



Народна банка Србије

2016
НОВЕМБАР

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

2016
носембар

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.

Новембарски *Извештај о инфлацији* размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 10. новембра 2016. године.

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

Извршни одбор Народне банке Србије:

Јоргованка Табаковић, гувернер

Ана Глигоријевић, вицегувернер

Веселин Пјешчић, вицегувернер

Диана Драгутиновић, вицегувернер

Ђорђе Јевтић, директор Управе за надзор над финансијским институцијама

**СКРАЋЕНИЦЕ КОРИШЋЕНЕ
У ОВОМ ИЗВЕШТАЈУ**

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

Не наводе се друге општепознате скраћенице.

Садржај

I. Резиме	1
II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији	7
<i>Осврт 1: Снижење циља за инфлацију на $3,0 \pm 1,5\%$ од 2017. године</i>	9
III. Кретање инфлације	11
IV. Детерминанте инфлације	17
1. Кретања на финансијском тржишту	17
2. Новац и кредити	24
3. Тржиште непокретности	29
4. Агрегатна тражња	31
<i>Осврт 2: Ауто-индустрија – покретач раста индустрије и извоза Србије</i>	36
5. Економска активност	38
<i>Осврт 3: Утицај нове пољопривредне сезоне на БДП</i>	41
6. Кретања на тржишту рада	43
7. Међународно окружење	45
V. Пројекција инфлације	53
<i>Осврт 4: Повољна фискална кретања и смањење јавног дуга</i>	66
Табела А Индикатори екстерне позиције Србије	68
Табела Б Основни макроекономски индикатори	69
Списак графикана и табела	70
Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе	73
Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије	74

I. Резиме

Инфлаторни притисци су остали ниски и у трећем тромесечју 2016. Томе су допринели већина домаћих фактора, задржавање ниских трошковних притисака по основу цена нафте и примарних пољопривредних производа на светском тржишту, као и ниска инфлација у међународном окружењу, посебно у зони евра. На нивоу тромесечја, раст потрошачких цена био је нижи од наших очекивања изнетих у претходном извештају и износио је 0,2%. То је у највећој мери последица израженијег пада цена воћа и поврћа услед добрих временских услова, као и мањег од очекиваног раста цена свежег меса, пре свега због њиховог пада у септембру, који је био већи него што се очекивало. Као последица ниске базе код нафтних деривата и непрерађене хране, с једне стране, и изласка из обрачуна прошлогодишњег поскупљења електричне енергије, с друге стране, међугодишња инфлација је незнатно виша него на крају претходног тромесечја и у септембру је износила 0,6%. Кретање испод доње границе циља наставила је и базна инфлација (1,6% у септембру).

Изгледи за привредни раст зоне евра, нашег главног спољнотрговинског партнера, за наредну годину ипак су повољнији него пре три месеца услед мањих негативних ефеката Брежита од првобитно очекиваних. Неизвесност на међународном финансијском тржишту и даље постоји у погледу будућих мера монетарне политике водећих централних банака, тј. њиховог могућег утицаја на глобалне токове капитала. Истичући да мере монетарне политике предузете од јуна 2014. пружају ефикасну подршку опоравку привреде зоне евра, Европска централна банка није мењала висину референтне каматне стопе, као ни програм куповине активе. Међутим, током октобра је повећана нестабилност на европском финансијском тржишту, јер су тржишни учесници очекивали да ће трајање програма куповине активе бити продужено до септембра 2017. године. Неизвесност на међународном робном тржишту постојала је у погледу кретања цене нафте, која је крајем трећег тромесечја забележила раст у светлу најаве водећих светских произвођача о ограничавању производње. Ипак, тај раст се није одржао у октобру.

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

Кретања у међународном окружењу у периоду од претходног Извештаја о инфлацији обележили су повољнији изгледи за раст зоне евра у 2017. години, раст светске цене нафте крајем трећег тромесечја и даље присутна неизвесност у погледу будућих мера монетарне политике водећих централних банака.

Након снижења у јулу, Извршни одбор је у наредним месецима задржао референтну каматну стопу на нивоу од 4,0%.

Након што је смањена у јулу на 4,0%, референтна каматна стопа Народне банке Србије није мењана у наредним месецима. Такве одлуке Извршни одбор је донео имајући у виду пројектовано кретање инфлације и очекиване ефекте дотадашњег смањења референтне каматне стопе на кретање инфлације у наредном периоду, као и поменути неизвесност у међународном окружењу. Ипак, оцењено је да постигнуто одрживо смањење унутрашње и спољне неравнотеже повећава отпорност домаће привреде на спољне потресе. О томе сведочи и знатан пад премије ризика земље током трећег тромесечја. Поред смањења унутрашње и спољне неравнотеже и повољнијих изгледа за наредни период, њеном паду допринеле су и позитивна оцена Међународног монетарног фонда о успешном завршетку четврте и пете ревизије стендбај аранжмана из предострожности и релативно брза стабилизација међународног финансијског тржишта након Брежита.

Од јула преовладавају апрецијацијски притисци, уз раст тражње нерезидената за хартијама од вредности Републике Србије.

У условима наставка смањења спољнотрговинске и фискалне неравнотеже и пада премије ризика земље, повећано интересовање нерезидената за куповину динарских државних хартија од вредности подстакло је апрецијацијске притиске на динар, поготово почетком тромесечја. Краткорочни апрецијацијски притисци су ублажавани интервенцијама Народне банке Србије куповином девиза. На крају октобра вредност динара према еврџу била је готово непромењена у односу на крај јуна.

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

Захваљујући ублажавању монетарне политике у претходном периоду и наставку фискалног прилагођавања, трошкови задуживања државе додатно су смањени током трећег тромесечја. Истовремено, досадашње ублажавање монетарне политике, ниске каматне стопе у зони евра, пад премије ризика и појачана конкуренција међу банкама одражавају се на ниже каматне стопе на нове кредите (за 0,5 процентних поена), пре свега привреди. Поменути фактори, као и убрзање економске активности, доприносе даљем расту кредитне активности и убрзању њеног међугодишњег раста на 4,3% у септембру. Додатно, у понуди банака појавили су се стамбени кредити у динарима с роком отплате до 30 година и каматном стопом испод 5%, што представља још једну потврду остварених резултата монетарне политике и постигнуте макроекономске стабилности.

Кључан допринос знатном смањењу фискалне неравнотеже које је забележено у протекле две године дале су мере штедње на расходној страни буџета, али све већи допринос у овој години дају и већи приходи, пре свега због боље наплате пореза, али и убрзанијег привредног раста. Консолидовани буџетски дефицит за девет месеци ове године износио је око 0,1% бруто домаћег производа, наспрам 1,8% бруто домаћег производа у истом периоду прошле године. Притом, уколико се изузму расходи за камате, на нивоу опште државе остварен је суфицит од 3,5% бруто домаћег производа. Током октобарске мисије представници Међународног монетарног фонда позитивно су оценили економске перформансе и надмашивање фискалних циљева, а пројектовани дефицит за 2016. смањен је на 2,1% бруто домаћег производа. Знатни фискални напори обезбеђују одрживост јавног дуга, чије се учешће у бруто домаћем производу смањује у 2016, први пут од 2008. године.

Због знатно бржег раста извоза од увоза робе и услуга спољнотрговинска неравнотежа наставила је да се смањује и у девет месеци ове године дефицит текућег рачуна у односу на исти период претходне године нижи је за преко 20% и више него у пуној мери покривен нето приливом страних директних инвестиција. Захваљујући унапређењу пословног окружења и структурним реформама, нето прилив страних директних инвестиција у 2016. биће на нивоу прошлогодишњег и задржаће релативно високо учешће у бруто домаћем производу од око 5,2%. Процењујемо да ће се учешће дефицита текућег рачуна у бруто домаћем производу ове године смањити за око 0,6 процентних поена, на 4,1% бруто домаћег производа.

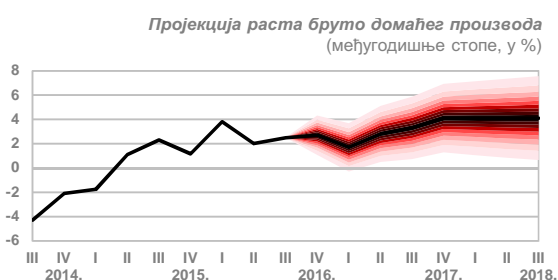
Успешна пољопривредна сезона, уз наставак повољних тенденција у индустрији и грађевинарству, утицала је на то да раст економске активности у трећем тромесечју превазиђе наша очекивања и да, према нашој процени, буде за 0,5% виши него у претходном тромесечју, односно за 2,5% него у истом периоду претходне године. Физички обим индустријске производње је убрзан на 3,6% међугодишње, при чему је највећи допринос дала прерађивачка индустрија, која је наставила да бележи раст у две трећине области захваљујући активацији ранијих инвестиција, нижим трошковима пословања и економском опоравку зоне евра. Такође, завршетак

Захваљујући одличним резултатима фискалне консолидације, пад учешћа јавног дуга у бруто домаћем производу отпочет је ове године, годину дана раније од претходних очекивања.

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

Раст економске активности у трећем тромесечју превазишао је наша очекивања и, према нашој процени, био је за 0,5% виши него у претходном тромесечју, односно за 2,5% него у истом периоду претходне године.

Опоравак економске активности требало би да се убрза у овој години на око 2,7%, а у 2017. на око 3,0%, као и да буде вођен инвестицијама, извозом, али и опоравком финалне потрошње.



О поправљању пословног и инвестиционог амбијента у Србији сведочи и остварен напредак на међународним листама конкурентности.

Знатно поправљање макроекономских фундамената и изгледа за наредни период и постигнута ценовна стабилност омогућили су снижавање циљане стопе инфлације на $3,0\% \pm 1,5$ процентних поена од 2017.

ремонта на појединим електроенергетским постројењима утицао је на раст физичког обима производње у секторима рударства и снабдевања електричном енергијом, гасом и паром. Посматрано с расходне стране, процењујемо да је раст бруто домаћег производа у трећем тромесечју вођен инвестицијама, а позитиван допринос потекао је и од нето извоза. С друге стране, потрошња домаћинства је, након четири тромесечја раста, стагнирала.

Према нашој процени, бруто домаћи производ ће у овој години порасти за око 2,7% захваљујући одличној пољопривредној сезони, повољнијим кретањима у прерађивачкој индустрији, грађевинарству и појединим услужним секторима, а затим убрзати раст у 2017. на око 3%. Након тога очекује се даље убрзање привредног раста. Посматрано с расходне стране, раст бруто домаћег производа и у 2017. биће пре свега вођен инвестицијама услед наставка интензивне реализације инфраструктурних пројеката и повољнијег инвестиционог амбијента, коме доприносе и нижи трошкови пословања по основу камата на постојеће кредите и нижа цена новог задуживања. Позитиван допринос очекује се и од финалне потрошње, на шта ће утицати очекивани раст запослености и зарада у приватном сектору, виши расположиви доходак по основу нижих трошкова кредитирања, а у одређеној мери и најављено повећање минималне зараде, плата у јавном сектору и пензија. Допринос нето извоза такође ће остати позитиван и у 2017. години.

Да је пословни и инвестициони амбијент у Србији знатно поправљен, потврђује и напредак Србије на листи Светске банке о условима пословања (*Doing Business 2017*), другу годину заредом. Србија се у овој години налази међу десет земаља које су највише побољшале услове пословања, јер је остварила напредак на листи за седам места, са 54. на 47. позицију. Према најновијем Извештају о конкурентности Светског економског форума за 2016, Србија је највећи напредак постигла у оквиру показатеља макроекономског окружења, где је напредовала за 22 позиције, при чему у оквиру овог стуба, као и прошле године, по оствареној инфлацији Србија заузима прву позицију, коју дели с још 35 земаља.

Знатно поправљање макроекономских фундамената и изгледа за наредни период, а првенствено одрживо смањење спољне и унутрашње неравнотеже, као и ризика улагања у Србију, које је постигнуто успешном

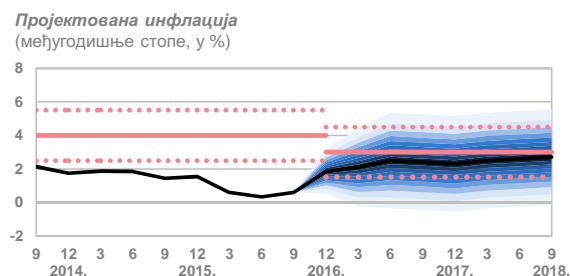
координацијом монетарне и фискалне политике, главни су разлог снижења циљане стопе инфлације почев од 2017. године на $3,0\% \pm 1,5$ процентних поена. Важан фактор који је омогућио промену циља јесу и инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде, која су снижена на ниво новог циља и већ дужи период релативно стабилна, што је истовремено потврда већег кредибилитета монетарне политике Народне банке Србије.

Према нашој централној пројекцији, међугодишња инфлација ће у наредним месецима отпочети раст, а у границе новог циља ($3,0\% \pm 1,5$ процентних поена) ући ће почетком следеће године. Након тога, до краја периода пројекције требало би да настави да се креће у оквиру граница циља. На повећање инфлације деловаће ниска база код цена нафтних деривата и постепен раст агрегатне тражње у Србији, као и инфлације у међународном окружењу, док ће је ниски трошкови сировина у производњи хране, као резултат добре овогодишње пољопривредне сезоне и даљег појефтинјења примарних пољопривредних производа током трећег тромесечја, успоравати. Ризици остварења пројекције инфлације су симетрични и односе се пре свега на даља кретања на светским робним и финансијским тржиштима, а у одређеној мери и на раст регулисаних цена следеће године.

Нова пројекција инфлације за 2017. нижа је у односу на пројекцију објављену у августовском Извештају о инфлацији, док је распон пројекције остао симетричан. Нижа пројекција инфлације последица је пре свега ревизије наниже претпоставке о кретању цена примарних пољопривредних производа на светском тржишту и нижег раста регулисаних цена ове године од претпостављеног, који у обрачуну међугодишње инфлације остаје у наредној години дана.

И у наредном периоду одлуке о монетарној политици Народне банке Србије зависиће од процене Извршног одбора у погледу јачине (дез)инфлаторног утицаја фактора инфлације, пре свега оних који долазе из међународног окружења. У складу с тим, Народна банка Србије ће наставити пажљиво да прати кретања на домаћем тржишту и кретања светских цена примарних производа, као и дешавања на светском финансијском тржишту.

Према нашој новој пројекцији, међугодишња инфлација ће у границе новог циља ($3,0\% \pm 1,5$ процентних поена) ући почетком следеће године.



Нижа текућа пројекција последица је пре свега ревизије наниже претпоставке о кретању цена примарних пољопривредних производа на светском тржишту и нижег раста регулисаних цена ове године од претпостављеног.

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

II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији

Након смањења на 4,0% у јулу, Извршни одбор Народне банке Србије у наредним месецима није мењао висину референтне каматне стопе.

Такве одлуке Извршни одбор је донео имајући у виду пројектовано кретање инфлације и очекиване ефекте дотадашњег смањења референтне каматне стопе на кретање инфлације у наредном периоду, као и неизвесност у међународном окружењу. Неизвесност је посебно била изражена у погледу кретања цене нафте, као и мера монетарне политике ФЕД-а и ЕЦБ-а и, отуда, глобалних токова капитала.

Доносећи одлуку у новембру да не мења висину референтне каматне стопе, Извршни одбор је, поред осталог, имао у виду и чињеницу да је циљана стопа инфлације снижена на 3,0% ± 1,5 п.п. од 2017. године захваљујући знатно бољим макроекономским перформансама и изгледима за наредни период.

Основу за доношење одлука о монетарној политици у периоду од августовског Извештаја о инфлацији представљала је августовска пројекција инфлације, према којој се повратак инфлације у границе циља очекивао током П1 2017. године, а потом стабилизација у границама циља до краја периода пројекције. Такво кретање инфлације очекивало се као резултат ниске базе код цена нафтних деривата, постепеног раста агрегатне тражње у Србији, као и постепеног повећања инфлације у међународном окружењу. С друге стране, очекивало се да ће је ниски трошкови у производњи хране још неко време успоравати. Ризици остварења августовске пројекције инфлације били су симетрични и односили су се првенствено на даље кретање светских цена примарних производа и дешавања на међународном финансијском тржишту, а у одређеној мери и на раст регулисаних цена. Када је реч о економској активности, захваљујући повољнијим кретањима у прерађивачкој индустрији, грађевинарству и појединим услужним секторима, очекивало се да ће БДП у 2016. убрзати раст на 2,5%, што је била горња граница претходне пројекције у мају. У наредној, 2017. години, очекивало се убрзање раста БДП-а на око 3%.

Узимајући у обзир такве пројекције инфлације и БДП-а и разматрајући нове информације о кретањима у земљи и међународном окружењу, Извршни одбор Народне банке Србије **од августа до новембра није мењао висину референтне каматне стопе (4,0%)**. Такве одлуке Извршни одбор је донео имајући у виду пре свега очекиване ефекте дотадашњег смањења референтне каматне стопе на кретање инфлације у наредном периоду, као и неизвесност на међународном робном и финансијском тржишту.

Наиме, Извршни одбор је очекивао да ће ефекти претходног ублажавања монетарне политике, уз опоравак домаће тражње и инфлације у међународном окружењу, допринети повратку инфлације у границе циља средином наредне године и, након тога, њеном кретању унутар тих граница.

Такође, и даље присутна неизвесност на међународном робном тржишту и очекивани опоравак цене нафте на светском тржишту налагали су опрезну монетарну политику Народне банке Србије у овом периоду. Цена нафте на светском тржишту почела је да се опоравља у светлу најаве водећих светских произвођача да ће ограничити

производњу, што би уз ефекат ниске базе код цена нафтних деривата требало да допринесе постепеном расту мг. инфлације у наредном периоду.

На опрезност монетарне политике упућивала је и неизвесност на међународном финансијском тржишту у погледу будућих мера монетарне политике водећих централних банака и њихов могући утицај на глобалне токове капитала. Кључна питања за инвеститоре на међународном финансијском тржишту односила су се на динамику нормализације монетарне политике ФЕД-а, али и на процес изласка Велике Британије из ЕУ и наставак програма куповине обвезница ЕЦБ-а. Иако је више био регионални него глобални шок, Брегзит је повећао макроекономску неизвесност у зони евра, нашем најважнијем трговинском партнеру.

Упркос неизвесности у међународном окружењу, поправљање домаћих перформанси било је подстицајно за спровођење монетарне политике. Због тога је за монетарну политику Народне банке Србије посебно важно то што се успешно спровођење фискалне консолидације и структурних реформи наставља, као и смањење спољне неравнотеже. Тиме се повећава отпорност домаће привреде на потенцијално негативне утицаје из међународног окружења. Одвијање тог процеса потврђује и знатан пад премије ризика земље, која се током септембра спустила на најнижи ниво у последњих девет година. Поред тога, висок ниво девизни резерви даје сигурност да се потенцијални негативни ефекти волатилности краткорочних токова капитала могу ефикасно спречити.

Доносећи одлуку у новембру да не мења висину референтне каматне стопе, Извршни одбор је имао у

виду пројекцију инфлације и ефекте претходног ублажавања монетарне политике на њено кретање у наредном периоду, као и то да је **циљана стопа инфлације снижена на 3,0% ± 1,5 п.п. од 2017. године** захваљујући знатно бољим макроекономским перформансама и изгледима за наредни период. Извршни одбор је истакао да би мг. инфлација у наредним месецима требало да отпочне постепено раст и да се у границе новог циља врати почетком следеће године, а након тога да се креће у тим границама.

Таквом кретању инфлације требало би да допринесу ефекти претходног ублажавања монетарне политике и опоравак домаће тражње, као и постепено раст светске цене нафте и инфлације у међународном окружењу. С друге стране, захваљујући доброј пољопривредној сезони, додатни пад цена примарних пољопривредних производа на светском и домаћем тржишту и последично ниски трошкови у производњи хране још неко време ће деловати дезинфлаторно.

На опрезност монетарне политике и даље упућује неизвесност на међународном финансијском тржишту у погледу будућих мера ФЕД-а и ЕЦБ-а и њиховог могућег утицаја на глобалне токове капитала. Ипак, као што је Извршни одбор констатовао, успешно спровођење фискалне консолидације и структурних реформи и смањење спољне неравнотеже повећавају отпорност домаће економије на потенцијално негативне утицаје из међународног окружења. То потврђују позитивна оцена ММФ-а након октобарске посете, пад премије ризика земље и напредак на међународним листама конкурентности услед унапређења пословног и инвестиционог амбијента.

Осврт 1: Снижење циља за инфлацију на $3,0\% \pm 1,5$ п.п. од 2017. године

У новембру ове године Народна банка Србије и Влада Републике Србије сагласиле су се да се циљана стопа инфлације за 2017. и 2018. годину снизи за 1,0 п.п., тј. на $3,0\% \pm 1,5$ п.п.¹

Главни разлог за ревизију циља наниже је знатно поправљање макроекономских фундамената и изгледа за наредни период, а пре свега одрживо смањење спољне и унутрашње неравнотеже, као и ризика улагања у Србију. То је постигнуто успешном координацијом монетарне и фискалне политике, као и одличним резултатима фискалне консолидације. Добро одмерене мере монетарне политике и пуна координација с мерама фискалне политике определили су да инфлација у Србији у протекле три године буде на ниском и стабилном нивоу, који је упоредив с развијеним земљама и конзистентан с новим циљем.

Графикон О.1.1. Циљеви за инфлацију
(мг. стопе, у %)



Важан разлог за промену циља су и снижена и већ дужи период релативно стабилна инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде, што је истовремено потврда већег кредибилитета монетарне политике Народне банке Србије. Наиме, ти сектори очекују да ће се мг. инфлација у наредне две године кретати између 2,0% и 3,0%, што је близу новог циља и олакшава његово постизање. Уопште, највећи изазов при снижавању циља јесте управо прилагођавање инфлационих очекивања, а у нашем случају то је већ остварено.

Поред тога, раст регулисаних цена знатно је спорији од раније очекиваног. Док су регулисане цене до 2013. расле по стопи од око 10% годишње, уз допринос инфлацији од 2,0 п.п., у последње две године тај раст је знатно нижи. Ове године вероватно ће износити око 2% (допринос инфлацији 0,4 п.п.). С обзиром на то да је наведена промена резултат одређења Владе да нерационалности у пословању јавних предузећа решава првенствено смањењем трошкова пословања, а не, као раније, поскупљењима робе и услуга тих предузећа, раст регулисаних цена требало би да остане релативно низак и у наредном периоду.

Снижење циља потврђује решеност и Народне банке Србије и Владе да Србија остане у групи европских земаља с ниском и стабилном инфлацијом, а по том основу може се очекивати:

– додатно смањење неизвесности у пословању предузећа и поправљање инвестиционе климе, јер нижи нивои инфлације, по правилу, за резултат имају и њено стабилније кретање; према једном од критеријума конкурентности Светског економског форума, оптималном се сматра инфлација у интервалу 0,5–2,9%, а управо по том критеријуму Србија у последње две године (2014. и 2015) дели прво место, које би требало да задржи и у наредном периоду;

¹ Меморандум Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације до 2018. године (пречишћен текст).

– пад дугорочних каматних стопа на динаре, као и повећано коришћење динара при кредитирању и штедњи; то би требало да допринесе смањењу трошкова и валутног ризика код финансирања дугорочних потреба привреде, становништва и државе; истовремено, повећање степена динаризације доприноси и већој ефикасности мера монетарне политике.

Разлог за задржавање циља на нивоу од 4% у претходном периоду било је очекивање убрзанијег одвијања процеса конвергенције цена према ценама у зони евра у овом периоду. Међутим, тај процес је последњих година успорен и вероватно ће такав остати и у наредном периоду. Уосталом, и друге земље су снижавале циљ, упркос чињеници да процес њихове конвергенције ка ЕУ не само да није био завршен већ је у појединим периодима био и реверзибилан. Према је нижи, циљ за инфлацију од 3% и даље је виши него у развијеним земљама, чиме је остављен простор за даље одвијање процеса конвергенције.

Задржавање ширине дозвољеног одступања од циља на нивоу $\pm 1,5$ п.п. умањује потребу за честим реакцијама монетарне политике, што доприноси већој предвидивости монетарне политике и стабилности монетарних услова. Поред тога, волатилност светских цена примарних производа, посебно енергената и пољопривредних производа, и даље може да узрокује повећање волатилности укупне инфлације. Такође, Србија је као мала и отворена привреда и даље изложена утицају спољних шокова, који преко деловања на премију ризика и девизни курс могу да утичу на инфлацију. Ипак, постигнуто смањење спољне и унутрашње неравнотеже знатно доприноси отпорности домаће економије на ове потенцијално негативне утицаје. На крају, релативно шири распон дозвољеног одступања од циља Народној банци Србије оставља већи простор да води рачуна и о свом другом циљу – финансијској стабилности, као и да подржава економску политику Владе Републике Србије која подстиче одрживи привредни раст.

III. Кретање инфлације

Инфлаторни притисци су и у Т3 остали ниски. Томе је допринела већина домаћих фактора, али и задржавање ниских трошковних притисака по основу цена нафте и примарних пољопривредних производа на светском тржишту, као и даље ниска инфлација у међународном окружењу, посебно у зони евра, нашем главном спољнотрговинском партнеру. На нивоу тромесечја забележен је незнатан раст цена, који је био вођен поскупљењем свежег меса и цигарета, док је у супротном смеру деловао пад цена воћа и поврћа.

Дужи период релативно ниских инфлационих очекивања говори у прилог томе да тржишни субјекти очекују очување стабилности цена како у наредној години дана, тако и у средњем року.

Кретање инфлације у Т3

У складу са очекивањима изнетим у августовском Извештају о инфлацији, м.г. инфлација је у Т3 наставила да се креће испод доње границе дозвољеног одступања од циља. У септембру је износила 0,6% м.г., при чему је негативан допринос потицао од цена воћа и поврћа (-0,6 п.п.) и нафтних деривата (-0,1 п.п.), а позитиван од цена непрехрамбених производа и услуга (0,6 п.п.), регулисаних цена (0,4 п.п.) и индустријско-прехрамбених производа (0,3 п.п.). Због изласка прошлогодишњег поскупљења електричне енергије¹ из обрачуна м.г. инфлације, допринос регулисаних цена на крају Т3 био је двоструко мањи него у Т2.

Посматрано у целини, потрошачке цене су у Т3 порасле 0,2%, што је било ниже у односу на наша ранија очекивања. Главни узрок одступања наниже био је већи од сезонски уобичајеног пад цена воћа и поврћа и мањи од очекиваног раст цена свежег меса.

Утицај цена хране на тромесечну инфлацију остао је у Т3 негативан (0,2 п.п.). Притом, цене **непрерађене хране** су забележиле пад (2,1%), а цене прерађене хране раст (0,4%). У оквиру непрерађене хране,

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



¹ Прошле године, цена електричне енергије је повећана у августу.

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

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

Извор: РЗС и прерачун НБС.

поврће је појефтинило 20,0% (допринос инфлацији -0,8 п.п.), а највећи део тог појефтињења десио се у јулу. Цене воћа такође су опале, али у мањој мери (1,4%, допринос 0,03 п.п.), док су цене свежег меса порасле за 14,5%, уз допринос тримесечној инфлацији од 0,6 п.п. Тај раст је био вођен поскупљењем свињског меса, које је једним делом сезонска појава,² а другим делом последица раста те цене на светском тржишту. Ипак, након поскупљења од укупно 33,6% у јулу и августу, у септембру (нешто раније него обично) свеже свињско месо је појефтинило за 10,0%. Повећање цене свињетине вероватно је делом узроковало и раст цене пилетине (око 20%, допринос 0,3 п.п.). Благо поскупљење **прерађене хране** у истом тримесечју било је вођено растом цене млека и млечних производа.

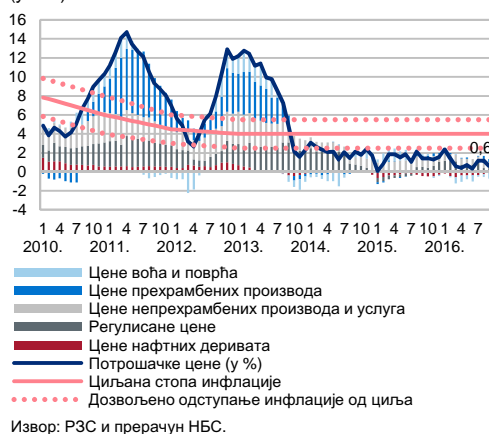
Иако је кретање цене нафте³ на светском тржишту током ТЗ било променљиво, у распону 40–50 долара по барелу, цена нафте је у просеку била на сличном нивоу као у Т2. У складу с тим, цене **нафтних деривата** на домаћем тржишту такође су у ТЗ остале приближно непромењене (раст од 0,4%), што је, уједно, био главни разлог стагнације цена у групи **енергија** (раст од 0,2%). Посматрано на мг. нивоу, због изласка из обрачуна инфлације појефтињења из Т2 прошле године, цене нафтних деривата су успориле пад на 2,6% у септембру (са 6,7% у јуну).

Цене услуга су у ТЗ практично стагнирале (раст од 0,2%), уз највећи позитиван допринос инфлацији (0,03 п.п.) по основу поскупљења туристичких пакет-аранжмана од 3,4%.

Раст **цена индустријских производа без хране и енергије** у ТЗ је износио 1,0% (допринос инфлацији 0,3 п.п.). Он је био вођен повећањем цена цигарета у јулу (4,7%, допринос 0,2 п.п.), док је у супротном смеру, у мањој мери, деловало сезонско снижење цена одеће и обуће (1,2%, допринос -0,05 п.п.).

Базна инфлација (мерена ИПЦ-ом по искључењу цена енергије, хране, алкохола и цигарета) у ТЗ је износила 0,3% и била је одређена сезонским растом цена уџбеника и школског прибора, туристичких пакет-аранжмана и фармацеутских производа. Посматрано на мг. нивоу, базна инфлација се од

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

² Цена свежег свињског меса на домаћем тржишту током лета увек расте, док је крајем године у паду.

³ Цена нафте типа брент.

августа 2014. креће испод доње границе дозвољеног одступања од циља и у септембру је износила 1,6%.

Регулисане цене су у Т3 порасле 1,4% (допринос инфлацији 0,3 п.п.) услед раста цена цигарета и комуналних услуга. Међутим, због изласка из обрачуна инфлације прошлогодишњег поскупљења електричне енергије, регулисане цене су на мг. нивоу наставиле да успоравају раст. Он је у септембру износио 2,1% и био је пре свега последица поскупљења цигарета у последњој години дана (допринос 0,5 п.п.).

Произвођачке и екстерне цене

Већина произвођачких и екстерних цена у Т3 је порасла, али благо, па су трошковни притисци по том основу и даље релативно ниски.

Цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште порасле су у Т3 0,3%. Тај раст је био вођен повећањем произвођачких цена у експлоатацији руда метала, производњи дуванских производа, као и производњи хемикалија и хемијских производа. Пад произвођачких цена забележен је у производњи папира и производа од папира и експлоатацији сирове нафте и природног гаса. На мг. нивоу, након што су седам месеци биле у паду, раст цена произвођача индустријских производа за домаће тржиште ушао је у позитивну зону у септембру и износио 0,2% мг.

Цене произвођача пољопривредних производа опале су у јулу и августу за укупно 5,7%. Тај пад је био најизраженији у производњи кукуруза и пшенице, индустријског биља, кромпира и млека због одличне пољопривредне сезоне, док су произвођачке цене свиња, живине и јаја порасле. Посматрано на мг. нивоу, цене пољопривредних произвођача су продубиле пад и у августу су биле за 6,0% ниже него годину дана раније.

Цене елемената и материјала за уграђивање у грађевинарству наставиле су раст у Т3 нешто споријим темпом него у Т2 (0,6%). Посматрано на мг. нивоу, раст тих цена је, након годину дана, поново ушао у позитивну зону и у септембру је износио 1,6%.

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

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

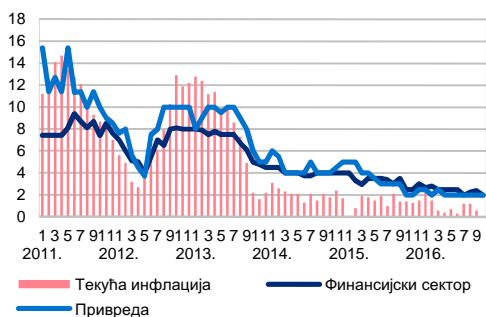
Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Август.

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



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

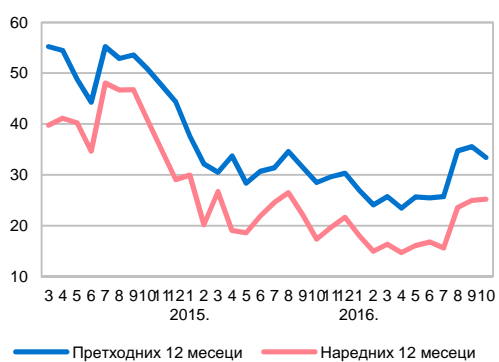


Извор: Галуп, Ипсос/Нинамедија и НБС.

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

Раст екстерних цена исказаних у динарима⁴ настављен је и у Т3, мада нешто спорим темпом него у претходном тромесечју (0,8% наспрам 1,9%). Тај раст је био вођен растом светских цена хране мерених ФАО индексом, услед повећања цена шећера, млека и млечних производа. Поред тога, на раст су утицале и више извозне цене Немачке, којима апроксимирамо екстерне цене опреме и репроматеријала. Остале компоненте индекса екстерних цена – светске цене нафте и потрошачке цене зоне евра – остале су готово непромењене у односу на Т2. Слично као у Т2, блага номинална депрецијација динара према еврџу (0,2%) незнатно је допринела расту екстерних цена исказаних у динарима. Посматрано на мг. нивоу, након годину дана пада, екстерне цене су се у Т3 поново вратиле у позитивну зону, уз раст од 1,7%.

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



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

* Анкета није спроведена у новембру 2014.

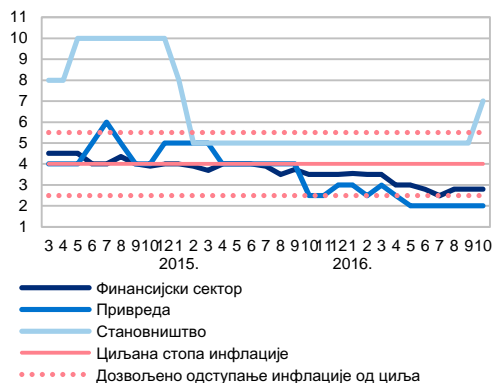
Инфлациона очекивања

Дужи период релативно ниских инфлационих очекивања говори у прилог томе да тржишни субјекти очекују очување стабилности цена како у наредној години дана, тако и у средњем року.

Инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред, према анкети агенције Блумберг, налазе се у границама циља више од три године. Овај сектор је изразио очекивање да ће мг. инфлација у августу и септембру 2017. износити 2,8%, а у октобру 2017. године 2,7%. У новембру је, након објаве новог циља за инфлацију, додатно смањило своја очекивања на 2,4% за новембар 2017. Према анкети агенције Нинамедија,⁵ иако су расла у августу и септембру, инфлациона очекивања финансијског сектора у октобру су се вратила на јулских 2,0%. На том нивоу се од априла налазе и инфлациона очекивања привреде. Ниским и стабилним инфлационим очекивањима привреде доприноси очувана ценовна стабилност и релативна стабилност девизног курса, као и смањени трошковни притисци услед нижих цена нафте и осталих примарних производа.

Након периода стабилности од готово годину дана на нивоу од 5,0%, инфлациона очекивања становништва

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



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

* Анкета није спроведена у новембру 2014.

⁴ Као показатељ екстерних цена коришћен је пондерисани просек индекса светских цена нафте и хране, потрошачких цена у зони евра и извозних цена Немачке, једног од наших најзначајнијих спољнотрговинских партнера.

⁵ Нинамедија од децембра 2014. спроводи анкету о очекивањима економских субјеката.

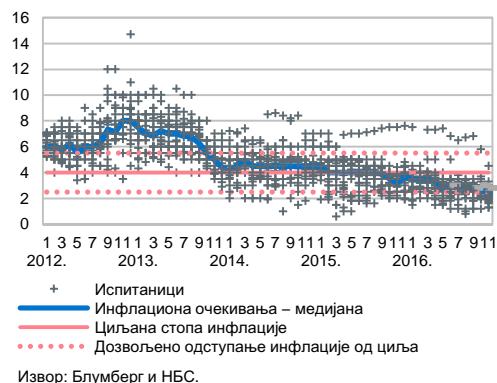
повећана су у августу на 6,0%, а затим у септембру на 7,0%. На том нивоу су остала и у октобру. Објашњење повећања се највероватније налази у чињеници да цене хране и регулисане цене остварују већи утицај на инфлациона очекивања сектора становништва од осталих група цена, а да је овај период карактерисао раст цена свежег меса, нешто виши од сезонски уобичајеног, као и бројне вести у медијима о томе. Поред тога, поскупљење струје од 1. октобра такође је могло да допринесе расту инфлационих очекивања овог сектора. Поменута поскупљења су вероватно утицала и на резултате квалитативне анкете становништва,⁶ с обзиром на то да је дошло до раста и перципиране и очекиване инфлације. Ипак, очекивана инфлација је и даље нижа него перципирана инфлација, што значи да један део становништва који има перцепцију да су цене повећане у претходних 12 месеци не очекује да ће се то наставити у наредних 12 месеци.

Финансијски сектор очекује да ће **инфлација за две године унапред** бити у оквиру граница дозвољеног одступања од циља и да ће износити 2,8%. Привреда од маја ове године очекује да ће средњорочна инфлација износити 2,0%. Очекивања становништва за две године унапред била су 20 месеци на нивоу од 5,0%, до октобра, када су повећана на 7,0%.

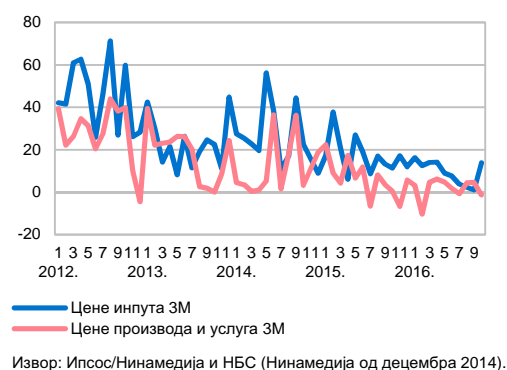
Дисперзија одговора испитаника финансијског сектора и даље је релативно стабилна и најнижа од свих сектора и у анкетама Блумберга и у анкетама Нинамедије. Смањена је и дисперзија одговора испитаника привреде, која се, након раста у прва два месеца ове године, константно смањивала. Нешто већа у односу на претходно тромесечје је дисперзија одговора становништва, али је она и даље на нижем нивоу него пре годину или две.

Током Т3 додатно је смањен нето проценат предузећа која у наредна три месеца очекују раст цена инпута (са 7,6% на 1,0%), док је нето проценат предузећа која очекују раст цена својих производа повећан (са 1,8% на 4,5%). Тиме се он нашао изнад нето процента предузећа која очекују раст цена инпута. Ипак, упркос исказаном расту, захваљујући постигнутој макроекономској стабилности и ниским инфлаторним

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



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



⁶ Детаљније о квалитативним очекивањима становништва видети у *Извештају о инфлацији – фебруар 2016*, Осврт 2, стр. 15.

притисцима, оба нето процента су још изузетно ниска. Штавише, у октобру је нето проценат предузећа која у наредна три месеца очекују раст цена својих производа био негативан (-1,3%), што значи да је већи део предузећа која очекује пад цена својих производа од оних која очекују њихов раст. Највећи део предузећа и даље не очекује промену цена инпута нити промену цена својих производа (81,7% и 80,6%, респективно).

IV. Детерминанте инфлације

1. Кретања на финансијском тржишту

Каматне стопе на међубанкарском тржишту новца биле су стабилне током ТЗ. Таква кретања, уз и даље ниске каматне стопе на међународном тржишту новца и већу конкуренцију међу банкама, одражавала су се на ниже каматне стопе на новоодобрене кредите (за 0,5 п.п.), пре свега привреди. Држава се на домаћем тржишту ХоВ задуживала по још повољнијим стопама услед успешног фискалног прилагођавања, као и ефеката досадашњег ублажавања монетарне политике и пада премије ризика земље.

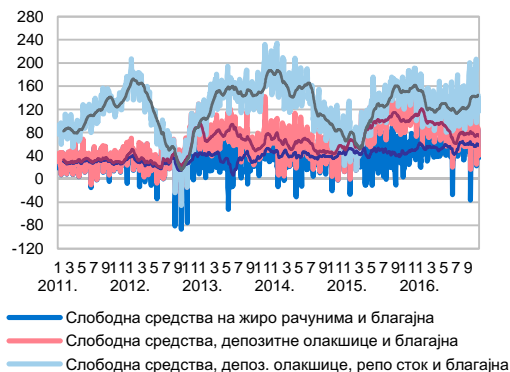
Већа улагања страних инвеститора и наставак смањења унутрашње и спољне неравнотеже у условима даљег пада премије ризика земље подстакли су јачање апрецијацијских притисака, поготово почетком тромесечја.

Каматне стопе

Након што је у јулу донета одлука о снижењу референтне каматне стопе на 4,0% и сужавању коридора каматних стопа Народне банке Србије у односу на референтну стопу на $\pm 1,5$ п.п., смањен је распон између просечне репо стопе и референтне каматне стопе. Тако је просечна репо стопа⁷ крајем септембра износила 2,95%, што је незнатно ниже (за 0,1 п.п.) у односу на крај јуна.

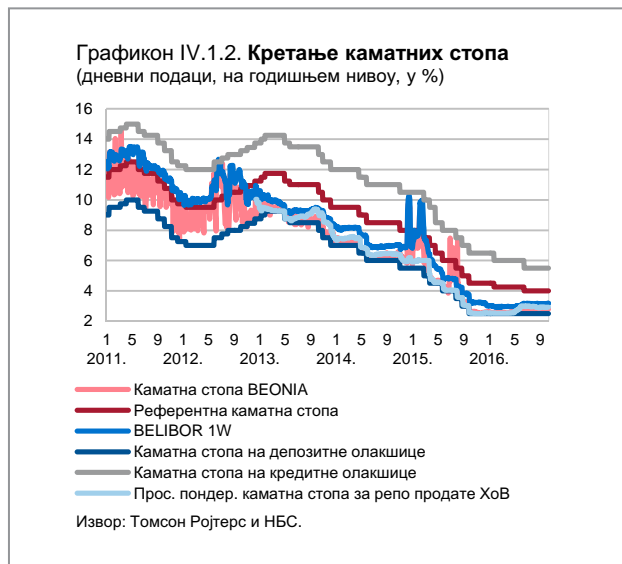
Каматне стопе на међубанкарском тржишту новца показале су изузетно стабилно кретање и биле су готово непромењене током ТЗ. Каматна стопа *BEONIA* је у септембру у просеку износила 2,8%, што је за 0,1 п.п. више у односу на њену просечну вредност из јуна. Благо повећање каматне стопе *BEONIA* праћено је и нешто вишим вредностима

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



Извор: НБС.

⁷ Стопа остварена на репо аукцијама пондерисана износом продатих ХоВ.

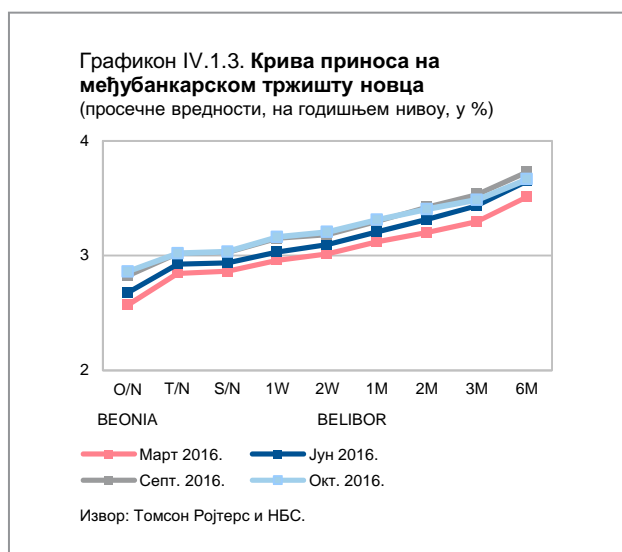


промета на међубанкарском преконоћном тржишту новца – овај промет је у Т3 у просеку износио 4,5 млрд динара и био је за 0,9 млрд динара виши него у Т2.

Исто толико (0,1 п.п.) повећане су и просечне месечне вредности каматних стопа *BELIBOR* и у септембру оне су се кретале у распону од 3,0% за најкраћу до 3,7% за рочност од шест месеци.

Током октобра промет на међубанкарском тржишту новца благо је повећан, док су каматне стопе биле готово непромењене у односу на септембар.

Знатно побољшање фискалне позиције и последично мања потреба државе за задуживањем, уз досадашње ублажавање монетарне политике, утицали су на то да каматне стопе на динарске државне ХоВ наставе пад током Т3. Тако су стопе на једногодишње и трогодишње ХоВ снижене за по 0,4 п.п., на 3,6% и 5,0%, респективно, док је стопа на шестомесечне ХоВ (2,7%) била за 0,6 п.п. нижа у односу на стопу постигнуту на аукцији ових ХоВ у марту. У јулу је одржана аукција седмогодишњих динарских ХоВ, на којој се држава задужила по стопи од 5,98%, што је за 4,8 п.п. ниже у односу на стопу постигнуту на претходној аукцији у марту 2015. На тој аукцији је остварено високо учешће нерезидената, чему су, поред дуже рочности ХоВ, погодивале и изузетно позитивне оцене ММФ-а о спровођењу аранжмана и побољшање кредитног рејтинга земље од стране агенције *Fitch*.



Значајно учешће нерезидената забележено је и на аукцији седмогодишњих динарских ХоВ, која је одржана у октобру. Каматне стопе на овој, као и на аукцији трогодишњих ХоВ, додатно су снижене.



И каматне стопе на аукцијама државних ХоВ у еврима биле су у паду током Т3. Стопе на једногодишње и двогодишње ХоВ смањене су за по 0,1 п.п., на 0,8% и 1,1%, респективно, а стопа на петогодишње ХоВ (2,9%) за 0,5 п.п. у односу на претходну аукцију исте рочности из марта.

Укупан промет на секундарном тржишту државних ХоВ у Т3 је износио 80,6 млрд динара, што је за 50,6 млрд динара ниже него у Т2. Томе је допринела и знатно мања активност нерезидената на страни продаје него у Т2. Највише се трговало ХоВ иницијалне рочности три и седам година. Стопе приноса су за већину ХоВ биле у паду и у септембру

су се налазиле у распону од 3,4% за преосталу рочност од четири месеца до 5,8% за преосталу рочност од 82 месеца.

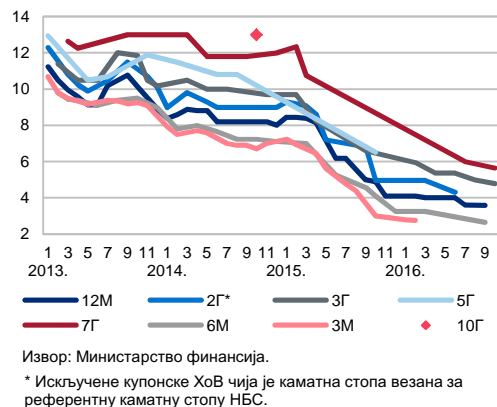
Досадашње ублажавање монетарне политике, ниске каматне стопе у зони евра и појачана конкуренција међу банкама одражавају се на ниже каматне стопе на нове кредите, пре свега привреди. Просечна пондерисана каматна стопа на динарске кредите привреди и становништву смањена је у Т3 за 0,5 п.п., на 8,7%. Тај пад је био одређен појефтијењем кредита привреди, где је просечна пондерисана каматна стопа смањена за 0,6 п.п., на 6,0% у септембру. При томе, највећи пад забележиле су стопе на инвестиционе кредите (за 1,9 п.п., на 5,8%), чиме су се изједначиле с ценом кредита за обртна средства. Снижене су и стопе на остале кредите, на 6,5%.

Просечна пондерисана каматна стопа на динарске кредите становништву повећана је за 0,8 п.п., на 11,3% у септембру. Томе је највише допринело повећање стопа на готовинске кредите (укључујући и кредите за рефинансирање) за 1,0 п.п., на 11,7% у септембру, а по вишим стопама одобравани су и кредити за адаптацију стамбеног простора (7,4%) и остали кредити (9,7%). С друге стране, снижена је цена потрошачких кредита за 0,5 п.п., на 9,4%.

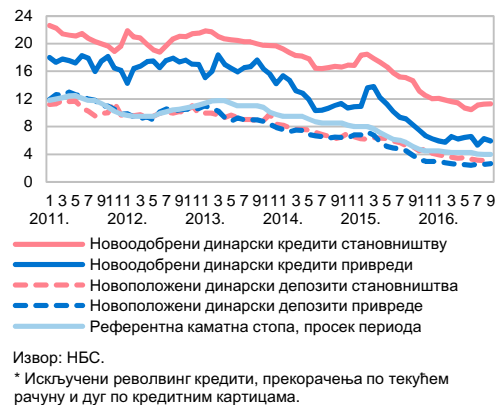
Просечна пондерисана каматна стопа на новоодобрене кредите у еврима и динарске евроиндексиране кредите привреди и становништву додатно је смањена у Т3 за 0,2 п.п., на 3,5% у септембру. Толико је смањена и просечна стопа на кредите привреди, која је у септембру износила 3,3%. Пад је био најизраженији за евроиндексиране инвестиционе кредите (за 0,3 п.п., на 3,6%), а снижене су и стопе на кредите за обртна средства (на 3,2%) и остале кредите (на 3,5%). На пад просечне стопе на кредите становништву за 0,1 п.п., која је у септембру износила 4,6%, утицало је снижење стопа на стамбене кредите (за 0,2 п.п., на 3,3% у септембру) и остале кредите (за 1,0 п.п., на 6,4%). Потрошачки кредити су одобравани по истој стопи као и крајем Т2 (5,7%), а једино је цена готовинских кредита (3,8%) била нешто виша у односу на јун.

Стопе на динарске депозите грађана благо су снижене у Т3 (за 0,2 п.п.) и у септембру су износиле 3,1%, док су каматне стопе на депозите привреде за исто толико повећане, на 2,6%. И стопа на девизну штедњу грађана снижена је за 0,2 п.п., на 0,5%, док је стопа на новоположене депозите привреде наставила да стагнира на нивоу од око 0,5%.

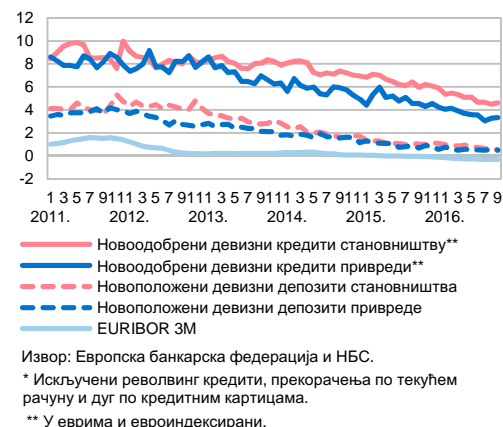
Графикон IV.1.5. Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ (на годишњем нивоу, у %)



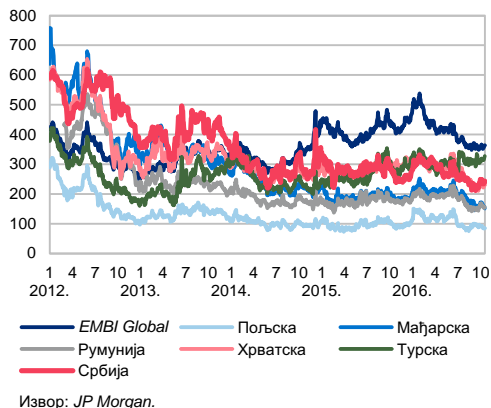
Графикон IV.1.6. Кретање каматних стопа на динарске кредите и депозите привреди и становништву* (просечне пондерисане вредности, на годишњем нивоу, у %)



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



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



Премија ризика

Смањење премије ризика Србије је настављено. Мерна *EMBI*, премија ризика Србије пала је током ТЗ за 59 б.п., на 225 б.п. Штавише, 22. септембра се спустила на 212 б.п., што је њен најнижи ниво у последњих девет година. Током ТЗ смањен је и *EMBI Global* (за 47 б.п.), као и премије ризика осталих земаља нашег региона, осим Турске.

Смањењу разлике у приносима на доларске еврообвезнице Србије у односу на америчке државне ХоВ, тј. премије ризика Србије, допринели су и глобални и домаћи фактори. Од глобалних фактора, њеном паду допринела је релативно брза стабилизација међународног финансијског тржишта након Брежзита. Показало се да су краткорочни негативни ефекти Брежзита мањи од очекиваних, иако су средњорочни и дугорочни ефекти и даље непознаница. Тржиште се релативно брзо умирило захваљујући очекивањима инвеститора да ће због Брежзита мере монетарне политике водећих централних банака бити експанзивније него што се до тада мислило.

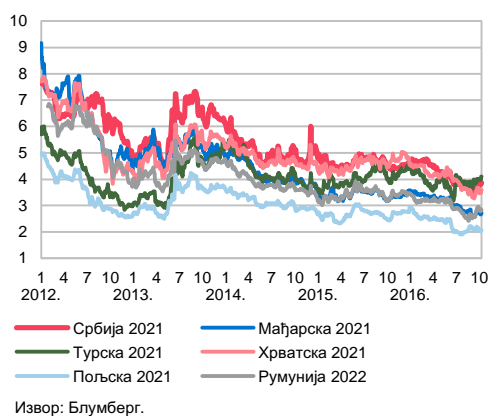
Током посматраног периода, пад премије ризика Србије био је у великој мери опредељен и домаћим факторима, пре свега даљим смањењем унутрашње и спољне неравнотеже, захваљујући доследном спровођењу мера фискалне консолидације и структурних реформи. Боље макроекономске перформансе наше привреде и њене изгледе за наредни период потврдио је и ММФ, доносећи крајем августа одлуку о успешном завршетку четврте и пете ревизије стендбај аранжмана из предострожности. ММФ је оценио да су резултати које постиже српска привреда превазишли очекивања, пре свега услед јачања јавних финансија, спровођења структурних реформи и повећања поверења инвеститора.

Током октобра је дошло до извесног повећања премија ризика земаља у успону, али су оне и даље знатно ниже у односу на нивое с почетка ове године. Раст премија ризика узрокован је неизвесношћу на међународном финансијском тржишту поводом динамике нормализације монетарне политике ФЕД-а и наставка програма куповине обвезница од стране ЕЦБ-а. Премија ризика Србије повећана је током октобра за 18 б.п., на 243 б.п.

Прилив капитала из иностранства

Спољнотрговинска неравнотежа наставила је да се смањује у ТЗ, а на финансијском рачуну остварен је

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



прилив који је био више него довољан да покрије дефицит текућег рачуна платног биланса, што је доприносило апрецијацијским притисцима на динар у овом периоду. Као и раније, највећи део прилива капитала у ТЗ био је у форми СДИ, а прилив је остварен и по основу портфолио улагања. По основу финансијских кредита забележен је незнатан одлив капитала.

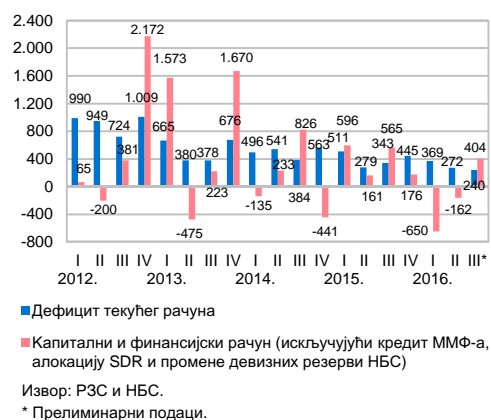
У ТЗ је остварен већи нето прилив СДИ него у Т2 и, према прелиминарним подацима, износио је 437,7 млн евра. Тиме је прилив по овом основу од почетка године достигао 1.265,7 млн евра. Као и прошле године, инвестиције су распрострањене на велики број пројеката у различитим делатностима. Највећи износи усмерени су у прерађивачку индустрију, финансијски сектор, грађевинарство, трговину, послове с некретнинама, телекомуникације и саобраћај.

Захваљујући успешном спровођењу фискалне консолидације и структурних реформи и постигнутој макроекономској стабилности, инвестициони амбијент у Србији се побољшава. То потврђују и кретања остварена у досадашњем делу године, тако да је вероватно да ће у 2016. укупан нето прилив по основу СДИ премашити наша ранија очекивања и да ће, као и прошле године, износити око 1,8 млрд евра, или око 5% БДП-а.⁸ Такав прилив биће више него довољан да покрије дефицит текућег рачуна, који се за ову годину процењује на 4,1% БДП-а.

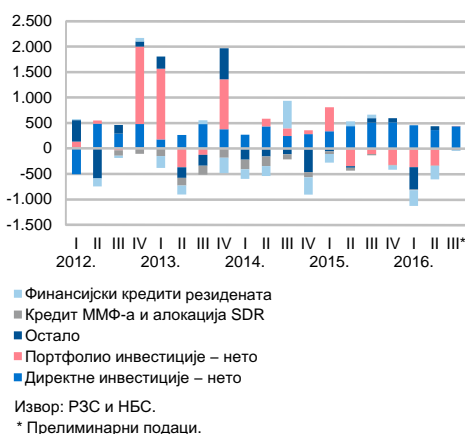
У ТЗ је по основу **портфолио инвестиција** регистрован нето прилив капитала (10,3 млн евра), пре свега захваљујући куповини седмогодишњих државних ХоВ од стране нерезидената на аукцији у јулу. Раст изложености према земљама у успону током ТЗ може се повезати с њиховим очекивањима да ће водеће централне банке спроводити експанзивне монетарне политике дуже него што је очекивано, а када је реч о Србији, и с повољнијим макроекономским изгледима, позитивним оценама ММФ-а о спровођењу аранжмана и побољшањем кредитног рејтинга земље. С друге стране, резиденти су у ТЗ повећали своја улагања у иностране ХоВ у износу од 9,5 млн евра.

По основу **финансијских кредита** остварен је нето одлив од 12,0 млн евра. Од тога, задуживање предузећа по прекограничним кредитима повећано је за 80,5 млн евра. С друге стране, држава се нето

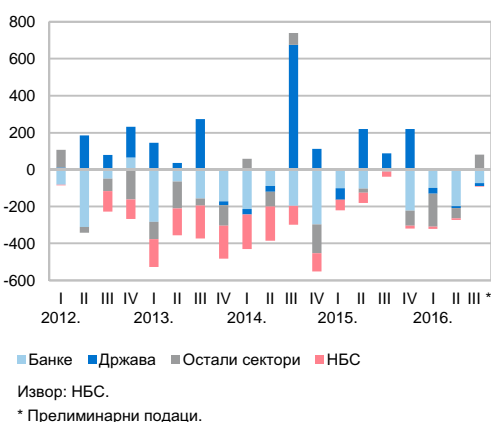
Графикон IV.1.10. Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала (у млн EUR)



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



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



⁸ Наше пројекције СДИ не укључују потенцијалне приливе од приватизација.

раздужила за 15,7 млн евра, при чему се на отплату кредита односило 200,2 млн евра, док су се међу повученим кредитима (184,5 млн евра) највећи износи односили на кредите намењене изградњи и обнови путне инфраструктуре. Банке су се раздужиле, али у мањој мери у поређењу с претходна два тромесечја (48,2 млн евра).

Кретања на девизном тржишту и курс динара

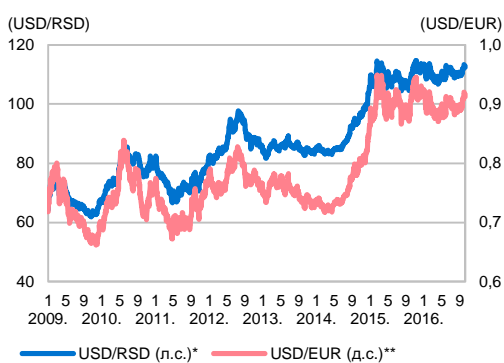
Кретање курса динара у Т3 и октобру било је стабилно. Посматрано крајем периода, вредност динара према еврџ остала је готово непромењена у односу на крај Т2. Иако су у посматраном периоду били присутни апрецијацијски притисци, пре свега у јулу, они су ублажени интервенцијама Народне банке Србије на страни куповине девиза.

У условима готово непромењене вредности динара према еврџ и јачања евра према долару, динар је у Т3 такође ојачао у односу на долар (1,1%, посматрано крајем периода).

Притисци у смеру јачања динара у посматраном периоду резултат су, пре свега, знатног поправљања домаћих макрокономских показатеља, позитивних оцена ММФ-а у погледу спровођења аранжмана, повећања кредитног рејтинга земље од стране агенције *Fitch* и резултујућег повећаног поверења инвеститора за улагање у динарске ХоВ Републике Србије. Додатно, апрецијацијски притисци се могу довести у везу с падом премије ризика земље након Брежита и повољнијом перцепцијом страних инвеститора у погледу улагања у земље у успону, због очекивања да ће мере монетарне политике водећих централних банака бити експанзивне дуже него што се претходно очекивало.

У складу с тим, домаће девизно тржиште је у јулу карактерисала повећана тражња страних инвеститора за динарима ради улагања у државне динарске ХоВ. Нерезиденти су у том месецу први пут од марта 2015. године били нето продавци девиза банкама. Поред тога, у јулу је и тражња домаћих предузећа за девизама била мања од уобичајене. Резиденти су у том месецу од банака нето купили 38,8 млн евра, што је мање од њихове просечне месечне нето куповине која прелази 200,0 млн евра. Сличне тенденције, тј. смањена тражња домаћих предузећа за девизама и повећана тражња нерезидената за динарима, обележиле су и октобар.

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

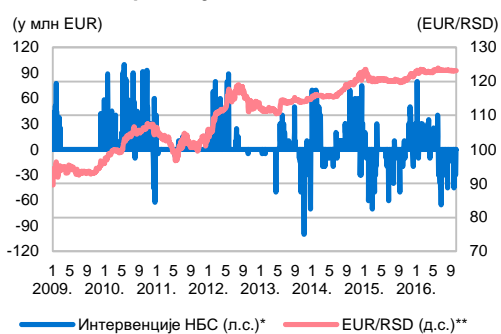


Извор: НБС.

* 1 USD у RSD.

** 1 USD у EUR.

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



Извор: НБС.

* + продаја; - куповина.

** 1 EUR у RSD.

Овакви токови били су довољни да неутралишу нешто нижи откуп ефективног страног новца у Т3 у поређењу с претходним тромесечјем. Поред тога, прилив девиза по основу извоза и СДИ остао је на приближно истом, високом нивоу као у Т2.

Како би ублажила прекомерне краткорочне осцилације курса, Народна банка Србије је у Т3 интервенисала на МДТ-у куповином девиза у износу од 475,0 млн евра, од чега се доминантан део односио на интервенције у јулу (355,0 млн евра). Током октобра је такође интервенисала на страни куповине девиза, и то у износу од 135,0 млн евра.

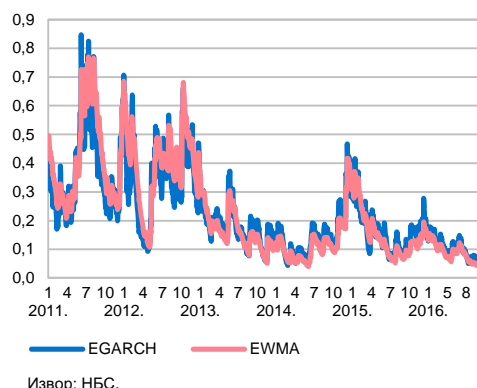
Промет на МДТ-у у Т3 дневно је у просеку износио 18,8 млн евра, што је за 6,6 млн евра ниже него у Т2.⁹ Просечни дневни промет био је највиши у јулу (27,0 млн евра), а у септембру је износио 13,9 млн евра. И осцилације курса динара према еврџу, мерене методама *EWMA*¹⁰ и *EGARCH*¹¹, остале су ниске.

На редовним девизним своп аукцијама које организује Народна банка Србије у Т3 је забележен раст обима трансакција у односу на Т2. Тако је на тромесечним аукцијама Народна банка Србије укупно купила и продала по 45,0 млн евра, а на двонедељним по 114,0 млн евра. Обим своп трансакција које су банке међусобно закључивале у Т3 је износио 9,7 млн евра, а закључене су у јулу.

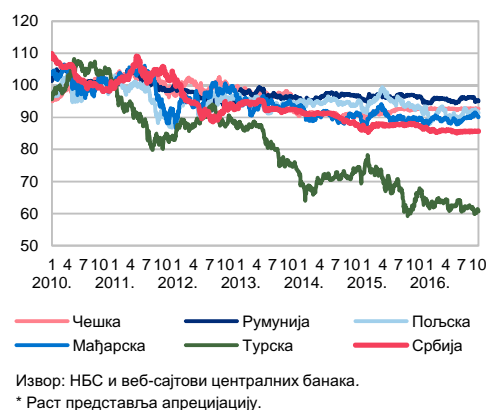
Кретања на берзи

Раст цена акција током Т3 допринео је опоравку вредности индекса Београдске берзе. Крајем септембра индекс *BELEX15* износио је 636,3, а *BELEXline* 1.439,0 индексних поена, што је за 5,2% и 8,5%, респективно, више од њихових вредности с краја јуна. Ови индекси су наставили раст и у октобру. И већина индекса на берзама региона остварила је раст током Т3, а највише су повећане вредности индекса на берзама у Загребу (15,8%) и Скопљу (14,5%). С друге стране, једино је индекс Бањалучке берзе исказао пад од 4,5%.

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



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



⁹ Без Народне банке Србије.

¹⁰ *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.

¹¹ *EGARCH* (*Exponential General Autoregressive Conditional Heteroskedasticity*) – метод оцене условне варијансе који приказује асиметричан ефекат позитивних и негативних шокова на оцену условне варијансе.

Монетарни агрегати

Динарски примарни новац је у Т3 номинално смањен за 2,5%, а реално за 2,7%. Толико је износио и пад укупног примарног новца, коме је, поред смањења динарског примарног новца, допринио и нешто нижи износ девизних депозита које су банке држале код Народне банке Србије. Посматрано на мг. нивоу, реални пад примарног новца је успорен – динарског на 5,5%, а укупног на 10,2%.

Одлични резултати фискалне консолидације и раст буџетских прихода¹⁴ допринели су томе да износ динарских депозита државе буде у Т3 повећан за 32,3 млрд динара, и поред тога што је знатан део динарских средстава искоришћен и за куповину девиза од Народне банке Србије. На тај начин је држава током Т3 утицала на повлачење примарног новца са 50,3 млрд динара. У истом смеру деловао је и раст улагања банака у репо ХоВ (за 36,8 млрд динара). С друге стране, расту динарске ликвидности банака највише су допринио интервенције Народне банке Србије на МДТ-у куповином девиза (56,1 млрд динара) и девизне трансакције платног промета с Косовом и Метохијом (14,4 млрд динара).

За разлику од примарног новца, шири монетарни агрегати наставили су раст у Т3. Као и раније, раст динарских депозита био је израженији за краће рочности, тако да су монетарни агрегати М1 и М2 реално повећани за 6,7% и 5,9%, респективно. То је, уз даље повећање девизних депозита, утицало на то да агрегат М3 буде реално повећан за 2,9%.

Депозити по виђењу су у Т3 повећани за 28,3 млрд динара, а штедни и орочени депозити за 6,3 млрд динара. Израженије повећање динарских депозита краћих рочности постоји већ дуже време и може се повезати са опоравком економске активности, а у одређеној мери и са смањењем сиве економије. Раст средстава на депозитима и краћих и дужих рочности био је остварен пре свега на рачунима предузећа и становништва. Захваљујући широко дисперзованом опоравку економске активности, раст депозита забележен је на рачунима предузећа из скоро свих области, а најизраженији је био на рачунима предузећа из прерађивачке индустрије. Динарска

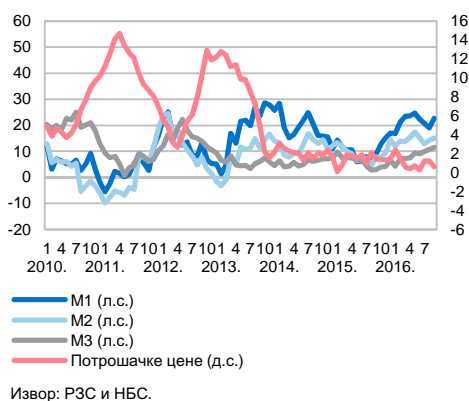
¹⁴ Наплата јавних прихода додатно је повећана током Т3, што је, уз стабилне буџетске расходе, допринело томе да у првих девет месеци на нивоу опште државе буде остварен дефицит од 4,5 млрд динара. О степену побољшања фискалне позиције државе говори и чињеница да квантитативни критеријуми извршења аранжмана с ММФ-ом (четврта и пета ревизија) дозвољавају дефицит у првих девет месеци од 81,3 млрд динара.

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

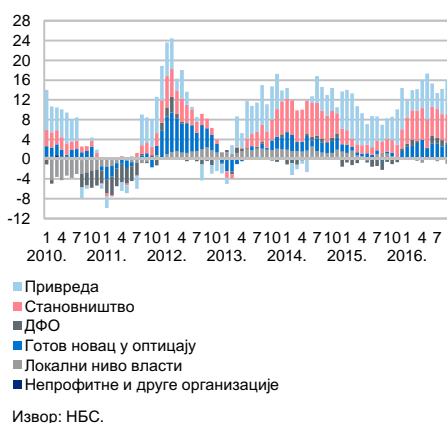
	2015.		2016.		Учешће у М3 Септ. 2016. (у %)
	Дец.	Март	Јун	Септ.	
М3	5,0	6,6	8,7	10,8	100,0
Девизни депозити	1,1	3,6	5,8	9,0	65,2
М2	12,7	13,1	14,8	14,3	34,8
Динарски орочени и штедни депозити	6,6	-9,5	-3,5	-4,9	8,2
М1	15,4	22,8	22,1	21,9	26,7
Депозити по виђењу	19,6	26,3	24,8	24,7	19,7
Готов новац у оптицају	5,6	14,2	15,1	14,6	6,9

Извор: НБС.

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



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



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



штедња грађана је у септембру достигла нови највиши ниво – 49,0 млрд динара и у односу на крај јуна била је виша за 1,3 млрд динара, а за 3,6 млрд динара у односу на крај 2015. Дужи период ниске и стабилне инфлације, релативна стабилност девизног курса, повољније каматне стопе и порески третман у односу на девизну штедњу доприносе њеном расту. И девизна штедња грађана је додатно повећана у Т3 за 47,7 млн евра и у септембру је прешла ниво од 8,5 млрд евра. Раст бележе и средства на девизним депозитима већине осталих сектора, међу којима се издвајају депозити предузећа, који су, захваљујући добрим извозним резултатима, повећани за додатна 153,2 млн евра.

Посматрано на мг. нивоу, раст динарске новчане масе у септембру (21,9% за М1 и 14,3% за М2) био је сличан оном из јуна, док је раст М3 додатно убрзан на 10,8%. Томе је свакако допринео и остварени економски опоравак.

Кредити

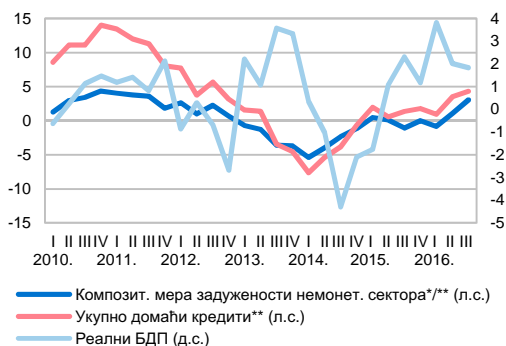
Мг. раст домаћих кредита је током Т3 наставио да се убрзава и у септембру је, искључујући ефекат промене девизног курса,¹⁵ износио 4,3%. Кредити становништву, у поређењу са истим периодом прошле године, виши су за 9,1%, а кредити привреди за 1,1%.

У Т3 су домаћи кредити, искључујући ефекат промене девизног курса, повећани за 2,0%, а њихово учешће у оцењеном БДП-у на 49,1%. Раст је остварен у условима када су банке, у оквиру активности усмерених на решавање *NPL*, наставиле да продају део *NPL* лицима ван банкарског сектора, односно да врше њихов отпис.

Имајући у виду убрзање економске активности у 2016. и 2017. години и знатно снижене каматне стопе на кредите, чему су допринели досадашње ублажавање монетарне политике Народне банке Србије и ниске каматне стопе на међународном тржишту новца, али и међусобна конкуренција банака, очекујемо да ће се раст кредитне активности наставити и у наредном периоду.

Кредити привреди су у Т3 забележили раст од 1,3%, или 13,9 млрд динара, без ефекта промене девизног

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



Извор: НБС и РЗС.

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

** Искључен ефекат промене девизног курса.

¹⁵ Обрачунато по курсу динара према евра, швајцарском франку и долару на дан 30. септембра 2014. (тзв. програмски курс који се користи за потребе праћења аранжмана с ММФ-ом), узимајући у обзир валутну структуру потраживања по основу кредита.

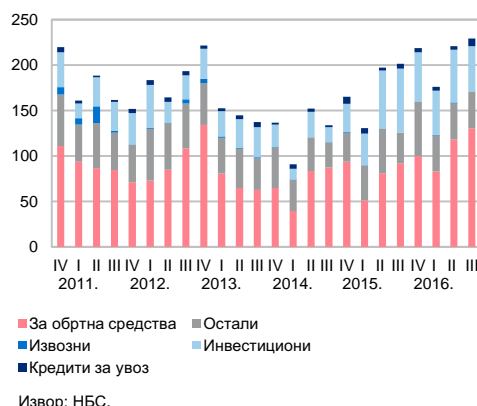
курса. Притом, негативан утицај доспећа субвенционисаних кредита на стање потраживања је у потпуности ишчезао, пошто су последњи кредити из овог програма доспели крајем Т2. Истовремено, повећано је коришћење динарских кредита.

На опоравак указује и укупан износ новоодобрених кредита привреди у Т3 (229,4 млрд динара), који је за 14,0% виши него у истом периоду претходне године, при чему се око 23% тог износа односило на кредите који су рефинансирани код исте банке. Посматрано од почетка године, укупно је одобрено 626,2 млрд динара нових кредита привреди, или за 18,3% више него у истом периоду 2015. Тражња предузећа за кредитима је, као и раније, у већој мери била вођена потребом финансирања обртних средстава и реструктурирања дугова, тако да су кредити за обртна средства чинили више од половине новоодобрених кредита привреди (око 52%). Задржано је и релативно високо учешће инвестиционих кредита у новоодобреним кредитима (око 25%), чиме је потврђен већи значај кредита у финансирању инвестиција. Захваљујући опоравку инвестиционог кредитирања, ова категорија кредита чини нешто више од једне трећине (33,6% у септембру) кредитних потраживања од привреде. Кредити са оригиналном рочношћу дужом од две године у септембру су чинили око 65% потраживања од привреде.

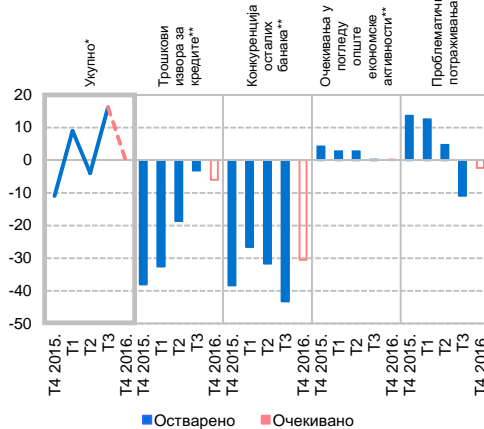
Према резултатима октобарске анкете Народне банке Србије о кредитној активности банака,¹⁶ услови задуживања предузећа у Т3 били су повољнији по основу нижих маржи и пратећих трошкова, као и конкуренције међу банкама, док су захтеви у погледу колатерала и максималног износа кредита поострени. С друге стране, тражња предузећа за кредитима је наставила да расте и била је вођена потребом финансирања обртних средстава и реструктурирања дуга. Исти фактори, уз финансирање инвестиција, требало би да буду главни покретачи њеног раста, који се очекује и у Т4. Банке очекују да ће стандарди остати непромењени у Т4.

Снажан раст кредита становништву настављен је у Т3 и искључујући ефекат промене курса, ови кредити су повећани за 3,0%, или 22,6 млрд динара. Том расту доприноси пре свега појачано одобравање готовинских кредита (укључујући и кредите за рефинансирање).

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



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

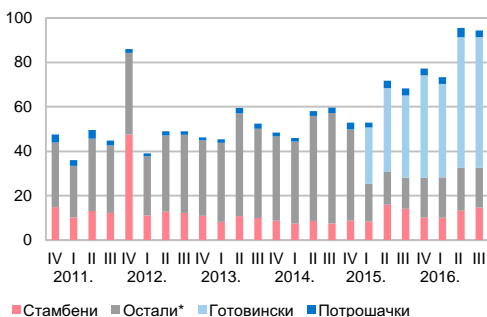


* Позитивне вредности указују на поостравање, а негативне на ублажавање кредитних стандарда у односу на претходно тромесечје.

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

¹⁶ Поменути анкету Народна банка Србије спроводи од почетка 2014. године. Учешће у анкети је добровољно, а одзив готово 100%.

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

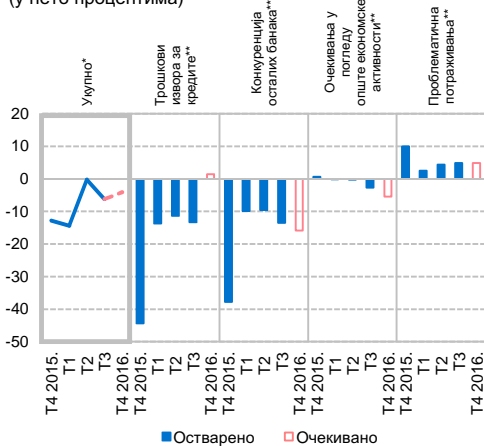


Извор: НБС.

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

Обим новоодобрених кредита становништву у Т3 (94,4 млрд динара) био је за 38,4% виши него у истом периоду претходне године, а слично повећање остварено је и ако се посматра укупан износ новоодобрених кредита у првих девет месеци 2016. (263,2 млрд динара) у односу на исти период 2015. Готовински кредити чинили су 62,3% новоодобрених кредита становништву, били су готово у потпуности у динарима (преко 99%), а око 70% њих било је с роком отплате преко пет година. У складу с нижим каматним стопама на стамбене кредите и повољнијом ситуацијом на тржишту некретнина како у погледу понуде станова, тако и у погледу цене, током Т3 повећано је и одобравање стамбених кредита и на њих се односило око 16% новоодобрених кредита становништву. При томе, у понуди банака појавили су се стамбени кредити у динарима с роком отплате до 30 година и каматном стопом испод 5%, што представља још једну потврду остварених резултата монетарне политике и постигнуте макроекономске стабилности. Задуживање по скупљим категоријама кредита, по кредитним картицама и прекорачењима по текућим рачунима, било је на сличном нивоу као у Т2.

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



Извор: НБС.

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

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

Резултати октобарске анкете о кредитној активности показују да су банке додатно ублажиле кредитне стандарде становништву, а наставак тог тренда очекује се и у Т4. На ублажавање стандарда утицали су пре свега нижи трошкови извора и међусобна конкуренција банака, а у одређеној мери и позитивна очекивања о расту економске активности и већа спремност на преузимање ризика. Каматне марже и праћећи трошкови додатно су смањени, а грађанима су нуђени и повољнији рокови отплате кредита. У складу са очекивањима, тражња грађана наставила је да расте, а најтраженији су били динарски готовински кредити и кредити за рефинансирање и девизно индексирани стамбени кредити. Тај раст тражње био је првенствено вођен куповином непокретности и потребом рефинансирања постојећих обавеза, а ти фактори требало би да буду главни покретачи њеног раста и у наредном периоду.

Динаризиација је наставила да расте током Т3 и крајем септембра 31,4% пласмана банака привреди и становништву било је у динарима, што је за 2,7 п.п. више него крајем 2015. Грађани се све више задужују у динарима и у Т3 је више од 75% нових кредита становништву било у динарима. То је резултирало и

даљим растом динаризације пласмана становништву, која је од почетка године повећана за 3,5 п.п. и у септембру је достигла 46,3%. Повећано је и ново задуживање привреде у динарима (25% у просеку у ТЗ), што је, уз престанак негативног утицаја доспећа субвенционисаних кредита, резултирало растом динаризације пласмана привреди. Учешће динарских пласмана у укупним пласманима привреди у септембру је износило 20,7% и било је више за 1,4 п.п. него на крају 2015.

Спровођење Стратегије за решавање проблематичних кредита наставља да даје резултате. Учешће *NPL* у укупним кредитима, рачунато по бруто принципу, наставило је да се смањује и у септембру је износило 19,5%, што је за 2,1 п.п. ниже него у децембру 2015. Учешће *NPL* у сектору привреде¹⁷ смањено је за 3,0 п.п., на 18,7%, а код становништва за 0,9 п.п., на 10,0%¹⁸. Паду тог учешћа доприноси наплата, реструктурирање, отпис и продаја дела *NPL*, с једне стране, и раст нових кредита, с друге стране.

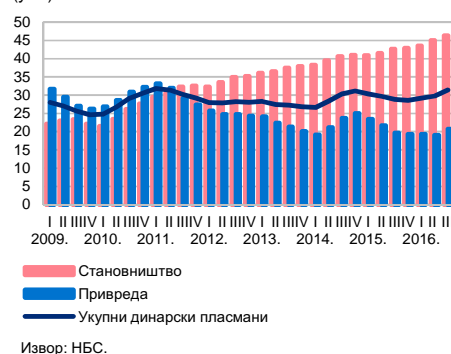
И поред релативно високог учешћа *NPL* у укупним кредитима, показатељ адекватности капитала од 21,2% указује на високу капитализованост домаћег банкарског сектора. Исправка вредности укупних кредита у септембру је износила 69,5% *NPL* (што је за 8,8 п.п. више него пре годину дана), а регулаторна резервисања за билансну изложеност¹⁹ и даље у потпуности покривају износ бруто *NPL* и у септембру су износила 114,5%.

3. Тржиште непокретности

Постепен опоравак на тржишту непокретности настављен је и у ТЗ, с обзиром на то да су се ниже цене некретнина и нижи трошкови кредитирања одразили на повећану тражњу за стамбеним кредитима и раст броја прометованих непокретности.

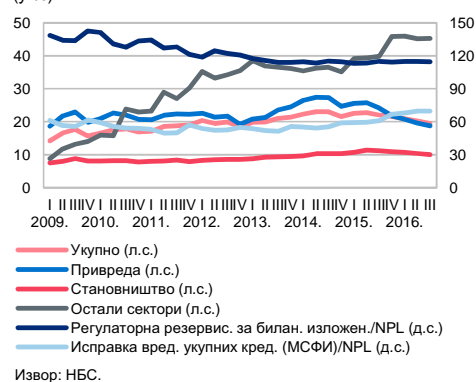
Просечна цена некретнина у Србији, мерено индексом *DOMex*²⁰, у ТЗ је забележила благ тромесечни пад (0,4%), који је у највећој мери био

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



Извор: НБС.

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



Извор: НБС.

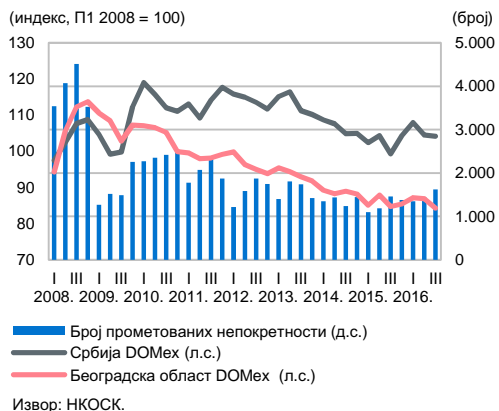
¹⁷ Обухвата привредна друштва и јавна предузећа. Уколико посматрамо само привредна друштва, учешће *NPL* у укупним кредитима у септембру је износило 19,7%, што је за 3,9 п.п. ниже него крајем 2015.

¹⁸ Уколико се укључе предузетници и приватна домаћинства, то учешће је смањено за 1,0 п.п., на 10,7%.

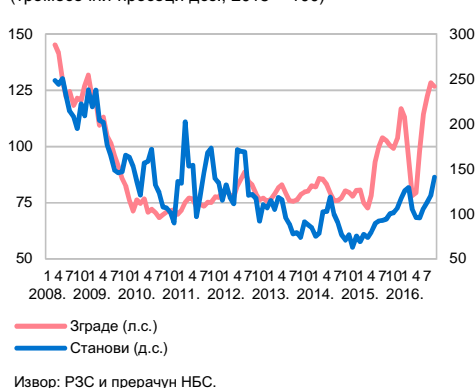
¹⁹ Регулаторна резерва није рачуноводствена категорија, што значи да не пролази кроз биланс успеха, већ само служи за обрачун капитала банака. Ради

се на групној основи по класама aktive за које су дефинисани износи резервисања (0%, 2%, 15%, 30% и 100% потраживања класификованих у категорије А, Б, В, Г и Д, респективно).

²⁰ Овај индекс објављује Национална корпорација за осигурање стамбених кредита, а односи се само на непокретности чија је куповина финансирана осигураним кредитима.

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

Графикон IV.3.2. Индекси броја издатих дозвола новоградње



вођен nižом ценом некретнина у Београду (3,1%). С друге стране, цене некретнина су порасле у региону јужне и источне Србије, док је у Војводини, Шумадији и западној Србији просечна цена некретнина остала готово непромењена. Посматрано на мг. нивоу, *DOMex* је и у Т3 наставио раст (4,9%), а у прва три тромесечја у просеку је био виши за 3,4% него у истом периоду претходне године.

Пад цене некретнина у Београду утицао је и на смањење регионалних разлика у цени некретнина, па је тако у Т3 просечна цена у Београду била за 68% виша у односу на просек у остатку Србије (76% у Т2). Просечна цена некретнина у Србији у Т3 је износила 863,4 евра по квадратном метру.

Делом и због ниже цене, број прометованих непокретности²¹ је наставио да расте и у Т3 је достигао највиши ниво у последње три године, уз раст у свим посматраним регионима. Око половине промета непокретности и даље се врши у београдском региону, четвртина у Војводини, а преосталих 25–30% у регионима Шумадије, западне Србије и јужне и источне Србије. Промет непокретности од почетка године бележи константан раст и у прва три тромесечја 2016. је за 17,5% већи у односу на исти период претходне године, што би могло да указује на постепени опоравак тржишта некретнина.

Поред ниже цене, тражњу на тржишту непокретности повећавају и ниже каматне стопе на новоодобрене стамбене кредите, које су у Т3 додатно смањене. То потврђују и подаци из анкете о кредитној активности банака, који указују на повећану тражњу за новоодобреним стамбеним кредитима, уз ублажавање услова њиховог одобравања.

Након снажног раста у Т1, број новоизграђених станова је у Т2 опао, тако да је, укупно посматрано, понуда на овом сегменту тржишту некретнина у П1 стагнирала на мг. нивоу. Раст понуде могао би се очекивати у наредном периоду, с обзиром на то да је број издатих грађевинских дозвола за изградњу зграда у јулу и августу повећан за 15,2% мг., а у случају станова за 26,7% мг.

²¹ И број прометованих непокретности и цена стана по квадратном метру такође се односе само на некретнине чија је куповина финансирана осигураним кредитима.

4. Агрегатна тражња

Вођен у највећој мери инвестицијама, БДП је, након стагнације у Т2, у Т3 повећан 0,5% дсз. Поред тога, позитиван допринос је потекао и од нето извоза. С друге стране, потрошња домаћинства је, након четири тромесечја раста, стагнирала у Т3. Према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, БДП је у Т3 убрзао м. раст на 2,5%.

Захваљујући бржем од очекиваног опоравку финалне потрошње, прогноза раста БДП-а за 2016. је трећи пут ове године коригована навише и, према нашој најновијој процени, износи 2,7%.

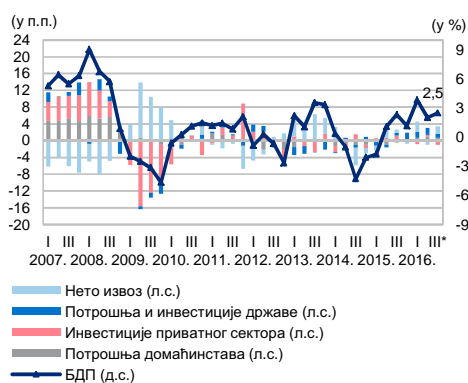
Домаћа тражња

Приватне инвестиције су у Т3 повећане за 0,7% дсз. и позитивно су допринеле БДП-у са 0,1 п.п. На раст инвестиција указују пре свега показатељи из области грађевинарства – вредност изведених радова је у Т3 порасла 1,8% дсз., број издатих грађевинских дозвола и даље расте (7,6% дсз.), а повећан је и број запослених у грађевинарству. С друге стране, производња грађевинског материјала је стагнирала у односу на Т2. Када су у питању инвестиције у опрему, током Т3 је забележен раст домаће производње машина и опреме (10,3% дсз.), док је увоз опреме смањен (3,1% дсз.). С обзиром на то да је велики део увезене робе и даље неklasификован, након рекласификације, то би могло резултирати растом увоза опреме.

Расту инвестиција погодновало је поправљање пословног и инвестиционог амбијента, што потврђује и напредак Србије на најновијој листи Светске банке о условима пословања (*Doing Business 2017*). Србија се у овој години налази међу десет земаља које су највише побољшале услове пословања и остварила је напредак на листи за седам места, са 54. на 47. позицију. Тај напредак је остварен захваљујући увођењу електронских грађевинских дозвола, чиме је у овом сегменту знатно поправила своју позицију. Истакнут је и напредак у домену започињања пословања и регистрације и преноса имовине, тј. у областима које су такође битне у привлачењу нових инвестиција.

То би у наредном периоду требало да подстакне прилив СДИ, које су у Т3 биле више него у Т2, а у девет месеци на готово истом нивоу као у истом периоду претходне године. Поред тога, позитиван ефекат ниских трошкова пословања, садржаних у

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



Табела IV.4.1. Показатељи кретања инвестиција

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

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Извоз и увоз су изражени у еврима.

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

ниској цени нафте и нижим трошковима по основу камата на инвестиционе кредите, уз константно побољшање изгледа привредног раста, требало би да определи и домаће привредне субјекте на ново инвестирање.

Процењујемо да је највећи позитиван допринос од компонената домаће тражње у ТЗ потекао од **промена у залихама** (0,2 п.п.). То је донекле и очекивано, с обзиром на то да се током ТЗ у највећој мери формирају залихе пољопривредних производа, које су због напросечне пољопривредне сезоне повећане. Поред тога, повећане су и залихе индустријских производа (6,1% дсз.), пре свега у прехранбеној и хемијској индустрији и производњи основних метала. С друге стране, планирани ремонт у рафинерији у Панчеву и прекид производње у септембру утицао је на смањење залиха нафтних деривата (10,8% дсз.).

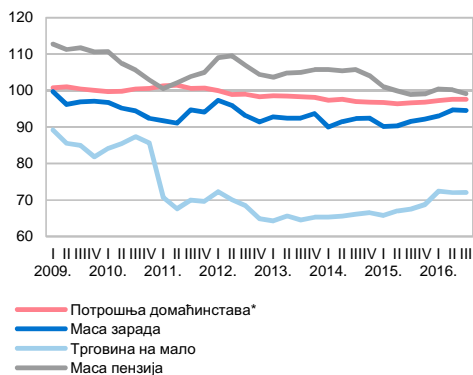
Након четири узастопна тромесечја раста, према нашој процени, **потрошња домаћинства** је у ТЗ стагнирала. На то указују дивергентна кретања кључних показатеља потрошње. Тако је промет у трговини на мало стагнирао, број долазака и ноћења туриста је повећан 3,9% дсз. и 4,2% дсз., респективно, док је увоз потрошних добара смањен 2,7% дсз. Посматрано на мг. нивоу, потрошња домаћинства је наставила да бележи раст (0,9%), уз позитиван допринос БДП-у од 0,7 п.п.

На стагнацију потрошње домаћинства указује и кретање њених главних извора у ТЗ. Укупна реална маса нето зарада је благо смањена (0,2% дсз.), док су трансфери социјалног осигурања остали на сличном нивоу као у Т2. Нешто нижи у односу на Т2 био је и прилив дознака из иностранства. С друге стране, банке су у ТЗ наставиле да у већој мери одобравају кредите намењене потрошњи.

Финална **потрошња државе** је, након четири тромесечја раста, у ТЗ забележила пад (1,6% дсз.) и негативно допринела БДП-у са 0,3 п.п. На то је утицао наставак смањења расхода за зараде у јавном сектору по основу смањења запослености, што је у складу с планираном рационализацијом јавног сектора. Такође, за разлику од претходног тромесечја, у ТЗ су смањени издаци за куповину робе и услуга. На мг. нивоу, настављен је раст ове компоненте тражње (1,4%), уз позитиван допринос БДП-у од 0,2 п.п.

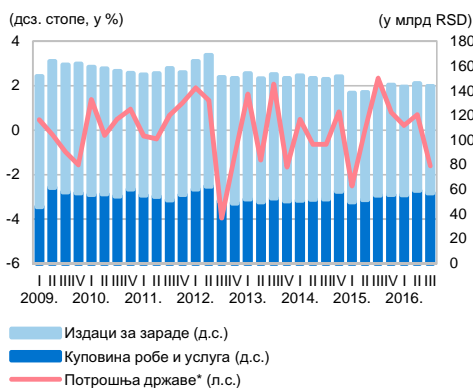
Тренд раста је настављен код **државних инвестиција**, које су у ТЗ повећане 4,0% дсз., уз позитиван допринос БДП-у од 0,1 п.п. На то указује

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.
* Процена НБС за ТЗ 2016.

Графикон IV.4.3. Потрошња државе
(реални износи)



Извор: РЗС, Министарство финансија и прерачун НБС.
* Процена НБС за ТЗ 2016.

кретање консолидованих капиталних расхода државе усмерених на реализацију инфраструктурних пројеката, који стварају предуслове за одрживи раст БДП-а у средњем и дугом року. Висок раст државних инвестиција настављен је и на мг. нивоу (26,5%), уз позитиван допринос БДП-у од 0,8 п.п.

Нето екстерна тражња

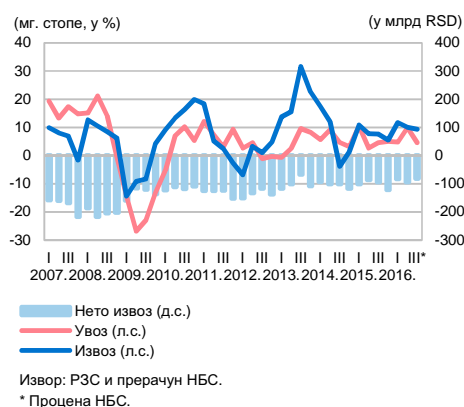
Након релативно високог раста у Т1, реални извоз робе и услуга је у наредна два тромесечја бележио благ пад (0,8% и 2,3% дсз., респективно). Ипак, за разлику од Т2 када је пад извоза био праћен растом реалног увоза робе и услуга, у Т3 је смањен и увоз (2,4% дсз.), тако да је допринос нето извоза БДП-у био позитиван (0,3 п.п.).

Позитиван допринос нето извоза БДП-у у Т3 је регистрован и на мг. нивоу (1,7 п.п.), захваљујући знатно бржем расту реалног извоза робе и услуга у односу на њихов увоз. На то је утицао наставак раста економске активности у зони евра и активирање ранијих инвестиција, распоређених у великом броју извозно оријентисаних пројеката.

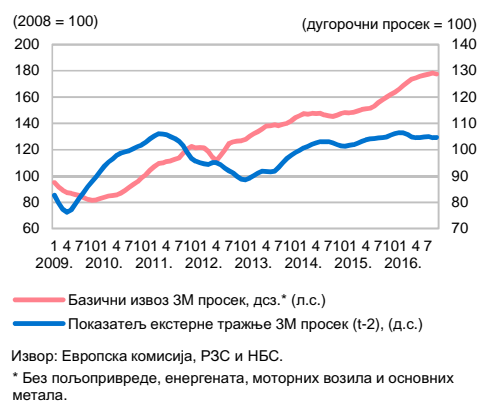
На спорији извоз робе и услуга у Т3 указивало је кретање показатеља екстерне тражње,²² који је, након стагнације у Т2, у Т3 исказао благ пад (0,3%). На то је у највећој мери утицало погоршање економске климе у Италији, нашем најзначајнијем трговинском партнеру, док је, с друге стране, побољшана перцепција економских прилика у Немачкој, која такође заузима важно место у нашој спољнотрговинској размени. У одређеној мери погоршани су и односи размене, с обзиром на то да је раст увозних цена био бржи од раста извозних цена. Ценовна конкурентност, мерена реалним ефективним курсом динара према еврџу и долару, у Т3 је остала непромењена, јер је блага номинална депрецијација (0,4%) неутралисана бржим растом домаћих од страних цена.

Робни извоз изражен у еврима у Т3 је смањен 2,9% дсз. Таквом кретању је у највећој мери допринео нижи извоз моторних возила (11,9% дсз.), што се може повезати са смањеним обимом активности у

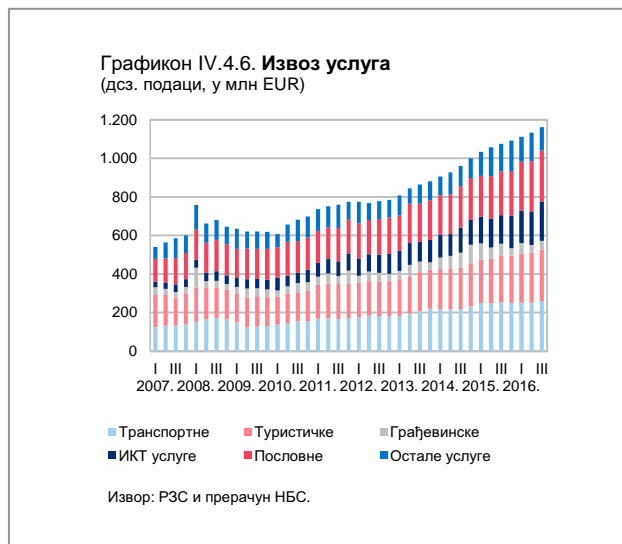
Графикон IV.4.4. Извоз и увоз робе и услуга (у сталним ценама претходне године, реф. 2010)



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

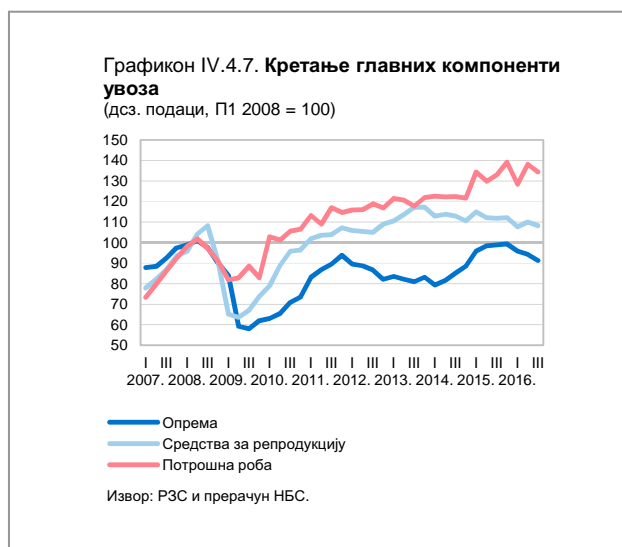


²² Водећи показатељ екстерне тражње за извозом Србије конструисан је на основу кретања водећег показатеља економске климе Европске комисије (ESI). Обухвата 20 земаља наших најзначајнијих спољнотрговинских партнера, где су пондери њихова учешћа у извозу Србије.



компанији „Фијат аутомобили Србија“ током летњих месеци. Извоз ове компаније је у првих девет месеци износио 866,6 млн евра и био је нижи за 8,2% мг. Ипак, негативан тренд извоза „Фијата“ у великој мери је надокнађен растом извоза других компанија у области ауто-индустрије (видети Осврт 2). Поред тога, нижи извоз у ТЗ забележен је и код хране, одеће и електричне опреме.

Позитивна кретања настављена су у извозу нафтних деривата, који су, и поред ниске цене, остварили раст од 16,3% дсз. Приватизација смедеревске железаре и опоравак цене челика на светском тржишту допринели су и наставку раста извоза основних метала (10,3% дсз.), док је, за разлику од претходног тромесечја, у ТЗ забележен и раст извоза металних и хемијских производа. Позитиван допринос кретању робног извоза у ТЗ потекао је и од повећаног извоза машина и опреме.



Извоз пољопривредних производа је у ТЗ опао (10,1% дсз.), што је у великој мери последица нижег извоза воћа, пре свега услед мањег рода јабука и малина. С друге стране, повећан је извоз житарица, што се дугује пре свега расту извоза пшенице, који је, количински посматрано, готово двоструко виши на мг. нивоу. То је резултат раста производње (18,8%) и формирања значајних извозних залиха ове културе (око 1,5 млн тона). Расту извоза пољопривреде до краја текуће, као и у већем делу наредне године, требало би да допринесе и натпросечан род кукуруза, који је наш главни извозни пољопривредни производ и чије се извозне залихе процењују на око 3 млн тона.



Тренд раста у ТЗ задржао је извоз услуга (2,5% дсз.), вођен у највећој мери повећаним извозом информационих и компјутерских услуга. Поред тога, настављен је раст извоза туристичких, пословних и транспортних услуга, а опоравак је забележен у извозу грађевинских услуга. Посматрано од почетка године, извоз услуга је повећан 7,4%.

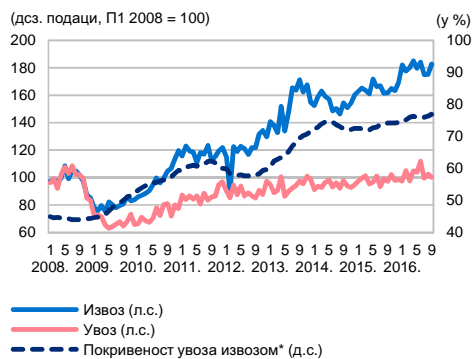
Робни увоз изражен у еврима је, након релативно високог раста у Т2, у Т3 смањен за 5,6% дсз. Нижи увоз забележен је код свих компонената, при чему је највећи допринос паду потекао од увоза репроматеријала, који има и највеће учешће у структури увоза. Овај пад се делом може објаснити нижим увозом енергената, пре свега нафте, чији је увоз, након снажног раста у Т2 за потребе формирања залиха, у Т3 смањен због планираног ремонта у

рафинерији у Панчеву. Поред репроматеријала, смањен је и увоз потрошних добара, што је у складу са стагнацијом приватне потрошње у ТЗ, док је нижи увоз опреме делимично надокнађен већом домаћом производњом.

Да је пад увоза репроматеријала пре свега последица нижег увоза енергената, потврђује и анализа робног увоза посматрано по намени ЕУ. Наиме, по искључењу енергената, чији је увоз смањен 12,2% дсз., увоз интермедијарних производа је у ТЗ тек благо опао (0,6% дсз.).

Нижи пад робног извоза од робног увоза одразио се и на побољшање показатеља робне размене. Тако је покривеност робног увоза робним извозом, мерено 12-месечним покретним просеком, у септембру достигла рекордних 76,9% и била је за 0,8 п.п. виша него у јуну. Такође, дсз. робни извоз се у септембру налазио 82,6% изнад свог преткризног нивоа,²³ за разлику од робног увоза, који се кретао близу свог преткризног нивоа.

Графикон IV.4.9. Робна размена у еврима



Извор: РЗС и прерачун НБС.

* 12-месечни покретни просек.

²³ Ниво из П1 2008.

Осврт 2: Ауто-индустрија – покретач раста индустрије и извоза Србије

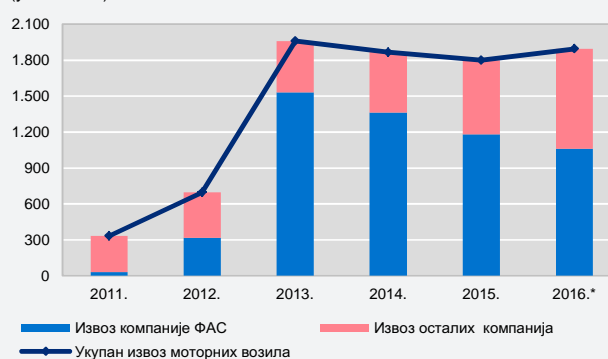
Заједничка инвестиција Владе Србије и италијанске компаније „Фијат“ из 2008. у нову компанију „Фијат аутомобили Србије“ (ФАС) омогућила је поновно оживљавање аутомобилског сектора у Србији. Долазак реномираног светског произвођача аутомобила утицао је и на долазак његових главних коопераната, који су, поред нових радних места, донели и савремене технологије. Стварање повољног инвестиционог амбијента и расположивост квалификованих радника допринели су томе да, поред „Фијата“ и његових коопераната, и велики број других страних компанија уложи свој капитал и отвори производне погоне у Србији. Те компаније, осим у производњи моторних возила, своје пословање обављају и у другим областима привреде које су повезане са ауто-индустријом. Тако је, на пример, неколико компанија отворило погоне за ливење и обраду челика за ауто-индустрију, затим за производњу пнеуматика и гумених делова за аутомобиле, као и текстилних производа за аутомобиле. Већина њих своју целокупну производњу пласира у извоз, чиме доприноси смањењу спољнотрговинске неравнотеже.

На Графикону О.2.1. примећује се снажан раст извоза моторних возила већ од П2 2012, што се подудара с почетком масовне производње у ФАС-у. Рекордан ниво извоза од 1,531 млрд евра достигнут је у 2013, када је произведен и највећи број возила (око 114.000).

У тој години производња моторних возила била је покретач индустријског раста и извоза, с обзиром на то да је у укупном расту физичког обима индустријске производње од 5,5%, допринос те гране износио 2,2 п.п., док је укупном расту извоза од 25,8%, извоз моторних возила допринео са 14,5 п.п. Током 2014. и 2015. ниво производње и извоза ФАС-а је смањен (на 1,364 млрд евра и 1,178 млрд евра, респективно), што се делом дугује и високој бази за поређење, као и постепеним засићењем тржишта за актуелним моделом аутомобила. Као последица тога, укупан извоз ауто-индустрије током тих година је опао. Ипак, аутомобилска индустрија је и током те две године остала најјача извозна грана, са око 15% укупног робног извоза Србије, док је ФАС задржао титулу највећег појединачног извозника Србије, као и место међу пет највећих компанија у Србији по оствареном пословном приходу.

Смањење производње и извоза ФАС-а у току 2014. и 2015. постепено је надокнађивано експанзијом других компанија из области ауто-индустрије захваљујући активирању раније приспелих СДИ, распоређених на већи број мањих пројеката. На основу кретања у периоду јануар–септембар, очекује се раст извоза ове гране у 2016. од око 10% (Графикон О.2.1). Извоз ових компанија је са око 430 млн евра у 2013. повећан на око 620 млн евра у 2015, колико је приближно износио и за девет месеци 2016. Тиме је повећано и учешће извоза ових компанија у укупном извозу моторних возила – са око 20% у 2013. на око 35% у 2015. и на преко 40% у 2016. години. Поред извоза моторних возила, значајан је и извоз производа од гуме и пластике, који се у највећем делу односи на пнеуматике и гумене производе за аутомобиле, те се стога и извоз ове гране прерађивачке индустрије може највећим делом подвести под укупан извоз ауто-индустрије. Активирање ових компанија важно је како са становишта диверсификације производње и повећања флексибилности домаће индустрије, тако и са становишта равномернијег регионалног развоја, с обзиром на то да се велики број њихових производних погона налази у регионима с вишом стопом незапослености и нижим просечним приходима.

Графикон О.2.1. Извоз моторних возила
(у млн EUR)

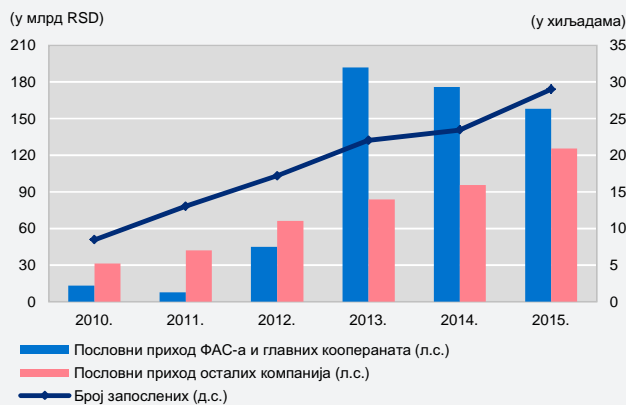


Извор: Министарство финансија, РЗС и прерачун НБС.

* Пројектовани извоз, уз задржавање просечног месечног извоза из првих девет месеци до краја године.

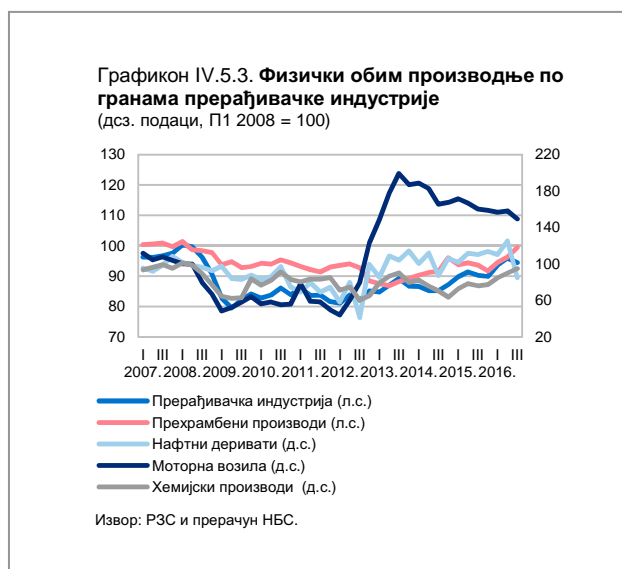
Уколико се анализирају подаци Агенције за привредне регистре о пословању 40 највећих предузећа из области ауто-индустрије за период 2010–2015, приметан је константан раст пословних прихода и запослености (Графикон О.2.2). При томе, слично као и код извоза, приметно је различито кретање пословних прихода ФАС-а и његових главних коопераната и осталих компанија из ауто-индустрије. Тако пословни приходи ФАС-а с кооперантима бележе снажан раст до 2013, након чега долази до њиховог смањења у 2014. и 2015, док остале компаније бележе константан раст током посматраног периода, уз повећање учешћа у укупним пословним приходима ауто-индустрије. Када је у питању број запослених у ауто-индустрији, он је константно повећаван током посматраног периода и у 2015. је достигао близу 30.000. И код броја запослених постоји сличан тренд као и код пословних прихода – смањење запослености у ФАС-у и повећање у осталим компанијама.

Графикон О.2.2. Основни показатељи пословања ауто-индустрије



Извор: Агенција за привредне регистре и прерачун НБС.

Поред тренутног доприноса експанзији индустрије и извоза, производња моторних возила и производа од гуме и пластике требало би да остане покретач њиховог раста и у наредном периоду. Наиме, учешће нето прилива СДИ у овим гранама је у 2014. и 2015. износило око 40% укупних прилива прерађивачке индустрије. С обзиром на то да се пуни ефекти тих инвестиција тек очекују у текућој и наредним годинама, може се очекивати значајан позитиван допринос ауто-индустрије повећању индустријске производње, извоза и запослености и у наредним годинама.



5. Економска активност

Успешна пољопривредна сезона и наставак повољних тенденција у индустрији и грађевинарству позитивно су се одразили на кретање економске активности, која је почетком године премашила свој преткризни ниво и наставила раст. Раст БДП-а, према нашој процени, у Т3 је износио 0,5% дсз. и био је вођен првенствено пољопривредом, док је на мг. нивоу његов раст, према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, убрзан на 2,5%.

Према нашој процени, БДП би у 2016. требало да порасте 2,7%, што је трећа ревизија навише процењеног раста од почетка године. Бржем расту од претходно очекиваног допринеће натпросечни резултати у пољопривреди, уз наставак позитивног доприноса индустрије, грађевинарства и већине услужних сектора.

Након стагнације у Т2, БДП је у Т3, према нашој процени, порастао 0,5% дсз. Томе је у највећој мери допринео раст пољопривреде, која је у новој сезони остварила резултате изнад вишегодишњих просека (видети Осврт 3). Такође, као резултат инвестиција из претходног периода, ниских трошкова финансирања и раста економске активности у зони евра, наставак интензивне реализације инфраструктурних пројеката утицали су на позитивна кретања у грађевинарству, док је опоравак приватне потрошње допринео расту активности у појединим услужним секторима. Захваљујући позитивним кретањима у последње две године, економска активност је почетком 2016. достигла свој преткризни ниво²⁴ и у Т3 нашла се 1,9% изнад тог нивоа, мерено БДП-ом, односно 2,4% мерено НДВ-ом.

Према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, раст БДП-а је у Т3 износио 2,5% мг., што је изнад наших претходних очекивања (1,8% мг.). Такво кретање, уз остварене резултате у П1 (2,9% мг.), указује на оправданост ревизије навише годишњег раста БДП-а на 2,7%. Слично као и на тромесечном нивоу, највећи позитиван допринос расту у Т3, према нашој процени, дала је пољопривреда. Поред тога, наставак је и раст индустрије, грађевинарства и већине услужних сектора.

²⁴ Ниво из П1 2008.

Након релативно снажног раста у П1, физички обим индустријске производње је у Т3 благо порастао за 0,2% дсз. Томе је позитивно допринео опоравак производње у рударству и енергетици (1,9% дсз. и 4,8% дсз., респективно), који је последица постепеног враћања у рад ремонтваних постројења. Пад физичког обима забележен је у прерађивачкој индустрији (1,5% дсз.), што се у највећој мери дугује нижој производњи нафтних деривата (32,2% дсз.) услед ремонта у рафинерији нафте у Панчеву у септембру.

Пад физичког обима производње у прерађивачкој индустрији ипак је био нижи од очекиваног захваљујући добрим резултатима у производњи хране, основних метала, машина и опреме и хемијских и фармацеутских производа. Ефекти добре пољопривредне сезоне већ су у Т3 почели да се преливају на раст производње хране, који је износио 3,3%. Поред тога, раст производње забележен је и код основних метала захваљујући већој производњи у Железари Смедерево након приватизације, што се може повезати и с растом цене челика на светском тржишту. С друге стране, пад физичког обима производње регистрован је и у производњи гуме и пластике, моторних возила, електричне опреме и рачунара.

Посматрано на мг. нивоу, физички обим индустријске производње је у Т3 благо убрзан на 3,6%, уз позитиван допринос сва три сектора. Највећи допринос дала је прерађивачка индустрија (3,2 п.п.), која је наставила да бележи раст (16 од 24 области) због повољних кретања у прехранбеној индустрији и већини других извозно оријентисаних грана. Такође, завршетак ремонта на појединим електроенергетским постројењима утицао је на раст физичког обима производње у секторима рударства (3,3%) и снабдевања електричном енергијом, гасом и паром (1,1%), који су са по 0,2 п.п. допринели расту физичког обима укупне индустрије.

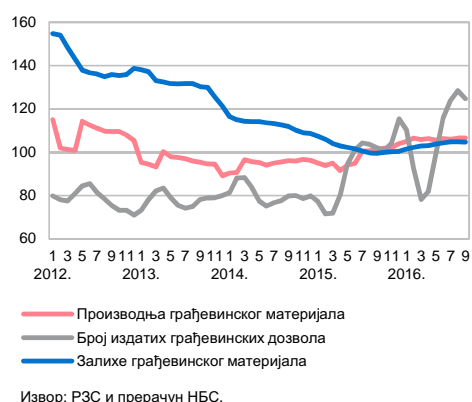
На основу доступних показатеља процењујемо да ће наставак раста активности бити забележен и у грађевинарству. Вредност изведених радова у грађевинарству у Т3 је порасла 7,0% мг, а раст броја грађевинских дозвола настављен је и у јулу и августу. Такође, у Т3 је задржан релативно висок ниво капиталних расхода државе, што указује на наставак реализације инфраструктурних пројекта. С друге стране, иако је производња грађевинског материјала у

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

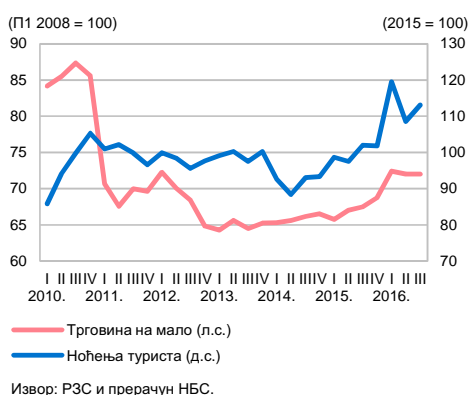


Графикон IV.5.5. Показатељи грађевинске активности

(тримесечни просеци дсз., 2015 = 100)



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



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

	2015.		2016.		
	T3	T4	T1	T2	T3*
БДП (у %, дсз.)	0,0	0,1	2,0	-0,1	0,5
Пољопривреда	0,0	0,1	0,4	0,0	0,2
Индустрија	-0,5	-0,3	0,7	0,2	0,1
Грађевинарство	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1
Услуге	0,4	-0,1	0,7	0,2	0,0
Нето порези	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

T3 стагнирала, она је у првих девет месеци већа него у истом периоду претходне године.

Временски услови су ове године одговарали готово свим пољопривредним културама, што је, уз повећано улагање у производњу, омогућило њихове напросечне приносе. Релативно висок раст је остварен у производњи пшенице (18,8%), а према прелиминарним проценама Републичког завода за статистику, снажан раст производње регистрован је и код кукуруза (36,6%) и индустријског биља. Раст производње очекује се и у воћарству, захваљујући у највећој мери бољем роду шљиве, док се у виноградарству очекује пад производње. На основу доступних показатеља процењујемо да ће сточарство стагнирати у 2016, јер би нижа производња свињетине у П1 требало да буде надокнађена њеним растом у П2, као и већом производњом говедине, млека и млечних производа. Према нашој процени, укупан раст пољопривреде у 2016. требало би да износи око 12%, уз позитиван допринос БДП-у од 1,0 п.п.

Наставак позитивних кретања забележен је и у појединим услужним секторима. Промет у трговини на мало је стагнирао у T3, али је на мг. нивоу задржан релативно висок раст од 6,8%. Кретања показатеља из области туризма такође указују на раст активности, с обзиром на то да је број долазака туриста и у T3 забележио релативно висок ниво мг. раста (11,8%), а повећан је и број њихових ноћења (10,8%).

На основу оствареног овогодишњег кретања економске активности и очекивања до краја године, процењујемо да ће БДП у 2016. порастати за 2,7%. Тај раст би у највећој мери требало да буде вођен опоравком пољопривреде, уз наставак позитивног доприноса индустрије, грађевинарства и већине услужних сектора.

Осврт 3: Утицај нове пољопривредне сезоне на БДП

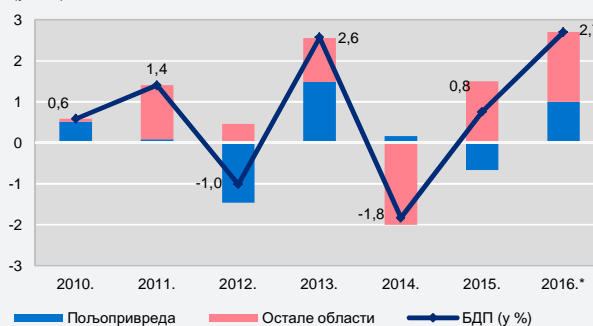
Пољопривредна производња има велики значај за привреду Србије, будући да поред директног доприноса креирању додате вредности представља базу за прехрамбену индустрију, тј. производњу хране, пића и дувана, која појединачно чини највећи део прерађивачке индустрије (близу 25%). По својим карактеристикама, производња пољопривредних добара је у великој мери изложена временским условима, на које се делимично може утицати, али који се не могу у потпуности отклонити. Поред тога, њу карактерише и низак обрт, с обзиром на то да се циклус производње главних пољопривредних култура одвија најчешће једном годишње. Због тога се за статистичке потребе укупна годишња додата вредност сектора пољопривреде расподељује по појединим тромесечјима апроксимативно коришћењем следећих пондера – 20% за Т1, 25% за Т2, 30% за Т3 и 25% за Т4.

У структури наше пољопривредне производње доминира биљна производња, која чини око 70%, од чега се на ратарство односи око 60%, а на воћарство и виноградарство око 10%. Таква структура је са становишта креирања додате вредности релативно неповољна због ниског учешћа сточарства (30%), које производи производе највеће додате вредности (месо, млеко и њихове прерађевине). Учешће ове области у укупној пољопривредној производњи се у последњих пет година на нивоу ЕУ креће у просеку око 40%, док је у земљама окружења (Мађарска, Хрватска) око 35%. Посматрано по појединачним ратарским културама, у укупној пољопривредној производњи доминантно је учешће кукуруза (25–30%), за којим следи пшеница (око 6%), па сунцокрет и соја (по 3%). Због његовог високог учешћа, осцилације у производњи кукуруза у највећој мери одређују осцилације укупне пољопривредне производње, што је био случај у 2012. и 2015. години. Лоша/добра сезона у производњи кукуруза утиче индиректно, преко мање/веће понуде и више/ниже цене, и на нижу/вишу активност у сточарству.

У последњих седам година пољопривреда је углавном пружала позитиван допринос кретању БДП-а (Графикон О.3.1), изузев у 2012. и 2015, када су због суше приноси главних пољопривредних култура били знатно испод вишегодишњих просека. При томе, суша је у 2012. погодила све пољопривредне културе, па је тако и реални пад пољопривредне производње био висок (17,3%). С друге стране, суша у 2015. се у већој мери одразила на јесење културе (кукуруз и индустријско биље), док летње културе (пшеница, јечам и овас) нису биле погођене, па је и реални пад пољопривреде био нижи (7,7%). Уобичајено је да након лоше пољопривредне сезоне допринос пољопривреде БДП-у у наредној години буде позитиван. Тако је у 2013. (након лоше 2012) пољопривредна производња реално порасла 20,9% и позитивно допринела кретању БДП-а са 1,5 п.п. Раст пољопривреде, према нашој процени, у 2016. требало би да износи око 12%, уз позитиван допринос БДП-у од 1,0 п.п.

Процењени раст пољопривредне производње у 2016. у највећој мери је резултат опоравка производње главних ратарских култура, које су, према подацима Републичког завода за статистику, оствариле натпросечне приносе (Табела О.3.1.). Томе су допринели добри агрометеоролошки услови током већег дела вегетативног периода, као и примена савремених агротехничких мера, тј. коришћење модерније механизације и квалитетнијег семена. Поред пшенице, чија је

Графикон О.3.1. Допринос пољопривреде кретању БДП-а (у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

Табела О.3.1. Пољопривредна производња у 2016.

Пољопривредне културе	Просечни принос у 2006–2015. (тона/хектар)	Засејане површине у 2016. (хил. хектара)	Просечни принос у 2016.* (тона/хектар)	Производња у 2016. (хил. тона)	Годишњи раст у 2016. (у%)
Пшеница	4,0	595,1	4,8	2.884,5	18,8
Кукуруз	5,8	1.020,3	7,3	7.451,3	36,6
Соја	2,6	185,8	3,2	587,2	29,2
Сунцокрет	2,4	202,4	3,1	627,7	43,6
Шећерна репа	47,0	49,3	51,9	2.560,3	17,3
Шљива	5,4	77,9	5,9	328,4	34,4
Јабuka	15,4	23,7	13,8	463,1	-7,7
Малина	6,7	11,0	5,6	61,9	-6,5
Грожђе	8,2	21,2	6,9	145,8	-14,5

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена РЗС.

производња ове године већа за готово петину, висок раст у односу на претходну годину очекује се у производњи кукуруза (36,6%), којој су, за разлику од прошле сезоне, временске прилике биле наклоњене.

С обзиром на то да су пшеница и кукуруз значајни извозни производи, њихова већа производња у текућој пољопривредној сезони требало би да омогући и већи извоз. Према оријентационим билансима Министарства пољопривреде и заштите животне средине и удружења „Жита Србије“, у које су укључене најновије пројекције приноса, расположива количина за извоз пшенице у текућој меркантилној години (јул 2016 – јун 2017) износи око 1,5 млн тона, што је за око 40% више у односу на извезену количину у претходној меркантилној години (јул 2015 – јун 2016). У периоду јул–септембар 2016. већ је извезено око 600.000 тона, тј. око 40% укупно расположивих залиха. Када је у питању кукуруз, процењене расположиве залихе за извоз у текућој меркантилној години (октобар 2016 – септембар 2017) износе око 3 млн тона, што је готово двоструко више него у претходној меркантилној години.

Већа производња (између 20% и 40%) очекује се и код индустријског биља, тј. соје, сунцокрета и шећерне репе, што би, поред директног доприноса БДП-у, требало да створи добру основу за раст прехрамбене индустрије у текућој и наредној години. Како су ове културе и главне сировине у производњи прехрамбених производа, њихов бољи род би требало да смањи и притиске на раст цена прерађене хране у наредној години.

Захваљујући за око трећину већем роду шљиве, која је најзаступљенија воћарска култура у Србији, на нивоу укупног воћарства очекује се благ раст производње у односу на 2015. С друге стране, пад се очекује у производњи јабука (7,7%) и малина (6,5%), при чему се на великим плантажама, на којима се примењују савремене технологије и које највећи део производа пласирају у извоз, очекује раст производње. Такође, у виноградарству се, након добре претходне сезоне, у 2016. очекује пад од око 15%.

Када је у питању сточарска производња, на основу кретања показатеља, процењујемо да ће она у 2016. стагнирати. Производња свињског меса је у П1 смањена 3,2% мг., при чему се у П2 очекује њена већа производња. Поред тога, позитиван допринос сточарству очекује се и од производње говеђег меса, која је у П1 порасла 4,2% мг., као и по основу веће производње млека и млечних производа. Додатан подстицај сточарству требало би очекивати и по основу нижих трошкова производње, на које би се могао одразити добар овосезонски род кукуруза и његова очекивано нижа цена.

Добри овогодишњи резултати у пољопривреди утицаће и на већи допринос БДП-у у односу на раније очекивани. Наиме, у претходној пројекцији БДП-а претпоставили смо просечне приносе у пољопривреди и раст од око 3%, уз допринос БДП-у од 0,2 п.п. Према најновијој пројекцији, допринос пољопривреде је процењен на 1,0 п.п., што би требало да неутралише последице капиталних ремонта у енергетском комплексу и последично нижи допринос индустрије.

6. Кретања на тржишту рада

Реална нето зарада је у Т3 благо смањена, али је захваљујући већој запослености реална маса зарада остала релативно непромењена. Повољна кретања на тржишту рада настављена су и у Т3, уз раст запослености и смањење броја незапослених лица.

Зараде и продуктивност рада

Након пет узастопних тромесечја раста, **реална нето зарада** је у Т3 благо опала (0,9% дсз.). Већи пад забележен је у случају реалне нето зараде у приватном сектору у односу на јавни. Посматрано на мг. нивоу, реална нето зарада је и у Т3 наставила раст (2,0%), мада нешто споријим темпом него у П1.

Реална нето зарада смањена је у већини сектора привреде, а најизраженији пад био је у области стручних, научних, иновационих и техничких делатности. Благо смањење зарада забележено је и у свим секторима индустрије, као и у пољопривреди и грађевинарству. С друге стране, раст реалне нето зараде настављен је у већини услужних сектора у којима доминира приватни сектор, а најизраженији био је у области саобраћаја, информисања и комуникација и пословања некретнинама.

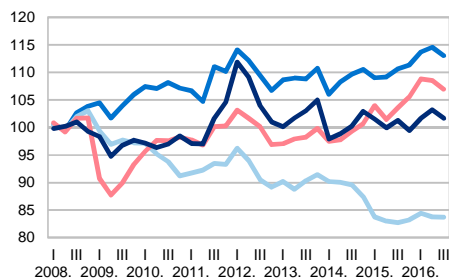
Након пет тромесечја раста, реална маса нето зарада је у Т3 била готово непромењена (-0,2% дсз.), при чему је пад масе зарада у јавном сектору готово неутрализован растом масе зарада у приватном сектору. Просечна номинална нето зарада исплаћена у Републици Србији у Т3 је износила 46.041 динар, што је за 1,1% ниже него у Т2, али и 3,0% више него у истом периоду претходне године.

И поред ниже продуктивности укупне индустрије, јединични трошкови рада су смањени у Т3 (0,9% дсз.) захваљујући нижој реалној бруто заради. С друге стране, јединични трошкови рада у прерађивачкој индустрији су, након пада у Т2, благо порасли у Т3, с обзиром на то да је регистрован мањи пад бруто реалне зараде у прерађивачкој у односу на укупну индустрију.

Запосленост

Раст економске активности и наставак борбе против сиве економије наставили су да се позитивно одражавају на кретања на формалном сегменту тржишта рада, тако да је од почетка године број запослених повећан, а незапосленост смањена. На слична кретања указују и подаци добијени из Анкете

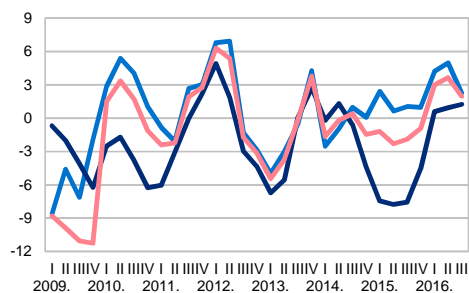
Графикон IV.6.1. Кретање реалне нето зараде (дсз. подаци, П1 2008 = 100)



— Ван јавног сектора
— Јавни сектор
— Прерађивачка индустрија
— Пољопривреда

Извор: РЗС и прерачун НБС.

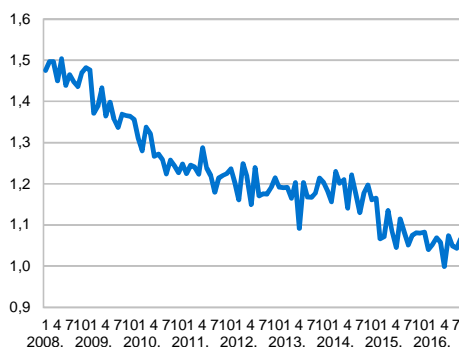
Графикон IV.6.2. Кретање реалне нето зараде (мг. раст, у %)



— Ван јавног сектора
— Јавни сектор
— Укупно

Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.



о радној снази, који, поред формалног, обухватају и неформални део тржишта рада.

Према подацима Републичког завода за статистику добијених из базе **Централног регистра обавезног социјалног осигурања**, формална запосленост је у Т3 повећана за 0,6%, а у односу на крај 2015. за 2,4%. Највећи допринос расту формалне запослености од почетка године потекао је од повећаног броја запослених код правних лица, као и већег броја приватних предузетника и запослених код њих.

Посматрано по секторима привреде, раст запослености у Т3 био је најизраженији у секторима прерађивачке индустрије, трговине и грађевинарства, а сличан тренд бележи се од почетка 2016. Изражен раст запослености од почетка године забележен је и у сектору административних и помоћних услужних делатности, као и сектору услуга смештаја и исхране. У складу с рационализацијом броја запослених у јавном сектору, број запослених у Т3 је смањен у оквиру државне управе, здравства и образовања, као и у областима снабдевања електричном енергијом, гасом и паром и снабдевању водом, у којима доминирају предузећа у јавном власништву.

С повећањем броја запослених, смањен је број незапослених лица. Према подацима **Националне службе за запошљавање**, у септембру је било незапослено 684.820 лица, или за око 20.000 мање него у јуну, а за око 40.000 мање него на крају 2015. Поменути број незапослених лица најнижи је у последњих 15 година. Незапосленост је смањена у готово свим групама занимања, при чему је највећи пад исказан у области трговине, туризма и угоститељства и групама занимања повезаним с прерађивачком индустријом. Упоредо са смањивањем броја незапослених, смањен је и број лица која примају накнаду за незапослене. Ову накнаду у септембру су примала 39.894 лица, што је најнижи ниво у последњих пет година.

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

	2015.		2016.	
	T4	T1	T2	T3
Укупан број формално запослених	-0,9	0,2	1,6	0,6
Запослени код правних лица	-1,2	0,1	1,4	0,7
Приватни предузетници и запослени код њих	0,5	1,1	3,5	1,1
Индивидуални пољопривредници	-1,2	-0,9	-1,1	-2,6
Незапослена лица	-1,6	3,4	-5,7	-3,1
Први пут траже запослење	-1,7	1,6	-4,7	-2,8
Били у радном односу	-1,6	4,4	-6,1	-3,2

Извор: РЗС и Национална служба за запошљавање.



Подаци из **Анкете о радној снази**, који су доступни за П1, потврђују повољна кретања на формалном сегменту тржишта рада. Тако је у односу на крај 2015. стопа запослености у Т2 повећана за 3,2 п.п., на 45,9%, што је њен највиши ниво у последње две и по године, тј. откад су доступни упоредиви подаци. У истом периоду, на најнижи упоредиви ниво (15,2%) смањена је и стопа незапослености, што је за 2,5 п.п. ниже него на крају 2015. У складу са општим падом незапослености, смањена је и стопа

незапослености међу младом популацијом (15–24 године), која је у Т2 износила 36,1%, или за 8,9 п.п. ниже него на крају 2015.

Раст запослености делом је резултат и повећане неформалне запослености, која је, након два тромесечја пада, у Т2 повећана за 2,4 п.п., на 22,7%. Такво кретање неформалне запослености могло би делом да се доведе у везу са сезонским кретањима, с обзиром на то да је раст неформалне запослености карактеристичан за Т2 и Т3, када је повећана потреба за ангажовањем сезонских радника у пољопривреди, грађевинарству и појединим услужним секторима.

На то указује и анализа кретања укупне запослености по појединим секторима привреде у Т2, по којој је број запослених, након два тромесечја пада, повећан у пољопривреди и грађевинарству. Раст запослености је настављен и у услужним секторима, док се запосленост у индустрији, након пада у Т1, током Т2 вратила на ниво с краја претходне године.

7. Међународно окружење

Смањење глобалне трговине, излазак Велике Британије из ЕУ и неизвесност у погледу мера монетарне политике водећих централних банака одражавају се на успоравање глобалног опоравка, коме, с друге стране, позитивно доприноси бржи опоравак појединих земаља БРИКС-а (Русија и Бразил). Економска активност у зони евра би у Т3 требало да задржи темпо раста из претходног тромесечја, док се у САД и региону централне и источне Европе очекује благо убрзање њеног раста.

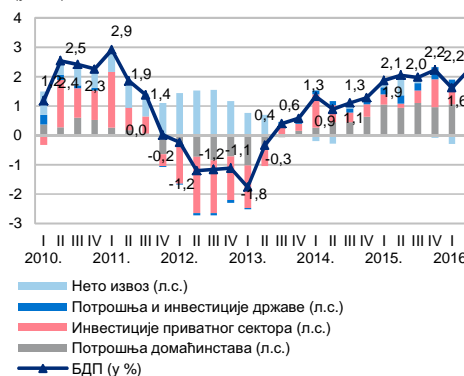
Инфлација постепено расте како у зони евра, тако и у САД. Најава договора водећих произвођача о ограничавању производње нафте утицала је на раст њене цене крајем Т3, што би могло да подстакне инфлаторне притиске у наредном периоду.

Неизвесност на међународном финансијском тржишту и даље постоји у погледу будућих мера монетарне политике водећих централних банака.

Економска активност

Економска активност у зони евра је у Т2 наставила да расте (0,3% дсз.), али нешто споријим темпом него на почетку године. То успоравање последица је слабијег раста потрошње домаћинства, која је била

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



Извор: Eurostat.

допринос расту БДП-а, на шта је указивало и кретање потрошачког поверења, чији је индекс у септембру повећан на највиши ниво у последњих 20 месеци. Раст потрошње домаћинстава подупире и наставак позитивних кретања на тржишту рада, тј. раст стопе запослености и просечног броја новоотворених радних места ван пољопривреде. С друге стране, индекс производне активности (*ISM Manufacturing*) у Т3 је у просеку смањен у поређењу с Т2.

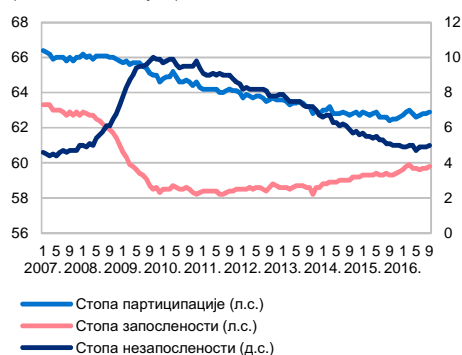
Спорији раст економске активности од очекиваног у П1, слаба инвестициона активност и смањење залиха определили су одлуку ММФ-а да ревидира наниже изгледе раста у САД за 2016. (за 0,6 п.п., на 1,6%) и 2017. (за 0,3 п.п., на 2,2%). Сличан раст у 2016. (1,5%) очекује се и према последњој процени *Consensus Forecast*-а.

Раст економске активности у земљама централне и источне Европе у Т2 је убрзан, вођен у највећој мери приватном потрошњом, на коју су наставили да се позитивно одражавају опоравак на тржишту рада и мере монетарног и фискалног попуштања. На основу кретања водећих показатеља у већини земаља региона, привредни раст би требало да се настави сличним темпом и у Т3. Највећи раст БДП-а и у Т2 је забележен у Румунији (6,0% мг.), док је у већини осталих земаља региона он убрзан у односу на почетак године. Убрзање привредног раста забележено је и у већини земаља југоисточне Европе, чему су допринели наставак повољних кретања у области инвестиција, опоравак приватне потрошње и побољшање ситуације на тржишту рада. Захваљујући опоравку цене нафте и доброј пољопривредној сезони, **економска активност у Русији** је бележила боље економске перформансе од очекиваних, па је у складу с тим и ММФ побољшао изгледе раста БДП-а за текућу и наредну годину на -0,8% и 1,1%, респективно.

Темпо раста **кинеске привреде** је и у Т3 задржао ниво из П1 (6,7% мг.), захваљујући у највећој мери наставку реализације државних инфраструктурних пројеката. Индекс производне активности (*PMI Manufacturing*) имао је вредност изнад 50 поена, што указује на благ опоравак сектора прерађивачке индустрије, док је у истом периоду укупна индустријска производња просечно расла по стопи од 6,1% мг. Позитивна кретања настављена су и у сектору услуга, на шта указује и благо убрзање мг. раста промета у трговини на мало на 10,5% у Т3. С друге стране, висок ниво задужености привреде и раст цена некретнина представљају ризике по одрживост раста. Према последњој процени ММФ-а,

Графикон IV.7.5. Кретања на тржишту рада у САД

(месечне стопе, у %)



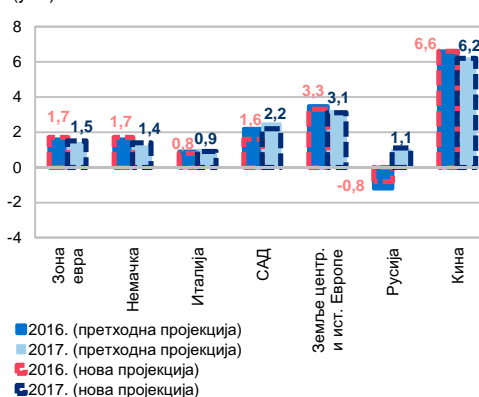
Извор: Bureau of Labor Statistics.

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

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

Извор: Consensus Forecast и ММФ.

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



Извор: ММФ WEO Update (јул 2016) и ММФ WEO (октобар 2016).

у 2016. очекује се раст од 6,6%, који би у 2017. требало да успори на 6,2%.

Кретање инфлације

Инфлација у **зони евра** је у позитивној зони од јуна, али је и даље ниска. Она је са 0,2% м.г. у јулу и августу повећана на 0,4% м.г. у септембру, што је највиша стопа инфлације од јула 2014. Као што су истакли челници ЕЦБ-а, већа инфлација одражава даљи м.г. раст цена енергије, али још нема знакова поуздане узлазне путање инфлације. Изостанак знатнијег опоравка инфлације првенствено је последица индиректних ефеката пада цене нафте у претходном периоду.

На основу нафтних фјучерса, ЕЦБ очекује да ће стопе инфлације бити веће у наредним месецима, великим делом услед базног ефекта цена енергије, што потврђује и прелиминарна процена м.г. инфлације у октобру од 0,5%. Постепен раст инфлације требало би да се настави у 2017. и 2018. години због експанзивне монетарне политике и очекиваног економског опоравка. Према ЕЦБ-овој октобарској анкети стручних прогнозера,²⁵ инфлациона очекивања износе 0,2% за 2016, 1,2% за 2017. и 1,4% за 2018. годину, што је смањење у односу на претходну, јулску анкету за 0,1 п.п. за 2016. и 2018. годину, док су очекивања за 2017. остала непромењена. Дугорочна инфлациона очекивања (за 2021. годину) и даље износе 1,8%. Ова инфлациона очекивања, која су добијена на основу анкете, и даље су виша од тржишних очекивања, иако су и тржишна очекивања почела да расту. Тако је тржиште крајем октобра очекивало да ће пројектована инфлација у зони евра 2021. године за пет година унапред, тј. 2026, износити 1,47% (почетком септембра та очекивања су била на 1,26%).²⁶

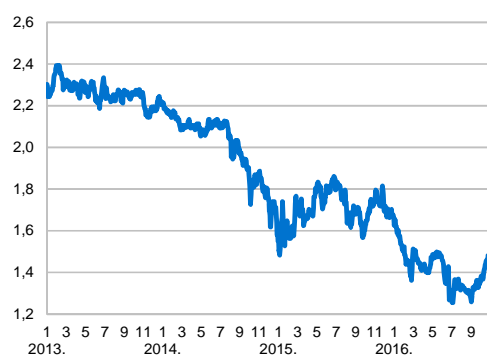
У великом броју земаља **централне и источне Европе** и током ТЗ се бележе негативне стопе м.г. инфлације. Иако блажа него у претходном тромесецију, дефлација је и даље изражена у Бугарској, али и у БиХ и Хрватској. Мађарска, Македонија и Црна Гора, након негативне и нулте инфлације у претходним месецима, забележиле су позитивне стопе инфлације у септембру. С друге стране, релативно високе стопе инфлације и даље имају Русија и Турска, али су оне смањене у ТЗ и у септембру су износиле 6,4% м.г. и 7,3% м.г., респективно.

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



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

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



Извор: Thomson Reuters.

²⁵ ECB Survey of Professional Forecasters (SPF).

²⁶ The five-year, five-year breakeven forward.

Инфлација је у САД током ТЗ постепено расла и у септембру је износила 1,5% м.г., што је највиша стопа инфлације од октобра 2014. Она је и даље испод циља, у највећој мери због претходног пада цена енергије, као и увозних цена других производа и услуга. Базна инфлација (искључујући храну и енергију) износила је 2,2% м.г.

Монетарна политика

ЕЦБ, Банка Енглеске и Банка Јапана и даље спроводе експанзивну монетарну политику. Привредни раст стимулише и централна банка Кине. Супротно томе, ФЕД се налази на путањи нормализације монетарне политике, иако је она блажа од претходно очекиване.

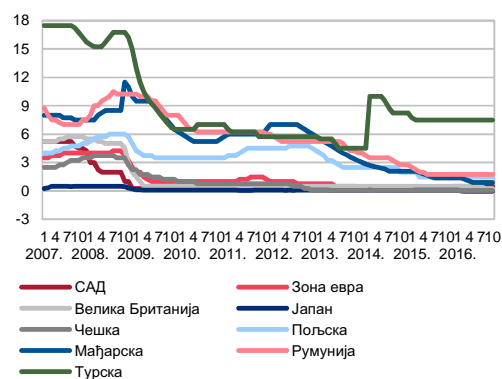
Истичући да мере монетарне политике предузете од јуна 2014. пружају ефикасну подршку опоравку привреде зоне евра, **ЕЦБ** није мењала висину референтне каматне стопе, као ни програм куповине активе. Овај програм је задржан на нивоу од око 80 млрд евра месечно до краја марта 2017. Тржишни учесници нису очекивали промену висине референтне каматне стопе, али јесу очекивали да ће ЕЦБ продужити трајање програма куповине активе до септембра 2017. године. Неизвесност у погледу мера монетарне политике ЕЦБ-а изазвала је нестабилност на европском финансијском тржишту. Тако су приноси на немачке десетогодишње државне хартије улазиле и излазиле из негативне зоне током септембра и октобра, а до колебања у приносима дошло је и код државних хартија других земаља зоне евра. На састанку у октобру ЕЦБ је истакла да се предузете мере монетарне политике преносе на реалну економију и да у наредном периоду очекује умерен, али стабилан привредни раст, вођен првенствено домаћом тражњом.

Иако је начелно задовољан напретком америчке привреде, Монетарни одбор **ФЕД-а** још се није одлучио на даље повећање референтне каматне стопе – она је задржана у интервалу 0,25–0,50%. На састанцима у септембру и новембру истакао је да су аргументи за повећање референтне каматне стопе ојачани, али да ће сачекати даље потврде о наставку напретка на тржишту рада и повратку инфлације на циљ од 2,0%.

Од земаља у региону **централне и источне Европе**, централна банка Русије је, након смањења у јуну, смањила референтну стопу и у септембру за 0,5 п.п.,

Графикон IV.7.9. Кретање референтних стопа по земљама

(на годишњем нивоу, у %)



Извор: Централне банке одабраних земаља.



на 10%. Такву одлуку тржиште је очекивало, с обзиром на то да је централна банка најавила да ће, са успоравањем инфлације и падом инфлационих очекивања, смањити референтну каматну стопу. Банка Русије у овом тренутку очекује да ће референтна стопа до краја 2016. остати на нивоу од 10%. Централна банка Турске је у септембру, седми месец заредом, смањила стопу на кредитне олакшице на 8,25%. Стопа на депозитне олакшице и референтна стопа остале су непромењене (7,25% и 7,50%, респективно). Остале земље овог региона задржале су на непромењеним, релативно ниским нивоима своје референтне стопе. Иако није мењала референтну стопу, централна банка Мађарске је у септембру увела максимални износ ликвидности који може бити повучен путем аукција тромесечних депозита ради даље стимулације међубанкарског тржишта. У октобру је донела одлуку о смањењу стопе обавезне резерве са 2% на 1% од децембра, као и стопу на кредитне олакшице за 10 б.п., на 1,05%. Централна банка Румуније смањила је стопу обавезне резерве на обавезе у инострану валуту са 12% на 10%, док је стопа на обавезе у лејима остала на нивоу од 8%. Реч је о наставку усаглашавања механизма обавезних резерви с важећим стандардима и праксом ЕЦБ-а. Процена је да ће овом мером бити ослобођено око 500 млн евра.

Финансијска и робна тржишта

Кретања на финансијским тржиштима одређују процене инвеститора у вези са активностима водећих централних банака. **Валутна кретања** током ТЗ нису обележила знатнија померања, осим у случају **британске фунте**, која је због неизвесности проузроковане Брезитом ослабила у односу на долар за 3,9%, а током октобра за додатни 6,1%. **Евро је у односу на долар ојачао** током ТЗ за 0,5%, а кретао се у интервалу од 1,10 до 1,13 долара за евро, док је током октобра ослабио за 1,9%. Кинеска валута је од 1. октобра постала саставни део обрачунске јединице ММФ-а (SDR), са 10,92% учешћа у корпи валута, поред америчког долара (41,73%), евра (30,93%), јена (8,33%) и британске фунте (8,09%), што представља потврду напретка у спровођењу реформи монетарног система и девизног тржишта у Кини.

Очекивања инвеститора у погледу мера монетарне политике водећих централних банака утицала су и на кретање **цене злата**. Она је, након раста у претходном тромесечју, током ТЗ била релативно стабилна, док је у октобру забележила пад од 3,1%.

V. Пројекција инфлације

Према нашој централној пројекцији, мг. инфлација ће у наредним месецима отпочети раст, а у границе новог циља ($3,0\% \pm 1,5$ п.п.) ући ће почетком следеће године. Након тога, до краја периода пројекције требало би да настави да се креће у оквиру граница циља. На повећање инфлације деловаће ниска база код цена нафтних деривата и постепен раст агрегатне тражње у Србији, као и инфлација у међународном окружењу, док ће је ниски трошкови сировина у производњи хране, као резултат добре овогодишње пољопривредне сезоне и даљег појефтињења примарних пољопривредних производа, успоравати. Ризици остварења пројекције инфлације су симетрични и односе се пре свега на даља кретања на светским робним и финансијским тржиштима, а у одређеној мери и на раст регулисаних цена следеће године.

Због изузетно добре пољопривредне сезоне, пројекција БДП-а за 2016. годину ревидирана је навише за 0,2 п.п. (на 2,7%), док је за 2017. остала непромењена (3,0%). Раст би и ове и следеће године требало да буде вођен инвестицијама, извозом и финалном потрошњом.

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

Почетни услови

У складу са очекивањима изнетим у августовском Извештају о инфлацији, мг. инфлација је у ТЗ наставила да се креће испод доње границе дозвољеног одступања од циља ($4,0\% \pm 1,5$ п.п.). У септембру је износила 0,6%. Као и у претходном периоду, ниским инфлаторним притисцима допринели су задржавање ниских трошковних притисака по основу светских цена нафте и примарних пољопривредних производа, и даље ниска инфлација у међународном окружењу, посебно у зони евра као нашем главном спољнотрговинском партнеру, али и већина домаћих фактора. Базна инфлација (мерена ИПЦ-ом по искључењу цена хране, енергије, алкохола и цигарета), која је од августа 2014. такође испод доње границе циља, у септембру је износила 1,6% мг.

Посматрано на тромесечном нивоу, потрошачке цене су у ТЗ порасле 0,2%. Тај раст је био вођен поскупљењем свежег меса и цигарета, док је у супротном смеру деловао пад цена воћа и поврћа.

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



Извор: НБС.



У складу с дуже времена присутним ниским инфлаторним притисцима, краткорочна и средњорочна инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде остала су релативно стабилна и око доње границе дозвољеног одступања од циља.

Кретање курса динара у ТЗ и октобру било је врло стабилно. На крају октобра, вредност динара према евр у остала је готово непромењена у односу на крај јуна. Посматрани период (посебно јул) карактерисали апрецијацијски притисци, који су ублажени интервенцијама Народне банке Србије на страни куповине девиза. У правцу јачања динара деловали су даље поправљање домаћих макроекономских показатеља, позитивна оцена ММФ-а у погледу спровођења аранжмана, и даље висок прилив девиза по основу извоза и СДИ, пад премије ризика земље и повољнија перцепција страних инвеститора у погледу улагања у земље у успону. Притисци у јулу првенствено су били последица повећане понуде девиза од стране нерезидената ради улагања у државне динарске ХоВ, али и мање од уобичајене тражње домаћих предузећа за девизама. Народна банка Србије је у ТЗ и октобру од банака купила укупно 610,0 млн евра, од чега 355,0 млн евра у јулу.

Индекс монетарних услова указује на задржавање експанзивног карактера монетарне политике у ТЗ, што је у складу с постојећим дезинфлаторним притисцима и отвореним негативним производним јазом. Међутим, експанзивност монетарне политике у ТЗ била је нешто мања него у Т2 због раста реалне каматне стопе,²⁷ до кога је дошло пре свега услед пада инфлационих очекивања. Тиме се реална каматна стопа у ТЗ поново вратила у позитивну зону. Она је и даље испод свог неутралног нивоа, али у мањој мери него у Т2.

Фискално прилагођавање настављено је и у ТЗ, а било је вођено додатним растом наплате јавних прихода. Консолидовани буџет државе је у девет месеци ове године био у дефициту од 0,1% БДП-а (4,5 млрд динара), а уколико се изузму расходи за отплату камата, примарни суфицит је износио 3,5% БДП-а. На смањење консолидованог буџетског дефицита утицао је пре свега раст прихода по основу акциза, ПДВ-а и доприноса. Постигнути резултати



²⁷ Реална каматна стопа је добијена као разлика између једнонедељног *BELIBOR*-а и инфлационих очекивања финансијског сектора за наредну годину дана према анкети агенције Блумберг.

знатно су бољи него што је предвиђено аранжманом с ММФ-ом, будући да је четвртом и петом ревизијом аранжмана за девет месеци 2016. био договорен дефицит од 81,3 млрд динара. ММФ процењује да ће консолидовани буџетски дефицит ове године бити нижи и него што се раније очекивало (за 0,4 п.п.) и да ће износити 2,1% БДП-а.

БДП је у Т3 порастао 0,5% дсз., односно убрзао раст на 2,5% мг. Према нашој процени, највећи позитиван допринос с производне стране потекао је од пољопривреде, захваљујући изузетно доброј пољопривредној сезони, али и грађевинарства и прерађивачке индустрије. Посматрано с расходне стране, раст БДП-а је био вођен инвестицијама и нето извозом, док је финална потрошња деловала у супротном смеру.

НДВ²⁸ је у Т3 порасла 0,3% дсз., што је утицало на благо сужење негативног производног јаза²⁹ у односу на Т2. То значи да су и дезинфлаторни притисци по основу агрегатне тражње нешто слабији него у претходном тромесечју.

Након раста од 0,3% дсз. у Т2, показатељи економске активности указују на то да је БДП зоне евра и у Т3 порастао у сличној мери. Економски опоравак те зоне подржавају и даље ниска цена нафте и експанзивна монетарна политика ЕЦБ-а. ЕЦБ је у претходном периоду референтну каматну стопу задржала на нивоу од 0,0%, а до краја септембра откупљену активу у свом поседу повећала је на више од 1.305 млрд евра (обим месечне куповине активе износи око 80 млрд евра). ФЕД од децембра прошле године није мењао референтну каматну стопу и неизвесно је да ли ће то учинити у децембру ове године.

Претпоставке пројекције инфлације

Екстерне претпоставке

У текућој пројекцији инфлације претпоставка о расту БДП-а зоне евра у 2016. незнатно је ревидирана навише у односу на августовску пројекцију (са 1,5% на 1,6%), док је претпоставка о расту у 2017. години остала непромењена (1,3%).³⁰ Домаћа тражња у зони евра остаће и даље подржана експанзивним мерама



²⁸ НДВ (непољопривредна додата вредност) представља БДП умањен за вредност пољопривредне производње и нето пореза.

²⁹ Производни јаз рачунат је на основу НДВ-а, а као апроксимација производног потенцијала привреде коришћен је тренд НДВ-а оцењен Калмановим филтером.

³⁰ Претпоставке о расту БДП-а зоне евра у 2016. и 2017. години у складу су са очекивањима изнетим у октобарском *Consensus Forecast*-у.

Табела V.0.1. Претпоставке пројекције

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

	2016.		2017.	
	Авг.	Нов.	Авг.	Нов.
Екстерне претпоставке				
Инфлација у зони евра (годишњи просек)	0,3%	0,2%	1,3%	1,3%
Референтна каматна стопа ЕЦБ-а (на крају године)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Раст БДП-а у зони евра	1,5%	1,6%	1,3%	1,3%
Цене примарних пољопривредних производа на светском тржишту (Т4 на Т4)*	-6,5%	-10,0%	10,0%	11,0%
Цена нафте типа брент по барелу (крај године, у USD)	45	46	49	51
Интерне претпоставке				
Регулисане цене (дец. на дец.)	3,5%	2,1%	4,0%	4,0%
Трендови				
Апрецијацијски тренд реалног курса (просек)	0,7%	0,6%	0,7%	0,7%
Тренд реалне камате (просек)	2,0%	2,0%	1,6%	1,6%

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

монетарне политике ЕЦБ-а и резултујућим, повољнијим условима финансирања, који погодују инвестицијама, као и опоравком тржишта рада и још увек ниском ценом нафте, која позитивно утиче на расположиви доходак домаћинстава и приватну потрошњу. Међутим, ризици по раст зоне евра асиметрични су наниже и односе се пре свега на динамику одвијања Брегзита и неизвесност у погледу тражње за извозом те зоне.

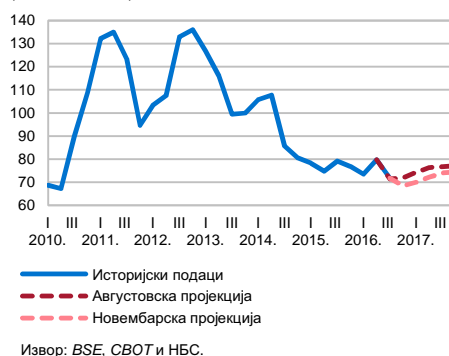
Иако је остала ниска, мг. инфлација у зони евра је у Т3 порасла и тромесечје завршила на нивоу од 0,4%. Подржана мерама ЕЦБ-а и даљим економским опоравком зоне евра, она би требало да настави раст и следеће године. Међутим, у наредних неколико месеци њено повећање биће пре свега вођено ниском прошлогодишњом базом код цена енергије и очекиваним даљим растом цене нафте. У текућој пројекцији, претпоставка о просечној инфлацији у зони евра ове и наредне године остала је приближно иста као у августовској пројекцији (0,2%, односно 1,3%). Имајући у виду изјаве челника ЕЦБ-а, очекујемо да ће у наредној години дана референтна каматна стопа ЕЦБ-а бити задржана на садашњих 0,0%, а куповина активе у износу од 80,0 млрд евра месечно настављена бар до краја марта 2017.

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



Након раста у Т2, цене примарних пољопривредних производа (кукуруза, пшенице и соје)³¹ на светском тржишту од средине године поново су опале, пре свега у јулу (око 15%). Према последњим расположивим подацима с тржишта фјучерса, оне ће опати и у Т4, што је главни разлог ревизије наниже наше претпоставке о будућем кретању тих цена у односу на августовску пројекцију. С друге стране, фјучерси настављају да указују на то да ће оне у 2017. порастати. Иако би то повећање требало да износи око 11%, историјски гледано, светске цене примарних пољопривредних производа и даље ће остати на релативно ниском нивоу.

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



Цена нафте³² на светском тржишту у Т3 кретала се у распону 40–50 долара по барелу, да би октобру, у светлу потенцијалног договора земаља највећих произвођача нафте о ограничавању производње, прешла ниво од 52 долара по барелу. Међутим, почетком новембра поново је опала (на око 45 долара по барелу) и, према последњим расположивим

³¹ Мерене као композитни индекс који садржи доларске цене кукуруза, пшенице и соје с референтних светских берзи.³² Цена нафте типа брент.

фјучерсима, на крају ове године износиће 46 долара по барелу, а до краја 2017. године порашће на 51 долар по барелу. То су и даље незнатно виши нивои у односу на оне претпостављене у августу, због чега смо претпоставку о кретању светске цене нафте у текућој пројекцији ревидирали благо навише.

Интерне претпоставке

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

Претпоставка о расту регулисаних цена у 2016. снижена је у односу на августовску пројекцију и он сада износи 2,1% (допринос инфлацији 0,4 п.п.). Главни разлог ревизије наниже јесте мање повећање цене електричне енергије од претходно претпостављеног (7,0%). Повећање регулисаних цена ове године највећим делом биће резултат управо поскупљења електричне енергије (3,8%, допринос 0,2 п.п.) и цигарета (4,7%, допринос 0,2 п.п.). У 2017. години претпоставили смо да ће раст регулисаних цена износити око 4%.

Резултати фискалне консолидације настављају да буду бољи од онога што је предвиђено аранжманом с ММФ-ом, тако да је смањење учешћа јавног дуга у БДП-у већ почело, годину дана раније него што се очекивало. Као резултат тога, и кретање премије ризика земље требало би да остане релативно стабилно. Поред тога, СДИ, које ће наставити да буду више него довољне да покрију дефицит текућег рачуна платног биланса, додатно ће допринети стабилним кретањима на девизном тржишту у наредном периоду.

Претпоставка пројекције је и апрецијацијски тренд реалног девизног курса, уобичајен за земље у транзицији и условљен отклањањем ценовних диспаритета пре свега у области регулисаних цена, као и Баласа–Семјелсоновим ефектом.³³

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



Извор: Блумберг и НБС.

³³ Код транзиционих привреда, конвергенција дохотка према дохотку развијених привреда праћена је релативно бржим растом цена (конвергенција цена).

Пројекција

Пројекција инфлације

Према нашој централној пројекцији, м.г. инфлација ће у наредним месецима отпочети раст, који ће водити њеном повратку у границе новог циља почетком следеће године, а након тога наставиће да се креће у оквиру тих граница. Од јануара 2017. године циљ за инфлацију нижи је за 1,0 п.п. и износи $3,0\% \pm 1,5$ п.п.

Краткорочна пројекција инфлације

Према краткорочној пројекцији инфлације, м.г. инфлација ће у Т4 порасти, али ће и даље остати испод доње границе дозвољеног одступања од циља за ову годину ($4,0\% \pm 1,5$ п.п.).

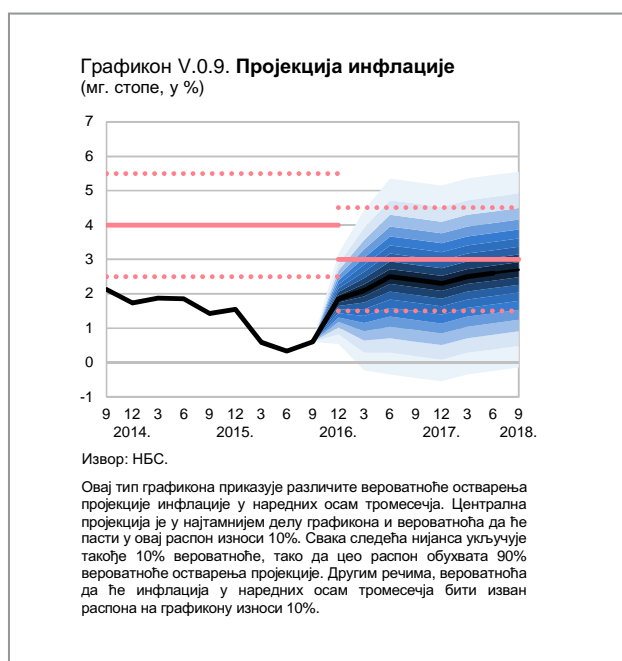
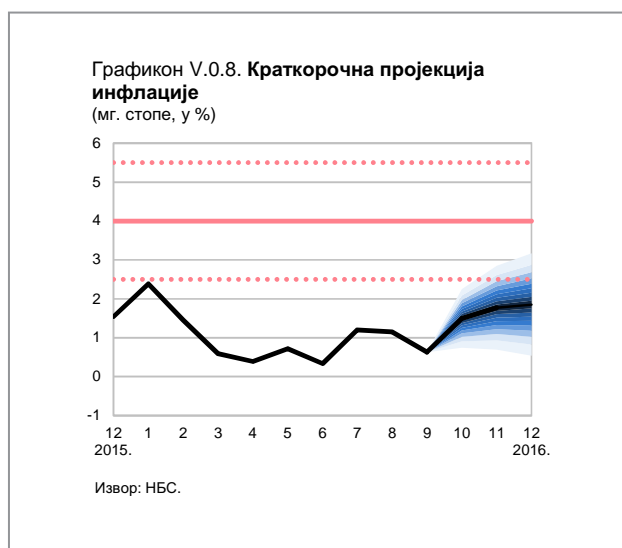
Посматрано на тромесечном нивоу, цене ће у Т4 порасти. Њихов раст би требало да буде вођен ценама енергије (због повећања цене електричне енергије у октобру и очекиваног одређеног поскупљења нафтних деривата), индустријских производа (услед сезонски уобичајеног поскупљења одеће и обуће) и услуга (пре свега због сезонског поскупљења туристичких пакет-аранжмана). С друге стране, процењујемо да ће утицај цена хране на инфлацију у Т4 бити неутралан.

Базна инфлација (тј. промена ИПЦ-а по искључењу цена хране, енергије, алкохола и цигарета) такође би у Т4 требало да настави кретање испод доње границе дозвољеног одступања од циља. Посматрано на тромесечном нивоу, она ће забележити раст, који ће првенствено бити вођен сезонским повећањем цена туристичких пакет-аранжмана, одеће и обуће.

Средњорочна пројекција инфлације

М.г. инфлација би почетком следеће године требало да уђе у границе новог циља ($3,0\% \pm 1,5$ п.п.), а затим да настави кретање у оквиру тих граница до краја периода пројекције (тј. до септембра 2018). На повећање инфлације деловаће ниска база код цена нафтних деривата и постепен раст агрегатне тражње у Србији, као и инфлације у међународном окружењу (пре свега зони евра), док ће је ниски трошкови сировина у производњи хране успоравати.

Као последица пада светске цене нафте, цене домаћих нафтних деривата су у периоду октобар 2015 – фебруар 2016. опале око 10%, чиме су снизиле инфлацију за близу 0,6 п.п. Наведена поједитијења (тј. ниска база) у наредном периоду „излазиће“ из обрачуна м.г. инфлације, тако да ће допринос нафтних



деривата м.г. инфлацији до краја ове године прећи из негативне у позитивну зону. Њихов допринос би и након тога требало да остане позитиван, с обзиром на очекивани раст цене нафте на светском тржишту.

Ове године домаћа тражња требало би да настави да се опоравља, а дезинфлаторни притисци по основу негативног производног јаза да слабе. Тај јаз је отворен од 2008. године као последица преливања светске финансијске кризе на Србију, али у последње две године има тренд смањења, који процењујемо да ће се задржати на средњи рок. Смањење овог јаза биће подржано досадашњим ублажавањем монетарне политике Народне банке Србије, као и експанзивном монетарном политиком ЕЦБ-а. Осим преко канала веће екстерне тражње за нашим извозом, мере које предузима ЕЦБ доприносе расту наше економске активности и преко канала каматних стопа на евроиндексиране кредите, јер ниске каматне стопе подстичу кредитну, а тиме и економску активност.

Посматрано по компонентама инфлације, јачање агрегатне тражње требало би пре свега да се одрази на цене непрехрамбених производа и услуга, чији је м.г. раст већ дуже време низак (у последњој години дана у просеку 1,8%). Поред ниске агрегатне тражње, разлог томе је и ниска инфлација у међународном окружењу, која врши притисак наниже на наше увозне цене. Имајући то у виду, очекујемо да раст инфлације у зони евра и агрегатне тражње у Србији у наредном периоду резултирају благим узлазним трендом цена непрехрамбених производа и услуга. Према нашој централној пројекцији, раст цена непрехрамбених производа и услуга ће се крајем периода пројекције приближити нивоу од 2,5% м.г.

С друге стране, повећање инфлације у наредном периоду успораваће ниски трошкови сировина у производњи хране. Пре свега, дезинфлаторно делује нови пад цена примарних пољопривредних производа (кукуруза, пшенице и соје) од средине године, који је поново снизио трошкове у производњи хране (продубљивање негативног јаза РМТП³⁴). Поред тога, домаћа пољопривредна сезона је ове године била изузетно добра, што би требало да резултира задржавањем негативног доприноса воћа и поврћа м.г. инфлацији до почетка наредне сезоне. Међутим, иако ће због тога успорити раст, м.г. прехранбена инфлација³⁵ неће ући у негативну зону,

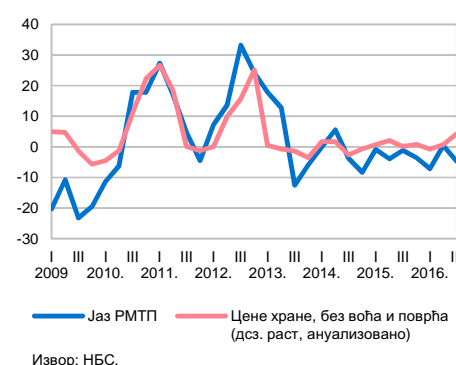
³⁴ Реални маргинални трошкови произвођача прерађене хране (РМТП) рачунају се као однос цена примарних пољопривредних производа и цена хране. Када су ови трошкови нижи од нивоа тренда, отворен је негативан јаз РМТП.

³⁵ Раст цена хране искључујући воће и поврће.

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



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



јер ће се јулско и августовско поскупљење свежег меса задржати у њеном обрачуна у наредној години дана. Очекивани опоравак светских цена примарних пољопривредних производа следеће године деловаће на повећање м.г. прехрамбене инфлације од средине 2017, али би она, и поред тога, крајем периода пројекције требало да остане релативно ниска (око 2%).

Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације односи се пре свега на даља кретања на светским робним и финансијским тржиштима, а у одређеној мери и на раст регулисаних цена следеће године.

У складу с последњим расположивим информацијама с тржишта фјучерса, претпоставили смо да ће светске цене примарних производа следеће године остварити одређени раст. Међутим, како су цене тих производа по природи врло променљиве, вероватноћа одступања стварног кретања од претпостављеног није занемарљива. Тако би се то одступање и код цене нафте и код цена примарних пољопривредних производа могло десити у оба смера – и навише и наниже. С обзиром на знатан утицај наведених цена на цене на домаћем тржишту, то значи да би и стварна инфлација могла одступити у оба смера у односу на пројектовану.

Ризици у вези с кретањима на светским финансијским тржиштима остају асиметрични навише, првенствено због очекиваног наставка нормализације монетарне политике ФЕД-а. Повећање референтне каматне стопе те централне банке могло би да делује у смеру волатилнијег кретања капитала ка земљама у успону, укључујући и Србију. Уколико би, као последица тога, прилив капитала био смањен, то би могло водити депрецијацијским притисцима на динар и у крајњој линији одређеном притиску навише на домаће цене. С друге стране, као и до сада, у супротном смеру ће деловати експанзивна монетарна политика ЕЦБ-а.

У пројекцији смо користили претпоставку да ће регулисане цене ове године порастати за 2,1%, а следеће око 4%. Будући да је опредељење Владе да се нерационалности у пословању јавних предузећа решавају реструктурирањем тих предузећа уместо поскупљењем њихових производа и услуга, могуће је да ће раст регулисаних цена бити нижи од претпостављеног. Дакле, ризици у вези с растом регулисаних цена асиметрични су наниже.

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

И у наредном периоду одлуке о монетарној политици Народне банке Србије зависиће од процене Извршног одбора у погледу јачине (дез)инфлаторног утицаја фактора инфлације, пре свега оних који долазе из међународног окружења. У складу с тим, Народна банка Србије наставиће пажљиво да прати кретање на домаћем тржишту и кретања светских цена примарних производа, као и дешавања на светском финансијском тржишту.

Пројекција БДП-а

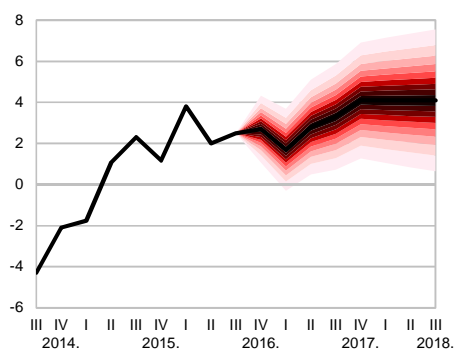
Пројекција раста БДП-а за 2016, трећи пут у току године, ревидирана је навише. Према новој пројекцији, раст БДП-а за 2016. годину повећан је за 0,2 п.п., на 2,7%, због изузетно добре овогодишње пољопривредне сезоне. Пројекција за 2017. годину остала је непромењена у односу на август, тј. очекивани раст БДП-а износи 3,0%.

Раст БДП-а у 2016, посматрано с расходне стране, требало би да буде вођен инвестицијама и извозом, као и финалном потрошњом. На повећање инвестиционе активности и даље указује већи број фактора – побољшање пословног амбијента, повољнији услови кредитирања привреде, раст капиталних расхода државе, очекивани даљи опоравак економске активности зоне евра, наставак високог прилива СДИ, као и још увек релативно ниска цена нафте, која смањује трошкове пословања привреде.

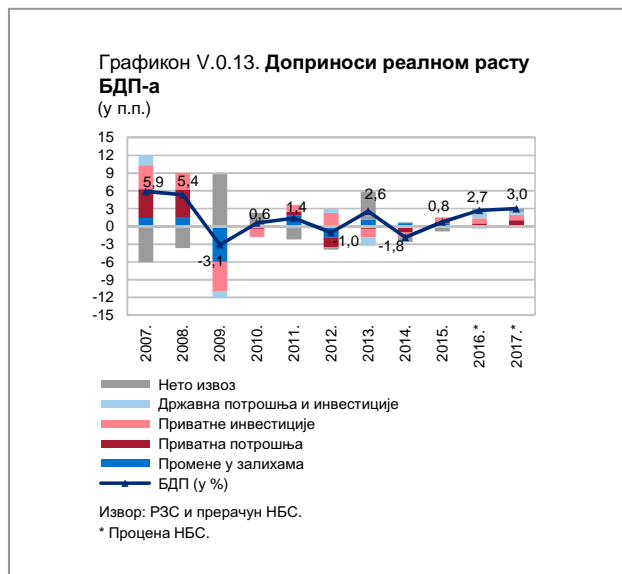
Извозне перформансе домаће привреде такође остају добре, тј. извоз је и даље релативно висок. Поред тога, раст увоза биће спорији од раста извоза, што ће резултирати позитивним доприносом нето извоза БДП-у.

Позитиван утицај на БДП ове године имаће и финална потрошња домаћинства и државе, а њихови доприноси расту БДП-а вероватно ће бити слични. У смеру веће потрошње домаћинства делује раст реалних зарада и запослености у приватном сектору, али и нижи трошкови задуживања и још увек релативно ниска цена нафте, који позитивно утичу на расположиви доходак домаћинства. Повећана потрошња државе одражава пре свега веће расходе за куповину добара и услуга.

Графикон V.0.12. Пројекција раста БДП-а
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.



Посматрано с производне стране, највећи позитиван допринос расту БДП-а ове године даће пољопривреда. Према нашој процени, пољопривредна производња је у 2016. остварила раст од око 12%, чиме је надмашила свој десетогодишњи просек и расту БДП-а допринела са 1,0 п.п. Поред тога, веће инвестиције требало би позитивно да утичу на прерађивачку индустрију и грађевинарство, а већа потрошња на активност у сектору услуга. Позитиван допринос расту БДП-а даће и сектори рударства и енергетике, али ће он бити релативно низак због овогодишњих ремонта.

Позитивне тенденције из 2016. требало би да буду настављене и у 2017. години, тј. раст БДП-а подржаваће инвестиције, извоз и финална потрошња. Притом ће раст економске активности и даље у највећој мери бити вођен инвестицијама, док ће следећи главни носилац раста вероватно бити потрошња домаћинства. Њеном расту ће у одређеној мери допринети и најављено повећање минималне зараде, плата у јавном сектору и пензија. Допринос нето извоза такође би требало да остане позитиван и на приближно истом нивоу као у 2016. Након тога очекује се даље убрзање привредног раста.

Неизвесност у погледу остварења пројекције БДП-а представља пре свега брзина привредног опоравка зоне евра као нашег главног спољнотрговинског партнера, а у одређеној мери и кретање цена примарних производа на светском тржишту.

Задржавање цене нафте на ниском нивоу и неконвенционалне мере ЕЦБ-а могли би водити бржем опоравку зоне евра од очекиваног, тј. већој тражњи за нашим извозом и бржем повећању инвестиција. То би за резултат имало виши раст нашег БДП-а од пројектованог. У истом смеру би могло да делује и веће коришћење претприступних фондова ЕУ, како Србија буде напредовала у процесу евроинтеграција. С друге стране, опоравак зоне евра могао би бити и успорен у случају да се успоравање привредног раста земаља у развоју, пре свега Кине, преко смањења тражње за увозом, негативно одрази на извоз зоне евра, као и због одлуке Велике Британије да изађе из ЕУ. У том случају, могуће је да раст наших инвестиција и извоза у 2017, а тиме и БДП-а, буде нижи од очекиваног.

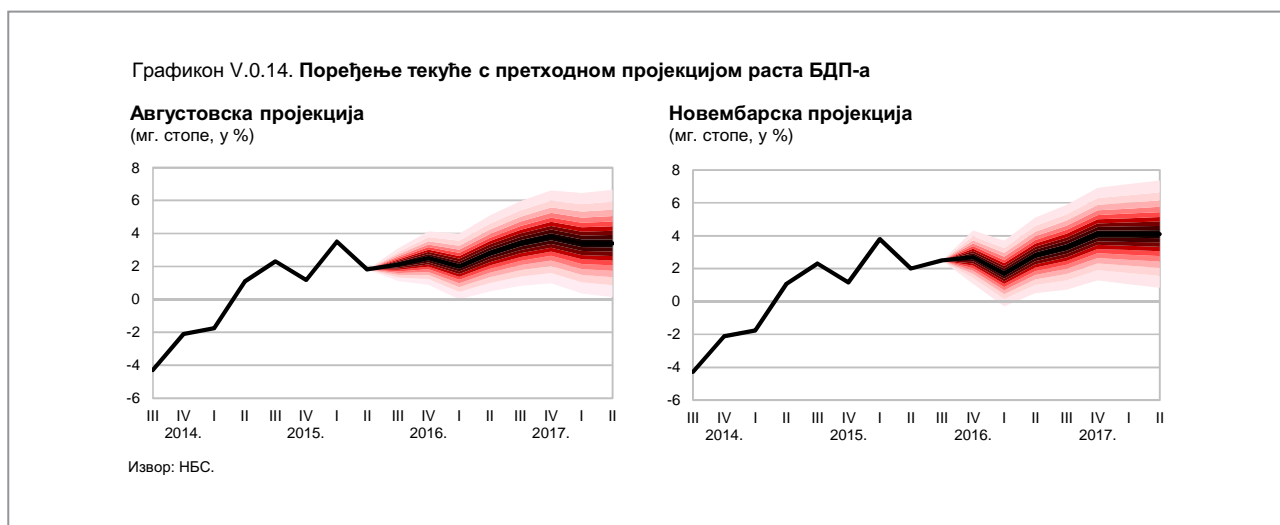
Симетрични су и ризици у вези с кретањем цене нафте на светском тржишту, која може одступити и навише и наниже у односу на претпоставку коришћену у пројекцији и тиме успорити или убрзати раст БДП-а. Поред цене нафте, кретање цена примарних пољопривредних производа и основних метала на светском тржишту такође би могло да утиче на пројекцију БДП-а, имајући у виду да је Србија нето извозник тих производа. Међутим, процењујемо да су и овде ризици симетрични.

Започете структурне реформе и унапређење инвестиционог и пословног амбијента, које се огледа и кроз знатно поправљање конкурентске позиције Србије на међународним листама конкурентности,³⁶ побољшавају изгледе за раст БДП-а Србије у средњем року. Брзина њиховог даљег спровођења определиће да ли ће тај раст бити бржи или спорији од пројектованог.

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

Поређење и остварење пројекција инфлације

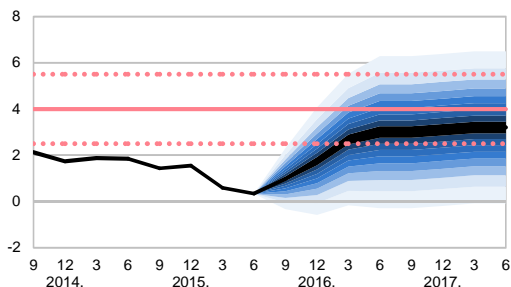
Нова пројекција инфлације нижа је у односу на пројекцију објављену у августовском Извештају о инфлацији, док је распон пројекције остао симетричан.



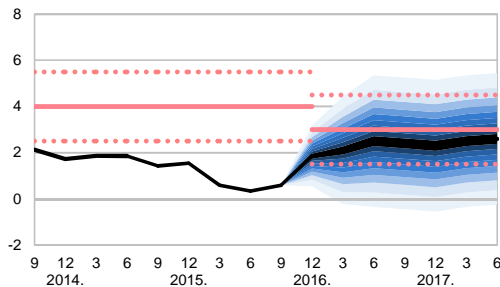
³⁶ Видети најновији *Global Competitiveness Report* Светског економског форума и *Doing Business* Светске банке.

Графикон V.0.15. Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације

Августовска пројекција
(мг. стопе, у %)

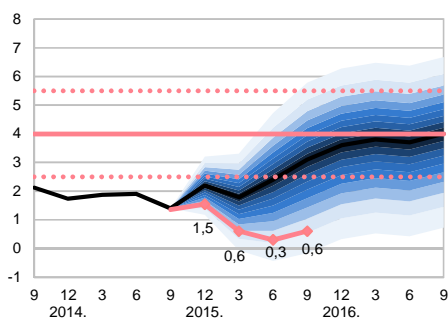


Новембарска пројекција
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

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



Извор: НБС.

Нижа пројекција инфлације последица је ревизије наниже претпоставке о кретању цена примарних пољопривредних производа на светском тржишту и нижег раста регулисаних цена ове године, који у обрачуну мг. инфлације остаје у наредној години дана. Повратак инфлације у границе циља очекује се почетком 2017. године, с тим да је циљ од јануара 2017. године нижи за 1,0 п.п. и износи $3,0\% \pm 1,5$ п.п.

Мг. инфлација се у последњој години дана кретала испод централне вредности пројекције из новембра 2015, али у границама пројектованог распона. Узрок одступања стварне од пројектоване инфлације били су пре свега дезинфлаторнији од очекиваних утицаји из екстерног окружења. Тако је инфлација у зони евра остала врло ниска, што се пренело на нижи раст наших увозних цена. Такође, кретање цена примарних производа одступило је од онога шта су предвиђали фјучерси пре годину дана. Иако је цена нафте ове године порасла, њен опоравак је био спорији од очекиваног због израженог пада крајем 2015. и почетком 2016. године, док су цене примарних пољопривредних производа, уместо да порасту, ове године опале. На страни домаћих фактора, нижој инфлацији у односу на пројектовану превасходно је допринео нижи раст регулисаних цена од очекиваног³⁷ (са око 0,5 п.п.), али и изузетно добра пољопривредна сезона ове године, која је за резултат имала пад цена воћа и поврћа.

³⁷ 2,1% наспрам 4,9%.

Пројекције других институција

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

Друге институције очекују просечну инфлацију од око 1,3% ове године и њено повећање на око 2,8% следеће године, односно раст БДП-а до 2,7% ове и до 3,0% следеће године. Поред тога, већином процењују да ће дефицит текућег рачуна платног биланса у 2016. бити нешто изнад, а у 2017. нешто испод 4% БДП-а. Све посматране институције такође очекују даље снижење консолидованог буџетског дефицита. Према њиховој процени, тај дефицит ће ове године износити 2,1–2,5% БДП-а, а следеће 1,5–2,4% БДП-а.

Табела V.0.2. Пројекције главних макроекономских показатеља за Србију

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

Извор: ММФ (*Republic of Serbia: Forth and Fifth Reviews under the Stand-By Arrangement, Country Report No. 16287* и саопштење ММФ-а бр. 16/476, 1. новембар 2016), Европска комисија (*Spring Forecast 2016* и *Autumn Forecast 2016*), *Consensus Forecast* (јул и октобар 2016) и *Bloomberg Quarterly Survey* (јул и октобар 2016).

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

Осврт 4: Повољна фискална кретања и смањење јавног дуга

Одражавајући резултате успешне фискалне консолидације и структурних реформи, фискална неравнотежа је од почетка године оштро смањена. Иако су оптерећења по основу редовног сервисирања јавног дуга била већа, у три тромесечја ове године остварен је дефицит опште државе од свега 0,1% БДП-а (4,5 млрд динара), док је у истом периоду прошле године он износио 1,8% БДП-а (51,1 млрд динара).¹ Остварени резултати знатно су бољи у односу на оне предвиђене четвртм и петом ревизијом аранжмана с ММФ-ом: дефицит опште државе до 2,7% БДП-а (81,3 млрд динара).

До тако оштрог смањења дефицита у три тромесечја ове године дошло је пре свега захваљујући одрживом повећању фискалних прихода. У девет месеци 2016. фискални приходи износили су 45,0% процењеног БДП-а за овај период, или за 2,4 п.п. више него у истом периоду 2015. Највећи раст оствариле су акцизе (0,8 п.п. БДП-а) и ПДВ (0,5 п.п. БДП-а) због побољшања наплате јавних прихода и опоравка финалне потрошње. Процењујемо да ће ефикасност наплате ПДВ-а, мерена С коефицијентом, износити 74,4% у 2016. години, што је повећање од 3,7 п.п. у односу на 2015.² Као резултат бољих пословних резултата привреде у 2015. већи су и приходи од пореза на добит за 0,3 п.п. БДП-а (или за преко 20% реално), као и приходи од доприноса и пореза на доходак грађана, за по 0,1 п.п. БДП-а, захваљујући повољнијим кретањима на тржишту рада. Повећани су и непорески приходи, за 0,3 п.п. БДП-а (8,0% реално).

Колико је значајно ово повећање фискалних прихода, најбоље илуструје чињеница да је оно веће од свих уштеда које су буџетом првобитно биле планиране и за које се сматрало да ће бити искључиви начин за постизање смањења дефицита. У прва три тромесечја ове године уштеде се углавном остварују у складу с планом: смањена су учешћа расхода за запослене, пензије и субвенције (за по 0,3 п.п. БДП-а). Истовремено, и фискални расходи су повећали своје учешће у БДП-у за 0,8 п.п., на 45,1% БДП-а, пре свега због повећања капиталних расхода за 0,7 п.п., на 2,9% БДП-а, што је важно са аспекта привредног раста.

Остварено фискално ребалансирање допринеће додатном смањењу дефицита у овој години. Процењује се да ће дефицит у 2016. износити око 2,1% БДП-а, што је упола мање од планираног *Фискалном стратегијом за 2016. са пројекцијама за 2017. и 2018. годину* (4% БДП-а). То је мање и у односу на дефицит пројектован четвртм и петом ревизијом аранжмана с ММФ-ом од 2,5%.

Знатни фискални напори стварају основу за одрживост јавног дуга. Посматрано на нивоу године, очекивани дефицит у 2016. биће довољан да се заустави раст учешћа јавног дуга у БДП-у, а очекује се да се то учешће смањи, први пут од 2008. године, захваљујући не само мањем фискалном дефициту већ и расту економске активности.

Табела О.4.1. Консолидовани буџет
(у млрд динара)

	T1–T3 2015.	T1–T3 2016.	T1–T3 2016/ T1–T3 2015. (реално, у%)
Приходи	1.237,7	1.352,4	8,2
Царине	24,1	26,6	9,1
Акцизе	167,3	198,1	17,2
ПДВ	304,5	331,5	7,8
Порез на доходак	105,7	112,7	5,6
Порез на добит	50,4	62,6	22,9
Доприноси за соц. осигурање	368,2	383,9	3,2
Непорески приходи	166,0	181,0	8,0
Расходи	1.288,8	1.356,9	4,2
Расходи за запослене	306,2	308,1	-0,4
Куповина робе и услуга	174,7	193,0	9,4
Отплата камата	105,7	109,6	2,7
Субвенције	67,8	62,5	-8,7
Соц. помоћ и трансфери од тога: пензије	515,4 365,9	526,5 369,1	1,2 -0,1
Капитални расходи	64,0	86,3	33,6
Активирани гаранције	22,6	28,1	23,5
Буџетске позајмице	2,0	2,6	29,6
Укупни биланс	-51,1	-4,5	
Примарни биланс	54,6	105,1	
Финансирање	65,1	-23,3	
Задживање	450,2	374,4	
На домаћем тржишту	388,4	326,3	
На страном тржишту	61,8	48,2	
Отплата дуга	385,2	397,7	
Приватизација	0,6	2,0	

Извор: Министарство финансија.

¹ Искључујући ефекат камата, примарни суфицит износио је 3,5% БДП-а (1,8% у T1–T3 2015).

² $C \text{ коефицијент} = \frac{\text{приходи од ПДВ}}{\text{потрошња} * \text{стандардна стопа ПДВ} - a} * 100$ C коефицијент је 100% у условима када је целокупна потрошња опорезована и када нема пореске евазије, а примењује се јединствена стопа ПДВ-а.

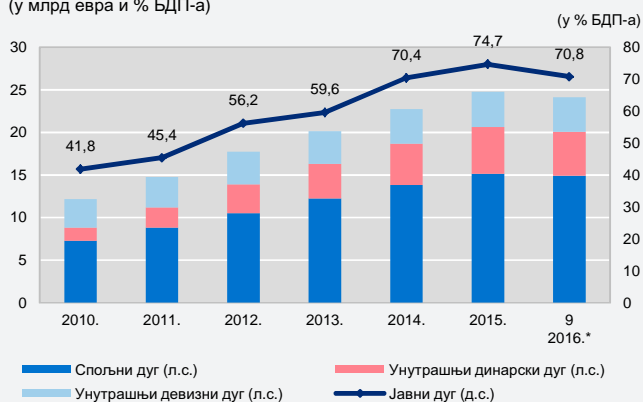
Јавни дуг централне државе је на крају септембра износио 24,1 млрд евра, а његов удео у пројектованом БДП-у 70,8% (наспрам 74,7% БДП-а крајем 2015). Пад удела јавног дуга у БДП-у од почетка године резултат је смањења унутрашњег дуга (за 417 млн евра) и спољног дела јавног дуга (за 238,2 млн евра), као и већег номиналног БДП-а у 2016.

Ако се има у виду ниво јавног дуга, као и пројекција фискалног дефицита, уз наставак успешне реализације програма фискалне консолидације и остварења макроекономских претпоставки, процењујемо да ће удео јавног дуга у БДП-у крајем 2016. бити мањи него претходне године и да ће наставити постепено да се смањује у наредном периоду.³

Највећи ризик за смањење учешћа јавног дуга у БДП-у у Србији, као и у другим земљама, произлази из кретања у међународном окружењу, пре свега јачања долара (с обзиром на то да долар у структури јавног дуга учествује са око 33%), као и евентуалног раста каматних стопа на међународном финансијском тржишту, што ће у великој мери бити одређено динамиком нормализације монетарне политике ФЕД-а у наредном периоду.

Смањењем интерне неравнотеже и јавног дуга смањују се и потребе за екстерним финансирањем, чиме се повећава отпорност домаће привреде на изазове из међународног окружења. Такође, фискална консолидација подржана структурним реформама води одрживом расту економске активности и смањењу дефицита текућег рачуна платног биланса. Истовремено, актуелно интерно и екстерно ребалансирање доприноси и већој ефикасности мера монетарне политике и нижим каматним стопама, чиме се такође даје подстицај привредном расту и већој отпорности наше економије на екстерне потресе.

Графикон О.4.1. **Јавни дуг**
(у млрд евра и % БДП-а)



Извор: Министарство финансија, РЗС и прерачун НБС.

* За учешће јавног дуга у БДП-у коришћен је пројектован БДП за 2016.

³ Пројекција јавног дуга не укључује ефекте обавеза које произлазе из Закона о враћању одузете имовине и обештећењу, које ће износити око 2 млрд евра, као ни ефекте могућих приватизација.

Табела А
Индикатори екстерне позиције Србије

	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	I 2016.	II 2016.	III 2016.
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ ЛИКВИДНОСТИ (у %)														
Девизне резерве/увоз робе и услуга (у месецима)	6,1	9,0	7,5	5,4	9,7	8,4	8,8	7,7	7,6	6,6	6,6	6,0	5,7	5,9
Девизне резерве/краткорочни дуг	177,0	265,1	250,6	162,6	220,6	191,2	299,8	237,4	268,9	297,4	278,1	270,1	264,4	
Девизне резерве/БДП	23,3	36,9	32,7	24,2	34,6	33,6	36,1	34,5	32,7	29,7	31,0	28,7	28,0	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	12,0	12,6	13,0	
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	25,7	26,7	23,6	
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)														
Спољни дуг/БДП	59,3	58,5	59,0	62,3	72,7	79,0	72,2	80,9	74,8	77,1	78,5	77,9	77,8	
Краткорочни дуг/БДП	13,2	13,9	13,1	14,9	15,7	17,6	12,0	14,5	12,1	10,0	11,1	10,6	10,6	
Спољни дуг/извоз робе и услуга	234,9	205,7	214,3	218,9	276,9	247,1	216,5	223,6	184,0	177,7	168,2	160,9	157,2	
ИНДИКАТОРИ ИЗПОЖЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКОМ РИЗИКУ (у %)														
Девизне резерве/М1	290,3	356,1	306,7	300,4	393,4	416,6	429,6	402,1	330,4	278,1	250,2	238,5	220,1	211,7
Девизне резерве/примарни новац	169,8	179,5	173,8	140,7	190,5	196,4	207,6	197,9	199,9	196,6	193,7	208,7	200,7	211,5
СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ)/БДП														
	70,8	77,4	80,1	82,6	69,0	79,8	82,7	89,8	92,6	97,7	103,1	112,6	115,2	107,3
МЕМОРАНДУМ: (у млн евра)														
БДП ¹⁾	21.103	24.435	29.452	33.705	30.655	29.766	33.424	31.683	34.263	33.319	33.491	7.514	8.237	8.685 ²⁾
Спољни дуг	12.520	14.291	17.382	20.982	22.272	23.509	24.123	25.645	25.644	25.679	26.294	25.825	25.820	
Сервисирање спољног дуга	1.054	2.513	3.039	3.594	3.922	3.564	4.154	4.130	4.594	4.731	4.021	1.055	1.034	
Девизне резерве НБС	4.922	9.020	9.634	8.162	10.602	10.002	12.058	10.915	11.189	9.907	10.378	9.501	9.291	9.552
Краткорочни дуг ³⁾	951	968	1.044	1.832	1.852	1.758	612	455	196	99	305	345	332	
Биланс текућих трансакција	-1.778	-2.356	-5.474	-7.125	-2.032	-2.037	-3.656	-3.671	-2.098	-1.985	-1.577	-369	-272	-240
КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ (промена рејтинга и изгледа)														
	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2016.	
	Јул/Мај	Феб.	Јул	Март/Дец.	Дец.	Нов.	Март	Авг.	Јул	Јан.	Дец.	Јан/Март	Јун	
S&P	BB-	BB-	BB-	BB-	BB-	BB-	BB	BB-					BB-	
	/стабилан	/позитиван	/стабилан	/негативан	/стабилан		/стабилан	/негативан					/стабилан	
Fitch	BB-			BB-		BB-		BB-		B+	B+		BB-	
	/стабилан			/негативан		/стабилан		/негативан		/стабилан	/позитиван		/стабилан	
Moody's									B1				B1	
									/стабилан				/позитиван	

Методолошка објашњења:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

1) Према методологији ESA 2010.

2) Процена НБС.

3) По оригиналној рочности.

Напомене:

1. Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.

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

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

4. Од септембра 2010. измењена је методологија статистике спољног дуга тако да се у спољни дуг јавног сектора укључују обавезе по основу алокације SDR (488,3 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 (995,4 млн евра, од чега се 433,7 млн евра односи на домаће банке, а 561,7 млн евра на домаћа предузећа).

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

Табела Б
Основни макроекономски индикатори

	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	I 2016.	II 2016.	III 2016.
Реални раст БДП-а (у %)¹)	5,5	4,9	5,9	5,4	-3,1	0,6	1,4	-1,0	2,6	-1,8	0,8	3,8	2,0	2,5
Потрошачке цене (у % у односу на исти месец претходне године)²)	17,7	6,6	11,0	8,6	6,6	10,3	7,0	12,2	2,2	1,7	1,5	0,6	0,3	0,6
Девизне резерве НБС (у млн евра)	4.922	9.020	9.634	8.162	10.602	10.002	12.058	10.915	11.189	9.907	10.378	9.501	9.291	9.552
Извоз робе и услуга (у млн евра)³)	5.329	6.948	8.110	9.583	8.043	9.515	11.145	11.469	13.937	14.451	15.631	3.946	4.375	4.390
- стопа раста у % у односу на претходну годину	19,1	30,4	-	18,2	-16,1	18,3	17,1	2,9	21,5	3,7	8,2	11,8	9,3	8,4
Увоз робе и услуга (у млн евра)³)	9.612	11.970	15.468	18.267	13.099	14.244	16.487	16.992	17.782	18.096	18.899	4.516	5.111	4.931
- стопа раста у % у односу на претходну годину	0,7	24,5	-	18,1	-28,3	8,7	15,7	3,1	4,7	1,8	4,4	1,7	7,4	4,3
Текући рачун платног биланса³)														
(у млн евра)	-1.778	-2.356	-5.474	-7.125	-2.032	-2.037	-3.656	-3.671	-2.098	-1.985	-1.577	-369	-272	-240
у % БДП-а	-8,4	-9,6	-18,6	-21,1	-6,6	-6,8	-10,9	-11,6	-6,1	-6,0	-4,8	-4,9	-3,3	-2,8
Незапосленост по Анкети (у %)	20,8	20,9	18,1	13,6	16,1	19,2	23,0	23,9	22,1	19,2 ⁷⁾	17,7	19,0	15,2	
Зараде (просечне за период, у еврима)	209,7	260,0	347,1	400,5	337,4	330,1	372,5	364,5	388,6	379,3	368,0	353,7	378,5	373,6
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	-1,0	0,5	2,9
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а)⁴)	1,2	-1,5	-1,9	-2,6	-4,4	-4,6	-4,8	-6,8	-5,5	-6,6	-3,7	-1,7	-0,2	1,3
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	71,5	71,0	70,8
Курс динара према долару (просек у периоду)	66,87	67,03	58,39	55,76	67,47	77,91	73,34	88,12	85,17	88,54	108,85	111,37	109,02	110,44
Курс динара према долару (крај периода)	72,22	59,98	53,73	62,90	66,73	79,28	80,87	86,18	83,13	99,46	111,25	108,60	111,07	109,90
Курс динара према евра (просек у периоду)	82,99	84,11	79,96	81,44	93,95	103,04	101,95	113,13	113,14	117,31	120,73	122,87	123,02	123,29
Курс динара према евра (крај периода)	85,50	79,00	79,24	88,60	95,89	105,50	104,64	113,72	114,64	120,96	121,63	122,92	123,31	123,29
МЕМОРАНДУМ:														
БДП (у млн евра)⁵)	21.103	24.435	29.452	33.705	30.655	29.766	33.424	31.683	34.263	33.319	33.491	7.514	8.237	8.685 ⁶⁾

¹) У сталним ценама претходне године.

²) Цене на мало до 2006. године.

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

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

⁵) Према методологији ЕСА 2010.

⁶) Процена НБС.

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

Напомене:

1. Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.
2. Извор за податак о стопи незапослености 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.	Кретање цена	11
III.0.2.	Допринос мг. стопи раста потрошачких цена	12
III.0.3.	Допринос тромесечној стопи раста потрошачких цена	12
III.0.4.	Допринос тромесечној стопи раста произвођачких цена	13
III.0.5.	Домаћа инфлација и екстерне цене	13
III.0.6.	Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред	14
III.0.7.	Перципирана и очекивана инфлација становништва	14
III.0.8.	Очекивана инфлација за две године унапред	14
III.0.9.	Циљана инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред – финансијски сектор	15
III.0.10.	Очекивања предузећа у погледу промене цена њихових инпута и производа и услуга	15
IV.1.1.	Динарска ликвидност	17
IV.1.2.	Кретање каматних стопа	18
IV.1.3.	Крива приноса на међубанкарском тржишту новца	18
IV.1.4.	Примарно тржиште државних ХоВ у динарима – коефицијент реализације и учешће страних инвеститора	18
IV.1.5.	Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ	19
IV.1.6.	Кретање каматних стопа на динарске кредите и депозите привреди и становништву	19
IV.1.7.	Кретање каматних стопа на девизне кредите и депозите привреди и становништву	19
IV.1.8.	Показатељ премије ризика – <i>EMBI</i> по земљама	20
IV.1.9.	Приноси на еврообвезнице земаља у региону	20
IV.1.10.	Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала	21
IV.1.11.	Структура финансијског биланса	21
IV.1.12.	Финансијски кредити резидената – промена нето задужења	21
IV.1.13.	Кретање курса динара и евра према долару	22
IV.1.14.	Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту	22
IV.1.15.	Краткорочна волатилност курса динара према евр	23
IV.1.16.	Кретање курсева одређених националних валута према евр	23
IV.1.17.	Индекс <i>BELEX15</i> и промет на Београдској берзи	24
IV.1.18.	Кретање берзанских индекса у региону	24
IV.2.1.	Монетарни агрегати и потрошачке цене	25
IV.2.2.	Доприноси мг. расту М2, секторска структура	25
IV.2.3.	Домаћи кредити немонетарном сектору и М3	26
IV.2.4.	Кредитна активност и БДП	26
IV.2.5.	Структура новоодобрених кредита привреди	27
IV.2.6.	Утицај појединих фактора на промену кредитних стандарда у одобравању кредита и кредитних линија предузећима	27
IV.2.7.	Структура новоодобрених кредита становништву	28
IV.2.8.	Утицај појединих фактора на промену кредитних стандарда у одобравању кредита и кредитних линија становништву	28
IV.2.9.	Учешће динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву	29
IV.2.10.	Учешће <i>NPL</i> у укупним кредитима, бруто принцип	29
IV.3.1.	Индекси цена непокретности <i>DOMex</i> и број прометованих непокретности	30
IV.3.2.	Индекси броја издатих дозвола новоградње	30
IV.4.1.	Доприноси мг. стопи раста БДП-а – расходна страна	31
IV.4.2.	Потрошња домаћинства	32
IV.4.3.	Потрошња државе	32
IV.4.4.	Извоз и увоз робе и услуга	33
IV.4.5.	Кретање показатеља екстерне тражње и базичног извоза Србије	33
IV.4.6.	Извоз услуга	34
IV.4.7.	Кретање главних компоненти увоза	34

IV.4.8.	Увоз енергената	34
IV.4.9.	Робна размена у еврима	35
IV.5.1.	Кретање показатеља економске активности	38
IV.5.2.	Физички обим производње у енергетици и рударству	38
IV.5.3.	Физички обим производње по гранама прерађивачке индустрије	38
IV.5.4.	Доприноси мг. расту физичког обима индустријске производње	39
IV.5.5.	Показатељи грађевинске активности	39
IV.5.6.	Показатељи активности сектора услуга	40
IV.6.1.	Кретање реалне нето зараде (дсз. подаци)	43
IV.6.2.	Кретање реалне нето зараде (мг. раст, у %)	43
IV.6.3.	Однос просечне номиналне нето зараде у јавном сектору и ван јавног сектора	43
IV.6.4.	Кретање продуктивности, бруто реалних зарада и јединичних трошкова рада у индустрији	44
IV.6.5.	Показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази	44
IV.7.1.	Доприноси мг. стопи раста БДП-а зоне евра	45
IV.7.2.	Кретање БДП-а и показатеља економске активности зоне евра	46
IV.7.3.	Водећи показатељи сектора производње по земљама – <i>PMI Manufacturing</i>	46
IV.7.4.	Водећи економски показатељи у САД	46
IV.7.5.	Кретања на тржишту рада у САД	47
IV.7.6.	Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2016. и 2017. ММФ-а	47
IV.7.7.	Кретање хармонизованог индекса потрошачких цена по земљама	48
IV.7.8.	Дугорочна тржишна инфлациона очекивања у зони евра	48
IV.7.9.	Кретање референтних стопа по земљама	49
IV.7.10.	Принос на десетогодишње обвезнице по земаљама	50
IV.7.11.	Имплицитна волатилност међународног финансијског тржишта	50
IV.7.12.	Кретање курсева одређених националних валута према долару	50
IV.7.13.	Кретање цена нафте и бакра	51
IV.7.14.	Индекс светских цена хране	51
V.0.1.	Индекс монетарних услова	53
V.0.2.	Реална каматна стопа	54
V.0.3.	Фискална кретања	54
V.0.4.	Производни јаз	55
V.0.5.	Претпоставка о инфлацији у зони евра	56
V.0.6.	Претпоставка о кретању светских цена примарних пољопривредних производа	56
V.0.7.	Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент	57
V.0.8.	Краткорочна пројекција инфлације	58
V.0.9.	Пројекција инфлације	58
V.0.10.	Пројекција компоненти инфлације	59
V.0.11.	Утицај РМТП на кретање цена хране	59
V.0.12.	Пројекција раста БДП-а	61
V.0.13.	Доприноси реалном расту БДП-а	62
V.0.14.	Поређење текуће с претходном пројекцијом раста БДП-а	63
V.0.15.	Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације	64
V.0.16.	Остварење пројекције инфлације из новембра 2015.	64

Табеле

III.0.1.	Раст потрошачких цена по компонентама	12
III.0.2.	Показатељи раста цена	13
IV.2.1.	Монетарни агрегати	25
IV.4.1.	Показатељи кретања инвестиција	31
IV.5.1.	Доприноси тромесечном расту БДП-а	40
IV.6.1.	Кретања формалне запослености и незапослености	44

Табеле

IV.7.1. Процена привредног раста по земљама	47
V.0.1. Претпоставке пројекције	56
V.0.2. Пројекције главних макроекономских показатеља за Србију	65
Табела А Индикатори екстерне позиције Србије	68
Табела Б Основни макроекономски индикатори	69

Графикони у освртима

O.1.1. Циљеви за инфлацију	9
O.2.1. Извоз моторних возила	36
O.2.2. Основни показатељи пословања ауто-индустрије	37
O.3.1. Допринос пољопривреде кретању БДП-а	41
O.4.1. Јавни дуг	67

Табеле у освртима

O.3.1. Пољопривредна производња у 2016.	41
O.4.1. Консолидовани буџет	66

Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе

2015. година

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

2016. година

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

Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије

Саопштење са седнице Извршног одбора, 8. 9. 2016.

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

Доносећи такву одлуку, Извршни одбор је имао у виду очекиване ефекте досадашњег снижавања референтне каматне стопе и очекивано кретање инфлације у наредном периоду. Према оцени Извршног одбора, на повратак међугодишње инфлације у границе циља у првој половини наредне године утицаће пре свега постепен раст агрегатне тражње у Србији и инфлације у међународном окружењу, као и ниска база код цена нафтних деривата, док ће је ниски трошкови у производњи хране још неко време успоравати.

Поред тога, Извршни одбор је имао у виду и даље присутну неизвесност на међународном робном и финансијском тржишту и њен могући утицај на кретање инфлације и токове капитала ка земљама у успону. Ипак, успешно спровођење фискалне консолидације и структурних реформи повећава отпорност домаће привреде на утицаје из међународног окружења. Захваљујући томе смањена је и спољна неравнотежа, а макроекономски изгледи наше привреде знатно су бољи, што је потврдио и Међународни монетарни фонд у оквиру четврте и пете ревизије аранжмана.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће бити донета одлука о референтној каматној стопи одржаће се 13. октобра.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 13. 10. 2016.

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

Доносећи одлуку о задржавању висине референтне каматне стопе, Извршни одбор је имао у виду то да се повратак инфлације у границе циља очекује средином наредне године. Таквом кретању инфлације требало би да допринесу ефекти претходног ублажавања монетарне политике и раст домаће тражње, као и постепен опоравак светске цене нафте и инфлације у међународном окружењу. С друге стране, захваљујући доброј пољопривредној сезони, додатни пад цена примарних пољопривредних производа и последично ниски трошкови у производњи хране још неко време ће деловати дезинфлаторно.

Извршни одбор је истакао да на опрезност монетарне политике упућује присутна неизвесност на међународном финансијском тржишту у погледу будућих мера ФЕД-а и Европске централне банке и њихов могући утицај на глобалне токове капитала. Ипак, успешно спровођење фискалне консолидације и структурних реформи, као и смањење спољне неравнотеже повећава отпорност домаће привреде на потенцијално негативне утицаје из међународног окружења. То потврђује и знатан пад премије ризика земље, на најнижи ниво у последњих девет година.

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

Саопштење са седнице Извршног одбора, 10. 11. 2016.

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

Доносећи одлуку, Извршни одбор је имао у виду пројекцију инфлације и ефекте претходног ублажавања монетарне политике на њено кретање у наредном периоду, као и то да је циљана стопа инфлације снижена на 3,0 одсто \pm 1,5 процентних поена од 2017. године захваљујући знатно бољим макроекономским перформансама и изгледима за наредни период. Међугодишња инфлација би у наредним месецима требало да отпочне постепен раст и да се у границе новог циља врати почетком следеће године, а након тога да се креће у тим границама. ће деловати дезинфлаторно.

Извршни одбор је истакао да на опрезност монетарне политике упућује неизвесност на међународном финансијском тржишту у погледу будућих мера ФЕД-а и Европске централне банке и њиховог могућег утицаја на глобалне токове капитала. Ипак, успешно спровођење фискалне консолидације и структурних реформи, као и смањење спољне неравнотеже повећавају отпорност домаће економије на потенцијално негативне утицаје из међународног окружења. То потврђују позитивна оцена Међународног монетарног фонда након октобарске посете, пад премије ризика земље и напредак на међународним листама конкурентности услед унапређења пословног и инвестиционог амбијента.

На данашњој седници Извршни одбор је усвојио новембарски Извештај о инфлацији, који ће јавности бити представљен у понедељак, 21. новембра. Том приликом одлуке монетарне политике и макроекономска кретања која их опредељују биће детаљно образложени.

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

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