна пројекција инфлације

Очекујемо да ће мг. инфлација током Т3 остати ниска и стабилна и да ће се у септембру наћи близу јунског нивоа. Истовремено, очекујемо да базна инфлација (тј. промена ИПЦ-а по искључењу цена хране, енергије, алкохола и цигарета) остане ниска и да се током Т3 креће око 1,0%.

Посматрано **на тромесечном нивоу**, очекујемо благ пад потрошачких цена у Т3, који ће бити одређен сезонским појефтињењем свежег поврћа и туристичких пакет-аранжмана. У супротном смеру деловаће очекиван раст цена меса и појединих категорија регулисаних цена (цигарета и комуналних услуга).

Графикон V.0.9. **Краткорочна пројекција инфлације**
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

Ризици ове пројекције односе се пре свега на кретање цена непрерађене хране, највише воћа и поврћа, као и на кретања на светским робним и финансијским тржиштима.

Средњорочна пројекција инфлације

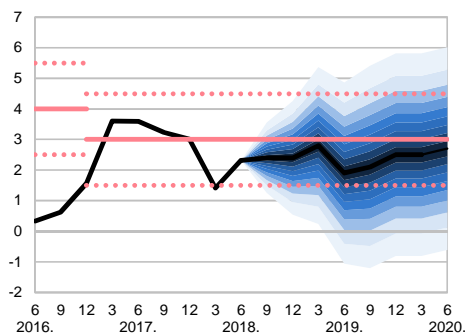
Полазећи од претпоставки пројекције, очекујемо да ће се м.г. инфлација и у наредне две године кретати у границама циља – до краја 2019. највероватније испод централне вредности циља, с тим да ће јој се привремено приближити у првим месецима наредне године због ефекта ниске базе с почетка ове године.

Главни фактори који ће одредити такво кретање инфлације у средњем року јесу раст агрегатне тражње и постепено слабљење дезинфлаторних притисака по основу апрецијације динара у претходном периоду. У кратком року дезинфлаторно ће деловати ниски трошкови у производњи хране, а у супротном смеру регулисане цене. Током наредне године, на кретање инфлације утицаће и висока база код воћа и поврћа и нафтних деривата.

Очекујемо да ће домаћа **тражња** наставити да се опоравља током периода пројекције, а дезинфлаторни притисци по основу негативног производног јаза да слабе, те да крајем ове године ишчезну. Од 2019. године очекујемо да ће се производни јаз кретати у позитивној зони. Такво кретање производног јаза биће подржано позитивним трендовима на тржишту рада, као и растом плата у јавном сектору и пензија, преко позитивног утицаја на расположив доходак становништва. Раст расположивог дохотка очекујемо и по основу нижег нивоа каматних стопа и резултирајућих нижих трошкова кредита, који су постигнути досадашњим ублажавањем монетарне политике Народне банке Србије. Такође, експанзивна монетарна политика ЕЦБ-а позитивно ће утицати на раст економске активности у Србији преко подстицања екстерне тражње, као и преко ниских каматних стопа на евроиндексиране кредите.

Јачање динара у претходном периоду деловало је дезинфлаторно кроз ниже увозне цене изражене у динарима. По том основу, још неко време очекујемо дезинфлаторне притиске, али ће се они постепено исцрпљивати. Ипак, с обзиром на то да се очекује релативна стабилност **курса динара**, као и да ће раст цена у зони евра, нашем најважнијем трговинском партнеру, бити умерен, раст увозних цена изражених у динарима требало би да остане релативно низак до краја периода пројекције.

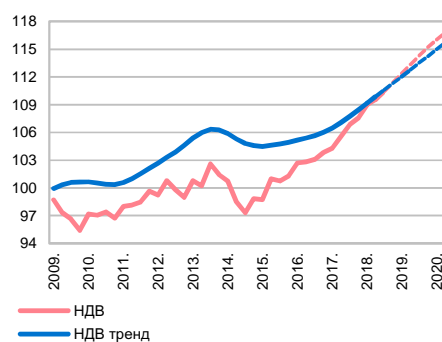
Графикон V.0.10. Пројекција инфлације (м.г. стопе, у %)



Извор: НБС.

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

Графикон V.0.11. Пројектовано кретање производног јаза (ТЗ 2008 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.



Процењујемо да се **трошкови сировина у производњи хране** налазе испод неутралног нивоа и да ће се ту задржати до краја ове године. Наиме, од претходне средњорочне пројекције, цене примарних пољопривредних производа знатно су смањене и у Србији, и у свету, што је условило пад трошкова у производњи хране. Иако је претпоставка пројекције, у складу с фјучерсима, да ће цене ових производа расти у наредном периоду, трошкови у производњи хране требало би да остану испод неутралног нивоа до краја ове године. Након тога, очекујемо њихов раст изнад неутралног нивоа, у складу с претпостављеним растом цена примарних пољопривредних производа на светском тржишту, које у највећој мери утичу на кретање цена ових производа на домаћем тржишту.

Када су у питању **регулисане цене**, њихов раст у досадашњем делу године стабилизовао се на релативно ниском, прошлогодишњем нивоу (2,9%). Међутим, због претпоставке да ће до краја године доћи до корекције цена природног гаса и струје, претпоставили смо, као и у претходној пројекцији, да ће регулисане цене у овој години расти по стопи од око 4%, чиме би се до краја године повећао њихов допринос м.г. инфлацији за 0,2 п.п. Раст регулисаних цена по истој стопи очекујемо и у наредне две године.



Главни дезинфлаторни утицај у наредној години доћи ће од високе базе код цена воћа и поврћа и нафтних деривата. **Цене групе воћа и поврћа** су протеклих месеци порасле више него што се очекивало, чиме су се поново нашле изнад неутралног нивоа. Стога у наредном периоду очекујемо пад њиховог доприноса инфлацији, уз могућност да он пређе у негативну зону у току наредне године. Због раста **светске цене нафте**, нафтни деривати су поскупели за око 8% у П1. Уколико се цена нафте буде стабилизовала у складу с претпоставкама пројекције, допринос нафтних деривата инфлацији требало би да се креће око текућег нивоа до краја ове године (0,5 п.п.), а затим да падне близу нуле до средине 2019, услед изласка поменутог овогодишњег поскупљења из м.г. обрачуна.

Када су у питању остале компоненте инфлације, м.г. раст **цена прехрамбених производа** (без воћа и поврћа) биће спорији него што смо очекивали. Он ће до средине наредне године наставити да се креће на садашњем нивоу (око 0,5% м.г.) захваљујући ниским трошковима сировина у производњи хране, док ће у супротном смеру деловати раст домаће тражње и слабљење дезинфлаторних притисака по основу јачања динара у претходном периоду, као и ниска база код цена свежег меса. Упркос извесном расту

последњих месеци, **непрехрамбена инфлација** се још увек налази на релативно ниском нивоу (1,3% м.г. у јуну). У наредном периоду очекујемо њен умерен раст, због раста агрегатне тражње и постепеног ишчежавања ефеката апрецијације динара у претходном периоду, али би она требало и даље да се креће испод 3% до краја периода пројекције.

Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације односи се пре свега на кретања на међународном робном и финансијском тржишту, а у одређеној мери и на раст регулисаних цена.

Када је у питању **међународно робно тржиште**, цене примарних производа у наредном периоду могле би бити и ниже и више од претпостављених, како због фактора на страни тражње, тако и због фактора на страни понуде. Када су у питању фактори на страни тражње, процењује се да су ризици за раст глобалне економије израженији наниже. Постојеће трговинске тензије могле би се негативно одразити на глобални раст, а тиме и на тражњу за примарним производима, пре свега **нафтом**. С друге стране, постоји могућност да ће се трговинске тензије смањити и да ће додатни негативни ефекти на глобални раст и тражњу за примарним производима изостати. Томе у прилог говори састанак председника Европске комисије и америчког председника крајем јула, на ком је постигнут договор о сарадњи на отклањању трговинских баријера између ЕУ и САД. Када су у питању фактори на страни понуде, они се у случају нафте односе пре свега на евентуалне проблеме у производњи због геополитичких тензија, као и могућег споразума земаља *ОПЕС*-а и других великих произвођача нафте о већем и/или временски дужем ограничавању понуде. С друге стране, слабије спровођење тог споразума и већи раст производње нафте у САД од очекиваног могли би резултирати падом светске цене нафте. Неизвесност на тржишту нафте је додатно појачана и бројним другим факторима понуде (санкцијама према Ирану, нестабилношћу у Венецуели, проблемом стабилности производње у Либији и сл.). Волатилност на светском тржишту нафте, која је била присутна у претходном периоду, вероватно ће бити настављена и у наредном периоду, при чему процењујемо да су ризици пројекције по овом основу симетрични.

У случају цена **примарних пољопривредних производа**, на страни понуде су неизвесни пре свега ефекти временских услова на производњу. Они су се већ негативно одразили на пшеницу у северној хемисфери, а пре свега врућине у северној Европи и

комбинација екстремних киша и суша у црноморском региону. Прогнозе за водеће европске произвођаче пшенице (Француску, Немачку, Велику Британију и Пољску) тренутно се ревидирају наниже. Почетком августа Европска комисија је саопштила да ће ублажити пољопривредну регулативу и убрзати исплате пољопривредницима како би ублажила негативне финансијске ефекте суше. Бојазан да би глобална понуда могла знатно пасти и изазвати кризу на тржишту хране као 2007/2008. утицала је на раст цене пшенице од половине јула. Раст цена је подржан и лошијим изгледима за производњу у Аустралији, где су усеви такође погођени сушом. С друге стране, поједини аналитичари сматрају да ће високе залихе из прошлогодишње успешне сезоне и супституција потрошње другим врстама житарица добрим делом надокнадити овај пад и ограничити раст цене пшенице. Такође, чињеница је да су у претходних неколико година цене примарних пољопривредних производа на светском тржишту расле мало, или су се чак смањивале, док су фјучерси предвиђали раст. Процењујући ризике по основу кретања цена примарних пољопривредних производа на светском тржишту, ценимо да су они благо асиметрични навише. Имамо пре свега у виду могућност да, због изразито неповољних временских услова, раст цена примарних производа на светском тржишту ипак буде нешто виши од очекиваног.

Ризици пројекције односе се и на кретања на **међународном финансијском тржишту**, пре свега у погледу карактера монетарних политика ФЕД-а и ЕЦБ-а, а последично и услова на међународном финансијском тржишту и односа између евра и долара. Због неизвесности у погледу економских изгледа, темпо нормализације монетарних политика водећих централних банака могао би бити спорији од очекиваног. Није искључена ни могућност додатних фискалних стимуланса, пре свега у зони евра, како би се подржао раст. С друге стране, ако би ФЕД и/или ЕЦБ убрзали нормализацију својих монетарних политика у односу на тржишна очекивања, то би могло водити повећању волатилности на финансијским тржиштима и негативно се одразити на портфолио улагања у земље у успону, укључујући и Србију. Имајући наведено у виду, ценимо да су ризици пројекције по овом основу симетрични.

У пројекцији смо користили претпоставку да ће **регулисане цене** ове и наредне године расти по стопи од око 4,0%. Међутим, имајући у виду да су регулисане цене у претходне две године расле мање од пројектованог нивоа, као и да до краја године могу

изостати повећања цена електричне енергије и гаса која смо у пројекцији претпоставили, сматрамо да су по овом основу ризици пројекције благо асиметрични наниже.

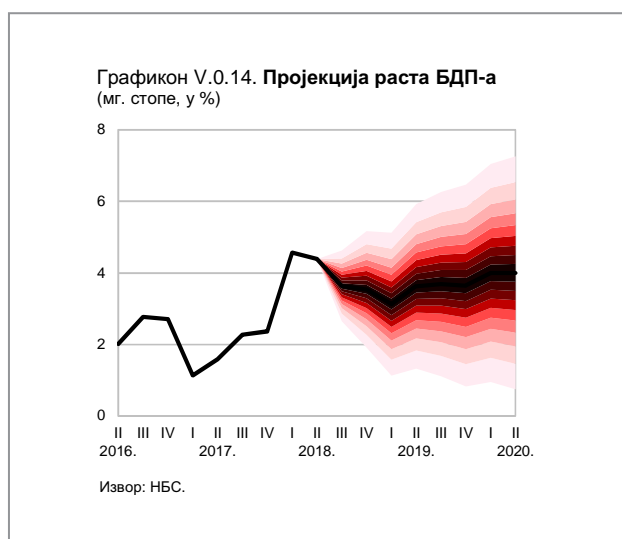
Ако узмемо све наведено у обзир, оцењујемо да су **ризички у погледу остварења пројекције инфлације симетрични.**

Одлуке о монетарној политици и у наредном периоду зависиће од процене утицаја домаћих фактора и фактора из међународног окружења на кретање инфлације у Србији. Имајући у виду да кључни ризици пројекције долазе из међународног окружења, Народна банка Србије ће наставити да пажљиво прати и анализира кретања на међународном финансијском тржишту и на тржишту примарних производа, посебно сирове нафте и примарних пољопривредних производа, као и да оцењује њихов утицај на економска кретања у Србији. Као и до сада, Народна банка Србије користиће све расположиве инструменте како би инфлација у средњем року остала ниска и стабилна, што ће, уз очување финансијске стабилности, доприносити одрживом привредном расту и јачању отпорности на екстерне неизвесности.

Пројекција БДП-а

Предузети напори у претходном периоду на обезбеђивању макроекономске стабилности и повољног пословног окружења наставили су позитивно да делују на привредни раст, који је од почетка 2018. убрзан изнад наших очекивања, на 4,5%. Прогнозу раста БДП-а за 2018. ревидирали смо на око 4%, што је за 0,5 п.п. више него у мајској пројекцији. На ревизију навише утицали су бржи раст грађевинарства и пољопривреде од очекиваног, посматрано с производне стране, тј. инвестиција, посматрано с расходне стране, које смо као позитивне ризике истицали и у мајској пројекцији. Прогноза раста БДП-а у 2019. остала је непромењена (3,5%), делом и због високе базе по основу бржег раста у 2018. Очекујемо да наставак спровођења реформи, које су садржане и у новом аранжману с ММФ-ом, обезбеди основу да динамика раста БДП-а од око 4% остане одржива и у средњем року.

Домаћа тражња, тј. инвестиције и потрошња домаћинства, требало би да остане главни покретач раста БДП-а у 2018. Повољан макроекономски амбијент и изгледи раста, наставак интензивног улагања у инфраструктуру и повољни финансијски



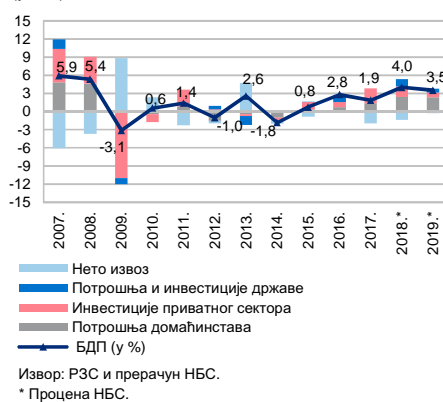
услови требало би да наставе позитивно да делују на инвестиције у основне фондове, које ће захваљујући динамичном расту повећати своје учешће у БДП-у ове године на 22% и обезбедити предуслове за одржив раст у средњем року. Поред тога, повољни услови задуживања, уз даљи раст расположивог дохотка по основу очекиваног раста зарада и запослености, као и постепени опоравак поверења потрошача, наставиће позитивно да делују на раст потрошње домаћинства.

Позитивни ефекти инвестиција из претходног периода³⁵ и даљи привредни раст у зони евра и земљама у окружењу требало би да наставе позитивно да делују на извоз робе и услуга и у 2018. Очекује се да извоз буде вођен прерађивачком индустријом, која је и од почетка 2018. наставила да привлачи релативно највећи део прилива по основу СДИ, као и даљим растом извоза услуга и пољопривредних производа. Као резултат одвијања новог инвестиционог циклуса и веће привредне активности, раст ће, по свему судећи, наставити да бележи и увоз опреме и репроматеријала, што ће у највећој мери одредити кретање укупног увоза робе и услуга. Поред тога, захваљујући даљем опоравку потрошње домаћинства, раст се очекује и код увоза потрошне робе, тако да би допринос нето извоза кретању БДП-а у 2018. требало да буде негативан.

Инвестиције у прерађивачку индустрију требало би да обезбеде повећање њених извозних потенцијала, што би, уз наставак позитивног деловања екстерне тражње по основу даљег раста у зони евра и земљама у окружењу, омогућило да она остане један од покретача привредног раста у 2018, посматрано са стране понуде. Поред прерађивачке индустрије, позитиван допринос расту БДП-а очекује се и од услужних сектора, на које ће се позитивно одражавати даљи раст домаће тражње, као и од сектора грађевинарства, захваљујући реализацији започетих и уговорених инфраструктурних пројеката и опоравку тржишта некретнина. У текућој години, раст БДП-а биће додатно подстакнут и опоравком пољопривреде, након лоше прошлогодишње сезоне.

Вођен сличним факторима као у 2018, раст БДП-а требало би да задржи сличну динамику и у средњем року. Посматрано с расходне стране, инвестиције и потрошња домаћинства требало би да остану главни покретачи раста, док би ефекти инвестиција у нове

Графикон V.0.15. Доприноси реалном расту БДП-а (у п.п.)



³⁵ Видети Осврт 2, стр 34.



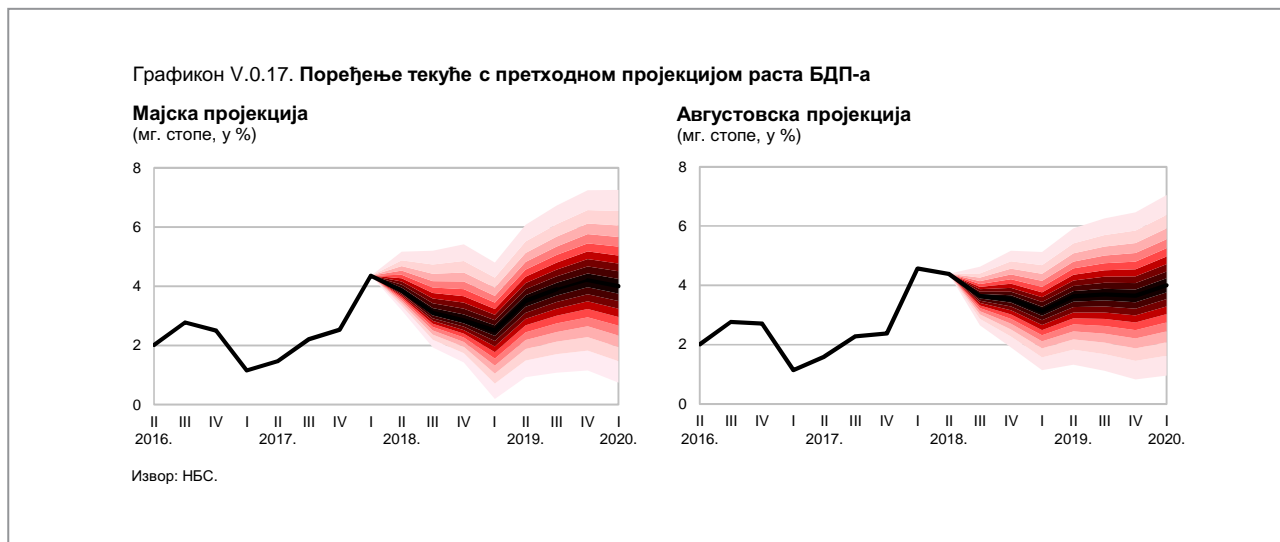
извозне пројекте и наставак раста екстерне тражње требало да допринесу бржем расту извоза и позитивном доприносу нето извоза кретању БДП-а. Инвестиције и екстерна тражња наставиће да подржавају раст прерађивачке индустрије, која би, уз услужне секторе, подстакнуте даљим опоравком домаће тражње, требало да пружи највећи допринос расту БДП-а у 2019, посматрано са стране понуде. Поред тога, позитиван допринос расту БДП-а очекује се и по основу наставка позитивних тенденција у грађевинарству.

Ризици пројекције БДП-а су, према нашој процени, симетрични и односе се пре свега на кретања у међународном окружењу, тј. темпо раста економске активности у зони евра и код осталих важних спољнотрговинских партнера, као и на кретања на међународном робном и финансијском тржишту. Ризици који потичу из домаћег окружења такође су симетрични и односе се на евентуално бржи или спорији раст у пољопривреди у односу на претпоставку коришћену у пројекцији, као и на темпо опоравка у енергетици.

И поред успоравања од почетка године, ЕЦБ очекује да ће раст у зони евра остати стабилан и широко распрострањен. Имајући то у виду, очекујемо да ће екстерна тражња и у наредном периоду остати значајан покретач раста нашег извоза и БДП-а. Евентуални бржи раст у зони евра и код осталих важних спољнотрговинских партнера по основу бржег глобалног раста додатно би подстакao раст тражње за нашим извозом, као и раст нашег БДП-а. С друге стране, ако би темпо раста у зони евра и на глобалном нивоу био успорен у наредном периоду, пре свега због могућег повећања протекционизма у међународној трговини и геополитичких тензија, то би могло да се прелије на мању екстерну тражњу и спорији раст БДП-а Србије.

Ризици пројекције тичу се и кретања цена примарних производа на светском тржишту, а пре свега нафте, примарних пољопривредних производа и основних метала. С обзиром на то да је Србија нето увозник нафте, евентуални наставак раста њене цене могао би се одразити на мањи расположиви доходак домаћинства и веће трошкове привреде, те да у одређеној мери успори привредни раст. С друге стране, Србији као нето извознику житарица и основних метала погодовао би наставак раста њихових цена на светском тржишту.

Поред канала екстерне тражње, Србија је изложена и деловању фактора који опредељују кретања на



међународном финансијском тржишту. Постепено смањивање експанзивности монетарне политике ФЕД-а могло би да утиче на повећање колебљивости у токовима капитала и међувалутним односима. Ипак, евентуални негативни ефекти по том основу требало би да буду ублажени и даље повољним монетарним условима у зони евра, с обзиром на најаве ЕЦБ-а да ће и након завршетка програма квантитативног попуштања наставити да реинвестира главницу доспелих ХоВ и да неће мењати референтну стопу најмање до краја лета 2019.

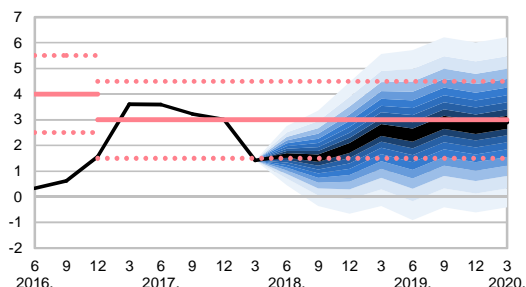
С обзиром на то да на пољопривредну производњу велики утицај имају временски услови, који се не могу у потпуности предвидети и који до краја сезоне могу утицати на остварене резултате култура које доспевају у наредном периоду, одступања у односу на претпостављени раст пољопривреде од око 11% и допринос расту БДП-а (0,8 п.п.) могућа су у оба смера. Слично томе, временски услови могу деловати и на брзину темпа даљег опоравка у сектору енергетике и у одређеној мери допринети бржем или споријем расту БДП-а.

Поређење и остварење пројекција инфлације

У поређењу с претходном, **нова средњорочна пројекција инфлације је привремено, до краја Т1 наредне године, на нешто вишем нивоу** због већег раста потрошачких цена у периоду од претходне пројекције, пре свега енергената и поврћа, који ће остати у мг. стопи инфлације наредну годину дана. **Након тога, па све до краја периода пројекције, она је на нижем нивоу** због више базе код цена воћа и поврћа, нижих трошкова у производњи хране, а у

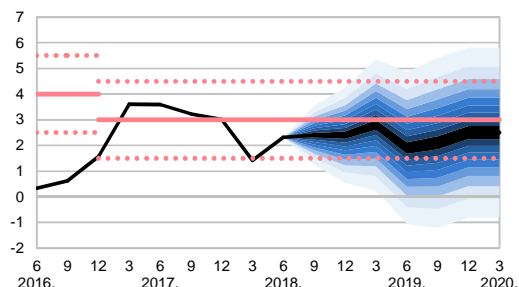
Графикон V.0.18. Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације

Мајска пројекција
(мг. стопе, у %)

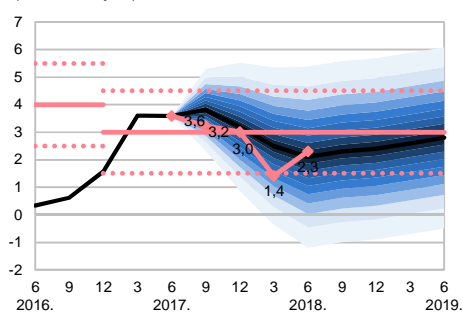


Извор: НБС.

Августовска пројекција
(мг. стопе, у %)



Графикон V.0.19. Остварење пројекције инфлације из августа 2017.
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

мањој мери и због наставка апрецијације динара према еврџу током Т2.

Цене поврха, супротно сезонски уобичајеном паду, повећане су током Т2, тако да у текућој пројекцији очекујемо да ће њихов раст на нивоу године бити већи од раста претпостављеног у претходној пројекцији. С обзиром на тенденцију враћања ових цена на неутралан ниво, у П2 следеће године пројектован је њихов већи мг. пад. У новој пројекцији су претпостављени нижи трошкови у производњи хране, због пада цена примарних пољопривредних производа у периоду од претходне пројекције, па су и цене хране на nižем нивоу у већем делу пројекције. У правцу ниже пројектоване инфлације делује и остварена апрецијација динара током Т2. Она се пре свега одражава на нижи ниво непрехрамбене инфлације у односу на претходну пројекцију. Супротно томе, цене нафтних деривата имају нешто бржи раст у новој пројекцији због већег раста у периоду од претходне пројекције услед раста светске цене нафте, као и претпоставке да ће њихов пад у наредном периоду бити спорији него што су на то указивали фјучерси у мајској пројекцији.

Инфлација се у протеклој години кретала у границама пројектованог распона из Извештаја о инфлацији објављеног у августу 2017, али углавном испод централне вредности пројекције, пре свега у Т1 2018. Разлог се у највећој мери налази у нижим увозним ценама израженим у динарима и ниским трошковима у производњи хране. У јуну 2018. инфлација се нашла близу централне вредности пројекције из августа 2017, тј. остварени раст потрошачких цена био је у складу с нашим очекивањима од пре годину дана.

Пројекције других институција

Период од претходног Извештаја о инфлацији карактерише побољшање пројекција кључних макроекономских показатеља Србије које су дале релевантне међународне институције.

Тако је ММФ знатно смањено своју пројекцију инфлације за ову и наредну годину на 1,6% и 2,6% (у поређењу са 2,7% и 3,0% од пре три месеца). ММФ је побољшао и пројекцију фискалног резултата за 2018, па тако сада, уместо дефицита од 0,3%, предвиђа суфицит од 0,6%. Након тога, од 2019. године ММФ предвиђа да ће Србија бити на циљаном дефициту од 0,5%, што ће обезбедити смањење учешћа јавног дуга на 50% БДП-а до 2021. и истовремено омогућити веће капиталне издатке у складу са инфраструктурним потребама.

Већи раст БДП-а Србије у 2018. очекује се према анкети агенцији Блумберг (3,5% уместо 3,0%), као и уравнотежен фискални резултат, за разлику од претходно очекиваног дефицита. Очекивања за буџетски дефицит смањена су и за 2019, на 0,3%, у поређењу са 0,5% у претходној анкети. Такође, *Consensus Forecast* је смањено своју пројекцију инфлације за ову и наредну годину (2,1% и 2,9%, у поређењу са 2,5% и 3,4%), а повећао пројекцију раста БДП-а за 2018. (на 3,4%, са 3,0%).

Табела V.0.3. Пројекције главних макроекономских показатеља за Србију

	2018.		2019.		2020.	
	Претходна	Нова	Претходна	Нова	Претходна	Нова
Инфлација (годишњи просек, у %)						
ММФ	2,7	1,6	3,0	2,6	3,0	3,0
Светска банка	3,0	-	3,0	-	3,0	-
Европска комисија	1,7	-	2,7	-	-	-
<i>Consensus Forecast</i>	2,5	2,1	3,4	2,9	-	-
Блумберг	2,3	2,3	3,0	3,0	3,2	3,2
БДП (%)						
ММФ	3,5	3,5	3,5	3,5	4,0	4,0
Светска банка	3,0	-	3,5	-	4,0	-
Европска комисија	3,3	-	3,5	-	-	-
<i>Consensus Forecast</i>	3,0	3,4	3,2	3,2	-	-
Блумберг	3,0	3,5	3,3	3,3	3,5	3,5
Фискални резултат (% БДП-а)						
ММФ	-0,3	0,6	-0,2	-0,5	-0,4	-0,5
Светска банка	-0,6	-	-0,5	-	-0,5	-
Европска комисија	0,6	-	0,5	-	-	-
<i>Consensus Forecast</i>	-	-	-	-	-	-
Блумберг	-0,5	0,0	-0,5	-0,3	-0,5	-0,5

Извор: ММФ (WEO април 2018. и *Country Report* јул 2018), Светска банка (RER март 2018), Европска комисија (*Spring Forecast* 2018), *Consensus Forecast* (април и јул 2018) и *Bloomberg Quarterly Survey* (април и јул 2018).

Табела А
Индикатори екстерне позиције Србије

	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	I 2018.	II 2018.
ПОКАЗАТЕЉИ ЕКСТЕРНЕ ЛИКВИДНОСТИ (у %)															
Девизне резерве / увоз робе и услуга (у месецима)	6,1	9,0	7,5	5,4	9,7	8,4	8,8	7,7	7,6	6,6	6,7	6,2	5,3	5,3	5,6 ¹⁾
Девизне резерве / краткорочни дуг	177,0	265,1	250,6	162,6	220,6	191,2	299,8	237,3	268,6	294,0	256,4	238,2	223,7	243,6	
Девизне резерве / БДП	23,3	36,9	32,7	24,2	34,6	33,6	36,1	34,5	32,7	29,7	31,0	29,5	27,1	27,1	28,7
Отплата дуга / БДП	5,0	10,3	10,3	10,7	12,8	12,0	12,4	13,0	13,4	14,2	11,8	13,0	11,6	10,0	
Отплата дуга / извоз робе и услуга	19,8	36,2	37,5	37,5	48,8	37,5	37,3	36,0	33,0	32,7	25,2	25,9	22,2	18,2	
ПОКАЗАТЕЉИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)															
Спољни дуг / БДП	59,3	58,5	59,0	62,3	72,7	79,0	72,2	80,9	74,8	77,1	78,3	76,5	69,7	67,5	
Краткорочни дуг / БДП	13,2	13,9	13,1	14,9	15,7	17,6	12,0	14,5	12,2	10,1	12,1	12,4	12,1	11,1	
Спољни дуг / извоз робе и услуга	234,9	205,7	214,3	218,9	276,9	247,1	216,5	223,6	184,0	177,7	166,8	152,4	132,6	128,5	
ПОКАЗАТЕЉИ ИЗЛОЖЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКОМ РИЗИКУ (у %)															
Девизне резерве / М1	290,3	356,1	306,7	300,4	393,4	416,6	429,6	402,1	330,4	278,1	250,2	207,3	176,2	191,4	195,8
Девизне резерве / примарни новац	169,8	179,5	173,8	140,7	190,5	196,4	207,6	197,9	199,9	196,6	193,7	196,6	185,0	202,1	209,4
СТЕПЕН ОТВОРНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ) / БДП															
	70,8	77,4	80,1	82,6	69,0	79,8	82,7	89,8	92,6	97,7	102,6	106,8	113,3	120,0	117,9 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	33.319	33.491	34.617	36.795	8.839	9.828 ³⁾
Спољни дуг	12.520	14.291	17.382	20.982	22.272	23.509	24.123	25.645	25.644	25.679	26.234	26.494	25.630	25.445	
Сервисирање спољног дуга	1.054	2.513	3.039	3.594	3.922	3.564	4.154	4.130	4.595	4.728	3.960	4.508	4.285	884	
Девизне резерве НБС	4.922	9.020	9.634	8.162	10.602	10.002	12.058	10.915	11.189	9.907	10.378	10.205	9.962	10.235	11.104
Краткорочни дуг ⁴⁾	951	968	1.044	1.832	1.852	1.758	612	455	196	99	303	676	888	852	
Биланс текућих трансакција	-1.779	-2.355	-5.474	-7.126	-2.032	-2.037	-3.656	-3.671	-2.098	-1.985	-1.234	-1.075	-2.090	-636	-366 ³⁾
КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ (промена рејтинга и изгледа)															
	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2017.	
	Јул/мај	Феб.	Јул	Март/дец.	Дец.	Нов.	Март	Авг.	Јул	Јан.	Дец.	Јан/март/јун/дец.	Март	Дец.	
S&P	BB-	BB-	BB-	BB-	BB-		BB	BB-				BB-		BB	
	/стабилан	/позитиван	/стабилан	/негативан	/стабилан		/стабилан	/негативан				/позитиван		/стабилан	
Fitch	BB-			BB-		BB-		BB-		V+	V+	BB-		BB	
	/стабилан			/негативан		/стабилан		/негативан		/стабилан	/позитиван	/стабилан		/стабилан	
Moody's									B1			B1		Ba3	
									/стабилан			/позитиван		/стабилан	

Методолошка објашњења:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

¹⁾ Према методологији ESA 2010.

²⁾ Процена НБС.

³⁾ По оригиналној рочности.

Напомене:

1. Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.

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

3. Од 1. јануара 2010. РЗС региструје извоз и увоз према општем систему трговине, који представља шири концепт и обухвата сву робу која улази на економску територију земље или је напушта, са изузетком робе која је у транзиту. Упоредиве податке РЗС је објавио за 2007, 2008. и 2009. годину. Претходне године су дате према специјалном систему трговине. Размена са 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 (461,6 млн евра), искоришћене у децембру 2009, док су из спољног дуга приватног сектора искључени кредити закључени пре 20. децембра 2000. по којима се не врше плаћања (934,8 млн евра, од чега се 402,0 млн евра односи на домаће банке, а 532,8 млн евра на домаћа предузећа).

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

Табела Б
Основни макроекономски индикатори

	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	I 2018.	II 2018.
Реални раст БДП-а (у %) ¹⁾	5,5	4,9	5,9	5,4	-3,1	0,6	1,4	-1,0	2,6	-1,8	0,8	2,8	1,9	4,6	4,4
Потрошачке цене (у % у односу на исти месец претходне године) ²⁾	17,7	6,6	11,0	8,6	6,6	10,3	7,0	12,2	2,2	1,7	1,5	1,6	3,0	1,4	2,3
Девизне резерве НБС (у млн евра)	4.922	9.020	9.634	8.162	10.602	10.002	12.058	10.915	11.189	9.907	10.378	10.205	9.962	10.235	11.104
Извоз робе и услуга (у млн евра) ³⁾	5.329	6.948	8.110	9.583	8.043	9.515	11.145	11.469	13.937	14.451	15.728	17.385	19.330	4.850	5.347 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	8,8	10,5	11,2	10,7	8,4 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	18.643	19.597	22.365	5.757	6.240 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	3,0	5,1	14,1	13,1	10,4 ⁶⁾
Текући рачун платног биланса ³⁾ (у млн евра)	-1.779	-2.355	-5.474	-7.126	-2.032	-2.037	-3.656	-3.671	-2.098	-1.985	-1.234	-1.075	-2.090	-636	-366 ⁶⁾
у % БДП-а	-8,4	-9,6	-18,6	-21,2	-6,6	-6,8	-10,9	-11,6	-6,1	-6,0	-3,7	-3,1	-5,7	-7,2	-3,7 ⁶⁾
Незапосленост по Анкети (у %) ⁷⁾	20,8	20,9	18,1	13,6	16,1	19,2	23,0	23,9	22,1	19,2 ⁷⁾	17,7	15,3	13,5	14,8	
Зараде (просечне за период, у еврима) ⁸⁾	210,4	257,8	347,1	402,0	337,8	331,8	372,5	366,1	388,5	379,8	367,9	374,5	383,9	414,5	420,9
Републички буџетски суфицит/дефицит (у % БДП-а) ⁴⁾	0,5	-1,7	-1,6	-1,7	-3,2	-3,4	-4,0	-5,9	-5,2	-6,3	-2,8	-0,2	0,8	0,6	
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а) ⁴⁾	1,2	-1,5	-1,9	-2,6	-4,4	-4,6	-4,8	-6,8	-5,5	-6,6	-3,7	-1,3	1,2	0,4	
Јавни дуг Републике Србије (централни ниво државе, у % БДП-а)	50,2	35,9	29,9	28,3	32,8	41,8	45,4	56,2	59,6	70,4	74,7	71,9	61,5	59,0	59,7
Курс динара према долару (просек у периоду)	66,87	67,03	58,39	55,76	67,47	77,91	73,34	88,12	85,17	88,54	108,85	111,29	107,50	96,34	99,22
Курс динара према долару (крај периода)	72,22	59,98	53,73	62,90	66,73	79,28	80,87	86,18	83,13	99,46	111,25	117,14	99,12	96,08	101,34
Курс динара према евра (просек у периоду)	82,99	84,11	79,96	81,44	93,95	103,04	101,95	113,13	113,14	117,31	120,73	123,12	121,34	118,43	118,17
Курс динара према евра (крај периода)	85,50	79,00	79,24	88,60	95,89	105,50	104,64	113,72	114,64	120,96	121,63	123,47	118,47	118,39	118,07
МЕМОРАНДУМ:															
БДП (у млн евра) ⁵⁾	21.103	24.435	29.452	33.705	30.655	29.766	33.424	31.683	34.263	33.319	33.491	34.617	36.795	8.839	9.828 ⁶⁾

¹⁾ У сталним ценама претходне године.

²⁾ Цене на мало до 2006. године.

³⁾ Од 2007. подаци о платном билансу (текући рачун, извоз и увоз робе и услуга) усклађени су са смерницама садржаним у Приручнику за израду платног биланса и међународне инвестиционе позиције бр. 6 ММФ-а (ВРМ6). Подаци за 2005. и 2006. приказани су према претходној методологији. Због прекида серије, за 2007. стопе раста извоза и увоза робе и услуга нису приказане. Од 1. јануара 2010. РЗС региструје извоз и увоз према општем систему трговине, који представља шири концепт и обухвата сву робу која улази на економску територију земље или је напушта, са изузетком робе која је у транзиту. Упоредиве податке РЗС је објавио за 2007, 2008. и 2009. годину. Претходне године су дате према специјалном систему трговине. Размена с Црном Гором регистрована је према припадајућим трансакцијама од 2003. године.

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

⁵⁾ Према методологији ЕСА 2010.

⁶⁾ Процена НБС.

⁷⁾ Нова методологија Анкете о радној снази од 2014. године.

⁸⁾ До 2017. године зараде се приказују по старој методологији. Од 2017. године зараде се објављују према новој методологији и на основу података Пореске управе. Зараде за Т2 2018. представљају просек два расположива месеца. За прерачун динарских зарада у евре коришћен је просечни курс RSD/EUR у посматраном периоду.

Напомене:

1. Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.
2. Извор за податак о стопи незапослености је Анкета о радној снази РЗС-а.
3. Извор за податак о јавном дугу је Министарство финансија.

Списак графикана и табела

Графикони

III.0.1.	Дистрибуција мг. стопа раста ИПЦ-а у јуну 2018.	23
III.0.2.	Кретање цена	24
III.0.3.	Допринос мг. стопи раста потрошачких цена	24
III.0.4.	Допринос тромесечној стопи раста произвођачких цена	25
III.0.5.	Домаћа инфлација и увозне цене	25
III.0.6.	Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред	25
III.0.7.	Перципирана и очекивана инфлација становништва	26
III.0.8.	Очекивана инфлација за две године унапред	27
IV.1.1.	Динарска ликвидност	29
IV.1.2.	Кретање каматних стопа	29
IV.1.3.	Крива приноса на међубанкарском тржишту новца	30
IV.1.4.	Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ	30
IV.1.5.	Стање продатих динарских државних ХоВ	30
IV.1.6.	Крива приноса на секундарном тржишту државних ХоВ	31
IV.1.7.	Кретање каматних стопа на динарске кредите и депозите привреди и становништву	31
IV.1.8.	Кретање каматних стопа на девизне кредите и депозите привреди и становништву	31
IV.1.9.	Показатељ премије ризика – <i>EMBI</i> по земљама	32
IV.1.10.	Приноси на еврообвезнице земаља у региону	32
IV.1.11.	Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала	33
IV.1.12.	Структура финансијског биланса	33
IV.1.13.	Кретање курса динара и евра према долару	36
IV.1.14.	Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту	36
IV.1.15.	Краткорочна волатилност курса динара према евр	36
IV.1.16.	Кретање курсева одређених националних валута према евр	37
IV.2.1.	Домаћи кредити немонетарном сектору и М3	37
IV.2.2.	Доприноси тромесечном расту М2, секторска структура	38
IV.2.3.	Кредитна активност и БДП	38
IV.2.4.	Структура новоодобрених кредита привреди	39
IV.2.5.	Утицај појединих фактора на промену кредитних стандарда у одобравању кредита и кредитних линија предузећима	39
IV.2.6.	Структура новоодобрених кредита становништву	40
IV.2.7.	Утицај појединих фактора на промену кредитних стандарда у одобравању кредита и кредитних линија становништву	40
IV.2.8.	Учешће динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву	41
IV.2.9.	Учешће <i>NPL</i> у укупним кредитима	41
IV.3.1.	Индекси цена непокретности <i>DOMex</i> и број прометованих непокретности	42
IV.3.2.	Индекси броја издатих дозвола новоградње	42
IV.4.1.	Доприноси мг. стопи раста БДП-а – расходна страна	43
IV.4.2.	Кретање компонената домаће тражње	43
IV.4.3.	Извоз и увоз робе и услуга	48
IV.4.4.	Кретање показатеља екстерне тражње за извозом Србије	48
IV.4.5.	Извоз услуга	48
IV.4.6.	Кретање главних компонената увоза	49
IV.4.7.	Робна размена у еврима	49
IV.5.1.	Кретање показатеља економске активности	50
IV.5.2.	Физички обим производње по гранама прерађивачке индустрије	50
IV.5.3.	Физички обим производње у енергетици и рударству	51
IV.5.4.	Показатељи грађевинске активности	51
IV.5.5.	Показатељи активности сектора услуга	51

IV.6.1.	Просечна номинална нето зарада	55
IV.6.2.	Номиналне нето зараде по делатностима	55
IV.6.3.	Структура мг. раста формалне запослености	56
IV.6.4.	Показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази	56
IV.6.5.	Очекиване нето стопе креирања послова (НСЗ) за 2018.	57
IV.7.1.	Доприноси дсз. стопи раста БДП-а зоне евра	58
IV.7.2.	Кретање БДП-а и показатеља економске активности зоне евра	58
IV.7.3.	Водећи показатељи сектора производње по земљама – <i>PMI Manufacturing</i>	59
IV.7.4.	Водећи економски показатељи у САД	59
IV.7.5.	Кретања на тржишту рада у САД	59
IV.7.6.	Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2018. и 2019. ММФ-а	60
IV.7.7.	Инфлација и циљ по земљама у јуну 2018.	61
IV.7.8.	Кретање хармонизованог индекса потрошачких цена по земљама	62
IV.7.9.	Дугорочна тржишна инфлациона очекивања у зони евра	62
IV.7.10.	Кретање референтних стопа по земљама	63
IV.7.11.	Остварена и очекивана референтна каматна стопа ФЕД-а	64
IV.7.12.	Имплицитна волатилност међународног финансијског тржишта	65
IV.7.13.	Принос на десетогодишње обвезнице по земљама	66
IV.7.14.	Кретање курсева одређених националних валута према долару	66
IV.7.15.	Кретање цена нафте и бакра	66
IV.7.16.	Индекс цена примарних производа	67
IV.7.17.	Индекс светских цена хране	67
V.0.1.	Индекс монетарних услова	69
V.0.2.	Реална каматна стопа	70
V.0.3.	Производни јаз	70
V.0.4.	Фискална кретања	71
V.0.5.	Претпоставка о инфлацији у зони евра	73
V.0.6.	Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент	74
V.0.7.	Претпоставка о кретању светских цена примарних пољопривредних производа	75
V.0.8.	Дефицит текућег рачуна и нето прилив СДИ	77
V.0.9.	Краткорочна пројекција инфлације	78
V.0.10.	Пројекција инфлације	79
V.0.11.	Пројектовано кретање производног јаза	79
V.0.12.	Утицај РМТП на кретање цена хране	80
V.0.13.	Пројекција компоненти инфлације	80
V.0.14.	Пројекција раста БДП-а	82
V.0.15.	Доприноси реалном расту БДП-а	83
V.0.16.	Претпоставка о кретању производног јаза за зону евра	84
V.0.17.	Поређење текуће с претходном пројекцијом раста БДП-а	85
V.0.18.	Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације	86
V.0.19.	Остварење пројекције инфлације из августа 2017.	86

Табеле

III.0.1.	Допринос мг. стопи раста потрошачких цена	23
III.0.2.	Раст потрошачких цена по компонентама	24
III.0.3.	Показатељи раста цена	25
IV.2.1.	Монетарни агрегати	37

Табеле

IV.4.1.	Кретање главних показатеља и извора потрошње домаћинства	44
IV.4.2.	Показатељи кретања инвестиција	44
IV.5.1.	Доприноси тромесечном расту БДП-а	49
IV.6.1.	Кретања формалне запослености и незапослености	55
IV.7.1.	Процена привредног раста по земљама	60
V.0.1.	Најважније претпоставке пројекције	72
V.0.2.	Фискална стратегија 2018–2020.	78
V.0.3.	Пројекције главних макроекономских показатеља за Србију	87
	Табела А. Индикатори екстерне позиције Србије	88
	Табела Б. Основни макроекономски индикатори	89

Графикони у освртима

O.1.1.	Ниска и стабилна инфлација	11
O.1.2.	Усидрена инфлациона очекивања за годину дана унапред	11
O.1.3.	Релативна стабилност девизног курса протеклих шест година	12
O.1.4.	Повећан ниво девизних резерви	12
O.1.5.	Каматне стопе на динарске кредите – на минимуму	13
O.1.6.	Снижене и каматне стопе на евроиндексиране кредите	13
O.1.7.	Снажан пад премије ризика Србије	13
O.1.8.	Повољнији финансијски резултат привреде	13
O.1.9.	Пад трошкова задуживања подстакао кредитну активност	14
O.1.10.	Пад учешћа <i>NPL</i> на најнижи ниво	14
O.1.11.	Повећана динаризација пласмана и депозита привреде и становништва и јавног дуга	16
O.1.12.	Раст динаризације депозита и кредита привреде и становништва	16
O.1.13.	Висока капитализација банкарског сектора	16
O.1.14.	Показатељи ликвидности српског банкарског сектора на високим и стабилним нивоима	16
O.1.15.	Референтна каматна стопа на минимуму	17
O.1.16.	Ублажавање монетарне политике спроведено је и кроз смањење девизне обавезне резерве	17
O.2.1.	Структура СДИ по областима прерађивачке индустрије	34
O.2.2.	Извоз, производња и запосленост у прерађивачкој индустрији	34
O.2.3.	Прилив СДИ у ауто-индустрију и извоз ауто-индустрије	35
O.2.4.	СДИ и извоз у одабраним областима прерађивачке индустрије	35
O.3.1.	Стопа нето добитка (после пореза) у изабраним секторима привреде	46
O.3.2.	Коефицијент обрта пословне имовине у изабраним секторима привреде	46
O.4.1.	Допринос пољопривреде кретању БДП-а	54
O.4.2.	Извозне перформансе у пољопривреди и производњи хране	54

Табеле у освртима

O.3.1.	Финансијски и пословни резултати сектора прерађивачке индустрије	47
O.4.1.	Очекивана пољопривредна производња у 2018.	53

Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе

2017. година

Датум	Референтна каматна стопа (на годишњем нивоу, у %)	Промена (у базним поенима)
12. јануар	4,00	0
14. фебруар	4,00	0
14. март	4,00	0
11. април	4,00	0
12. мај	4,00	0
8. јун	4,00	0
10. јул	4,00	0
10. август	4,00	0
7. септембар	3,75	-25
9. октобар	3,50	-25
9. новембар	3,50	0
7. децембар	3,50	0

2018. година

Датум	Референтна каматна стопа (на годишњем нивоу, у %)	Промена (у базним поенима)
11. јануар	3,50	0
8. фебруар	3,50	0
8. март	3,25	-25
12. април	3,00	-25
10. мај	3,00	0
7. јун	3,00	0
12. јул	3,00	0
9. август	3,00	0
6. септембар		
8. октобар		
8. новембар		
6. децембар		

Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије

Саопштење са седнице Извршног одбора, 7. 6. 2018.

На данашњој седници, Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је да референтну каматну стопу задржи на нивоу од 3,0%.

Доносећи такву одлуку, Извршни одбор је, пре свега, имао у виду очекивано кретање инфлације и њених фактора у наредном периоду, као и ефекте досадашњег ублажавања монетарне политике. Очекује се да ће се инфлација, након овогодишњег минимума у априлу од 1,1% међугодишње, постепено кретати ка циљу, али да ће до краја ове године остати ближе доњој граници циља. Приближавање инфлације централној вредности циља од 3,0% очекује се у другој половини 2019, пре свега по основу очекиваног раста тражње. Да ће инфлација у наредној години дана бити испод централне вредности циља, очекују и финансијски сектор (2,5%) и привреда (2,7%). За две године унапред, финансијски сектор, као и Народна банка Србије, очекује да ће инфлација бити на циљу од 3,0%, док привреда сматра да ће бити близу циља (2,8%).

Извршни одбор је констатовао да су се у овој години убрзали кредитна активност и привредни раст. Очењено је да је привредни раст у највећој мери вођен инвестицијама, које ће у наредном периоду подржавати диверсификован раст извозно оријентисаних области привреде.

Извршни одбор је имао у виду да неизвесност на међународном робном тржишту и даље налаже опрезност у вођењу монетарне политике, пре свега по основу кретања цене нафте, која је од средине прошле године знатније повећана. Ипак, према фјучерсима и оценама релевантних међународних институција, не очекује се даљи раст цене нафте на светском тржишту, већ њена стабилизација до краја године, а затим и пад током 2019. Неизвесност је присутна и по основу променљивог кретања цена пољопривредних производа на светском тржишту, као и утицаја временских услова на домаћу производњу и цене воћа и поврћа. Такође, инфлација у зони евра, нашем најзначајнијем трговинском партнеру, повећана је у мају на 1,9%. Међутим, процењује се да је раст инфлације у зони евра привремен и последица је виших цена енергената, док се њен трајнији повратак на циљ очекује у наредним годинама. Опрезност у вођењу монетарне политике и даље је потребна и због различитих монетарних политика Система федералних резерви и Европске централне банке, и неизвесности у погледу динамике њихове нормализације у наредном периоду. Поред тога, неизвесност на међународним тржиштима последица је и геополитичких тензија. Ипак, Извршни одбор истиче да је отпорност наше привреде на евентуалне негативне утицаје из међународног окружења повећана захваљујући повољним макроекономским кретањима и повољнијим изгледима за наредни период.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће бити донета одлука о референтној каматној стопи одржаће се 12. јула 2018.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 12. 7. 2018.

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је на данашњој седници да референтну каматну стопу задржи на нивоу од 3,0 одсто.

Доносећи такву одлуку, Извршни одбор је, пре свега, имао у виду очекивано кретање инфлације и њених фактора у наредном периоду, као и ефекте досадашњег ублажавања монетарне политике. Након овогодишњег минимума у априлу, инфлација се, очекивано, постепено креће ка циљу и у јуну је износила 2,3%. Кретање инфлације у границама циља требало би да се настави до краја периода пројекције, тј. у наредне две године. На таква очекивања указује и базна инфлација, која се у последња четири месеца креће на минимуму од око 0,8% међугодишње. Такође, инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде и даље су ниска и усидрена око циља од 3%, и за годину дана, и за две године унапред.

Извршни одбор је констатовао да се привредни раст убрзава, уз висок допринос инвестиција, које ће у наредном периоду подржавати диверсификован раст извозно оријентисаних области привреде. Раст инвестиција подржан је повољним условима финансирања и растом кредитне активности, као и приливом страних директних инвестиција, које више него у пуној мери покривају дефицит текућег рачуна платног биланса и доприносе његовом смањењу у средњем року.

Извршни одбор сматра да је опрезност у вођењу монетарне политике и даље потребна, пре свега због неизвесности на међународном робном и финансијском тржишту. Кретање светске цене нафте и даље је волатилно, иако се према фјучерсима очекује стабилизација до краја 2018, а затим и нешто нижи ниво до краја 2019. године. Због актуелног раста цена нафте очекује се и нешто виша инфлација у међународном окружењу. Такође, очекује се наставак нормализације монетарних политика водећих централних банака, Система федералних резерви САД и Европске централне банке, што би могло негативно да се одрази на токове капитала према земљама у успону. Поред тога, уз присутне геополитичке тензије, неизвесност постоји и по питању јачања трговинских тензија и могућих ефеката на раст светске економије и волатилност на робним и финансијским тржиштима. Ипак, Извршни одбор истиче да је отпорност наше привреде на евентуалне негативне утицаје из међународног окружења повећана захваљујући повољним макроекономским показатељима и изгледима за наредни период.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће бити донета одлука о референтној каматној стопи одржаће се 9. августа 2018.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 9. 8. 2018.

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је на данашњој седници да референтну каматну стопу задржи на нивоу од 3,0%.

Доносећи такву одлуку, Извршни одбор је имао у виду, пре свега, очекивано кретање инфлације и њених фактора у наредном периоду, као и ефекте досадашњег ублажавања монетарне политике. Након овогодишњег минимума у априлу, инфлација се, очекивано, вратила у границе циља и у јуну је износила 2,3% међугодишње. И према августовској централној пројекцији, очекујемо да ће се међугодишња инфлација и у наредне две године кретати у границама циља. До краја 2019. инфлација ће највероватније бити испод централне вредности циља, с тим да ће јој се привремено приближити у првим месецима наредне године због ефекта ниске базе с почетка ове године. Инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде и даље су ниска и усидрена око циља од 3% и за годину и за две године унапред.

Извршни одбор је оценио да ефекти претходног ублажавања монетарне политике доприносе привредном расту, који се убрзава и који је, према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, у првој половини ове године износио 4,5% међугодишње. Према оцени Извршног одбора, висок допринос привредном расту потиче од инвестиција, које ће у наредном периоду омогућити наставак распрострањеног раста извозно оријентисаних области привреде. Раст инвестиција подржан је повољним условима финансирања и растом кредитне активности, као и приливима страних директних инвестиција, које више него у пуној мери покривају дефицит текућег рачуна платног биланса и доприносе његовом смањењу у средњем року.

Извршни одбор сматра да је опрезност у вођењу монетарне политике и даље потребна, пре свега због неизвесности на међународном робном и финансијском тржишту. Кретање светске цене нафте и даље је волатилно, иако се, према фјучерсима, очекује стабилизација до краја 2018, а затим и нешто нижи ниво до краја 2019. године. Због раста цена нафте очекује се и нешто виша инфлација у међународном окружењу ове године. Такође, очекује се наставак нормализације монетарних политика водећих централних банака, Система федералних резерви САД и Европске централне банке, што би могло негативно да се одрази на токове капитала према земљама у успону. Поред тога, неизвесност постоји и у погледу геополитичких и трговинских тензија и могућих ефеката на раст светске економије и волатилност на робним и финансијским тржиштима. Ипак, Извршни одбор истиче да је отпорност наше привреде на евентуалне негативне утицаје из међународног окружења повећана захваљујући повољнијим макроекономским показатељима и изгледима за наредни период.

На данашњој седници Извршни одбор је усвојио августовски Извештај о инфлацији, који ће јавности бити представљен 15. августа. Том приликом биће детаљно образложене одлуке монетарне политике и макроекономска кретања која их опредељују.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће бити донета одлука о референтној каматној стопи одржаће се 6. 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