



Народна банка Србије

2017  
носембар

# ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ



2017  
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](http://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 9. новембра 2017. године.

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

Извршни одбор Народне банке Србије:

Јоргованка Табаковић, гувернер

Веселин Пјешчић, вицегувернер

Диана Драгутиновић, вицегувернер

Ђорђе Јевтић, директор Управе за надзор над финансијским институцијама

**СКРАЋЕНИЦЕ КОРИШЋЕНЕ  
У ОВОМ ИЗВЕШТАЈУ**

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

Не наводе се друге општепознате скраћенице.

# Садржај

<b>I. Резиме</b>	1
<b>II. Монетарна политика у периоду од претходног <i>Извештаја о инфлацији</i></b>	7
<b>III. Кретање инфлације</b>	9
<i>Осврт 1: Кретање показатеља инфлације у 2017. години</i>	13
<b>IV. Детерминанте инфлације</b>	17
1. Кретања на финансијском тржишту	17
2. Новац и кредити	24
<i>Осврт 2: Кредитни раст и активности на решавању NPL</i>	30
3. Тржиште непокретности	32
4. Агрегатна тражња	32
<i>Осврт 3: Поправљање конкурентске позиције Србије као резултат повољнијег         макроекономског и пословног окружења</i>	37
5. Економска активност	39
6. Кретања на тржишту рада	41
7. Међународно окружење	43
<b>V. Пројекција инфлације</b>	53
Табела А. Индикатори екстерне позиције Србије	67
Табела Б. Основни макроекономски индикатори	68
Списак графикана и табела	69
Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе	72
Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије	73



## I. Резиме

Међугодишња инфлација се од почетка године налази у границама циља,  $3,0 \pm 1,5\%$ , и у септембру је износила 3,2%. Њеном успоравању током трећег тромесечја очекивано су допринели нижи међугодишњи раст цена енергената и хране, услед деловања базног ефекта код нафтних деривата и меса. Ипак, у односу на наша очекивања из претходног извештаја, инфлација је у септембру била на нижем нивоу, јер се испоставило да су ефекти суше на кретање цена воћа и поврћа током трећег тромесечја били мањи него што се процењивало. Да су инфлаторни притисци остали ниски, показује и кретање базне инфлације (по искључењу енергије, хране, алкохола и цигарета), која је у августу и септембру успорена на 1,5%, колико је износила и крајем 2016, као и усидрена инфлациона очекивања у границама циља Народне банке Србије.

Економска кретања на глобалном нивоу у досадашњем делу године боља су него што се претходно очекивало. То је резултирало и ревизијом навише раста бруто домаћег производа зоне евра, нашег најзначајнијег спољнотрговинског партнера, а раст зоне евра подстицајно је деловао и на убрзање привредног раста и поправљање изгледа за наредни период и у земљама у окружењу, нашим такође важним спољнотрговинским партнерима. Међутим, и поред убрзања глобалног привредног опоравка, у већини земаља још нема уверљивих сигнала о расту инфлаторних притисака. У складу с ниским инфлаторним притисцима, Европска централна банка и даље води експанзивну монетарну политику, а програм квантитативног попуштања примењиваће најмање до септембра 2018, с тим да ће износ од 60 милијарди евра месечно бити смањен на 30 милијарди евра. Систем федералних резерви током трећег тромесечја није мењао циљани распон референтне каматне стопе, али преовлађују очекивања да ће он бити даље повећан у децембру. Такође, у октобру је почео постепено да смањује реинвестирање доспеле главнице хартија од вредности купљених током квантитативног попуштања. Док присутна дивергентност монетарних политика водећих централних банака чини неизвеснијим глобалне токове капитала према земљама у успону, а тиме и Србији, бољи изгледи за привредни раст позитивно су се одражавали на већу спремност инвеститора за улагања у регион централне и источне Европе,

*Током трећег тромесечја, успорене су и базна и укупна инфлација, што указује на то да су инфлаторни притисци додатно снижени последњих месеци.*

*Кретања у међународном окружењу од претходног Извештаја о инфлацији обележило је даље поправљање изгледа за раст зоне евра и већине других наших важних спољнотрговинских партнера. Док присутна дивергентност монетарних политика водећих централних банака чини неизвеснијим глобалне токове капитала према земљама у успону, а тиме и Србији, бољи изгледи за привредни раст позитивно су се одражавали на спремност инвеститора за улагања у регион централне и источне Европе.*

*Већа заинтересованост страних инвеститора за улагања у Србију доприносила је наставку апрецијацијских притисака на домаћем девизном тржишту.*

*Одлуке да настави да смањује референтну каматну стопу Извршни одбор је доносио имајући у виду августовску средњорочну пројекцију инфлације, а затим и додатно слабљење инфлаторних притисака по основу фактора из домаћег и међународног окружења.*

укључујући и Србију, и током трећег тромесечја. На пад премије ризика Србије у октобру, на најнижи ниво откада се прати, поред глобалних фактора, утицало је и јачање макроекономских фундамената по основу даљег смањења неравнотежа, чиме је истовремено повећана отпорност Србије на евентуалне негативне утицаје из међународног окружења.

Апрецијацијски притисци настављени су и током трећег тромесечја. На то су пре свега утицали бољи извозни резултати, висок прилив страних директних инвестиција, повећана заинтересованост страних инвеститора за улагање у државне динарске хартије од вредности, релативно висок откуп ефективног страног новца и раст валутно индексираних активних банака. Динар је према евра, посматрано од почетка године, закључно с октобром, ојачао за 3,5%, а према долару за 14,3%, пре свега услед знатног јачања евра према долару. Како би ублажила прекомерно краткорочно јачање динара према евра, Народна банка Србије је током трећег тромесечја интервенисала на МДТ-у куповином девиза у износу од 605,0 млн евра, од чега највише у августу, а затим с додатних 15,0 млн евра у октобру.

Извршни одбор Народне банке Србије је, на седницама у септембру и октобру, донео одлуку да смањи референтну каматну стопу за по 25 базних поена, на 3,5%, што се одразило и на даљи пад каматних стопа на међубанкарском тржишту новца и цену државних динарских хартија од вредности. Одлуке да настави да ублажава монетарну политику Извршни одбор је доносио имајући у виду августовску средњорочну пројекцију инфлације, а затим и додатно слабљење инфлаторних притисака по основу фактора из домаћег и међународног окружења. У правцу ниже инфлације деловале су ниже увозне цене изражене у динарима, укључујући цене примарних производа, као и даљи пад премије ризика земље. Поред тога, фискална кретања су била повољнија од очекиваних, што је умањило потребу државе за задуживањем. С друге стране, опрезност у вођењу монетарне политике у посматраном периоду налагала је неизвесност на међународном робном тржишту, пре свега по основу волатилног кретања цена нафте, које је настављено током трећег тромесечја. На међународном финансијском тржишту, неизвесност је у највећој мери произлазила из дивергентних монетарних политика водећих централних банака, Система федералних резерви и Европске централне банке и њиховог утицаја на међувалутне односе.

Досадашње ублажавање монетарне политике Народне банке Србије, пад премије ризика земље, појачана конкуренција међу банкама, раст економске активности и опоравак на тржишту рада, као и ниске каматне стопе у зони евра допринели су убрзању кредитне активности на 5,0% међугодишње у септембру (искључујући ефекат девизног курса). По искључењу ефекта отписа проблематичних кредита у последњој години дана, међугодишњи раст укупних кредита убрзан је на 9,8%. Притом, учешће проблематичних кредита, рачунато по бруто принципу, у септембру је смањено на 12,2%, што је најнижи ниво након јануара 2009. и за 10,1 процентни поен ниже него у августу 2015, када је усвојена Стратегија за решавање проблематичних кредита.

Позитивна фискална кретања настављена су у трећем тромесечју, тако да је од почетка године на нивоу опште државе остварен суфицит од 2,6% бруто домаћег производа. Квантитативним критеријумом аранжмана с ММФ-ом за овај период, према седмој ревизији аранжмана, био је предвиђен избалансиран фискални резултат опште државе, а за целу 2017. дефицит до 1,1% бруто домаћег производа. Притом, ако се изузму расходи за камате, на нивоу опште државе остварен је примарни суфицит од 5,8% БДП-а. У односу на исти период претходне године, укупни приходи су, закључно са септембром, реално виши за 3,9%, а расходи реално нижи за 2,3%. Учешће јавног дуга централне државе, чија је растућа путања преокренута прошле године, наставило је да се смањује и у овој години, и у односу на крај претходне године ниже је за 7,3 п.п.

Извоз робе изражен у еврима у девет месеци ове године виши је за 11,4% у поређењу с истим периодом претходне године, уз задржавање широке производне и географске распрострањености. Истовремено, робни увоз изражен у еврима повећан је за 12,7%, што се дугује расту увоза енергената узрокованог хладним временом почетком године и растом цена нафте, повећаним потребама индустрије за опремом и средствима за репродукцију, а у одређеној мери и наставку раста потрошње домаћинства, који се одразио на повећан увоз потрошне робе. То је, уз очекивано већи одлив по основу примарног дохотка у условима раста прилива по основу страних директних инвестиција, за последицу имало виши дефицит текућег рачуна (за 394 милиона евра) него у истом периоду претходне године. На нивоу године процењујемо да ће дефицит текућег рачуна износити 4,6% бруто домаћег производа. Очекујемо и да ће

*Кредитна активност банака наставља да се убрзава – по искључењу ефекта отписа проблематичних кредита у последњој години дана, међугодишњи раст укупних кредита убрзан је на 9,8%. Учешће проблематичних кредита у укупним кредитима пало је на 12,2% у септембру, што је најнижи ниво након јануара 2009. године.*

*Фискална кретања и у овој години повољнија су од очекиваних, уз суфицит у буџету који, посматрано од почетка године, износи 2,6% бруто домаћег производа и примарни суфицит од 5,8% бруто домаћег производа.*

*Извоз робе изражен у еврима наставља да бележи висок међугодишњи раст (11,4%), уз задржавање широке производне и географске распрострањености, док се раст увоза (12,7%) дугује пре свега повећаним потребама индустрије за опремом и средствима за репродукцију. Висок прилив страних директних инвестиција (раст од 12,6% међугодишње) наставио је да више него у пуној мери покрива дефицит текућег рачуна (134,2%).*

текући дефицит у пуној мери бити покривен нето приливом страних директних инвестиција, чију смо пројекцију за 2017. повећали на 2,1 милијарду евра, јер је досадашње остварење било знатно више од очекиваног. У поређењу са истим периодом претходне године, нето прилив страних директних инвестиција виши је за 12,6%, што је, уз знатно мањи нето одлив по основу портфолио инвестиција и финансијских кредита, резултирало суфицитом на финансијском рачуну.

*Раст бруто домаћег производа у трећем тромесечју, на међугодишњем нивоу убрзан је на 2,1%, вођен растом активности у прерађивачкој индустрији и услужним секторима, као и настављеним опоравком у рударству и енергетици.*

Инвестиције из претходног периода и растућа екстерна тражња наставили су да делују на раст прерађивачке индустрије. То је, уз даљи раст услужних сектора, подстакнут вишом домаћом тражњом, и опоравак грађевинарства, допринело десезонираном расту бруто домаћег производа од 1,1% у трећем тромесечју. Посматрано с расходне стране, очекивано позитиван допринос овом расту потекао је од приватних инвестиција и нето извоза, захваљујући расту извоза и смањењу увоза, као и од настављеног опоравка потрошње домаћинства. На међугодишњем нивоу, раст БДП-а у трећем тромесечју, према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, убрзан је на 2,1%. Томе је, поред добрих перформанси у прерађивачкој индустрији, допринео и наставак опоравка у рударству и енергетици. С друге стране, негативан допринос потицао је од пољопривреде услед неповољних агрометеоролошких услова и ефекта високе базе из претходне године.

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

Да је пословни и инвестициони амбијент у Србији знатно поправљен, потврђује и напредак Србије на листи Светске банке о условима пословања (*Doing Business 2018*), трећу годину заредом – на 43. позицију. Додатно, према најновијем *Извештају о конкурентности Светског економског форума*, као и у претходној години, Србија је највише напредовала у оквиру показатеља макроекономског окружења (за 31 место), чему у највећој мери доприносе ниска и стабилна инфлација, смањење буџетског дефицита, раст учешћа националне штедње у бруто домаћем производу и повољнији кредитни рејтинг земље. По оствареној инфлацији, Србија је и у 2017. задржала прву позицију, коју дели с још 35 земаља.

*Према нашој пројекцији, раст бруто домаћег производа у 2017. требало би да износи око 2%, док се у 2018. и 2019. очекује његово убрзање на око 3,5%.*

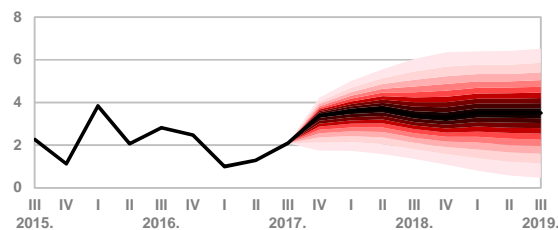
С обзиром на то да је у протеклих неколико година знатно поправљен инвестициони амбијент, да извоз карактерише широка производна и географска диверсификација, као и да већина сектора која није била под утицајем негативних ефеката фактора на

страни понуде наставља да бележи добре перформансе, ценимо да је креирана основа за убрзање економског раста на одрживим основама у средњем року. У складу с наставком унапређења пословног амбијента, високим и пројектно диверсификованим приливом страних директних инвестиција, реализацијом инфраструктурних пројеката и досадашњим ублажавањем монетарне политике, приватне инвестиције ће, према нашој процени, како у текућој тако и у наредним годинама бити један од главних носилаца економског раста. Поред тога, растући позитиван допринос требало би да потекне и од потрошње домаћинства по основу даљег опоравка на тржишту рада. Инвестиције из претходног периода и повољнији изгледи за раст зоне евра, и у региону централне и југоисточне Европе, требало би позитивно да делују на наставак раста извоза. Посматрано с производне стране, раст бруто домаћег производа у наредном периоду требало би да буде вођен индустријом и услужним секторима, а позитиван допринос очекује се и од грађевинарства. С друге стране, у овој години негативан допринос се очекује од пољопривреде. Ризици пројекције за ову годину благо су асиметрични наниже и односе се пре свега на исход овогодишње пољопривредне сезоне и брзину опоравка сектора рударства и енергетике. С обзиром на то да су ризици пројекције наниже у овој години последица шокова на страни понуде, чији ће ефекти на економску активност ишчезнути с нормализацијом услова, у наредној години по истом основу ризици су асиметрични навише.

И према новембарској централној пројекцији, међугодишња инфлација ће до краја периода пројекције, тј. у наредне две године, наставити да се креће у границама циља,  $3,0 \pm 1,5\%$ . У првој половини 2018, инфлацију ће успоравати висока база код цена нафтних деривата и других производа који су почетком ове године једнократно поскупели, због чега ће се инфлација кретати испод централне вредности циља. У супротном смеру деловаће раст цена примарних пољопривредних производа и агрегатне тражње. 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.

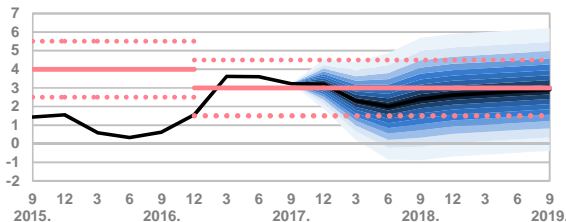
Пројекција инфлације до краја ове и у првој половини наредне године нижа је од августовске пројекције, што је резултат нижег од очекиваног раста потрошачких цена током трећег тромесечја, као и нижих увозних цена од претходне пројекције, чему је

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



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

Пројектована инфлација  
(међугодишње стопе, у %)



**Нова средњорочна пројекција инфлације нижа је у односу на пројекцију објављену у августовском извештају како за ову, тако и за прву половину наредне године.**

допринела и номинална апрецијација динара. Поред тога, очекујемо да ће раст регулисаних цена у овој години бити нижи од претпостављеног у августовској пројекцији.

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

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

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

*Од августовског Извештаја о инфлацији референтна каматна стопа смањена је за укупно 50 б.п., на 3,5%, што је њен најнижи ниво у режиму циљане инфлације. Одлуке о даљем ублажавању монетарне политике Извршни одбор је доносио имајући у виду августовску средњорочну пројекцију инфлације, која је била нижа од претходне, а затим и даље слабљење инфлаторних притисака по основу фактора из домаћег и међународног окружења.*

*Успоравање укупне и базне инфлације током Т3 било је веће од очекиваног, а инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде додатно снижена, што указује на то да су инфлаторни притисци и даље ниски. Поред тога, ефекти суше на инфлацију били су мањи него што се претпостављало, а у смеру ниже инфлације деловале су и ниже увозне цене изражене у динарима. Поред тога, фискална кретања су била знатно повољнија од очекиваних, а премија ризика је пала на најнижи ниво откада се прати за Србију.*

*С друге стране, опрезно вођење монетарне политике налагала су кретања у међународном окружењу. Неизвесност се и даље првенствено односила на кретање цена примарних производа на светском тржишту и одлуке монетарне политике водећих централних банака, које би могле да утичу на токове капитала према земљама у успону. Ипак, упркос глобалном економском опоравку, није било сигнала да расту инфлаторни притисци на страни тражње и да би заоштравање монетарне политике водећих централних банака могло бити брже него што се најављивало.*

Одлуке да настави да смањује референтну каматну стопу у периоду од претходног извештаја Извршни одбор је доносио имајући у виду августовску средњорочну пројекцију инфлације, као и у односу на њу додатно слабљење инфлаторних притисака по основу фактора из домаћег и међународног окружења. Августовска пројекција инфлације била је нижа од претходне јер је раст потрошачких цена током Т2 био мањи од очекиваног, као и због нижих увозних цена изражених у динарима, укључујући цене примарних пољопривредних производа и нафте. Процењивало се да ће мг. инфлација наставити да се креће у границама новог циља ( $3,0 \pm 1,5\%$ ), при чему ће је успоравати висока база код цена нафтних деривата, а од почетка 2018. и излазак овогодишњих једнократних поскупљења појединих производа и услуга из мг. обрачуна инфлације, док ће у супротном смеру деловати постепен раст светских цена примарних пољопривредних производа и агрегатне тражње у Србији.

Узимајући у обзир такве пројекције инфлације и разматрајући нове информације о економским кретањима у земљи и међународном окружењу, Извршни одбор Народне банке Србије је у **септембру и октобру смањено референтну каматну стопу за по 25 б.п., на 3,5%**. Тиме је референтна каматна стопа од маја 2013, када је започет циклус ублажавања монетарне политике, смањена за укупно 8,25 п.п.

Као што је Извршни одбор и очекивао, мг. инфлација је последњих месеци успорена, као и базна инфлација, која се спустила на 1,5% мг. у августу и на том нивоу задржала се и у септембру. Међутим, успоравање инфлације било је веће него што се очекивало, јер су ефекти суше на инфлацију били мањи од претпостављених. Наиме, у августовској пројекцији претпостављено је да ће због суше пад цена воћа и поврћа током Т3 бити мањи од сезонски уобичајеног, што би, уз очекиван раст цена примарних пољопривредних производа на светском и

домаћем тржишту, могло имати и извесне секундарне ефекте на остале цене. Међутим, негативни ефекти суше на цене воћа и поврћа, као и цене примарних пољопривредних производа на домаћем тржишту, били су мањи од процењених, а секундарни ефекти су по свему судећи изостали. На то указују цене прерађене хране, које су биле готово непромењене, а инфлациона очекивања су додатно смањена и за једну, и за две године унапред.

У односу на августовску пројекцију, у смеру ниже инфлације деловале су и ниже увозне цене изражене у динарима, укључујући цене примарних пољопривредних производа и нафте. Уз то, и премија ризика земље, у условима поправљања домаћих фундамената као и под дејством глобалних фактора, спустила се на најнижи ниво откада се прати за Србију. Имајући у виду очекивани наставак позитивних макроекономских трендова, Извршни одбор очекује да ће кретање премије ризика земље остати релативно стабилно у наредном периоду. Поред тога, очекује и да ће наставак раста извоза, уз СДИ, које ће и даље бити више него довољне да покрију дефицит текућег рачуна платног биланса, допринети релативно стабилним кретањима на девизном тржишту у наредном периоду.

Фискална кретања су повољнија од очекиваних, што је потврђено и оствареним суфицитом на консолидованом нивоу од око 2,6% БДП-а у девет месеци ове године. То је умањило потребе државе за задуживањем и, између осталог, допринело смањењу учешћа јавног дуга централне државе у БДП-у, које је од почетка године смањено за 7,3 п.п. Извршни одбор

очекује да ће досадашњи фискални напори, подржани и привредним растом, омогућити наставак тенденције смањења јавног дуга.

Приликом доношења одлука о монетарној политици, Извршни одбор је имао у виду и неизвесност на међународном робном и финансијском тржишту, која је већ дуже време присутна и захтева опрезност. Неизвесно је кретање светских цена примарних производа, о чему сведочи и волатилност цена нафте током ТЗ. На међународном финансијском тржишту, неизвесност је у највећој мери произлазила из различитих монетарних политика водећих централних банака, ФЕД-а и ЕЦБ-а, која би могла да утиче на токове капитала према земљама у успону у наредном периоду. Ипак, упркос глобалном економском опоравку, није било сигнала да расту инфлаторни притисци на страни тражње и да би заостравање монетарне политике водећих централних банака могло бити брже од најављеног. Такође, приликом одлучивања, Извршни одбор је имао у виду да је, захваљујући повољним макроекономским изгледима за наредни период, Србија данас отпорнија на могуће негативне утицаје из међународног окружења.

Смањењем референтне каматне стопе, Народна банка Србије даје додатну подршку кредитној активности и привредном расту. Узимајући у обзир претходно ублажавање монетарне политике, као и нову, новембарску пројекцију инфлације, кретање њених кључних фактора, боље економске перформансе током ТЗ и изгледе за наредни период, Извршни одбор **у новембру није мењао висину референтне стопе.**

### III. Кретање инфлације

Инфлација се од почетка године креће у границама циља,  $3 \pm 1,5\%$ , и у септембру је износила 3,2% мг. Њеном успоравању током ТЗ допринео је, пре свега, очекивано нижи мг. раст цена енергената и хране, услед деловања базног ефекта код нафтних деривата и меса.

Током ТЗ базна инфлација је успорена на 1,5% мг., а на релативно ниском нивоу задржана су инфлациона очекивања, што указује на то да су инфлаторни притисци и даље ниски.

#### Кретање инфлације у ТЗ

Као и што смо најављивали у претходном *Извештају о инфлацији*, пре свега услед деловања базног ефекта код цена меса, мг. инфлација је у августу снижена на 2,5%, а потом се у септембру вратила на ниво из јула, када је износила 3,2%. С обзиром на релативно неповољне временске прилике почетком године и током лета, очекивали смо да ће се у септембру мг. инфлација наћи на незнатно вишем нивоу него у јуну. Међутим, испоставило се да су негативни ефекти суше на цене били мањи него што се процењивало. У поређењу с јуном, допринос мг. инфлацији нижи је или непромењен код свих пет категорија цена, а највеће одступање наниже је код индустријских производа без хране и енергије. Поред укупне инфлације, током ТЗ успорена је и базна инфлација, на 1,5% мг., што указује на то да су релативно ниски инфлаторни притисци и додатно снижени последњих месеци.<sup>1</sup>

На нивоу тромесечја, највећи допринос паду потрошачких цена од 0,2% потекао је од **хране и безалкохолних пића** (-0,3 п.п.), пре свега воћа и поврћа. Цене **непрерађене хране** снижене су за 2,5% (допринос инфлацији -0,3 п.п.). Притом, воће је појефтинило за 6% (допринос -0,2 п.п.), а поврће за 6,8% (допринос -0,3 п.п.). У супротном смеру

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

	2017.		Разлика
	Јун	Септ.	
<b>Потрошачке цене (ИПЦ)</b>	3,6	3,2	-0,4
Непрерађена храна	1,0	1,0	0,0
Воће и поврће	0,3	0,7	0,4
Свеже месо	0,6	0,1	-0,4
Прерађена храна	0,4	0,3	-0,1
Индустријски производи без хране и енергије	0,7	0,5	-0,2
Енергија	0,8	0,8	0,0
Нафтни деривати	0,4	0,3	-0,1
Услуге	0,7	0,6	-0,1

Извор: РЗС и прерачун НБС.

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

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

Извор: РЗС и прерачун НБС.

<sup>1</sup> Видети Осврт 1, стр. 13.



**Регулисане цене** су у Т3 повећане за 1,1% и тај раст је готово у потпуности био одређен јулском корекцијом цена цигарета. Посматрано на мг. нивоу, раст регулисаних цена успорио је на 3,4% (уз допринос укупној инфлацији од око 0,7 п.п.).

## Произвођачке и екстерне цене

Након пада у Т2, **цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште** у Т3 порасле су за 0,3%, што се одrazilо на благо убрзање њиховог мг. раста на 3,3% (са 3% у јуну).

На тромесечни раст произвођачких цена у највећој мери су утицале више цене у области производње енергије, пре свега у производњи сирове нафте и њених деривата. Поред тога, повећане су и цене у производњи нетрајних производа за широку потрошњу, пре свега у области производње дуванских производа и одеће. Ниже произвођачке цене у Т3 забележене су у производњи интермедијарних производа, као резултат смањених трошкова у производњи основних метала и производа од метала, хемијских производа и производа од гуме и пластике. Такође, нижи трошкови у производњи електричне опреме одразили су се на ниже произвођачке цене трајних производа за широку потрошњу.

За разлику од Т2, када су благо порасле (0,4%), **цене елемената и материјала за уграђивање у грађевинарству** у Т3 су смањене за 0,8%. Такво кретање успорило је њихов мг. раст – са 4,8% у јуну на 2,2% у септембру.

Нижим трошковним притисцима на инфлацију у Т3 допринео је и наставак пада **екстерних цена** исказаних у динарима<sup>2</sup>, који је на тромесечном нивоу износио 2,1%. Таквом кретању у највећој мери допринео је пад цена сирове нафте и светских цена хране, мерено ФАО индексом, које су, изражено у динарима, смањене за 3,7% и 3,1%, респективно. Наиме, иако су током Т3 на светском тржишту порасле цене нафте и хране исказано у доларима, просечна номинална апрецијација динара према долару од 9,6% у Т3 (пре свега као последица јачања евра према долару) утицала је на њихов пад исказано у динарима. Екстерне цене су смањене и због благог

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

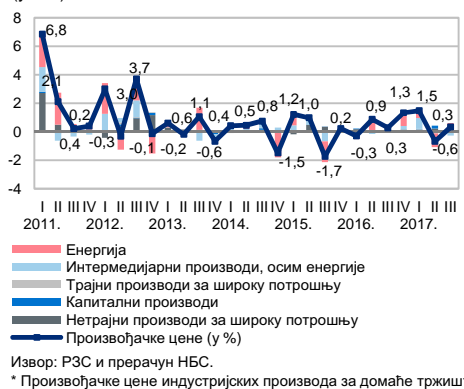


Табела III.0.3. Показатељи раста цена (мг. стопе, у %)

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

Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



<sup>2</sup> 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.



пада извозних цена Немачке (0,3%), које користимо као апроксимацију цена увезене опреме и репроматеријала, као и пада потрошачких цена у зони евра (0,2%), којима апроксимирамо увоз услуга. Тромесечни пад екстерних цена утицао је и на то да мг. стопе раста ових цена, након годину дана кретања у позитивној зони, у Т3 поново буду негативне (-1,2%).

## Осврт 1: Кретање показатеља инфлације у 2017. години

Инфлација се у 2017. кретала у границама циља ( $3,0 \pm 1,5\%$ ) и у септембру је износила 3,2% мг. Почетком године, инфлација је била вођена опоравком светске цене нафте, који је започет у П2 2016, али и ефектима веома хладног времена у јануару и фебруару, који су утицали на то да поскупљење поврћа и чврстих горива буде знатно изнад сезонски уобичајеног. Притом, базна инфлација је остала ниска и стабилна, што је указивало на то да су инфлаторни притисци и даље ниски. То је потврђено и успоравањем укупне инфлације у наредним месецима.

С обзиром на значај базне инфлације, у наставку ће детаљније бити речи о овом показатељу и његовом кретању у 2017. години.

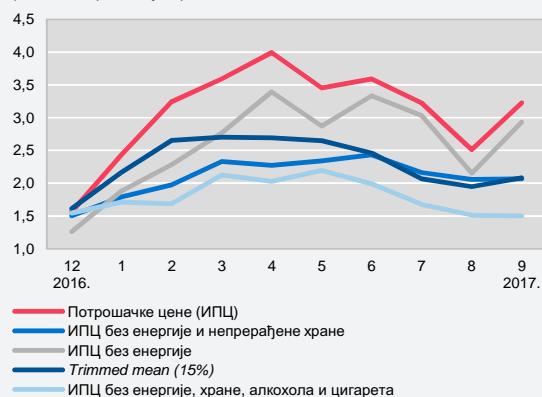
Базна инфлација има важну улогу при доношењу одлука о мерама монетарне политике, чак и када је циљ дефинисан за укупну инфлацију. Разлог за то је што је укупна инфлација, по правилу, под већим утицајем и специфичних фактора који су ван домаћаја монетарне политике, а који у кратком року повећавају волатилност инфлације. С обзиром на то, креатори монетарне политике теже да одреде поуздану емпиријску меру инфлације, која би уједно одражавала и њен дугорочни тренд. Дакле, када из ИПЦ искључимо производе чије цене карактеришу више краткорочне осцилације, добијамо стопе инфлације које нису под утицајем таквих привремених кретања. Такав показатељ назива се базна инфлација.

Иако се термин *базна инфлација* у стручној јавности користи већ годинама, и даље не постоји општеприхваћена дефиниција, као ни јединствени метод њеног обрачуна. Народна банка Србије прати више показатеља базне инфлације. Прва група показатеља искључује исте групе производа, при чему се као критеријум искључења користи волатилност њихових цена у прошлости, као и присуство директног или индиректног утицаја државе. На овај начин конструисане су три мере базне инфлације, које Народна банка Србије прати од увођења режима циљане инфлације: 1. инфлација без енергије; 2. инфлација без енергије и непрерађене хране; 3. инфлација без енергије, хране, алкохола и цигарета. Поред ове групе показатеља, јачина инфлаторних притисака оцењује се и применом метода искључивања производа и услуга чије су цене у току месеца забележиле највеће промене у оба смера (тзв. *trimmed mean*), при чему се, за разлику од прве групе показатеља базне инфлације, не искључују увек исти производи, већ се искључује увек исти унапред утврђен проценат потрошачке корпе (Народна банка Србије користи 15%, док поједине централне банке користе и веће проценте искључења). Другим речима, искључује се по 7,5% производа и услуга који су у току месеца забележили највећи раст, односно пад цена, без обзира о којим производима и услугама је реч.

За разлику од укупне инфлације, која је почетком 2017. године расла, базна инфлација је остала ниска и релативно стабилна. Показатељи базне инфлације указују на то да су узроци раста укупне инфлације почетком године, као што смо и истицали у претходним извештајима, били раст цена хране и енергије. Тако се базна инфлација мерена променом ИПЦ-а по искључењу енергије, хране, алкохола и цигарета кретала око нивоа од 2% мг. од марта до маја, да би се потом у августу и септембру вратила на ниво од 1,5% мг., колико је износила и крајем 2016. На сличне закључке упућује и кретање мг. инфлације коришћењем *trimmed mean* метода, која је с нивоа од 2,7% у фебруару снижена на 2,1% у септембру.

Највећи допринос мг. стопи базне инфлације (мереној променом ИПЦ-а по искључењу енергије, хране, алкохола и цигарета) од 1,5% у септембру потиче од туристичких пакет-аранжмана (0,55 п.п.), услуга мобилне телефонije (0,48 п.п.) и беле технике (0,25 п.п.), а највећи негативан од одеће и обуће (0,24 п.п.) и аутомобила (0,12 п.п.). Ако се посматра разлика у доприносу мг. базној инфлацији у односу на крај 2016,

Графикон О.1.1. Кретање показатеља инфлације (мг. стопе раста, у %)

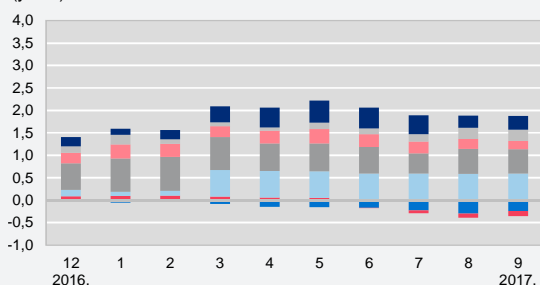


Извор: РЗС и прерачун НБС.

само се код мањег броја производа и услуга уочавају промене. То је случај са услугама мобилне телефоније, које су повећале допринос базној инфлацији за 0,48 п.п., као последица поскупљења ових услуга за око 12% у марту код једног мобилног оператера. Утицај наведених поскупљења на базну инфлацију готово у потпуности је неутрализован појевфеићењем одеће и обуће и аутомобила, чији је допринос у септембру за 0,22 п.п. и 0,19 п.п., респективно, нижи него на крају 2016.

Допринос базе инфлације укупној мг. инфлацији у 2017. остао је релативно стабилан и кретао се од 0,7 п.п. до 1,0 п.п., при чему је максимум остварен у мају, а минимум на почетку и крају посматраног периода. Истовремено, највећи допринос укупној инфлацији потицао је од енергије, која је у фебруару и марту повећала свој допринос (пре свега услед базног ефекта код нафтних деривата узрокованог растом светске цене нафте у П2 2016. и поскупљења чврстих горива почетком ове године услед хладног времена). Након марта, допринос енергије укупној инфлацији постепено се смањује због ефекта високе базе код нафтних деривата, али је у септембру остао за 0,5 п.п. виши него крајем 2016. На волатилност мг. инфлације у посматраном периоду највише су утицале цене поврћа и воћа, чија се мг. динамика мењала под утицајем временских прилика. Волатилност инфлације је делом била последица и мг. динамике цена свежег меса – у периоду април–јул допринос ових производа укупном расту цена повећан је због раста ових цена на светском тржишту, да би у августу био негативан услед високе базе из претходне године. Јануарско поскупљење цигарета је утицало и на раст њиховог мг. доприноса на око 0,4 п.п., који је задржан на том нивоу и након јулског поскупљења ових производа.

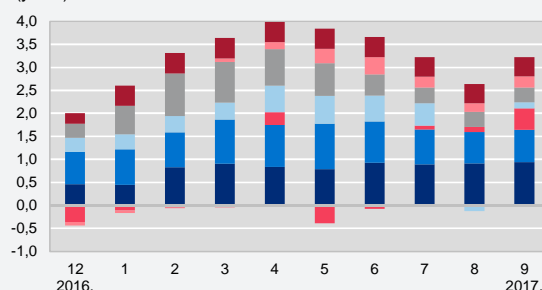
Графикон О.1.2. Доприноси појединих група производа и услуга међугодишњој базној инфлацији (у п.п.)



■ Остало  
 ■ Бела техника  
 ■ Хемијски, медицински и фармацеутски производи  
 ■ Пакет-аранжмани  
 ■ Мобилна телефонија, интернет и кабловска и ТВ претплата  
 ■ Аутомобили и делови  
 ■ Одећа и обућа

Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон О.1.3. Доприноси појединих група производа и услуга међугодишњој инфлацији (у п.п.)



■ Цигарете  
 ■ Воће  
 ■ Нафтни деривати  
 ■ Месо, свеже  
 ■ Поврће  
 ■ ИПЦ без енергије, хране, алкохола и цигарета  
 ■ Остало

Извор: РЗС и прерачун НБС.

Према нашој краткорочној пројекцији, мг. инфлација ће остати стабилна и током Т4 и крајем 2017. кретаће се око септембарског нивоа.

## Инфлациона очекивања

Према резултатима анкета о инфлационим очекивањима обеју агенција које их спроводе, **финансијски сектор и привреда очекују да ће се инфлација кретати у границама циља и у кратком, и у средњем року.** То указује на то да су инфлаторни притисци и даље ниски.

У периоду од претходног извештаја, инфлациона очекивања **финансијског сектора за годину дана унапред**, према анкетама и Блумберга и Нинамедије, кретала су се на нижем нивоу него у претходном периоду. Према анкети агенције **Блумберг**, инфлациона очекивања финансијског сектора кретала су се у распону 3,0%–3,2%, у поређењу са 3,3% у претходном периоду. Према агенцији **Нинамедија**<sup>3</sup>, након смањења у јулу, финансијски сектор није мењао своја очекивања и она су стабилна на нивоу од 3,0%. Финансијски сектор, према анкетама обеју агенција, од октобра 2013. очекује да ће инфлација за годину дана унапред бити у границама циља за инфлацију Народне банке Србије.

**Очекивања привреде за годину дана унапред** су, у септембру, смањена у односу на август за 0,5 п.п., а у октобру су се вратила на августовски ниво од 3,5%. Уобичајено виша у односу на друге секторе, **инфлациона очекивања становништва** су стабилизована на нивоу од 5,0%. Према резултатима квалитативне анкете<sup>4</sup>, перципирана инфлација и даље је виша од очекиване инфлације, што значи да један део становништва сматра да у наредној години дана неће бити повећања цена у мери у којој је, према њиховом мишљењу, дошло у претходној години дана.

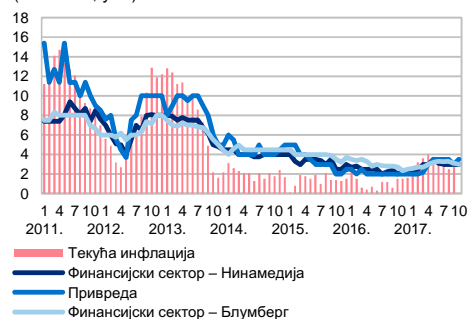
Инфлациона очекивања **финансијског сектора за две године унапред** била су у септембру на истом нивоу као и у августу (3,5%), да би се у октобру смањила на 3,1%. Као и краткорочна, и **средњорочна очекивања привреде** смањена су у септембру за 0,5 п.п., на 3,0%. У октобру, привреда је повећала очекивања на 4,0%. Инфлациона очекивања **становништва за две године унапред** стабилна су на нивоу од 5,0% од маја ове године.

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

<sup>3</sup> Нинамедија од децембра 2014. спроводи анкету о очекивањима економских субјеката.

<sup>4</sup> Детаљније о квалитативним очекивањима становништва видети у *Извештају о инфлацији – фебруар 2016, Осврт 2*, стр. 15.

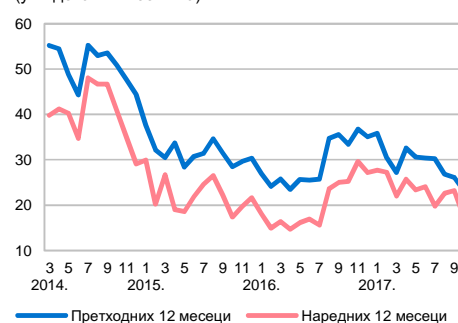
Графикон III.0.6. Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред\* (мг. стопе, у %)



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

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

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



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

\* Анкета није спроведена у новембру 2014.

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



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

\* Анкета није спроведена у новембру 2014.



## IV. Детерминанте инфлације

### 1. Кретања на финансијском тржишту

Ублажавање монетарне политике током септембра и октобра пренело се на каматне стопе на међубанкарском тржишту новца и цену динарских државних ХоВ. Трошкови задуживања привреде нису промењени, док су каматне стопе на кредите за финансирање потрошње становништва благо повећане.

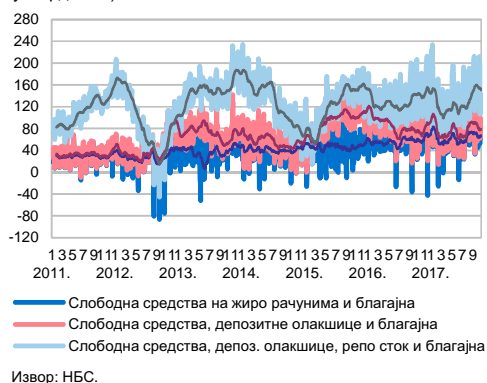
Апρεцијацијски притисци настављени су и током Т3. Међу факторима који су доприносили јачању динара, који је у септембру достигао највишу вредност према евр у последње три године, били су добри извозни резултати, већи прилив СДИ и улагања страних инвеститора у динарске државне ХоВ, уобичајено већа потрошња нерезидената по платним картицама током лета, као и раст валутно индексиране активе банака. Јачање макроекономских фундамената допринело је даљем паду премије ризика земље, која је снижена на најнижи ниво откада се прати за Србију.

#### Каматне стопе

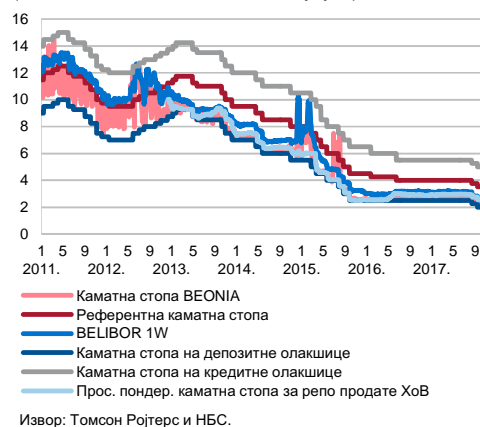
Ублажавање монетарне политике путем референтне каматне стопе утицало је на пад просечне репо стопе.<sup>5</sup> Она је крајем октобра износила 2,6% и била је за 0,4 п.п. нижа него крајем Т2.

Ублажавање монетарне политике одразило се и на каматне стопе на међубанкарском тржишту новца, чије су просечне месечне вредности у Т3 снижене за по 0,2 п.п. Тако је каматна стопа *BEONIA* у септембру, у просеку, износила 2,6%, док је просечан дневни промет на овом тржишту у Т3 (2,9 млрд динара) био за 0,1 млрд динара нижи него у Т2, пре свега због ниског промета у августу (1,8 млрд динара). Каматне стопе *BELIBOR* током јула и августа бележиле су

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



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



<sup>5</sup> Стопа остварена на репо аукцијама пондерисана износом продатих ХоВ.



минималне осцилације, да би у септембру биле снижене и тада су се њихове просечне вредности кретале у распону од 2,8% за најкраћу до 3,6% за рачност од шест месеци.

Због побољшане фискалне позиције, држава је додатно смањила задуживање на **примарном тржишту динарских државних ХоВ током Т3**, уз ређе аукције и мањи износ ХоВ понуђен на продају. При томе, на аукцијама у августу снижена је стопа на трогодишње ХоВ, која је крајем месеца износила 4,8%, што је за 0,2 п.п. ниже од стопе из маја. Израженији пад каматних стопа потом је забележен на аукцијама у октобру, када су стопе на седмогодишње и двогодишње ХоВ снижене за по 0,6 п.п., на 5,0% и 4,05%, респективно. Притом, на аукцији седмогодишњих ХоВ продат је целокупан износ понуђених ХоВ, од чега нерезидентима око 70%.



**На аукцијама државних ХоВ у еврима** није било већих промена каматних стопа током Т3. Стопа на петогодишње ХоВ снижена је за 0,1 п.п., на 2,6%, а незнатно су снижене и стопе на двогодишње (за 0,05 п.п., на 1,0%) и трогодишње ХоВ (за 0,02 п.п., на 1,85%). Каматне стопе на једногодишње ХоВ (0,55%) нису промењене у односу на јун, као ни стопе на петнаестогодишње ХоВ (4,2%).

Укупан промет **на секундарном тржишту државних ХоВ у Т3** (50,8 млрд динара) био је сличан оном у Т2. Стопе приноса на краће рачности углавном се нису мењале, док су за рачности преко годину дана благо смањене, и у септембру су се кретале у распону од 3,4% за преосталу рачност од четири месеца до 5,2% за преосталу рачност од 53 месеца.



Просечна **пондерисана каматна стопа на новоодобрене динарске кредите привреди и становништву** у септембру је износила 8,9%, што је за 0,5 п.п. више него у јуну. То је последица раста просечне цене динарских кредита становништву (за 0,4 п.п., на 10,8%), док је просечна цена динарских кредита привреди (5,9% у септембру) остала готово непромењена у односу на јун. На раст просечне цене динарских кредита становништву највише је утицало повећање стопе на готовинске кредите, на 11,1%, које су за 0,5 п.п. више од јунског минимума. Повећане су стопе на потрошачке кредите (за 1,5 п.п., на 9,0%), док су стопе на стамбене кредите опале, за 0,8 п.п., на 4,9%, као и каматне стопе на остале кредите (за 0,6 п.п., на 9,3%). Код динарских кредита привреди, смањене су стопе на инвестиционе кредите (1,0 п.п., на 5,7%) и кредите за обртна средства (за 0,3 п.п., на

5,5%), док су стопе на остале кредите повећане за 0,5 п.п., на 6,1%.

Просечна пондерисана каматна стопа на новоодобрене кредите привреди и становништву у еврима и евроиндексиране кредите није промењена у односу на јун и у септембру је износила 3,1%. При томе, просечна стопа на кредите становништву повећана је за 0,2 п.п., на 4,0%, под утицајем раста стопа на остале кредите, које су повећане за 1,5 п.п., на 6,5% у септембру. Цена готовинских кредита (3,3%) није промењена у односу на јун; цена стамбених кредита је благо коригована наниже (2,95%); док су стопе на потрошачке кредите снижене за 0,4 п.п., на 4,9%. Просечна пондерисана стопа на кредите привреди током јула и августа спустила се на нови минимум (2,7%), али се у септембру вратила на вредност из јуна (3,0%). При томе, стопе на кредите за обртна средства и инвестиционе кредите снижене су у ТЗ за по 0,1 п.п., на 2,9% и 3,1%, респективно. Толико је износио и пад стопе на кредите за увоз, који су у септембру одобравани по 2,2%, док су кредити у категорији остало одобравани по 0,4 п.п. вишој стопи него у јуну (3,3%).

Банке су у ТЗ незнатно повећале каматне стопе на динарске депозите привреде (за 0,1 п.п., на 2,8%), док су стопе на депозите у еврима смањене у истом износу, на 0,3% у септембру. Стопе на штедњу грађана снижене су за по 0,1 п.п. и у септембру су износиле 2,6% за динаре и 0,6% за евре.

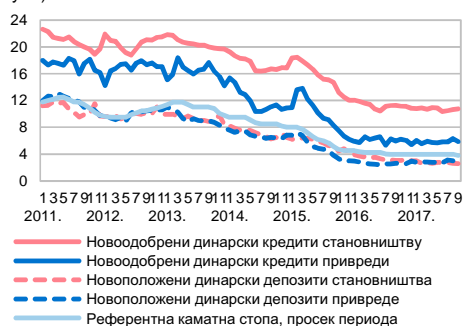
## Премија ризика

Премија ризика Србије креће се око историјски најнижег нивоа. Мерена *EMBI*, смањена је током ТЗ за 23 б.п., а затим током октобра за додатних 8 б.п. и износи 118 б.п. Она се 20. октобра спустила на 114 б.п., што је најнижа вредност премије ризика Србије откада се прати (април 2005). Слично кретање бележиле су премије ризика већине других земаља у региону. И *EMBI Global* је смањен на најнижу вредност у последње три године – током ТЗ за 20 б.п., а у октобру за 1 б.п., на 307 б.п.

На премију ризика Србије утицали су домаћи, регионални и глобални фактори. Када су у питању домаћи фактори, на пад премије ризика Србије пресудно је утицало јачање макроекономских фундамената по основу смањења неравнотежа, чиме је истовремено повећана отпорност Србије на евентуалне негативне утицаје из међународног окружења.

Графикон IV.1.6. Кретање каматних стопа на динарске кредите и депозите привреди и становништву\*

(просечне пондерисане вредности, на годишњем нивоу, у %)

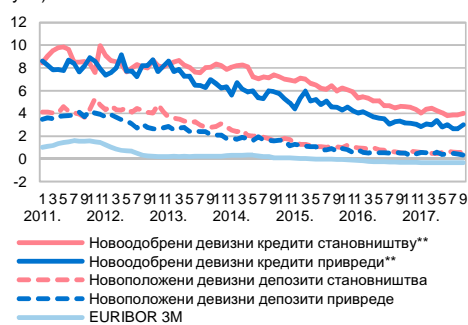


Извор: НБС.

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

Графикон IV.1.7. Кретање каматних стопа на девизне кредите и депозите привреди и становништву\*

(просечне пондерисане вредности, на годишњем нивоу, у %)

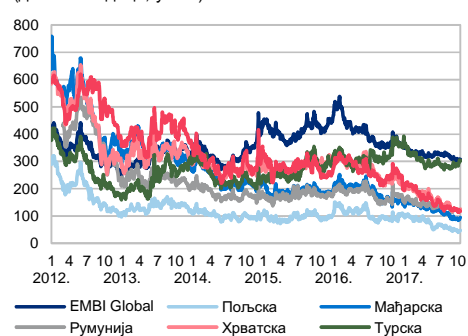


Извор: Европска банкарска федерација и НБС.

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

\*\* У еврима и евроиндексирани.

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



Извор: JP Morgan.

Поред домаћих фактора, на пад премије ризика Србије деловали су и регионални фактори. Међу њима, свакако најважнији су бољи изгледи за раст земаља у региону захваљујући убрзању привредног раста зоне евра и оптимизму у погледу његове одрживости. Приноси на еврообвезнице Србије и земаља у региону током посматраног периода додатно су смањени. Процењује се да ће бржи привредни раст у зони евра овим земљама олакшати прилагођавање очекиваном смањењу ликвидности на међународном финансијском тржишту.

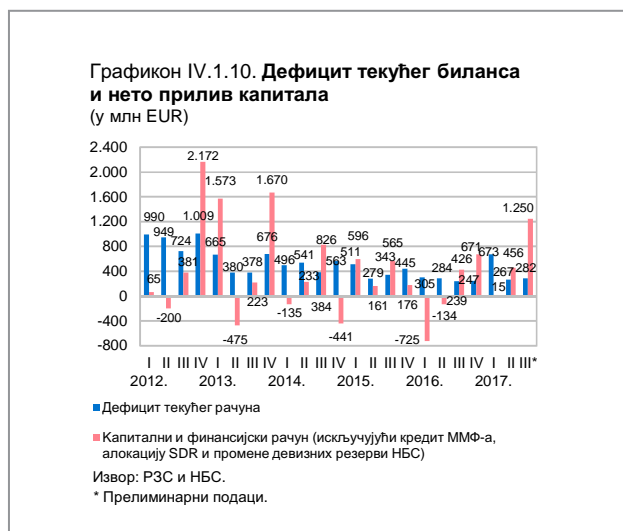
На кретање премије ризика Србије у овом периоду утицали су и глобални фактори. Позитиван утицај имало је убрзање глобалног привредног раста, пре свега зоне евра, као и даље спровођење монетарног стимулационог од стране ЕЦБ-а. Поред тога, приноси на америчке десетогодишње државне ХоВ до почетка септембра су опадали, пре свега под утицајем успоравања привредног раста у САД и слабих инфлаторних притисака, као и појединих изјава званичника ФЕД-а. Међутим, с растом очекивања да ће ФЕД у децембру ипак повећати референтну стопу, приноси на америчке десетогодишње државне ХоВ почели су да расту, а тиме је и разлика између њих и приноса на еврообвезнице Србије била мања. У октобру је раст приноса на десетогодишње америчке ХоВ настављен и због оптимизма да би ускоро могао да се смањи порез на добит и да ће привредни раст бити убрзан. Они су достигли 2,46%, што је највиши ниво у последњих седам месеци.



### Прилив капитала из иностранства

Прилив капитала остварен у ТЗ вишеструко је надмашио износ дефицита текућег рачуна, доприносећи апрецијацијским притисцима у овом периоду. Као и раније, прилив на финансијском рачуну био је пре свега у форми СДИ, а у ТЗ знатан износ односио се и на раст кредитног задужења резидената, највише државе. Друго тромесечје заредом, остварен је и прилив по основу портфолио инвестиција.

Висок нето прилив СДИ настављен је и у ТЗ и, према прелиминарним подацима, износио је 542,0 млн евра, чиме је прилив капитала по том основу од почетка године достигао 1.639,6 млн евра. И у 2017. задржан је висок степен диверсификације улагања по делатностима, а највећи износи били су усмерени у



прерађивачку индустрију, грађевинарство, пословање с некретнинама, финансијски сектор и трговину. Око три четвртине СДИ потицало је из земаља ЕУ, а највише из Холандије, Италије и Немачке, док се на улагања из азијских земаља односило око 12% СДИ и чинила су их пре свега улагања из Кине, Тајвана, Хонгконга и Уједињених Арапских Емирата.

Кретања остварена у девет месеци ове године сведоче о даљем побољшавању инвестиционог амбијента и повољној перцепцији страних инвеститора о дугорочним улагањима у Србију, што потврђује и напредак Србије на овогодишњим међународним листама конкурентности Светског економског форума и Светске банке (*Doing business*).<sup>6</sup> У 2017. очекујемо нето прилив СДИ од око 2,1 млрд евра, што би требало да у потпуности покрије дефицит текућег рачуна, за који се очекује да ће износити око 1,7 млрд евра (4,6% БДП-а).

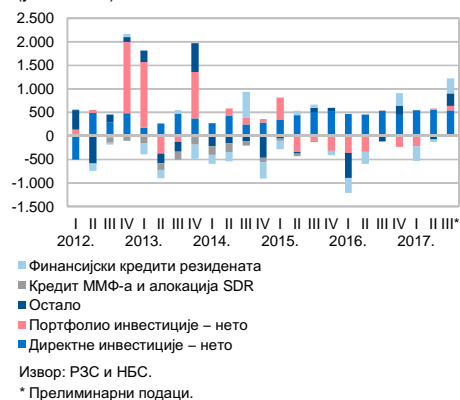
Друго тромесечје заредом, бележи се и прилив по основу **портфолио инвестиција**, који је у Т3 износио 92,0 млн евра. Иако се већи део прилива односио на улагања страних инвеститора у државне ХоВ дужих рочности на примарном тржишту, од јула, после дужег времена, они су поново нето купци ХоВ и на секундарном тржишту. Део прилива остварен је и по основу наплате доспелих иностраних ХоВ које су биле у поседу резидената.

Резиденти су се у Т3 по основу **финансијских кредита** нето задужили за 322,4 млн евра, чему је допринео пре свега раст нето задужења државе (за 305,9 млн евра). Највећи део тог задужења односи се на зајмове намењене подршци реформе јавних предузећа, буџету Републике Србије и путној инфраструктури. Повећане су и кредитне обавезе предузећа према иностранству, и то за 33,2 млн евра, док је раст потраживања банака од иностранства благо премашило њихово нето задужевање у иностранству (за 12,6 млн евра).

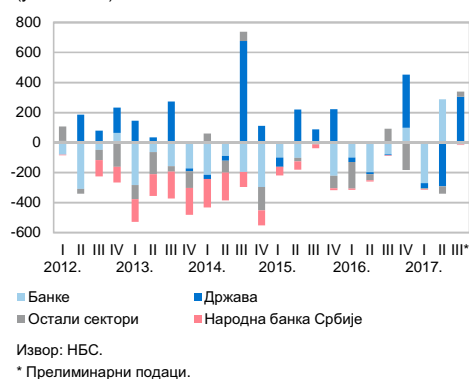
## Кретања на девизном тржишту и курс динара

Апрецијацијски притисци настављени су и током Т3, па је у септембру динар достигао највишу вредност према евр у протекле три године (од октобра 2014). Посматрано крајем периода, динар је у Т3 ојачао

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

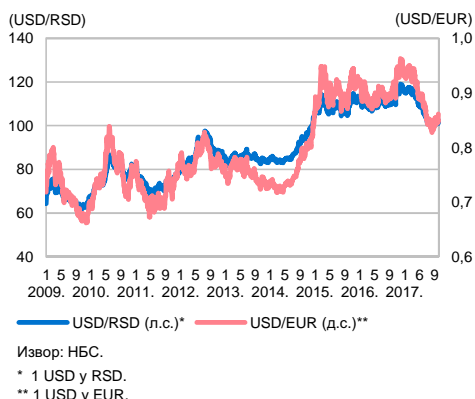


Графикон IV.1.12. Финансијски кредити резидената – промена нето задужења (у млн EUR)



<sup>6</sup> Видети Осврт бр. 3, стр. 37.

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



према еврџ за 1,2%, а према долару за 4,3%, највећим делом услед наставка јачања евра према долару у Т3.

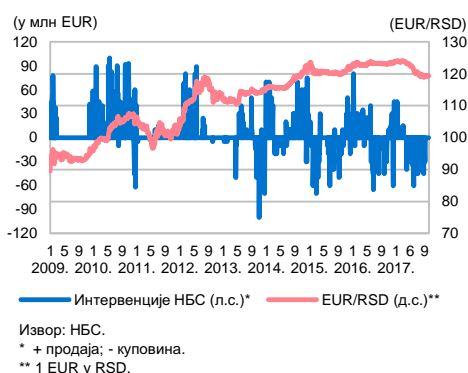
Апрецијацијским притисцима у Т3 доприносило је више фактора. Пре свега, повећана је заинтересованост страних инвеститора за улагања на домаћем тржишту и по том основу повећан је и прилив портфолио и СДИ. То је резултат повољних изгледа економије и јачања макроекономске стабилности, на шта указује и остварени фискални суфицит на консолидованом нивоу од 2,6% БДП-а од почетка године. С друге стране, тражња предузећа за девизама, мерено нето продајом девиза банака предузећима, била је за 12% нижа него у Т2, чему су допринели бољи извозни резултати. Истовремено, откуп ефективног страног новца, иако нижи него у Т2, у већем делу периода био је више него довољан да покрије нето тражњу домаћих предузећа и страних инвеститора за девизама. Током летњих месеци, повећана је потрошња нерезидената и по том основу потраживања по иностраним платним картицама. Апрецијацијским притисцима доприносио је и раст валутно индексираних активе банака<sup>7</sup>, повезан и с валутно индексираним кредитирањем привреде.

Како би ублажила прекомерно краткорочно јачање динара према еврџ, Народна банка Србије је и у Т3 интервенисала на МДТ-у куповином девиза у износу од 605,0 млн евра, од чега највише у августу (290,0 млн евра). И поред тога, осцилације курса динара према еврџ, мерене методама *EWMA*<sup>8</sup> и *EGARCH*<sup>9</sup>, благо су повећане у односу на Т2.

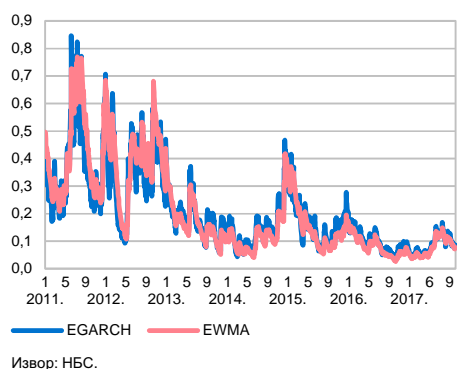
Промет на МДТ-у је повећан током Т3 и у просеку дневно је износио 30,7 млн евра, што је за 8,8 млн евра више него у Т2.<sup>10</sup> Највећа вредност је остварена у септембру (у просеку дневно 35,0 млн евра).

Обим трансакција на редовним своп аукцијама које организује Народна банка Србије повећан је током Т3. Раст је остварен, пре свега, на тромесечним аукцијама, када је Народна банка Србије од банака

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



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



<sup>7</sup> У настојању да уравнотеже своје девизне позиције, банке тада повећавају понуду девиза на тржишту.

<sup>8</sup> *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.

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

<sup>10</sup> Без Народне банке Србије.

укупно купила и банкама продала по 65,0 млн евра (за 27,0 млн евра више него у Т2), док је на двонедељним аукцијама купљено и продато по 85,0 млн евра (за 2,0 млн евра више него у Т2). Износ своп трансакција које су банке међусобно закључиле (26,9 млн евра) био је готово идентичан оном у Т2.

Од валута земаља у региону са сличним режимом девизног курса, као и у Т2, осим динара ојачала је и чешка круна према еврџу, и то за 0,8%. Остале валуте су ослабиле према еврџу, и то: мађарска форинта за 0,8%, румунски леј за 1,0%, пољски злот за 1,9%, а највише је ослабила турска лира (4,7%).

Курс динара према еврџу током октобра био је релативно стабилан, при чему је Народна банка Србије интервенисала само једном, почетком месеца, куповином 15,0 млн евра.

## Кретања на берзи

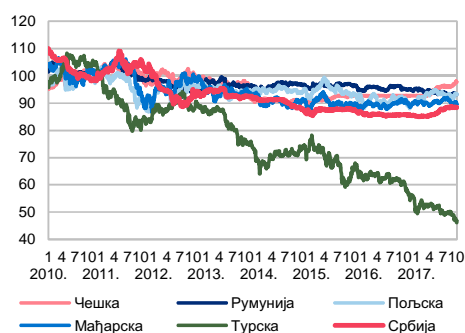
Током Т3, вредности оба индекса Београдске берзе, *BELEX15* и *BELEXline*, порасле су, посматрано крајем периода, за 1,3% и 4,0%, респективно. Тако је *BELEX15* износио 720,8 индексних поена, а општи индекс акција *BELEXline* 1.604,3 индексна поена. Ако се упореде вредности оба индекса с почетка године, уочава се да је остварен раст од 0,6% и 2,2%, респективно.

Упркос томе што је смањено трговање акцијама предузећа на *prime* сегменту у августу, укупан промет акцијама током Т3 виши је за 0,2 млрд динара него у Т2 и износио је 1,6 млрд динара. Пад промета на *prime* сегменту надокнађен је трговањем акцијама, већим делом банкарског сектора, на *open market* сегменту. Око 60% промета односило се на трговање акцијама из индексне корпе *BELEX15*. Страни инвеститори су учествовали у укупном промету акцијама са 0,6 млрд динара и на нивоу тромесечја били су нето купци акција у износу од 0,1 млрд динара.

Већи део промета на берзи током лета односило се на трговање обвезницама и у потпуности је резултат трговања дугорочним обвезницама Републике Србије. Укупан промет обвезницама повећан је за 11% у односу на крај Т2 и износио је 15,1 млрд динара. Страни инвеститори су учествовали у укупном промету обвезницама на берзи са 34 млн динара.

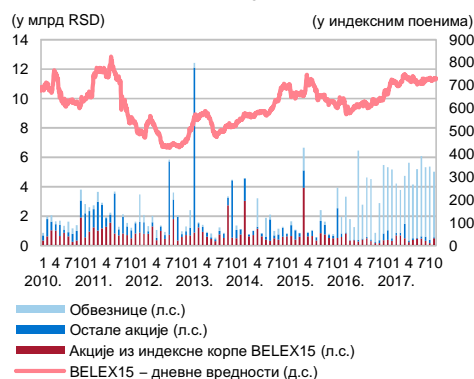
Тржишна капитализација Београдске берзе крајем септембра износила је 539,8 млрд динара и била је за

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



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

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



Извор: Београдска берза.



6,1 млрд динара нижа него крајем јуна. Капитализација регулисаног сегмента повећана је за 3,8 млрд динара, док је капитализација МТП сегмента<sup>11</sup> смањена за око 10 млрд динара услед искључења појединих издаваоца акција с овог сегмента. Због смањене тржишне капитализације, учешће тржишне капитализације у оцењеном БДП-у у Т3 ниже је за 0,3 п.п. него у Т2 и износило је 12,5%.

Индекси берзи у региону су током Т3 имали дивергентна кретања, па је највећи раст остварио индекс берзе у Скопљу *MBI10* (17,9%), док је највећи пад, од 4,9%, забележио индекс црногорске берзе *MONEX20*.

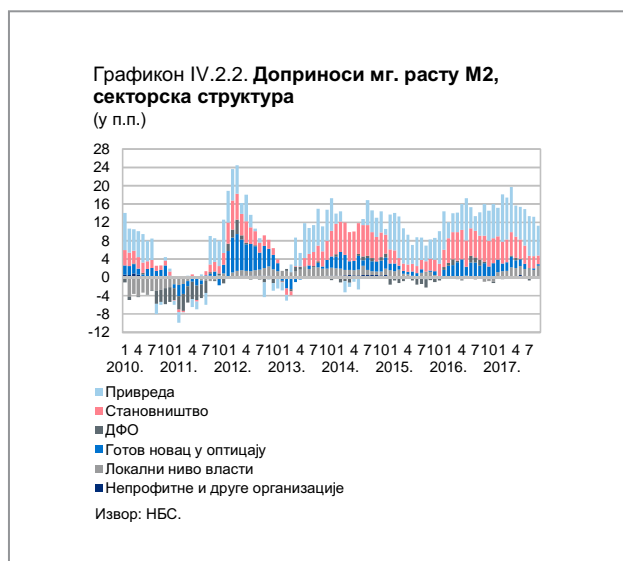
## 2. Новац и кредити

*Монетарни агрегати су повећани током Т3, вођени растом депозита привреде и девизне штедње грађана, која је достигла нови највиши ниво. Кредитна активност наставила је да се опоравља, уз растући допринос кредитирања привреде, и поред знатних отписа NPL.*

### Монетарни агрегати

Динарски примарни новац је у Т3 номинално повећан за 7,3%. Тај раст је одредио и повећање укупног примарног новца, који је у Т3 повећан за 4,6% номинално. Посматрано на мг. нивоу, динарски примарни новац у септембру је био реално виши за 3,1%, а укупни примарни новац за 2,5%.

Расту динарске ликвидности банака током Т3 највише су доприносиле куповина девиза Народне банке Србије на МДТ-у (са 79,0 млрд динара) и девизне трансакције платног промета с Косовом и Метохијом (са 15,9 млрд динара). С друге стране, на смањење динарског примарног новца током Т3 највише је утицала држава (са 67,6 млрд динара). Захваљујући резултатима фискалне консолидације<sup>12</sup>, а пре свега расту буџетских прихода, динарски депозити државе код Народне банке Србије у Т3 повећани су за 42,2 млрд динара, и поред куповине девиза ради регулисања девизних обавеза. На смањење динарског примарног новца деловала су и већа улагања банака у репо ХоВ (за 6,5 млрд динара).



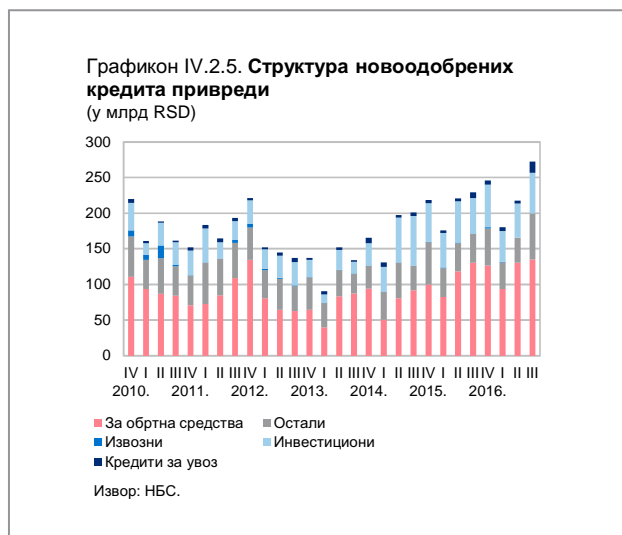
<sup>11</sup> МТП представља тржиште мултилатералне трговачке платформе. Организује га берза и на њему су тренутно листиране акције компанија које не испуњавају услове за листирање на регулисаном тржишту.

<sup>12</sup> У девет месеци 2017. на нивоу опште државе остварен је суфицит од 82,0 млрд динара.

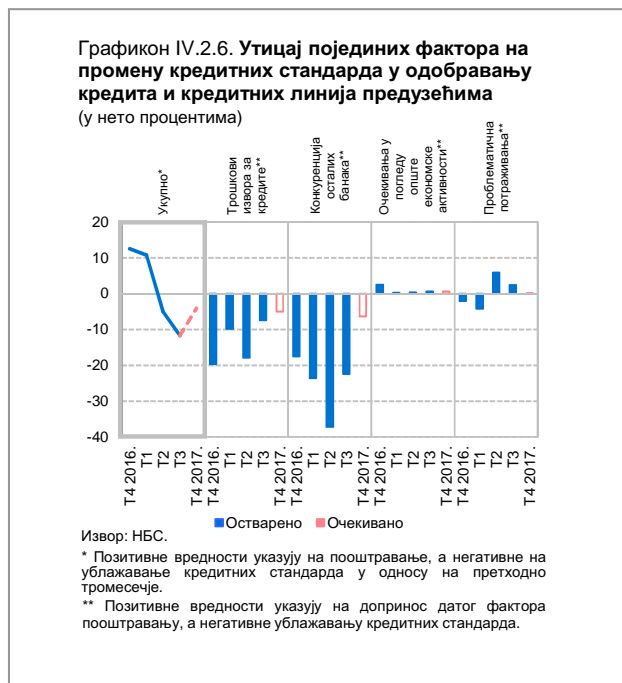


претходној години дана,<sup>14</sup> м.г. раст кредита привреди износио је 6,5%, а укупних кредита 9,8%.

Утицај отписа *NPL*, појачан је крајем Т3, пошто је 30. септембра почела примена *Одлуке о рачуноводственом отпису билансне активе банке*, према којој су банке дужне да отпишу све кредите чије су бруто књиговодствене вредности у потпуности на исправкама вредности.



Повољније тенденције у кредитирању привреде, које су присутне од јуна, настављене су током Т3, тако да су, по искључењу ефекта промене курса, **кредити привреди** повећани за 2,4%, или за 24,2 млрд динара. Раст је остварен пре свега код привредних друштава (22,3 млрд динара), а повећано је и задужење јавних предузећа (1,9 млрд динара). При томе, раст је остварен и поред знатног отписа *NPL* (40,5 млрд динара у Т3) и продаје 5,4 млрд динара ових кредита лицима ван банкарског сектора. Посматрано по наменама, највећи део и даље су чинили кредити за обртна средства (48,0%), док се на инвестиционе кредите односило 31,7% ових потраживања. Захваљујући опоравку инвестиционог кредитирања у протекле две и по године, продужена је рочност кредитног портфолија и у септембру су кредити са оригиналном рочношћу дужом од две године чинили више од 63% кредитних потраживања од привреде.



Повољније тенденције потврђује и укупан износ новоодобрених кредита привреди у Т3 (272,6 млрд динара), који је виши за четвртину у поређењу с Т2. Кредити за обртна средства чинили су скоро половину новоодобрених кредита привреди у Т3. Задржано је и релативно високо учешће инвестиционих кредита у новоодобреним кредитима (21,1%), а захваљујући већим износима одобреним у августу, учешће кредита за увоз повећано је на 5,7%.

Резултати октобарске анкете Народне банке Србије о кредитној активности банака<sup>15</sup> показују да су банке, као што је било и очекивано, у Т3 додатно ублажиле кредитне стандарде привреди. Стандарди су ублажени пре свега за мала и средња предузећа, а на то су утицали конкуренција међу банкама, нижи трошкови извора за кредите и већа спремност на преузимање ризика. Исти фактори требало би да допринесу даљем ублажавању стандарда, које се очекује и у Т4.

<sup>14</sup> У претходних 12 месеци, закључно са септембром 2017, банке су отписале 103 млрд динара *NPL*, од чега се 79 млрд динара односило на *NPL* привреде.

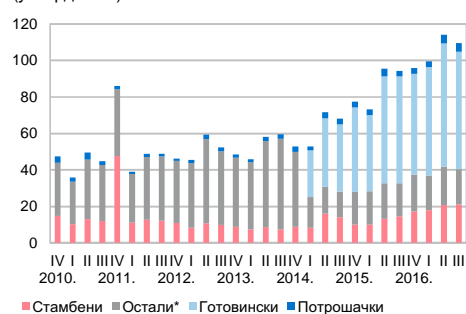
<sup>15</sup> Поменути анкету Народна банка Србије спроводи од почетка 2014. године

Услови задуживања предузећа били су повољнији по основу нижих каматних маржи и пратећих трошкова, уз продужење рока отплате и повећање максималног износа кредита, због чега су вероватно захтеви у погледу колатерала били нешто строжи. Тражња предузећа за кредитима наставила је да расте и, према оцени банака, била је пре свега вођена финансирањем инвестиција, а у мањој мери финансирањем обртних средстава и реструктурирањем дуга. Исти фактори, такође уз доминантан утицај инвестиција, требало би да буду главни покретачи раста тражње и у Т4.

**Кредити становништву** су у Т3 наставили да расту и, по искључењу ефекта промене курса, повећани су за 2,4%, или за 20,1 млрд динара. Раст је нижи у поређењу с претходним тромесечјима, на шта је, поред нешто мањег обима нових кредита, утицао и већи отпис *NPL* у септембру (12,6 млрд динара). Иако показују одређене знаке успоравања, расту и даље највише доприносе готовински кредити (укључујући и кредите за рефинансирање), чије је учешће у структури стања кредита становништву у септембру достигло 37,4%. И стамбени кредити наставили су да доприносе том расту, пошто су у Т3, по искључењу ефекта промене курса, повећани за 4,8 млрд динара. Притом, у септембру је забележено одобравање динарских стамбених кредита по стопи од 4,9%, с роком отплате од двадесет година. Од почетка године стамбени кредити су повећани за 12,4 млрд динара, што је скоро два и по пута више него у девет месеци 2016.

Обим новоодобрених кредита становништву у Т3 (109,6 млрд динара) био је за 3,9% нижи него у Т2, а за 16,1% виши него у истом периоду претходне године. Грађани су и даље највише користили динарске готовинске кредите и кредите за рефинансирање. Током Т3, ти кредити чинили су 58,3% новоодобрених кредита становништву, а 71% њих било је с роком отплате преко пет година. У складу с повољнијим трендовима на тржишту некретнина, наставља се опоравак стамбеног кредитирања. Током Т3, одобрено је 21,1 млрд динара ових кредита, или за 43,3% више него у истом периоду претходне године. Иако се већи део тог повећања дугује одобравању нових кредита, приметно је и повећано рефинансирање постојећих стамбених кредита. То се може довести у везу с

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



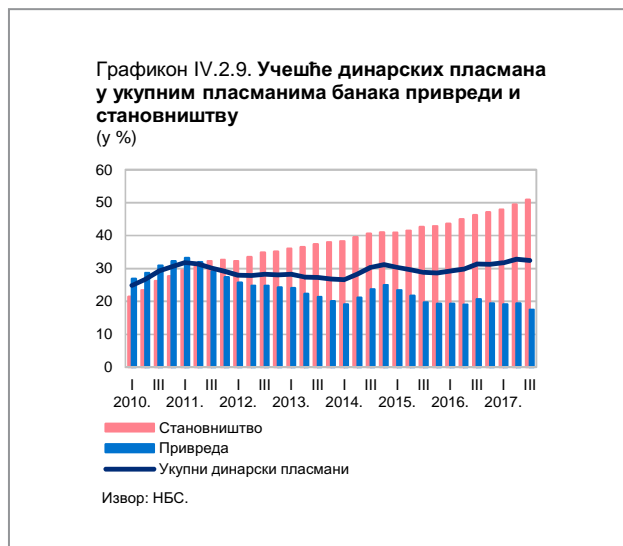
Извор: НБС.

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

коришћењем могућности задуживања по повољнијим условима, с обзиром на знатно смањење каматних стопа у претходном периоду, односно пад просечне каматне стопе на евроиндексиране стамбене кредите у августу на нови минимум (2,9%), око ког се задржала и у септембру. Задуживање по кредитним картицама било је слично, а прекорачења по текућим рачунима нешто виша него у Т2.



Према резултатима октобарске анкете о кредитној активности, банке су и у Т3 наставиле са ублажавањем кредитних стандарда становништву. На то ублажавање највише је утицала конкуренција међу банкама, а у мањој мери и нижи трошкови извора за кредите, већа спремност на преузимање ризика, повољнији изгледи на тржишту некретнина и очекивања у погледу економске активности. Рокови отплате кредита додатно су продужени, а банке су наставиле и да снижавају каматне марже и пратеће трошкове, уз блаже захтеве у погледу колатерала. Тражња је наставила да расте и односила се пре свега на динарске готовинске кредите и кредите за рефинансирање, као и на девизно индексиране стамбене кредите. На раст тражње за кредитима највише су утицали потреба рефинансирања постојећих обавеза и куповина непокретности, као и раст запослености и зарада у приватном сектору и набавка трајних потрошних добара. Даље ублажавање стандарда и раст тражње очекују се и у Т4.

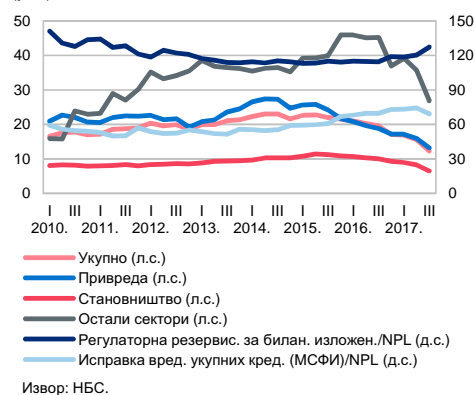


Учешће динарских пласмана у укупним пласманима привреди и становништву крајем септембра износило је 32,4%, што је за 1,2 п.п. више него крајем 2016. Грађани настављају да се претежно задужују у динарима – у девет месеци, у просеку је 71% новоодобрених кредита било у динарима, што утиче на даљи раст динаризације пласмана становништву, која је од почетка године повећана за 3,8 п.п. и у септембру је достигла 50,8%. Учешће динарских пласмана привреди у септембру (17,5%) ниже је за 1,9 п.п. него на крају 2016, на шта је пре свега утицао отпис динарских потраживања у септембру, када је ово учешће снижено за 1,6 п.п.

Износи *NPL* и њихово учешће у укупним кредитима наставили су да се смањују током Т3 захваљујући успешном спровођењу Стратегије за решавање проблематичних кредита. У септембру, тај пад је додатно убрзан с почетком примене *Одлуке о рачуноводственом отпису билансне активе банке*.

Само у септембру банке су отписале 53,6 млрд динара *NPL*. То је утицало да учешће *NPL*, рачунато по бруто принципу, у септембру буде смањено за 2,5 п.п., на 12,2%, што је најнижа вредност овог показатеља након јануара 2009. У односу на јун, оно је снижено за 3,4 п.п., а у односу на крај 2016, за 4,8 п.п., чему доприносе интензивне активности на решавању *NPL*, с једне стране, и раст кредитне активности, с друге стране. При томе, учешће *NPL* у сектору привреде у ТЗ смањено је за 2,7 п.п., на 13,2% у септембру<sup>16</sup>, а код становништва за 1,8 п.п., на 6,5%.<sup>17</sup> Додатно, исправка вредности укупних кредита у септембру износила је 69,1% *NPL* (што је за 0,4 п.п. више него пре годину дана), а регулаторна резервисања за билансну изложеност и даље у потпуности покривају износ бруто *NPL* и у септембру су износила 127,2%. Такође, показатељ адекватности капитала од 22,5% у септембру указује на високу капитализованост домаћег банкарског сектора.

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



<sup>16</sup> Обухвата привредна друштва и јавна предузећа. Уколико посматрамо само привредна друштва, учешће *NPL* у укупним кредитима у септембру је износило 13,4% и за 2,5 п.п. ниже је него у јуну.

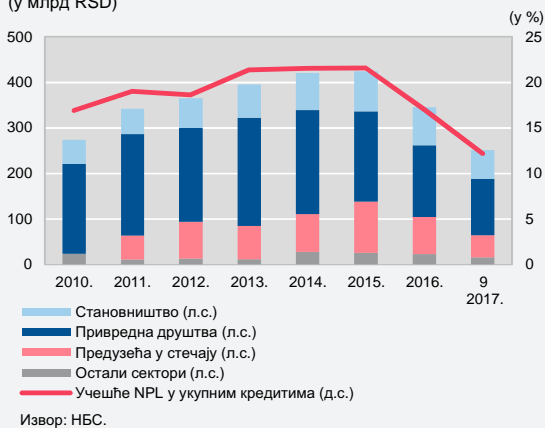
<sup>17</sup> Ако се укључе предузетници и приватна домаћинства, то учешће је, такође, смањено за 1,8 п.п., на 7,1%.

## Осврт 2: Кредитни раст и активности на решавању NPL

Током 2017. настављене су даље активности банака и Народне банке Србије на решавању NPL а убрзан је и раст кредитне активности. Дакле, иако NPL рачунски умањују кредите у кратком року, чињеница да су стопе раста кредитне активности позитивне говори о њеном убрзаном расту током 2017. године. Домаћи кредити су у девет месеци повећани за 5,6% (по искључењу ефекта промене курса), при чему је раст кредита привреди износио 2,7%, а становништву 9,5%. Истовремено, показатељи NPL наставили су да се смањују и у апсолутном и у релативном изразу. У девет месеци 2017, укупни бруто NPL смањени су за 94,4 млрд динара, или за 27,3%, при чему је 70% тог смањења остварено код привредних друштава и предузећа у стечају. Резултат тога, као и раста кредитне активности, јесте даљи пад учешћа NPL у укупним кредитима, на 12,2% у септембру, што је најнижа вредност овог показатеља након јануара 2009. године. Ово учешће ниже је за 4,8 п.п. у односу на крај 2016, а за 10,1 п.п. у односу на август 2015, када је донета Стратегија за решавање проблематичних кредита.

Јачање капацитета банака за решавање NPL и даљи развој тржишта ових кредита међу главним циљевима су Стратегије, а постигнут напредак у тим областима потврђује и чињеница да на смањење износа NPL највише утичу наплата, отпис и продаја ових кредита. Иако је уобичајено да се највећи отписи врше крајем године, у осам месеци 2017. отписано је 12,9 млрд динара ових кредита, што је скоро двоструко више него у истом периоду претходне године. Од 30. септембра примењује се Одлука о рачуноводственом отпису билансне aktive банке,<sup>1</sup> према којој су банке дужне да отпишу све кредите чије су бруто књиговодствене вредности у потпуности на исправкама вредности, и само у септембру отписано је 53,6 млрд динара NPL или за 7,9 млрд динара више него у целој 2016. Од тога, највећи део односио се на кредите привреди (37,8 млрд динара), а повећан је и износ отписаних NPL становништва (12,6 млрд динара).<sup>2</sup> Тиме ће утицај отписа NPL на смањење стања кредита у кратком року бити додатно појачан.

Графикон О.2.1. Структура NPL, бруто принцип  
(у млрд RSD)



Графикон О.2.2. Утицај отписа NPL на раст кредитне активности  
(мг. стопе раста по програмском курсу, у %)



Отпис и продаја потраживања умањују стање кредита, што за последицу има ниже, а у појединим периодима и негативне стопе раста кредита. Ипак, умањење потраживања по овом основу суштински се разликује од пада који је последица доспећа кредита које није у потпуности компензовано новим кредитирањем. Ако се има то у виду, оправдано је, поред уобичајеног приступа, мерити и кредитни раст по искључењу деловања специфичних фактора, у овом случају отписа NPL. У оба случаја, без искључења ефекта отписа и с његовим искључењем, стопе раста

<sup>1</sup> [http://www.nbs.rs/internet/latinica/20/kpb/otpis\\_bilansne\\_aktive.pdf](http://www.nbs.rs/internet/latinica/20/kpb/otpis_bilansne_aktive.pdf)

<sup>2</sup> Према секторској класификацији која се користи за потребе монетарне статистике, сектор привреде обухвата јавна предузећа, привредна друштва и предузећа у стечају, а сектор становништва – становништво, предузетнике, приватна домаћинства са запосленим лицима и регистрована пољопривредна произвођаче.

показују да се кредитна активност опоравља. У првом случају, м.г. раст укупних кредита у септембру је убрзан на 5,0%, при чему су кредити привреди у септембру били виши за 0,1% него пре годину дана, док је раст кредита становништву износио 11,4%. Ако искључимо ефекат отписа *NPL* у последњој години дана (који је закључно са септембром износио 102,9 млрд динара, од чега се 79,2 млрд динара односило на привреду, а 20,2 млрд динара на становништво), м.г. раст укупних кредита у септембру износио је 9,8%, кредита привреди 6,5%, а становништву 13,8%. И продаја потраживања лицима ван банкарског сектора умањује стање потраживања по основу кредита привреди. Током 2016. лицима ван банкарског сектора продато је 57,1 млрд динара кредита, а у девет месеци 2017. још 14,6 млрд динара. Ипак, тачан утицај продаје на кредитни раст тешко је квантификовати, с обзиром на то да је део тих потраживања претходно био отписан и не налази се у билансу банака.

Иако решавање *NPL* тренутно умањује раст кредита, у наредном периоду по овом основу очекују се позитивни ефекти, пошто се тиме отвара простор за ново кредитирање, што ће дати додатну подршку и привредном расту. Наиме, смањењем *NPL* умањују се и резервисања за процењене губитке, чиме се ослобађа додатни кредитни потенцијал, а нижи ниво *NPL* може бити и један од фактора који ће омогућити и ублажавање кредитних стандарда, што је већ био случај у П2 2016. и Т1 2017.



кретањима, тј. наставку раста извоза и смањењу увоза, позитиван допринос потекао је и од нето извоза. Приватне инвестиције и потрошња домаћинства биле су, према нашој процени, главни покретачи раста БДП-а и на мг. нивоу у ТЗ, који је, према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, износио 2,1%.

Према нашој процени, требало би да раст БДП-а у 2017. износи око 2% под утицајем домаће тражње, а пре свега потрошње домаћинства и приватних инвестиција. С друге стране, негативан допринос очекујемо од нето извоза, што је у великој мери последица већег увоза енергената с почетка године пољопривредних производа због лоше пољопривредне сезоне.

## Домаћа тражња

Захваљујући даљем опоравку на тржишту рада и повољним монетарним условима, **потрошња домаћинства** је и у ТЗ, према нашој процени, порасла (0,5% дсз.) и позитивно допринела расту БДП-а (0,4 п.п.). На наставак раста указују, пре свега, позитивна кретања у појединим услужним секторима (трговина и услуге смештаја и исхране), у којима су показатељи активности порасли и у ТЗ. Тако је промет у трговини на мало повећан 1,3% дсз., а у угоститељству 4,5% дсз., док је број долазака и ноћења туриста повећан 2,0% дсз. и 0,3% дсз., респективно. Посматрано на мг. нивоу, потрошња домаћинства је у ТЗ наставила раст (2,0%) нешто бржом динамиком него у Т2 и позитивно је допринела расту БДП-а, са 1,4 п.п.

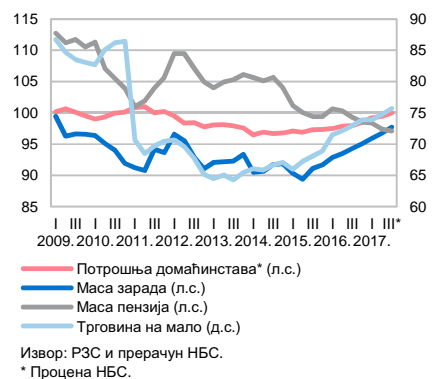
Раст формалне запослености у ТЗ надмашио је пад просечне нето зараде, тако да је реална маса нето зарада порасла (1,0% дсз.). Поред тога, наставили су да расту и новоодобрени кредити намењени потрошњи, док је нето прилив дознака у ТЗ био на сличном нивоу као у истом периоду претходне године.

За разлику од Т2, када је порасла, **финална потрошња државе** је у ТЗ, према нашој процени, стагнирала. На то је, с једне стране, утицао наставак смањења броја запослених у јавном сектору и нижи расходи за зараде по том основу, док су, с друге стране, издаци за куповину роба и услуга наставили да расту, али спорим динамиком него у П1.

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



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



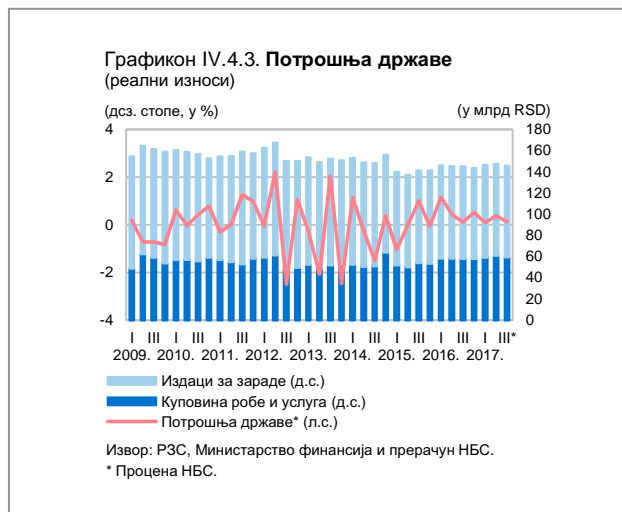
Табела IV.4.1. Кретање главних показатеља и извора потрошње домаћинства (реалне мг. стопе раста у %)

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

Извор: РЗС и прерачун НБС.

\* Процена НБС.

\*\* Јул–август.



Посматрано на мг. нивоу, финална потрошња државе је у Т3 расла спорије (0,6%) него у Т2 (1,6%) и позитивно је допринела кретању БДП-а, са 0,1 п.п.

Даље унапређење пословног окружења, о чему сведочи даљи напредак Србије на међународним листама конкурентности, позитивно се одразило на наставак раста инвестиција у фиксне фондове. При томе, **приватне инвестиције** су, према нашој процени, у Т3 повећане 3,1% дсз. и позитивно су допринеле кретању БДП-а, са 0,5 п.п. На такво кретање указује, пре свега, раст домаће производње капиталних добара (2,5% дсз.) и показатељи из области грађевинарства. Вредност изведених радова у Т3 порасла је за 6,3% на мг. нивоу, а наставио је да расте и број издатих грађевинских дозвола, као и број формално запослених у грађевинарству. У Т3, раст приватних инвестиција је убрзан на мг. нивоу (8,9%), па су оне позитивно допринеле расту БДП-а, са 1,5 п.п.

Табела IV.4.2. Показатељи кретања инвестиција

	2016.		2017.		
	III	IV	I	II	III
<b>Реални показатељи</b> (дсз. подаци, тромесечни раст, у %)					
Залихе					
индустриских производа	5,9	-0,3	5,3	2,7	0,8
Индустријска производња капиталних производа	-3,1	3,6	9,6	-2,4	2,5
Извоз					
средстава за рад*	0,3	5,6	-2,5	3,9	3,0
Увоз					
средстава за рад*	-1,5	1,1	-0,2	7,2	-4,1
Залихе					
капиталних производа	1,6	-1,5	3,3	7,8	-0,3
Индустријска производња интермедијарних производа	-1,3	0,0	6,0	5,2	-0,5
Извоз					
интермедијарних производа*	1,1	8,6	8,6	5,3	1,3
Увоз					
интермедијарних производа*	1,1	7,1	4,5	3,9	1,5
Залихе					
интермедијарних производа	4,6	2,4	3,4	5,9	1,8
Индустријска производња грађевинског материјала	0,4	0,1	0,8	-0,8	0,1
Залихе					
грађевинског материјала	2,5	4,9	3,1	1,7	-1,6
Инвестиције државе**	-1,0	-8,1	-9,3	8,0	3,9

Извор: РЗС и прерачун НБС.

\* Извоз и увоз су изражени у еврима.

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

На раст приватних инвестиција указује и кретање главних извора за њихово финансирање. Поред већих сопствених средстава проистеклих из веће профитабилности предузећа, настављен је и висок прилив СДИ, уз задржавање широке пројектне и географске распрострањености. Део инвестиција финансиран је и инвестиционим кредитима, који су задржали релативно високо учешће (око 21%) у укупним новоодобреним кредитима.

Раст су у Т3, према нашој процени, забележиле и **инвестиције државе** (3,9% дсз.), уз позитиван допринос кретању БДП-а од 0,1 п.п. То је резултат наставка реализације инфраструктурних пројеката, на шта указује даљи раст капиталних расхода буџета. Посматрано на мг. нивоу, инвестиције државе су у Т3 опале (за 11,2%) и негативно допринеле кретању БДП-а, са 0,4 п.п.

Негативан допринос кретању БДП-а у Т3 потекао је и од смањења **залиха** (0,6 п.п.), што је пре свега последица нижих залиха пољопривредних производа од уобичајених за овај период године.

## Нето екстерна тражња

Дисперзован раст извоза роба и услуга настављен је и у Т3 (0,9% дсз.), док је за разлику од П1, увоз роба и услуга смањен (0,2% дсз.), што је за резултат имало позитиван допринос нето извоза на раст БДП-а од 0,7

п.п. Снажна екстерна тражња, чији је показатељ<sup>20</sup> у Т3 порастао за 2,8% дсз., наставила је подстицајно да делује на раст домаћег извоза. Расту извоза доприносе и проширење производних капацитета, што је резултат инвестиција из претходних година.

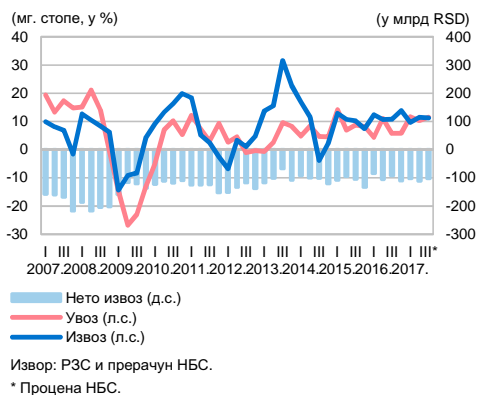
У Т3, робни извоз изражен у еврима је повећан 1,9% дсз. и резултат је наставка позитивних кретања у прерађивачкој индустрији, у оквиру које је извоз порастао у више од половине области. Највећи позитиван допринос расту робног извоза потекао је од извоза производа од гуме и пластике, уз додатни допринос осталих традиционално извозних грана, попут хемијске и фармацеутске индустрије и производње папирних производа. Поред тога, у Т3 опоравио се и извоз нафтних деривата, коме је, поред виших цена, погодовао и раст тражње у земљама у окружењу.

С друге стране, у Т3 извоз основних метала је опао (6,4% дсз.), што је, у одређеној мери, последица високе базе из Т2. Ипак, извоз основних метала је у девет месеци 2017. био виши за скоро 50% на мг. нивоу, што је резултат инвестиција у железари у Смедереву након приватизације. Такође, извоз моторних возила наставио је да опада, што је последица смањеног извоза „Фијата“, за око 17% на мг. нивоу у девет месеци. Овај пад је надокнађен извозом осталих компанија из ове гране, који је у истом периоду повећан за 20,6%.

Пад извоза забележен је и код пољопривредних производа. Лоша овогодишња пољопривредна сезона успорила је извоз кукуруза у Т3 на око 220.000 тона, при чему је он био на нивоу вишегодишњег просека за овај период. Укупан извоз кукуруза у периоду октобар 2016 – септембар 2017. износио је преко 2,5 млн тона, што је други најбољи извозни резултат. Лоша сезона одразила се и на извоз пшенице, који је, количински посматрано, остао близу нивоа из Т2 (око 150.000 тона), што је ниже од очекиваног, с обзиром на то да с доласком новог рода током Т3 извоз обично расте.

Поред робног извоза, раст је у Т3 наставио да бележи и извоз услуга, који је повећан 2,7% дсз. Највећи допринос потекао је од опоравка извоза пословних услуга (2,0 п.п.), док су позитиван допринос у нешто мањој мери наставили да пружају и извоз туристичких (0,8 п.п.) и информацио-

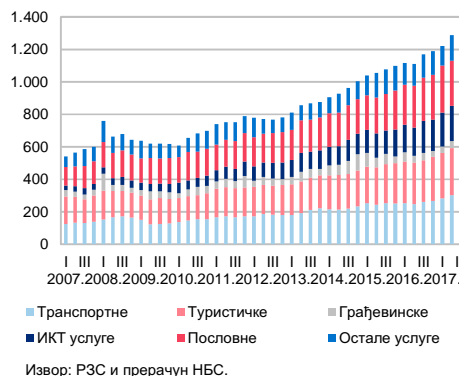
Графикон IV.4.4. Извоз и увоз робе и услуга\* (у сталним ценама претходне године, реф. 2010)



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



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



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

Графикон IV.4.7. Увоз енергената  
(дсз. подаци, у млн EUR)



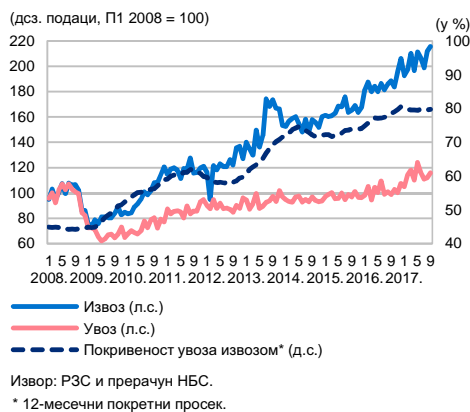
-комуникацијских услуга (0,1 п.п.). С друге стране, након раста током П1, у Т3 је забележен пад извоза транспортних и грађевинских услуга. Посматрано на мг. нивоу, у Т3 је настављен раст извоза услуга (11,3%), уз позитиван допринос свих врста услуга изузев грађевинских.

Након раста током П1, узрокованог између осталог и једнократним факторима попут хладног времена, робни увоз изражен у еврима је, у складу с нашим очекивањима, у Т3 смањен (3,3% дсз.). При томе, нижи је увоз средстава за репродукцију, што се делом може објаснити коришћењем залиха, формираних током П1. У нешто мањој мери, смањен је и увоз опреме, док је увоз потрошне робе стагнирао.

Посматрано по намени ЕУ, увоз капиталних производа и нетрајних потрошних добара је смањен, док је увоз енергената и интермедијарних производа повећан. При томе, повећан је увоз нафте и природног гаса, што се може повезати с наставком раста у прерађивачкој индустрији, док је као резултат наставка опоравка домаће производње смањен увоз електричне енергије.

Раст робног извоза и смањење робног увоза позитивно су се одразили и на кретање показатеља спољнотрговинске позиције Србије у Т3. Према дсз. подацима, робни извоз је у септембру надмашио свој преткризни ниво<sup>21</sup> за 115,6%, док је робни увоз у истом месецу био виши за 15,8% од свог преткризног нивоа. Такође, покривеност робног увоза извозом, мерено 12-месечним покретним просеком, у септембру је повећана на 79,7%, што је за 1,2 п.п. више него у истом периоду претходне године.

Графикон IV.4.8. Робна размена у еврима



<sup>21</sup> Ниво из П1 2008.

### Осврт 3: Поправљање конкурентске позиције Србије као резултат повољнијег макроекономског и пословног окружења

Конкурентска позиција економије у великој мери зависи од структурних фактора као што су развијеност институција, стање инфраструктуре, ефикасност тржишта и макроекономско окружење. Најдетаљнији приказ стања структурних фактора и њихова годишња динамика садржана је у **Извештају о конкурентности Светског економског форума**. У поменутом извештају, конкурентност се прати преко дванаест стубова помоћу којих се креира индекс глобалне конкурентности (*Global Competitiveness Index – GCI*) за сваку појединачну земљу. Тих дванаест стубова конкурентности организовани су у три групе – основни захтеви, фактори повећања ефикасности и фактори иновативности и софистицираности, а значај сваког појединачног стуба за неку земљу зависи од степена њене развијености. С обзиром на то да се Србија према вредности БДП-а по становнику налази у групи земаља средњег нивоа развијености, највећи утицај на индекс конкурентности имају стубови из групе фактора повећања ефикасности (50%), затим из групе основни захтеви (40%), док стубови иновативности и софистицираности учествују у израчунавању индекса са 10%.

Према извештају Светског економског форума за 2017. годину, Србија заузима 78. позицију међу 137 земаља, што је напредак од 12 места у односу на извештај из 2016. Вредност GCI<sup>1</sup> за Србију у 2017. износила је 4,14 и повећана је за 0,17 поена у односу на претходну годину, уз повећање вредности индекса у свих дванаест стубова конкурентности. При томе, највећи напредак, за чак 31 место (0,49 поена), забележен је у оквиру стуба макроекономско окружење, захваљујући очувању ниске и стабилне инфлације, смањењу буџетског дефицита, расту учешћа националне штедње у БДП-у и повољнијем кредитном рејтингу земље. Према показатељу остварене инфлације, Србија је и у најновијем извештају, као и у претходне две године, задржала прву позицију, коју дели с још 35 земаља. Поред тога, напредак од девет места (0,15 поена) забележен је и у оквиру стуба развијеност финансијског тржишта, што је резултат поправљања позиције код показатеља финансијско здравље банака (за 11 места), захваљујући адекватној макропруденцијалној политици, која је допринела очувању финансијске стабилности. Такође, доношење реформских закона и других регулаторних решења из области осигурања, платних услуга и заштите корисника финансијских услуга, којима је унапређен пословни амбијент, допринело је и поправљању конкурентске позиције код показатеља индекса законских права (за 19 места) и доступности финансијских услуга (за осам места).

Када су у питању остали стубови конкурентности, највећи напредак је забележен код софистицираности пословања (0,29 поена), где су боље оцењени показатељи попут спремности да се делегира процес доношења одлука, развијености кластера и квалитета локалних добављача. Поред тога, унапређење пословног окружења осликава се и у поправљању конкурентске позиције у стубовима ефикасност тржишта добара, високо образовање и обука и ефикасност тржишта рада, док је наставак реализације инфраструктурних пројеката повећао квалитет саобраћајне и електроенергетске инфраструктуре и омогућио напредовање у оквиру стуба инфраструктура.

Табела О.3.1. Индекс глобалне конкурентности за Србију

	2015.	2016.	2017.	Промена у 2017.	
				величина	смер
<b>Индекс глобалне конкурентности</b>	<b>3,89</b>	<b>3,97</b>	<b>4,14</b>	<b>0,17</b>	↗
<b>Основни захтеви (40%)</b>	<b>4,15</b>	<b>4,33</b>	<b>4,54</b>	<b>0,20</b>	↗
1. стуб: институције	3,24	3,31	3,42	0,11	↗
2. стуб: инфраструктура	3,87	3,94	4,09	0,15	↗
3. стуб: макроекономско окружење	3,60	4,12	4,61	0,49	↗
4. стуб: здравство и основно образовање	5,87	5,97	6,02	0,05	↗
<b>Фактори повећања ефикасности (50%)</b>	<b>3,85</b>	<b>3,85</b>	<b>3,99</b>	<b>0,14</b>	↗
5. стуб: високо образовање и обука	4,27	4,40	4,55	0,16	↗
6. стуб: ефикасност тржишта добара	3,74	3,78	3,96	0,17	↗
7. стуб: ефикасност тржишта рада	3,72	3,84	3,96	0,12	↗
8. стуб: развијеност финансијског тржишта	3,23	3,41	3,56	0,15	↗
9. стуб: технолошка оспособљеност	4,47	4,05	4,19	0,14	↗
10. стуб: величина тржишта	3,70	3,63	3,72	0,09	↗
<b>Фактори иновативности и софистицираности (10%)</b>	<b>3,02</b>	<b>3,10</b>	<b>3,31</b>	<b>0,22</b>	↗
11. стуб: софистицираност пословања	3,14	3,22	3,52	0,29	↗
12. стуб: иновације	2,90	2,97	3,11	0,14	↗

Извор: Светски економски форум.

<sup>1</sup> Теоријска вредност индекса креће се између 1 и 7.

Поред Светског економског форума, квалитет пословног окружења земље у међународним оквирима прати и оцењује и **Светска банка** у оквиру свог **Извештаја о условима пословања (Doing Business)**. Овај извештај мери лакоћу пословања у десет области (покретање посла, издавање грађевинских дозвола, увођење електричне енергије, упис власништва, добијање кредита, заштита мањинских инвеститора, плаћање пореза, прекогранична трговина, спровођење уговора и решавање несолвентности) и као резултат даје меру удаљености земље од најбоље међународне праксе (*Distance to Frontier – DTF*<sup>2</sup>) и на основу тога ранг земље у међународним оквирима.

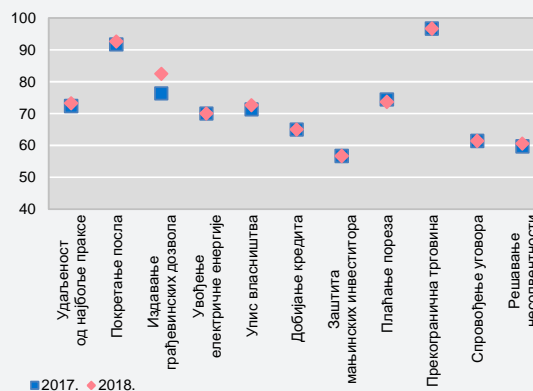
Према резултатима најновијег извештаја (**Doing Business 2018**), **Србија** је за последњу годину дана поправила своју конкурентску позицију за четири места и тренутно **се налази на 43. позицији међу 190 земаља**. Највећи напредак постигнут је у области издавања грађевинских дозвола, где је Србија напредовала са 186. места у извештају за 2015. на 10. место у најновијем извештају за 2018. годину и приближила се најбољој пракси са 37,6% на 82,4%. То је резултат измене и допуне *Закон о планирању и изградњи* и усвајања одговарајућих подзаконских аката којима је уведено електронско издавање грађевинске дозволе, што је допринело смањењу броја процедура, краћем времену трајања поступка и нижим трошковима.

У извештају се констатује да је Србија унапредила и регулаторни оквир у области покретања посла, захваљујући смањењу административне таксе за оверу потписа, које је смањило трошкове оснивања фирме, и повећању ефикасности регистра, чиме је време потребно за оснивање фирме смањено са 7 на 5,5 дана. Поред тога, регулаторни оквир је унапређен и у области уписа власништва, као резултат унапређења поузданости катастра увођењем географског информационог система. Реформа је извршена и у области спровођења уговора, захваљујући усвајању новог *Закон о извршењу и обезбеђењу*, којим се, између осталог, проширују и додатно прецизирају овлашћења и одговорности извршитеља и надлежност судова током извршног поступка.

Поред реформи које су издвојене у извештају, Србија је наставила да унапређује пословно окружење и у осталим областима пословања и смањила је удаљеност од најбоље светске праксе још у области решавања несолвентности. Удаљеност од најбоље праксе је задржана у четири области, а само у области плаћања пореза благо је повећана.

Чињеница је да је у последње три године, тј. у периоду 2015–2017, Србија на обе листе међународне конкурентности забележила видљив напредак, што потврђује да су предузимане мере у домену структурних реформи и макроекономске стабилизације дале резултате.

Графикон О.3.1. Близина Србије „најбољој пракси“ (најбоља пракса = 100)



Извор: <http://www.doingbusiness.org/>.

Графикон О.3.2. Показатељи пословног окружења (ранг, „-“ означава поправљање)



Извор: <http://www.doingbusiness.org/>.

<sup>2</sup> Ова мера узима вредности на скали од нуле до 100, где нула представља најлошију перформансу, а 100 најбољу праксу.

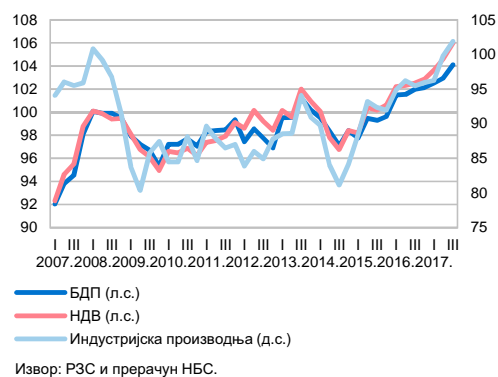
## 5. Економска активност

Позитивни ефекти инвестиција из претходног периода и растућа екстерна тражња наставили су да делују на раст прерађивачке индустрије. То је, уз даљи раст услужних сектора вођен домаћом тражњом, као и опоравак грађевинарства, допринело расту БДП-а од 1,1% дсз. у Т3. Посматрано на мг. нивоу, раст БДП-а, према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, убрзан је на 2,1%. Томе је, поред добрих перформанси у прерађивачкој индустрији, допринео и наставак опоравка у рударству и енергетици. Раст БДП-а у 2017. требало би да буде вођен прерађивачком индустријом, услужним секторима и у мањој мери грађевинарством, а у складу с ранијим очекивањима, негативан допринос потећи ће од пољопривреде.

Позитивни ефекти инвестиција из претходног периода и висока екстерна тражња наставили су да делују на раст прерађивачке индустрије, која је и у Т3 била главни покретач раста БДП-а од 1,1% дсз. Започети опоравак у Т2 настављен је и у секторима рударства и снабдевања електричном енергијом, гасом и паром, док је наставак раста домаће тражње у највећој мери допринео даљем расту активности у већини услужних сектора. Поред тога, у Т3 је, у складу с нашим очекивањима, започет и опоравак у грађевинарству. Слично као и у П1, негативан допринос кретању БДП-а и у Т3 потицао је од пољопривреде, која је била изложена изразито неповољном времену на почетку и средином године. Укупно посматрано, даљи раст економске активности у Т3 допринео је да, дсз. посматрано, она додатно порасте изнад свог преткризног нивоа<sup>22</sup> – 4,1% мерено БДП-ом и 6,0% мерено НДВ-ом.

Раст БДП-а у Т3, према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, убрзан је на 2,1% мг. Такво кретање, према нашој процени, резултат је додатног убрзања раста у прерађивачкој индустрији, започетог опоравка у грађевинарству и даљег опоравка рударско-енергетског комплекса, а позитиван допринос, у сличној мери као током Т2, наставили су да пружају и услужни сектори. С друге стране, у складу с претходним очекивањима, негативна кретања настављена су у пољопривреди.

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



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



<sup>22</sup> Ниво из П1 2008.



Сходно ранијим очекивањима, негативан допринос БДП-у (0,8 п.п.) очекује се од **пољопривреде**. Према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, међу културама, у највећој мери је смањена производња кукуруза (45,5%), који је највише био изложен негативним ефектима суше. С друге стране, нешто нижи пад производње забележен је код индустријског биља (шећерна репа 6,3%, сунцокрет 13%, соја 20%), што је, поред мањег негативног утицаја неповољних временских прилика, резултат и већих површина засејаних овим биљем. Према истом извору, производња је смањена и у воћарству – производња шљива смањена је за близу 30%, а других значајних воћарских култура (јабука, малина, вишња) за 6–7%.

У складу с кретањима оствареним у досадашњем делу године, раст БДП-а у 2017. требало би да буде вођен прерађивачком индустријом и услужним секторима, а у мањој мери и грађевинарством. Позитиван подстрек расту прерађивачке индустрије требало би да и даље пружа наставак реализације СДИ и даљи раст екстерне тражње, док би на већу активност у услужним секторима требало да делује раст потрошње домаћинства.

## 6. Кретања на тржишту рада

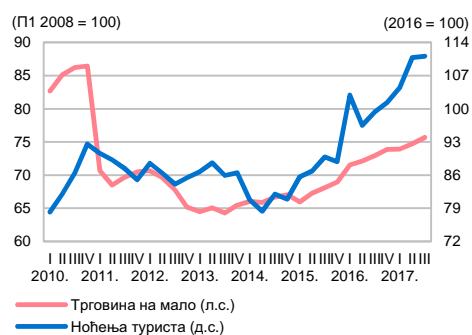
*Позитивна кретања на формалном сегменту тржишта рада настављена су у ТЗ, уз даљи раст запослености и смањење незапослености. Такође, раст реалне нето зараде настављен је на мг. нивоу, вођен првенствено позитивним кретањима у приватном сектору. Током ТЗ наставила је да расте продуктивност у укупној индустрији, а настављено је и поправљање трошковне конкурентности.*

### Зараде и продуктивност рада

Након раста током П1, реална нето зарада је у ТЗ опала (0,4% дсз.), услед наставка смањења зарада у јавном сектору и стагнације реалне нето зараде у приватном сектору. Посматрано на мг. нивоу, реална нето зарада наставила је да расте током ТЗ (1,0%), вођена вишом зарадом у приватном сектору (1,5%), док је у јавном сектору настављен њен пад (0,3%). Јаз између просечне зараде у јавном и у приватном сектору у септембру износио је 4,1%, а посматрано на мг. нивоу, тај јаз је додатно смањен за 2,4 п.п.

Нижа реална нето зарада у ТЗ забележена је код привредних сектора, при чему су највише дсз.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

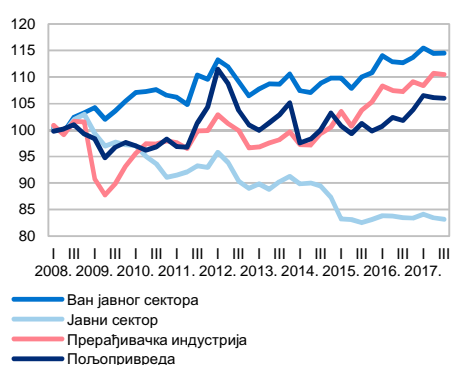
Табела IV.5.1. Доприноси тромесечном расту БДП-а (у п.п.)

	2016.		2017.		
	ТЗ	Т4	Т1	Т2	ТЗ*
<b>БДП</b> (у %, дсз.)	<b>0,4</b>	<b>0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>1,1</b>
Пољопривреда	0,4	-0,3	-0,4	-0,3	-0,1
Индустрија	-0,1	-0,1	0,4	0,4	0,7
Грађевинарство	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Услуге	0,2	0,2	0,2	0,4	0,3
Нето порези	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0

Извор: РЗС и прерачун НБС.

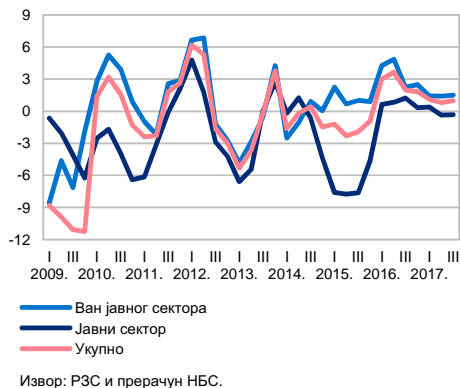
\* Процена НБС.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

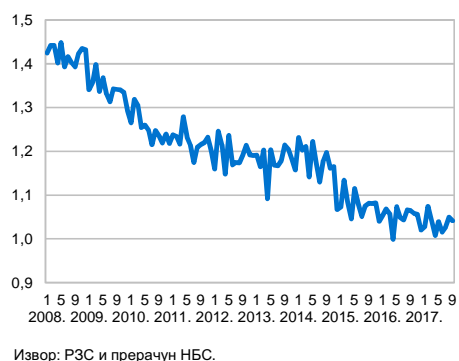
Графикон IV.6.2. Кретање реалне нето зараде (мг. раст, у %)



смањене зараде у сектору пословања некретнинама и у финансијском сектору. С друге стране, виша зарада забележена је у сектору стручних, научних и иновационих делатности, информисању и комуникацијама, као и у сектору здравствене и социјалне заштите.

Укупна маса зарада повећана је током ТЗ (1,0% дсз.), јер је раст формалне запослености надмашио смањење просечне зараде. Посматрано на мг. нивоу, маса зарада, вођена позитивним кретањима у приватном сектору, и у ТЗ наставила је да расте (3,6%), док је у јавном сектору наставила да опада услед даље рационализације броја запослених. Просечна номинална нето зарада исплаћена у Републици Србији у ТЗ износила је 47.844 динара и била је за 3,9% виша него у истом периоду претходне године.

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



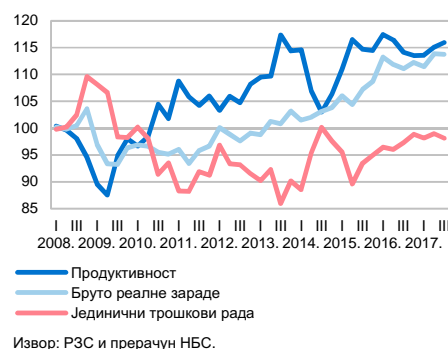
Током ТЗ наставила је да **расте и продуктивност у укупној индустрији** (0,7% дсз.), захваљујући бржем расту физичког обима производње у односу на раст запослености. То је, уз стагнацију бруто реалне зараде, утицало на смањење јединичних трошкова рада у индустрији (0,8% дсз.) и **поправљање трошковне конкурентности**.

## Запосленост

Наставак раста економске активности у ТЗ доприноси даљем расту формалне запослености. Према подацима Републичког завода за статистику, добијеним из базе Централног регистра обавезног социјалног осигурања, број запослених у септембру био је већи за 1,0% него у јуну, при чему је настављен раст броја запослених код правних лица и броја приватних предузетника и запослених код њих. С друге стране, број индивидуалних пољопривредника је смањен. Посматрано у односу на исти период претходне године, број запослених је на крају ТЗ био виши за 3,1%.

Раст формалне запослености је и у ТЗ био вођен већим бројем запослених у приватном сектору, а најизраженији раст забележен је у прерађивачкој индустрији, трговини, помоћним услужним делатностима и грађевинарству. Поред тога, и у већини других привредних сектора повећана је запосленост. Изузетак је сектор државне управе, у коме је смањен број запослених.

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



Растуће потребе привреде за запошљавањем, спровођење активне политике тржишта рада, као и деловање сезонских фактора, допринели су даљем смањењу броја незапослених. Према подацима Националне службе за запошљавање, број незапослених лица наставио је да се смањује и у Т3, тако да је у септембру износио 622.971, што је за 22.455 незапослених лица мање него у јуну. Раст активности у прерађивачкој индустрији и појединим услужним секторима повољно се одразио на смањење броја незапослених у групама занимања машинство и обрада метала, електротехника и трговина, угоститељство и туризам, док је због повећаних сезонских потреба број незапослених смањен и у занимањима повезаним с пољопривредом и грађевинарством.

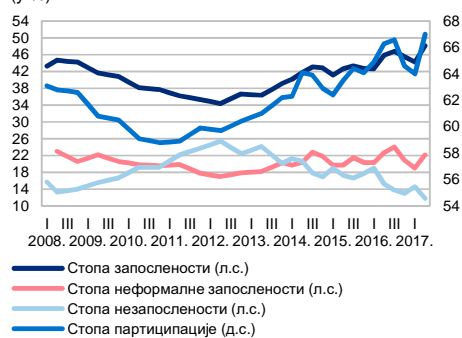
Резултати Анкете о радној снази, која укључује и неформални део тржишта рада, такође указују на даљи опоравак тржишта рада. Према тим резултатима, у Т2 је настављен раст запослености и смањење незапослености, уз истовремено повећање стопе партиципације (на 67%). Стопа запослености је била виша за 2,2 п.п. него у истом периоду претходне године и износила је 48,1%. Притом, број запослених је повећан у секторима индустрије, услужним секторима, као и у грађевинарству, док је број запослених смањен у пољопривреди. У истом периоду, смањена је и неформална запосленост (за 0,6 п.п.), на 22,1%.

Стопа незапослености је у Т2 смањена за 3,4 п.п. у односу на исти период претходне године и износила је 11,8%, што је њен најнижи ниво од 2014, тј. од када постоје упоредиви подаци. Незапосленост је опала међу свим старосним групама, при чему је стопа незапослености код млађе популације (15–24 године) смањена на ниво испод 30%. Напредак је остварен и код дугорочне незапослености, чија је стопа смањена са 10,2%, колико је износила у Т2 2016, на 7,4% у Т2 2017.

## 7. Међународно окружење

*Економска кретања на глобалном нивоу у досадашњем делу године боља су него што се претходно очекивало. То је резултирало ревизијом навише раста БДП-а, и у развијеним земљама (зона евра, Јапан), и у привредама у успону (централна и*

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

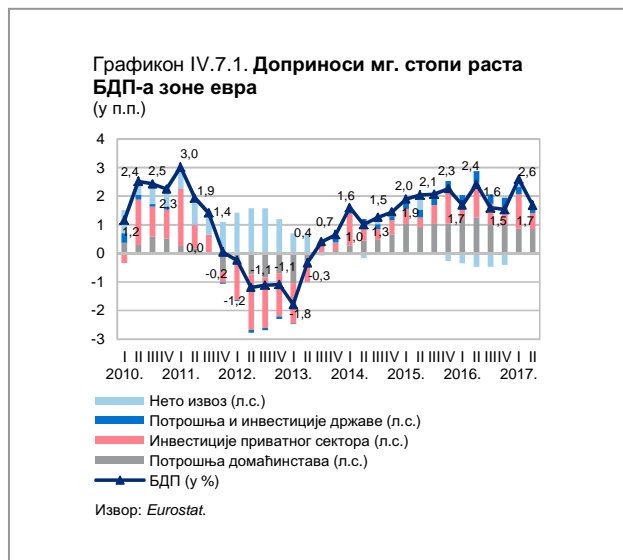


Извор: РЗС.

Табела IV.6.1. Кретања формалне запослености и незапослености

	2016.		2017.	
	T4	T1	T2	T3
Укупан број формално запослених	0,1	0,5	1,4	1,0
Запослени код правних лица	-0,1	0,5	1,3	1,2
Приватни предузетници и запослени код њих	0,8	1,1	2,7	1,0
Индивидуални пољопривредници	0,2	-1,1	-1,5	-2,2
Незапослена лица	2,4	-1,9	-6,2	-3,5
Први пут траже запослење	0,9	-2,6	-5,1	-3,3
Била у радном односу	3,1	-1,5	-6,7	-3,6

Извор: РЗС и Национална служба за запошљавање.



југоисточна Европа, Русија). Раст у зони евра и осталим европским привредама, који је забележен у П1, задржао је темпо и у Т3, претежно вођен домаћом тражњом.

И поред убрзања глобалног привредног опоравка, у већини земаља још нема убедљивих сигнала о расту инфлације. Због апрецијације евра, пројекција инфлације у зони евра ревидирана је благо наниже за 2018. и 2019. годину. На састанку у октобру ЕЦБ је одлучила да до краја године настави с нето куповинама ХоВ у месечном износу од 60,0 млрд евра, а да их након тога смањи на 30 млрд евра и спроводи до септембра 2018. и дужије уколико буде потребно. С друге стране, очекује се да ће ФЕД, поред смањења биланса од октобра, донети одлуку о новом повећању референтне стопе у децембру. Неизвесно је у којој мери ће се мере монетарне политике водећих централних банака одразити на валутна кретања. Истовремено, неизвесност даље постоји и у вези с кретањем цене нафте на светском тржишту.

### Економска активност

Економска активност у зони евра повећана је и у Т2, уз раст БДП-а од 0,7% дсз. При томе, привредни раст је забележен у већини земаља зоне евра, што указује на то да је постао одржив. Главни покретач раста и даље је домаћа тражња, пре свега инвестиције, на које се позитивно одражавају блажи монетарни услови, као и потреба за модернизацијом опреме, висока искоришћеност постојећих капацитета и побољшана профитабилност компанија. Наставила је да расте и приватна потрошња, којој поред стимулативних монетарних услова погодују и повољни трендови на тржишту рада и даљи раст потрошачког поверења.

Економска активност у највећим привредама зоне евра у Т2 наставила је да расте, али нешто спорим темпом у Немачкој и Италији, док је у Француској благо убрзан раст у односу на Т1. Раст у Немачкој био је вођен приватном потрошњом, што је резултат већег расположивог дохотка по основу повољног кретања на тржишту рада и релативно ниских цена енергената. Слично томе, мада у мањој мери, и у Италији су повољна кретања на тржишту рада омогућила наставак раста приватне потрошње.

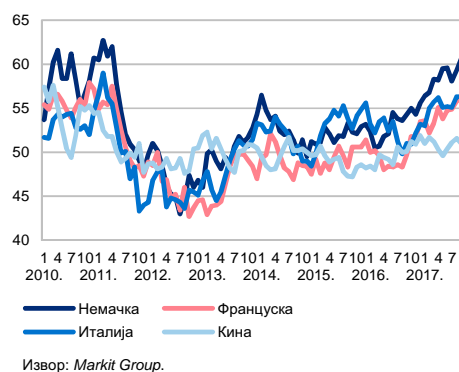


Према прелиминарној процени Eurostat-а, раст БДП-а у зони евра у Т3 износио је 0,6% дсз., на шта је указивало и кретање великог броја водећих показатеља. Тако је композитни индекс економске активности (*PMI Composite*), у просеку, у Т3 (56,0 поена<sup>23</sup>) остао близу шестогодишњег максимума из Т2 (56,6 поена), при чему су високе вредности индекса забележене у индустрији и услужним секторима. Такође, индекс економских услова (*Economic Sentiment Indicator*) у Т3 наставио је да расте и у просеку је износио 112,4 поена, што је највиша тромесечна вредност у последњих десет година, уз широку распрострањеност међу земљама чланицама.

Добри економски резултати у досадашњем делу године у највећој мери су утицали на ревизију навише раста БДП-а зоне евра у 2017. на 2,2%, према септембарској прогнози ЕЦБ-а и октобарском *Consensus Forecast*-у, односно на 2,1%, према октобарском извештају ММФ-а. Раст БДП-а је за 0,1 п.п. ревидиран навише и за 2018, на 1,9%, према ММФ-у, и 1,8%, према *Consensus Forecast*-у, док је ЕЦБ прогнозу раста од 1,8% задржала непромењеном у односу на јун. Поред домаће тражње, за коју се очекује да и даље буде вођена факторима који тренутно подржавају раст, позитиван допринос расту БДП-а у наредном периоду очекује се и од нето извоза, као резултат повољнијих изгледа глобалног раста и снажније екстерне тражње. Ризици који би у наредном периоду могли да ограниче економски раст зоне евра повезани су, пре свега, са споријим темпом спровођења структурних реформи, високим нивоима *NPL* у појединим земљама, јачањем евра према долару, као и присутним геополитичким тензијама, које би могле да успоре глобални раст.

Након нешто споријег раста на почетку године (0,3% дсз.), БДП у САД у Т2 порастао је 0,8% дсз., захваљујући убрзању раста приватне потрошње и опоравку инвестиција, а у мањој мери и позитивном доприносу нето извоза. Према прелиминарној процени америчког Бироа за економске анализе, раст БДП-а у Т3 благо је успорен на 0,7% дсз., што се може повезати с краткорочним негативним ефектима урагана који су погодили југ земље. Највећи позитиван допринос и у Т3 наставила је да пружа приватна потрошња, захваљујући високом потрошачком поверењу (око 20% у просеку изнад

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



Графикон IV.7.4. Водећи економски показатељи у САД



<sup>23</sup> Вредност индекса изнад 50 поена указује на експанзију, а испод 50 поена на смањење економске активности.



дугорочног тренда, мерено *Consumer Confidence Index*-ом) и позитивним тенденцијама на тржишту рада, на које указују раст запослености и смањење стопе незапослености на 4,2%, тј. на најнижи ниво још од почетка 2001.

Захваљујући убрзању раста у Т2, прогноза раста БДП-а у САД у 2017, према ММФ-у, коригована је навише за 0,1 п.п., на 2,2%, што је једнако и прогнози *Consensus Forecast*-а из октобра, док се према оба извора за 2018. прогнозира благо убрзање раста БДП-а (2,3% према ММФ-у и 2,4% према *Consensus Forecast*-у). Високо потрошачко и пословно поверење, као и још увек повољни финансијски услови, требало би да буду главни покретачи раста у текућој и наредној години.

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

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

Извор: Consensus Forecast и ММФ.

Наставак позитивних тенденција на тржишту рада и стимулативних фискалних мера у појединим земљама и у Т2 је у највећој мери допринео расту приватне потрошње, која је остала главни покретач раста БДП-а и у земљама централне Европе. Раст су додатно подстакле и инвестиције, које од почетка године бележе опоравак захваљујући већем коришћењу средстава из фондова ЕУ. Све земље региона забележиле су у Т2 релативно висок раст БДП-а (преко 3% мг.), при чему је он био највиши у Пољској (4,4% мг.) и Чешкој (3,4% мг.). Повољна кретања у П1 утицала су и на ревизију навише раста за цео регион, тако да се, према октобарском *Consensus Forecast*-у, очекује раст од 4,0% у 2017. и 3,4% у 2018.



Слично као и у централној Европи, снажна приватна потрошња и раст инвестиција били су покретачи раста БДП-а у Т2 и у земљама региона југоисточне Европе. Највиши раст, слично као и у претходном периоду, забележила је Румунија (5,9% мг.), захваљујући снажном расту приватне потрошње. За регион као целину, према октобарском *Consensus Forecast*-у, у 2017. очекује се раст од 4,2%, што је за 0,4 п.п. више него у јулу, док је у 2018. прогноза раста ревидирана навише, за 0,2 п.п., на 3,5%.

Опоравак цене нафте, монетарно ублажавање и постепено опоравак пословног поверења допринели су наставку раста БДП-а Русије, који је у Т2 убрзан на 2,5% мг. (0,5% мг. у Т1). Највећи позитиван допринос потекао је од инвестиција по основу државних инфраструктурних пројеката у области енергетике и саобраћаја, а у мањој мери и од приватне потрошње, чији раст подстиче даљи опоравак на тржишту рада и нижа инфлација. Према прогнози ММФ-а из октобра, раст БДП-а у 2017. (1,8%) и 2018. (1,6%) ревидиран је

навише у односу на јул, за 0,4 п.п. и 0,2 п.п., респективно, док се према процени октобарског *Consensus Forecast*-а очекује нешто нижи раст у 2017. (1,7%) и нешто виши у 2018. (1,8%).

Након раста од 6,9% м.г. у П1, **раст БДП-а Кине** у Т3 благо је успорио на 6,8% м.г., на шта указује и спорији раст индустријске производње и промета у трговини на мало у односу на Т2, као и слабије перформансе екстерног сектора. Ипак, бољи резултати од очекиваних у П1 допринели су томе да ММФ изврши ревизију навише очекиваног раста БДП-а у 2017. и 2018. за по 0,1 п.п., на 6,8% и 6,5%, респективно.

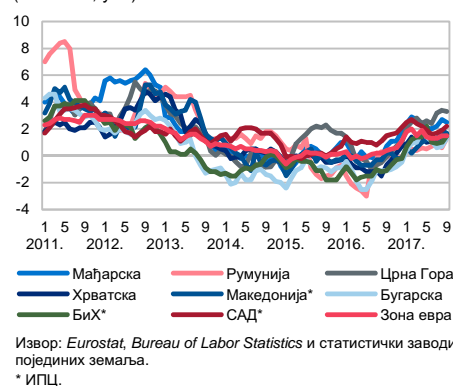
## Кретање инфлације

Убрзање глобалног привредног раста још увек није проузроковало видљивије инфлаторне притиске. Инфлација је у највећем броју земаља и даље релативно ниска. На ниске инфлаторне притиске указује и ниска базна инфлација, због још увек умереног раста зарада и ниских притисака на страни тражње.

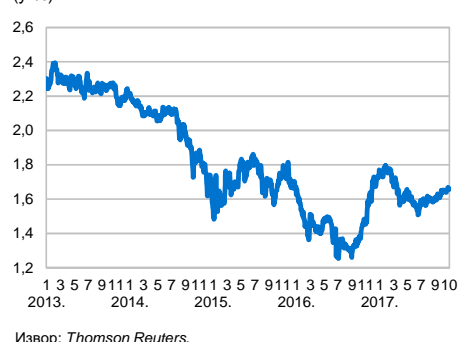
Као последица раста цена енергената, инфлација у **зони евра** је у августу повећана на 1,5% м.г. (са јулских 1,3%) и на том нивоу задржала се и у септембру. Код главних спољнотрговинских партнера Србије – Италије и Немачке, инфлација је и даље испод циља. С обзиром на кретање нафтних фјучерса, ЕЦБ очекује да ће се инфлација крајем године привремено смањити, пре свега због базног ефекта цена енергената. У средњем року, очекује се постепен раст инфлације, подстакнут мерама монетарне политике, континуираним привредним растом, постепеним смањењем неискоришћених привредних капацитета и растом зарада. Ипак, због знатне апрецијације евра од почетка ове године, ЕЦБ је у септембру ревидирала пројекцију инфлације наниже у односу на јун: на 1,2%, са 1,3% за 2018, и на 1,5%, са 1,6% за 2019, док је за 2017. остала непромењена (1,5%). Том приликом, изнета је и оцена да кретање курса евра представља извор неизвесности за средњорочно кретање инфлације.

На нешто вишем нивоу остала су инфлациона очекивања стручних прогнозера,<sup>24</sup> која се у октобру нису мењала у односу на јул – 1,4% у 2018. и 1,6% у 2019. Променила су се само дугорочна инфлациона очекивања – повећана су са 1,8% на 1,9% за 2022.

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



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



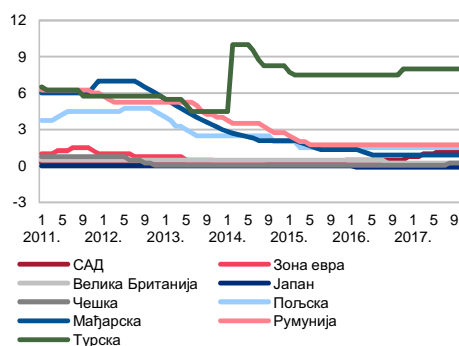
<sup>24</sup> CB Survey of Professional Forecasters (SPF).

годину. Ова инфлациона очекивања, која су добијена на основу анкете, и даље су виша од дугорочних тржишних очекивања, која су са 1,6%, колико су износила у августу, у октобру благо повећана на 1,67%.<sup>25</sup>

У већини земаља **централне и источне Европе** постојали су умерени инфлаторни притисци. Инфлација је у Бугарској и БиХ била нижа током Т3 него у претходном тромесечју – просечно мг., у Бугарској је износила 0,9%, у поређењу са 1,4% у Т2, а у БиХ 1,1%, у поређењу са 1,5%. Супротно је било у Црној Гори (3,3%, у поређењу са 2,5%) и Мађарској (2,5%, у поређењу са 2,1%). Иако је расла у Хрватској и Румунији, инфлација је још увек релативно ниска (1,6% и 1,3% мг. у септембру). Већина аналитичара не очекује да ће се у наредном периоду у земљама овог региона инфлација знатније убрзати. То се не очекује ни у Русији, након што је инфлација смањена на 3,0% мг. у септембру, што је не само испод циља за инфлацију (4,0%) већ и њен најнижи ниво у модерној историји. С друге стране, инфлација је и даље релативно висока у Турској. Укупна инфлација у септембру повећана је на 11,2% мг., а базна на 10,9%.

У САД, мг. инфлација је током Т3 расла, на 2,2% у септембру (са 1,6% у јуну). То је највиша стопа инфлације од априла ове године, а дугује се пре свега расту цена енергената, које су повећане за 10,1% мг. Повећане су, пре свега, цене нафтних деривата због поремећаја у производњи рафинерија у Мексичком заливу услед урагана. Притом, базна инфлација је, пети месец заредом, остала стабилна, на нивоу од 1,7% мг., што је њен најнижи ниво у последње две године.

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



Извор: Централне банке одабраних земаља.

## Монетарна политика

Већина централних банака развијених земаља наставља да држи каматне стопе на историјски ниским нивоима, а неке од њих и даље примењују неконвенционалне мере. Већина аналитичара оцењује да су такве мере монетарне политике одговарајуће, с обзиром на то да је привредни раст и даље у великој мери подстакнут ниским каматним стопама и да још увек није проузроковао јачу динамику инфлације. Не мењајући висину референтне каматне стопе (0%) и задржавајући стопу на депозитне олакшице испод нуле, **ЕЦБ** је на састанку у октобру одлучила да до

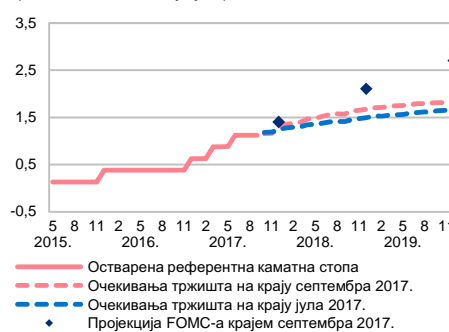
<sup>25</sup> The five-year, five-year breakeven forward.

краја године настави с нето куповинама ХоВ у месечном износу од 60,0 млрд евра, а да их након тога смањи на 30,0 млрд евра и спроводи до септембра 2018. Уколико буде потребно, ЕЦБ је истакла да ће овај стимулативни програм повећати и/или продужити. Истовремено, саопштила је да ће након окончања нето куповина ХоВ спроводити реинвестирање главница доспелих ХоВ у оквиру овог програма током дужег периода времена. Такође, ЕЦБ ће наставити да спроводи главне операције рефинансирања и тромесечне (*LTRO*) операције рефинансирања по фиксној стопи без унапред објављеног износа и уз прихватање целе тражње, докле год је то потребно, а најкраће до краја последњег обрачунског периода обавезне резерве у 2019. години. Према оцени ЕЦБ-а, то ће допринети очувању повољних услова финансирања који су још увек потребни да би се инфлација вратила на циљ.

Током ТЗ, **ФЕД** није мењао циљани распон референтне каматне стопе (1,00%–1,25%), али је од октобра започео смањење свог биланса, у складу с раније објављеним планом. Истовремено, најавио је могућност повећања референтне стопе у децембру, имајући у виду раст економске активности и даље јачање тржишта рада. Тржишна очекивања да ће ФЕД до краја 2017. још једном повећати референтну стопу порасла су након септембарског састанка на преко 80%, а након октобарског на преко 90%. Претходно су та очекивања била пала испод 40%, због успоравања привредног раста и слабих инфлаторних притисака. Када је у питању 2018. година, ФЕД очекује додатна три повећања, на шта указује медијана пројекције референтне стопе од 2,1%. ФЕД је једино смањило своја очекивања за 2019. годину, на два уместо на три повећања, колико је очекивао у јуну. Очекивања тржишта су нешто већа него пре три месеца, али су и даље знатно испод медијане пројекције референтне стопе чланова *FOMC*-а.

Највећи број централних банака земаља **централне и источне Европе** није мењао своје каматне стопе, које су на историјски ниским нивоима. Изузетак су централне банке Чешке и Русије. Централна банка Чешке је почетком августа, први пут од фебруара 2008, повећала референтну каматну стопу за 20 б.п., на 0,25%. Истовремено, повећала је стопу на кредитне олакшице за 25 б.п., на 0,5%, док је стопу на депозитне олакшице задржала непромењеном

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



Извор: Блумберг и ФЕД.

\* Очекивања тржишта базирана на фјучерсима.

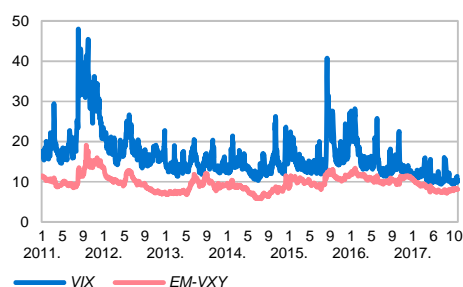
(0,05%). Претходно је, од априла, престала да користи интервенције на девизном тржишту којима је спречавала апрецијацију своје валуте преко циљаног нивоа. Супротно томе, централна банка Русије је додатно смањила референтну стопу у септембру и октобру, и то за укупно 0,75 п.п., на 8,25%. Знатан пад инфлаторних притисака омогућио је овој централној банци да најави могућност да и на наредним састанцима настави да смањује референтну каматну стопу. Централна банка Румуније није мењала висину референтне стопе (1,75%), али је сузила коридор каматних стопа, са  $\pm 1,5$  п.п. на  $\pm 1,25$  п.п. Референтну стопу није мењала ни централна банка Мађарске (0,90%), али је смањила стопу на преконоћне депозитне олакшице, са  $-0,05\%$  на  $-0,15\%$ , као и максимални износ тромесечних депозита које банке могу пласирати код централне банке. Централна банка Турске није повећала референтну каматну стопу (8,0%), већ је најавила да ће у наредном периоду водити рестриктивну монетарну политику све док се не смањи инфлација. Аналитичари очекују да би циклус повећања референтне стопе могле започети централне банке Румуније и Пољске.

## Финансијска и робна тржишта

Поред утицаја очекивања у погледу мера монетарне политике водећих централних банака, на кретања на међународном финансијском тржишту током ТЗ у великој мери су утицале и геополитичке тензије. Ипак, кретања су крајем тромесечја и у октобру стабилизована, чему је допринео оптимизам због убрзања глобалног привредног раста. Тако је имплицитна мера **волатилности финансијских тржишта** (*VIX*) порасла на 16% средином августа, да би до средине септембра пала на око 10% и око тог нивоа наставила да се креће до краја октобра. Као и претходног тромесечја, у неколико наврата спуштала се и испод 10%, што се пре тога није десило од јануара 2007. године. Поред тога, мера волатилности валута земаља у успону, *EM-VXY*, наставила је да се креће на релативно ниском нивоу од око 8%.

Током августа, расла је и цена злата, приближавајући се максимуму из прошле године. Поред геополитичких тензија, на то је утицало и смањење очекивања тржишних учесника да ће ФЕД у децембру повећати референтну стопу. С растом тих очекивања, опала је и цена злата, која је, ипак, тромесечје завршила на нивоу вишем за 3,3% у односу на претходно тромесечје. Цена злата наставила је да пада у октобру (1,0%). Деловање поменутих фактора огледа се и у кретању приноса на америчке

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



Извор: Блумберг.

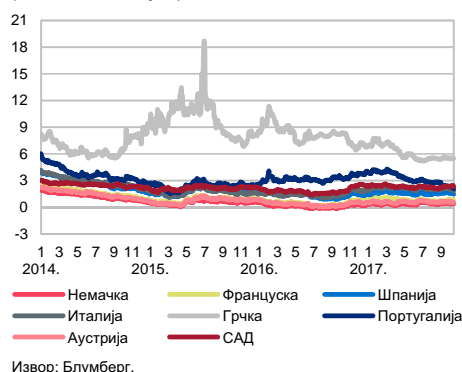
\* *VIX* (Chicago Board Options Exchange Market Volatility Index) мера је имплицитне волатилности S&P 500 индекса опција; *EM-VXY* (JPMorgan emerging markets implied volatility index) мера је агрегатне волатилности валута земаља у успону на бази тромесечних форвард опција.

десетогодишње ХоВ, који су најпре били у паду, спуштајући се почетком септембра на близу 2%, што је најнижи ниво од новембра прошле године. Такође, смањивана је и разлика између њих и приноса на немачке државне хартије, која је у претходном периоду била на највишем нивоу од увођења евра. С растом очекивања да ће ФЕД у децембру ипак повећати референтну стопу, приноси на америчке десетогодишње ХоВ почели су да расту и крајем октобра износили су 2,4%.

За разлику од ранијих периода, када је **долар** углавном јачао у условима геополитичких тензија, током ТЗ наставио је да слаби. Слабљењу долара допринела је и бојазан, која је превладала све до септембарског састанка ФЕД-а, да се привредни раст у САД ипак успорава и да ће ФЕД бити опрезан приликом одлучивања о новом повећању референтне стопе. С друге стране, оптимизам у погледу привредног раста зоне евра, као и најаве званичника ЕЦБ-а да ће на јесен размотрити смањење монетарних стимулација, допринели су апрецијацији евра. Тако је **евро према долару** током ТЗ додатно ојачао за 3,3%. Када су крајем септембра, након састанка ФЕД-а, превладала очекивања да ће у децембру повећати референтну стопу, евро је почео да слаби према долару. Током октобра, то слабљење је износило 1,4%, али је посматрано од почетка године евро ојачао према долару за 9,4%.

**Цена нафте на светском тржишту**, за разлику од претходна два тромесечја, повећана је током ТЗ за 17,2%. Флукутирајући у распону од 47 до 59 долара по барелу, цена нафте је, ипак, у просеку посматрано, знатно мање повећана у ТЗ, за 3,2% у односу на Т2. Њен раст почетком тромесечја у највећој мери био је последица реакције тржишта на извештаје о паду дневне производње нафте и броја активних бушотина у САД. Поред тога, тржиште је реаговало растом цене и после састанка представника *ОПЕС*-а и осталих великих произвођача у Санкт Петербургу, на коме је договорено да се Нигерија прикључи договору о смањењу производње. Током августа, цена нафте је била релативно стабилна и кретала се око 51 долар по барелу. У септембру, цена нафте је поново порасла, у великој мери због поремећаја у производњи изазваних ураганом који је погодио Мексички залив, а затим и поремећаја у дистрибуцији због урагана на Флориди. На раст цене деловале су и прогнозе релевантних институција о даљем расту тражње за нафтом на светском тржишту у 2018, која ће бити вођена глобалним привредним растом, тако да је цена нафте типа брент крајем септембра достигла тромесечни

Графикон IV.7.12. Принос на десетогодишње облигације по земљама (дневни подаци, у %)



Графикон IV.7.13. Кретање курсева одређених националних валута према долару\* (дневни подаци, 31. 12. 2013 = 100)



Графикон IV.7.14. Кретање цена нафте и бакра (просечне месечне цене, у USD)



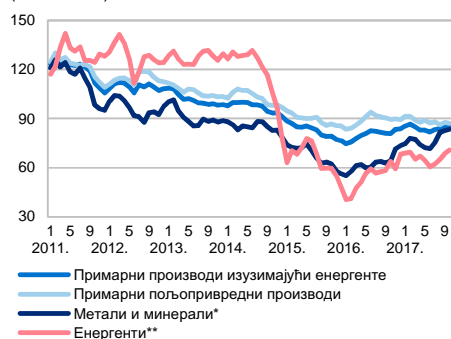
максимум од 59 долара по барелу, што је њен највиши ниво од јула 2015. Иако је почетком октобра смањена, цена нафте на светском тржишту је до краја тог месеца повећана на 61 долар по барелу, под утицајем очекивања тржишта да ће споразум *OPEC*-а и других великих произвођача о ограничавању производње бити продужен и након марта 2018. Волатилности на тржишту доприносиле су и геополитичке тензије у Ираку.

Према индексу цена примарних производа Светске банке, расле су и **цене метала**, након пада у претходном тромесечју. Оне су током Т3 повећане за 15,3%. Тиме су за 31,6% биле више него пре годину дана, чему је допринело убрзање привредног раста на глобалном нивоу.

Током Т3, мерено *FAO* индексом, настављен је раст **светских цена хране** (1,7%), али је он био спорији него у претходном тромесечју (2,1%). У односу на Т3 претходне године, цене хране су порасле за 4,3%. Највише су повећане цене млечних производа, и на тромесечном (7,3%), и на годишњем нивоу (27,4%). Уз снажну глобалну тражњу, посебно из Азије, томе је допринела и даље ограничена понуда из Аустралије, Новог Зеланда и ЕУ. Цене уља су током Т3 знатније порасле (6,0%), али су у односу на период пре годину дана готово непромењене (-0,1%). На европском тржишту посебно је повећана цена маслиновог уља, због пада производње у Италији, Грчкој и Шпанији услед лоших временских услова. Иако су током тромесечја повећане и цене шећера (3,5%), оне су за чак 33,0% ниже него пре годину дана. Процењује се да је заустављање пада цена шећера у Т3 привремено и да ће даљи притисак на пад ионако ниских цена извршити вишкови шећера на светском тржишту у условима умереног повећања потрошње.

С друге стране, за разлику од претходног тромесечја, када су расле, цене меса и житарица смањене су током Т3 за по 1,4%, али су у односу на период пре годину дана више за 5,8% и 8,0%, респективно. Пад цена меса током Т3 био је добрим делом вођен падом цена свињетине, због раста понуде из Бразила. Када су у питању житарице, висока производња на глобалном нивоу у сезони 2017/2018. и рекордне залихе фактори су њиховог пада. На цену кукуруза је утицала добра жетва у Јужној Америци, док су приноси пшенице у Русији, знатно бољи од очекиваних, подигли глобалну производњу вероватно на рекордни ниво и ограничили раст цене.

Графикон IV.7.15. Индекс цена примарних производа (2010 = 100)



Извор: Светска банка.

\* Бакар, алуминијум, руда гвожђа, олово, никл, цинк, челик и капај.

\*\* Сирова нафта, природни гас и угаљ.

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



Извор: *FAO*, УН.

## V. Пројекција инфлације

*И према новембарској централној пројекцији, мг. инфлација ће до краја периода пројекције (у наредне две године) наставити да се креће у границама циља,  $3,0 \pm 1,5\%$ . У П1 2018. инфлацију ће успоравати висока база код цена нафтних деривата и других производа који су почетком ове године једнократно поскупели, због чега ће се инфлација кретати испод централне вредности циља. У супротном смеру деловаће раст цена примарних пољопривредних производа и агрегатне тражње. Ризици остварења пројекције инфлације су симетрични и односе се, пре свега, на даља кретања на светским робним и финансијским тржиштима, а у одређеној мери и на раст регулисаних цена.*

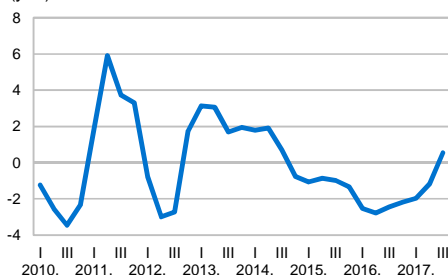
*Према нашој новој пројекцији, раст БДП-а у 2017. требало би да износи око 2%, док се у 2018. и 2019. очекује његово убрзање на око 3,5%. Наставак унапређења пословног амбијента, висок и пројектно диверсификован прилив СДИ, реализација инфраструктурних пројеката и досадашње ублажавање монетарне политике требало би да наставе позитивно да делују на приватне инвестиције, које би у текућој и у наредне две године требало да буду један од главних носилаца економског раста, за који ценимо да је одржив. Поред тога, растући позитиван допринос потећи ће и од потрошње домаћинства по основу даљег опоравка на тржишту рада. Инвестиције из претходног периода и повољнији изгледи за раст зоне евра, и у региону централне и југоисточне Европе, требало би позитивно да делују на наставак раста извоза. Ризици пројекције за ову годину благо су асиметрични наниже и односе се пре свега на исход овогодишње пољопривредне сезоне и брзину опоравка сектора рударства и енергетике. С обзиром на то да су ризици пројекције наниже у овој години последица шокова на страни понуде, чији ће ефекти на економску активност ишчезнути с нормализацијом услова, у наредној години по истом основу ризици су асиметрични навише.*

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

### Почетни услови

Инфлација је од почетка године у границама циља и у септембру је износила 3,2% мг. У односу на наша очекивања изнета у претходном извештају, инфлација је била нижа, јер су ефекти суше на цене воћа и поврћа били мањи него што се процењивало. Успоравању инфлације током Т3 допринело је, пре свега, очекивано успоравање мг. раста цена енергената и хране, услед деловања базног ефекта код нафтних деривата и меса. Поред укупне инфлације, током Т3 успорена је и базна инфлација, на 1,5% мг., што указује да су инфлаторни притисци додатно смањени. На ниске инфлаторне притиске указују и инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде, усидрена у границама циља,  $3,0 \pm 1,5\%$ .

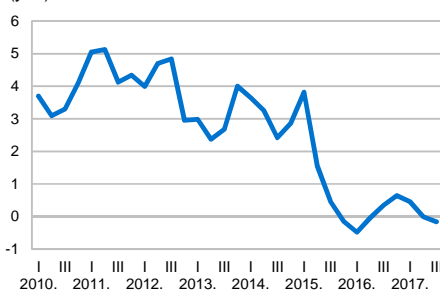
Графикон V.0.1. Индекс монетарних услова\* (у %)



Извор: НБС.

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

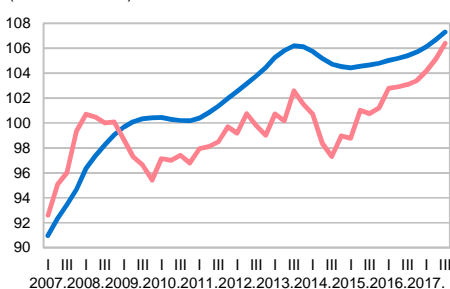
Графикон V.0.2. Реална каматна стопа (у %)



Извор: НБС.

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

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



— НДВ тренд  
— НДВ  
Извор: РЗС и прерачун НБС.

Апрецијацијски притисци настављени су и током ТЗ – посматрано крајем периода, динар је ојачао према еврју за 1,2%, а према долару за 4,3%. Јачању динара допринела је повећана заинтересованост страних инвеститора за улагања у Србију и прилив по основу СДИ и портфолио инвестиција захваљујући јачању домаћих макроекономских фундамената и смањењу премије ризика земље на најнижи ниво откада се прати за Србију. Такође, откуп ефективног страног новца, иако нижи него у Т2, у већем делу периода био је више него довољан да покрије смањену нето тражњу домаћих предузећа, као и тражњу страних инвеститора за девизама. Током летњих месеци, повећана је потрошња нерезидентата и по том основу потраживања по иностраним платним картицама. Аперијацијским притисцима допринио је и раст валутно индексиране активне банака, повезан и с валутно индексираном кредитирањем привреде. Како би ублажила прекомерно краткорочно јачање динара према еврју, Народна банка Србије је и у ТЗ интервенисала на МДТ-у куповином девиза у износу од 605,0 млн евра, од чега највише у августу. Током октобра курс динара према еврју био је релативно стабилан, а Народна банка Србије је интервенисала куповином додатних 15,0 млн евра.

Индекс монетарних услова, који представља комбиновани утицај јаза реалне каматне стопе и јаза реалног девизног курса, током ТЗ кретао се благо изнад неутралног нивоа. На то је у највећој мери утицала номинална аперијација динара, док је у супротном смеру деловало ублажавање монетарне политике референтном каматном стопом.

У ТЗ раст БДП-а је износио 1,1% дсз. и у највећој мери је био вођен наставком позитивних кретања у прерађивачкој индустрији, која су резултат ефеката инвестиција из претходног периода и растуће екстерне тражње. Поред тога, наставак раста домаће тражње допринео је даљем расту активности у већини услужних сектора. Убрзање раста у прерађивачкој индустрији и наставак опоравка рударско-енергетског комплекса у највећој мери су утицали на бржи раст БДП-а на мг. нивоу, који је, према процени Републичког завода за статистику, у ТЗ износио 2,1%.

Позитивна фискална кретања настављена су у ТЗ, тако да је од почетка године на нивоу опште државе остварен суфицит од 82 млрд динара (2,6% БДП-а), наспрам дефицита од 4,3 млрд динара у истом периоду претходне године. Квантитативним

критеријумом аранжмана с ММФ-ом за овај период, према седмој ревизији аранжмана, био је предвиђен избалансиран фискални резултат опште државе, а за целу 2017. дефицит до 1,1% БДП-а. Притом, ако се изузму расходи за камате, на нивоу опште државе остварен је суфицит од 5,8% БДП-а. У односу на исти период претходне године, укупни приходи су, закључно са септембром, реално виши за 3,9%, што је пре свега резултат раста прихода од пореза на добит по основу веће профитабилности предузећа у претходној години, више издвојених доприноса за социјално осигурање услед опоравка тржишта рада, као и раста прихода од пореза на додату вредност по основу више економске активности и боље наплате. Истовремено, расходи су у односу на исти период претходне године реално нижи за 2,3%, чему су допринеле мање отплате камата. Јавни дуг централне државе на крају септембра износио је 24,1 млрд евра, што је за преко 700 млн евра мање него на крају 2016. Његов удео у пројектованом БДП-у износио је 64,6%, наспрам 71,9% крајем 2016.

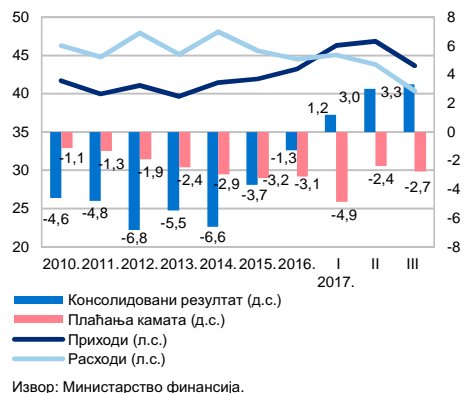
## Претпоставке пројекције инфлације

### Екстерне претпоставке

Захваљујући повољним економским кретањима од почетка године, претпоставка о расту БДП-а зоне евра и у текућој пројекцији ревидирана је навише, за 0,3 п.п. на 2,2% у 2017. и за 0,1 п.п. на 1,8% у 2018.<sup>26</sup> Раст од 1,7% предвиђа се за 2019. Главни покретач раста требало би да остане домаћа тражња, а пре свега приватна потрошња, вођена повољним трендовима на тржишту рада, блажим монетарним условима и наставком раста потрошачког поверења. Повољни монетарни услови, уз побољшану профитабилност компанија, требало би позитивно да утичу и на даљи раст инвестиција, који је неопходан ради модернизације опреме и високе искоришћености постојећих капацитета. У одређеној мери, позитиван подстицај расту БДП-а требало би да пружи и екстерна тражња, као резултат повољнијих изгледа глобалног раста.

Када је реч о инфлацији у зони евра, очекује се њен постепен раст у средњем року, подстакнут мерама монетарне политике, континуираним привредним растом, постепеним смањењем неискоришћених

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



Извор: Министарство финансија.

Табела V.0.1. Претпоставке пројекције

Екстерне претпоставке	2017.		2018.		2019.
	Авг.	Нов.	Авг.	Нов.	Нов.
Инфлација у зони евра (годишњи просек)	1,5%	1,5%	1,4%	1,3%	1,5%
Тромесечни EURIBOR	-0,3%	-0,3%	-0,1%	-0,3%	0,0%
Раст БДП-а у зони евра	1,9%	2,2%	1,7%	1,8%	1,7%
Цене примарних пољопривредних производа на светском тржишту (Т4 на Т4)*	15,6%	11,0%	9,4%	10,8%	4,6%
Цена нафте типа брент по барелу (крај године, у USD)	53	61	53	58	57
<b>Интерне претпоставке</b>					
Регулисане цене (дец. на дец.)	4,3%	3,1%	4,0%	4,1%	4,0%
<b>Трендови</b>					
Апрецијацијски тренд реалног курса (просек)	0,5%	0,5%	0,6%	0,5%	0,6%
Тренд реалне камате (просек)	0,9%	0,8%	0,5%	0,6%	0,6%

Извор: НБС, Блумберг.

\* Композитни индекс цена соје, пшенице и кукуруза.

<sup>26</sup> Претпоставке о расту БДП-а зоне евра у 2017. и 2018. години у складу су са очекивањима изнетим у октобарском *Consensus Forecast*-у.



привредних капацитета и растом зарада. Ипак, због знатне апрецијације евра од почетка ове године, ЕЦБ је у септембру ревидирала пројекцију инфлације наниже, за по 0,1 п.п. у односу на јун – на 1,2% у 2018. и на 1,5% у 2019, док је за 2017. остала непромењена (1,5%). Истовремено, ЕЦБ је оценила да кретање курса евра представља извор неизвесности за средњорочно кретање инфлације. На нешто вишем нивоу остала су инфлациона очекивања стручних прогнозера, која се у октобру нису мењала у односу на јул – 1,4% у 2018. и 1,6% у 2019. Претпоставка о инфлацији у зони евра (према *Consensus Forecast*-у) благо је снижена у односу на августовску пројекцију и износи 1,3% у 2018. години. У 2019. очекује се раст инфлације на 1,5%.

Кретања на међународном финансијском тржишту и даље ће у великој мери зависити од монетарне политике водећих централних банака. ФЕД је у октобру почео постепено да смањује свој биланс и у децембру ће вероватно додатно повећати референтну каматну стопу. За 2018. годину ФЕД није мењао своја јунска очекивања о још три повећања референтне стопе, али их је за 2019. смањено с три на два повећања. Очекивања тржишта за 2018. и 2019. годину крајем септембра нешто су већа него што су била крајем јула, али су и даље знатно испод очекивања ФЕД-а. На повећање очекивања тржишта утицао је оптимизам да би ускоро могао да се смањи порез на добит и да ће привредни раст бити убрзан. Наставак привредног раста очекује се и у зони евра, али не са експанзивном фискалном политиком, већ са експанзивном монетарном политиком. ЕЦБ ће и даље спроводити програм квантитативног попуштања, мада ће од почетка наредне године успорити темпо експанзије ликвидности, смањујући месечни износ нето куповина ХоВ са садашњих 60 млрд евра на 30 млрд евра. Овај стимулативни програм спроводиће до септембра 2018, уз могућност да га повећа и/или продужи, уколико то буде потребно. Такође, саопштила је да ће након окончања нето куповина ХоВ спроводити реинвестирање главница доспелих ХоВ у оквиру овог програма током дужег временског периода. Према оцени ЕЦБ-а, наставак програма квантитативног попуштања допринеће очувању повољних услова финансирања, који су још увек потребни да би се инфлација вратила на циљ. На повољне услове финансирања и у наредном периоду указују фјучерси тромесечног *EURIBOR*-а које смо користили за апроксимацију каматне стопе у зони евра. Према њима би тромесечни *EURIBOR* требало

да буде негативан до краја периода пројекције. Ова референтна каматна стопа зоне евра улази у позитивну зону почетком 2020, а не средином 2019. године, као што је тржиште према фјучерсима очекивало пре три месеца.

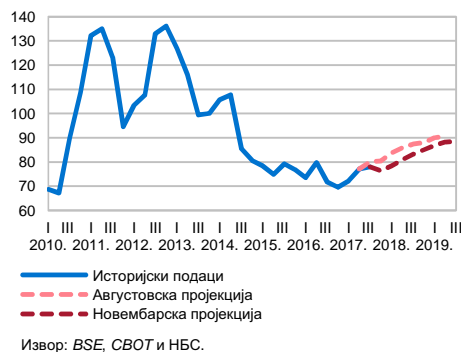
Пад светских цена примарних пољопривредних производа у Т3 утицао је на то да њихов процењени раст у 2017. буде нижи (11,0%) од очекиваног у претходној пројекцији (15,6%), док се према кретању цена фјучерса у 2018. очекује нешто виши раст цена примарних пољопривредних производа (10,8%) него у претходној пројекцији (9,4%), а затим раст од око 5% у 2019. И поред чињенице да је текућа пољопривредна сезона на глобалном нивоу знатно боља од очекиване, предвиђа се да ће тражња превазилазити понуду захваљујући пре свега глобалном привредном опоравку.

Цена нафте на светском тржишту поново расте од септембра, у великој мери због поремећаја у производњи изазваних ураганом који је погодио Мексички залив. На раст цене деловале су и прогнозе релевантних институција о даљем расту тражње за нафтом на светском тржишту, тако да је цена нафте типа брент крајем септембра достигла тромесечни максимум од 59 долара по барелу, што је и њен највиши ниво од јула 2015. Иако је почетком октобра смањена, цена нафте на светском тржишту је до краја тог месеца повећана на преко 60 долара по барелу, под утицајем очекивања тржишта да ће споразум *ОПЕС*-а с другим великим произвођачима о ограничавању производње бити продужен и након марта 2018. Ипак, према нафтним фјучерсима, цена нафте типа брент ће бити релативно стабилна и крајем ове године износиће око 61 долар за барел, а у децембру 2018. и 2019. око 58 долара и 57 долара за барел, респективно.

### Интерне претпоставке

За разлику од пада цена примарних пољопривредних производа на светском тржишту у Т3, ове цене су на домаћем тржишту благо порасле (1,7%), што се може повезати с резултатима домаће пољопривредне сезоне. У наредном периоду очекујемо да ће цене на домаћем тржишту следити динамику са светског тржишта, имајући у виду њихову повезаност, тако да се у складу с тим очекује њихов раст у текућој години, који ће бити настављен и у наредној, али нешто умеренијим темпом.

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

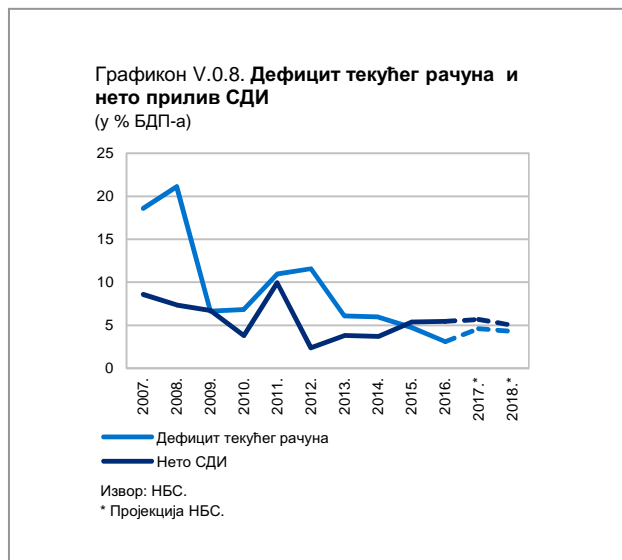


Извор: BSE, CBOT и НБС.

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



Извор: Блумберг и НБС.



Претпоставка пројекције је наставак постепеног затварања производног јаз<sup>27</sup>. Тај јаз је отворен од 2008. године и последица је преливања светске финансијске кризе на Србију. Међутим, већ дуже од две године наведени јаз има тренд затварања, пре свега, услед опоравка запослености и зарада у приватном сектору, као и раста екстерне тражње. У ову пројекцију укључена је и најављена једнократна помоћ пензионерима у овој години од 5.000 динара (0,2% БДП-а), као и најављен раст плата у јавном сектору у 2018, повећање пензија од 5% и минималне цене рада од око 10%, што заједно посматрано чини око 1,2% БДП-а.

У новој пројекцији, претпоставили смо да ће раст регулисаних цена у 2017. износити 3,1%, уз допринос инфлацији од 0,6 п.п., што је ниже од августовске пројекције због корекције цена електричне енергије у октобру ниже од претпостављене и изостанка претпостављене корекције цене природног гаса у Т4. Више од половине раста регулисаних цена ове године дугује се поскупљењу цигарета у јануару и јулу. Претпоставка пројекције је да ће регулисане цене у 2018. и 2019. години остварити сличан раст (близу 4,0%).

Након што се у јулу спустила на најнижи ниво откада се прати за Србију, премија ризика у августу додатно је снижена и у просеку је износила око 130 б.п. Око тог нивоа је наставила да се креће и наредних месеци, с тим да је у октобру забележен њен историјски најнижи ниво од 114 б.п. Ако се има у виду очекивано задржавање позитивних макроекономских трендова у наредном периоду, кретање премије ризика земље требало би да остане релативно стабилно по основу домаћих фактора, док међународни фактори могу имати волатилнији утицај, који је тренутно тешко проценити. Поред тога, очекивани наставак раста извоза, уз СДИ, које ће наставити да буду више него довољне да покрију дефицит текућег рачуна платног биланса, додатно ће допринети релативно стабилним кретањима на девизном тржишту у наредном периоду.

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

<sup>27</sup> Производни јаз рачунат је на основу НДВ-а, а као апроксимација производног потенцијала привреде коришћен је тренд НДВ-а оцењен Калмановим филтером.

## Пројекција

### Пројекција инфлације

И према нашој новој централној пројекцији, м.г. инфлација ће до краја периода пројекције наставити да се креће у границама циља,  $3,0 \pm 1,5\%$ . Према овој пројекцији, инфлација ће се до краја ове године кретати око текућег нивоа, а са изласком овогодишњих једнократних поскупљења појединих производа и услуга из м.г. обрачуна од почетка 2018. наћи ће се испод централне вредности циља.

### Краткорочна пројекција инфлације

Према централној краткорочној пројекцији инфлације, м.г. инфлација ће током Т4 бити стабилна и на крају године кретаће се око септембарског нивоа. Раст доприноса м.г. инфлацији очекује се од цена воћа и поврћа, а пад од енергије, највише због базног ефекта код нафтних деривата и електричне енергије.

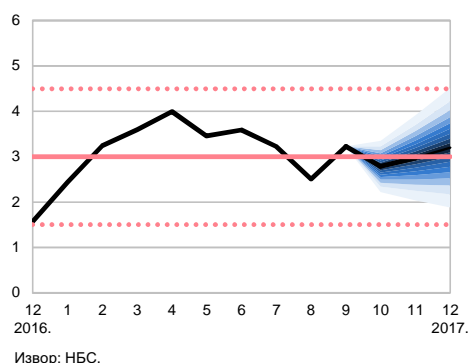
Посматрано **на тромесечном нивоу**, кретање инфлације биће у највећој мери одређено растом цена енергената по основу октобарског поскупљења електричне енергије, као и сезонски уобичајеног раста цена угља и дрва за огрев. Позитиван допринос очекујемо и од сезонског раста цена свежег поврћа, као и прерађене хране. У супротном смеру деловаће сезонски пад цена свежег меса и свежег воћа.

Базна инфлација (тј. промена ИПЦ-а по искључењу цена хране, енергије, алкохола и цигарета), посматрано на м.г. нивоу, биће ниска и стабилна током Т4, чему доприноси ниска увозна инфлација, на коју се одражавају и ефекти јачања динара према еврџу током ове године.

### Средњорочна пројекција инфлације

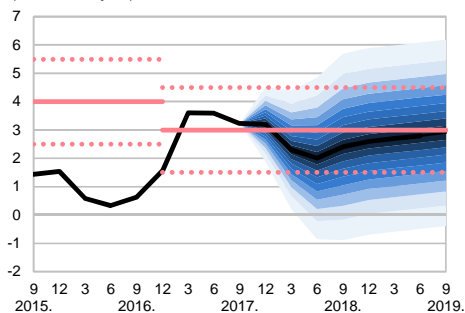
Очекујемо да ће м.г. инфлација наставити да се креће у оквиру граница циља ( $3,0 \pm 1,5\%$ ) до краја периода пројекције, тј. у наредне две године, за колико пројектујемо инфлацију. У П1 2018. инфлацију ће успоравати висока база код цена нафтних деривата и других производа који су почетком ове године једнократно поскупели, због чега ће се инфлација кретати испод централне вредности циља. С друге стране, инфлаторнији утицај поћицаће од постепеног раста агрегатне тражње у Србији и цена примарних пољопривредних производа.

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



Извор: НБС.

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



Извор: НБС.

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



Према нашој процени, домаћа тражња ће у 2018. и 2019. наставити да се опоравља, а дезинфлаторни притисци по основу негативног производног јаз да слабе. Смањење овог јаз биће подржано досадашњим ублажавањем монетарне политике Народне банке Србије, експанзивном монетарном политиком ЕЦБ-а, а од почетка 2018. допринеће му и најављен раст плата у јавном сектору и пензија, као и минималне цене рада. Притом, експанзивна монетарна политика ЕЦБ-а доприноси расту економске активности у Србији преко веће екстерне тражње, тј. веће тражње за нашим извозом, али и преко ниских каматних стопа на евроиндексиране кредите, које подстичу кредитну, а тиме и економску активност.

Процењујемо да су се трошкови сировина у производњи хране (мерено јазом РМТП<sup>28</sup>) у ТЗ кретали око неутралног нивоа, да би се у октобру нашли изнад тог нивоа. У наредном периоду очекује се њихов постепен раст изнад неутралног нивоа. И поред чињенице да је текућа пољопривредна сезона у свету боља од очекиване, пре свега када је реч о главним пољопривредним културама (кукуруз, пшеница, соја), њихов раст ће бити одређен растом тражње у условима повољнијих изгледа глобалног привредног раста. По том основу, а имајући у виду повезаност ових цена са ценама примарних пољопривредних производа на домаћем тржишту, очекујемо раст трошкова у производњи хране на домаћем тржишту током наредне године, али ће он бити мањи него што смо претпоставили у претходној пројекцији.

Посматрано по компонентама инфлације, мг. раст **цена прехранбених производа** успораваће се у наредном периоду, а посебно у П1 наредне године услед високе базе код цена свињског меса. Након тога, очекује се умерен раст прехранбене инфлације, услед пројектованог раста цена примарних пољопривредних производа и слабљења дезинфлаторних притисака по основу домаће тражње. Мг. **непрехранбена инфлација** до краја године кретаће се око текућег нивоа, али се у П1 2018. очекује њено успоравање, на шта ће деловати нижи раст увозних цена. Након тога, до краја периода пројекције очекује се њено кретање око текућег нивоа, чему ће допринети опоравак домаће тражње.

<sup>28</sup> 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.

Неповољни временски услови, као и чињеница да су у претходној години **цене воћа и поврћа** биле на ниском нивоу, условљавају њихов м.г. раст у овој години. Међутим, као последица високе базе, почетком наредне године очекујемо знатно успоравање м.г. раста цена воћа и поврћа, а с доласком нове пољопривредне сезоне требало би да уследи њихов м.г. пад. Упркос недавном скоку цене нафте на светском тржишту, процењујемо да ће м.г. раст **цена нафтних деривата** почетком 2018. наставити да се успорава, чему ће допринети ефекат високе базе.

Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације односи се, пре свега, на даља кретања на светским робним и финансијским тржиштима и последично на цене нафтних деривата и хране на домаћем тржишту, а у одређеној мери и на раст регулисаних цена.

У складу с последњим расположивим информацијама с тржишта фјучерса, претпоставили смо да ће светске цене нафте до краја периода пројекције бити релативно стабилне. Међутим, како су ове цене по природи врло променљиве и под утицајем великог броја фактора, како на страни понуде тако и на страни тражње, могуће је да њихово стварно кретање одступи од претпостављеног. Када је реч о ценама примарних пољопривредних производа на светском тржишту, очекује се да ће оне расти у овој и наредној години, чему ће допринети раст тражње у земљама у успону. Међутим, као и у случају нафте, могуће је одступање стварног од пројектованог кретања цена примарних пољопривредних производа, и навише и наниже. Ако се има у виду утицај наведених цена на цене на домаћем тржишту, то значи да би и инфлација по овом основу могла одступити у оба смера у односу на пројектовану.

Ризици пројекције односе се и на кретања на светским финансијским тржиштима, пре свега због очекиване даље нормализације монетарне политике ФЕД-а. ФЕД током Т3 није мењао циљани распон референтне каматне стопе, али се очекује да ће он бити даље повећан у децембру. Такође, ФЕД је у октобру започео постепено да смањује реинвестирање доспеле главнице ХоВ купљених током квантитативног попуштања. То би могло да смањи портфолио инвестиције у земље у успону, укључујући и Србију. Као последица тога, могли би се јавити депрецијацијски притисци. У супротном смеру делује

експанзивна монетарна политика ЕЦБ-а, с обзиром на то да ће програм квантитативног попуштања ЕЦБ примењивати најмање до септембра наредне године, с тим да ће од почетка 2018. износ од 60 млрд евра месечно бити смањен на 30 млрд евра. Уколико буде потребно, ЕЦБ је истакла да ће овај стимулативни програм повећати и/или продужити.

У пројекцији смо користили претпоставку да ће регулисане цене у наредне две године расти по стопи од око 4,0%. Искључиво за потребе пројекције претпоставили смо да ће електрична енергија поскупети за по 4% у обе године. Уколико би њено поскупљење изостало, м.г. инфлација би била нижа од пројектоване путање за око 0,2 п.п.

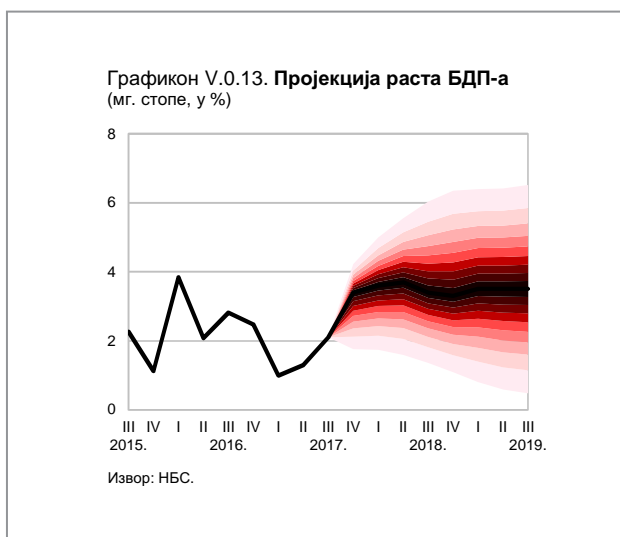
Узимајући у обзир све наведено, оцењујемо да су ризици у погледу остварења пројекције инфлације симетрични.

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

### Пројекција БДП-а

Током П1, привремени фактори на страни понуде утицали су да раст БДП-а буде спорији (1,2% м.г.). С њиховим постепеним ишчезавањем у Т3 забележено је убрзање раста на 2,1% м.г. Према нашој новој пројекцији, раст БДП-а би до краја године требало додатно да убрза и да у 2017. износи око 2%. Негативно деловање фактора на страни понуде током П1, који су се у највећој мери одразили на пад активности у пољопривреди и енергетици, уједно су и кључни разлог ревизије наниже раста БДП-а за 2017, са 3% у августовском извештају на око 2% у новембарском извештају.

Домаћа тражња је наставила да пружа позитиван подстицај расту БДП-а у досадашњем делу 2017, а слична кретања очекујемо и до краја године. Томе у



великој мери доприноси наставак унапређења пословног амбијента, висок и пројектно диверсификован прилив СДИ, реализација инфраструктурних пројеката и досадашње ублажавање монетарне политике, који се позитивно одражавају на инвестиције. Такође, наставак повољних кретања на тржишту рада подстицајно делује на раст потрошње домаћинства.

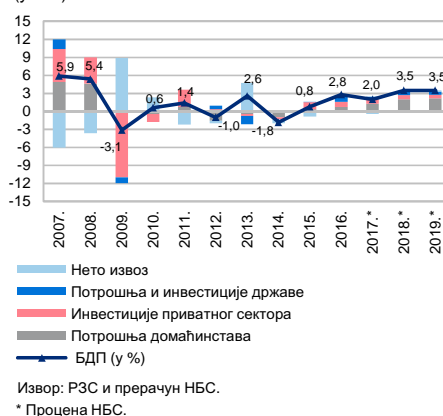
На раст БДП-а ће у 2017. деловати и раст извоза роба и услуга, захваљујући растућој екстерној тражњи и проширењу производних капацитета насталих као резултат инвестиција из претходних година. Међутим, допринос нето извоза ће у овој години вероватно бити негативан, због већег увоза енергената с почетка године условљеног хладним временом, као и очекивано нижег извоза пољопривредних производа због лоше пољопривредне сезоне.

Посматрано с производне стране, позитиван допринос расту БДП-а очекује се од наставак повољних кретања у прерађивачкој индустрији, којима доприноси реализација ранијих инвестиција и наставак раста у зони евра. Опоравак потрошње становништва очекивано се прелио и на раст активности у већини услужних сектора у досадашњем делу године. У мањој мери, позитиван допринос очекује се и од грађевинарства, где је у ТЗ остварен очекиван опоравак. С друге стране, извесно је да ће пад пољопривредне производње бити већи од очекиваног, јер су неповољни временски услови који су преовладавали током већег дела пољопривредне сезоне утицали на ниже приносе код свих значајних ратарских култура.

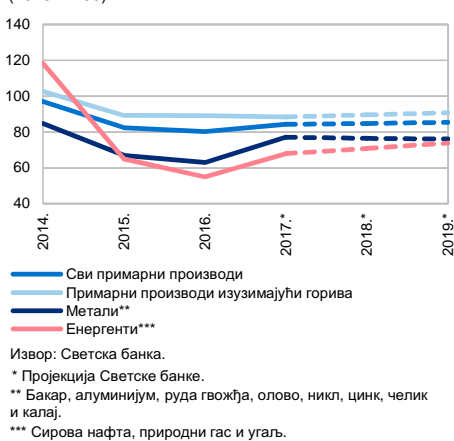
На убрзање раста БДП-а у 2018. и 2019. години, према нашој процени, у највећој мери требало би да утиче бржи раст потрошње становништва по основу даљег очекиваног раста реалног расположивог дохотка. На то би, поред наставак раста запослености, требало да делује и раст минималне зараде и пензија и плата и у јавном сектору, за које је отворен фискални простор у претходном периоду, као и очекивано очување ценовне стабилности. Допринос расту БДП-а у сличној мери као и у 2017. требало би да пруже инвестиције, по основу даљег унапређења пословног амбијента и повољних услова задуживања.

Такође, очекујемо даљи раст извоза, имајући у виду позитивне изгледе за раст екстерне тражње. С друге стране, очекујемо и раст увоза, због јачања домаће

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



Графикон V.0.15. Пројекција кретања цена примарних производа (2010 = 100)



тражње, и то како раст увоза опреме и репроматеријала за потребе привреде, тако и потрошне робе због растуће потрошње домаћинстава. Стога очекујемо да ће позитиван допринос нето извоза расту БДП-а у 2018. и 2019. бити релативно мали.

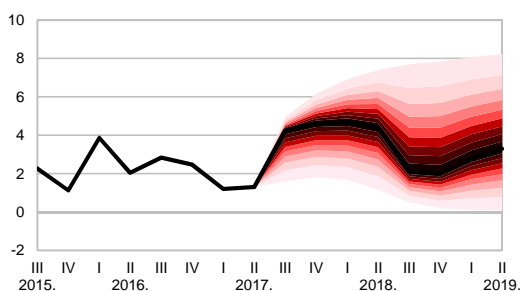
Посматрано с производне стране, очекивани даљи раст инвестиција и потрошње домаћинстава требало би да и у средњем року настави да пружа позитиван подстицај расту прерађивачке индустрије и услужних сектора, за које процењујемо да ће бити главни покретачи раста БДП-а. Поред тога, позитиван допринос очекује се и од грађевинарства, као и од опоравка пољопривреде и сектора рударства и енергетике, чији је пад у 2017. био последица деловања једнократних фактора.

Ризици пројекције за 2017. благо су асиметрични наниже и односе се пре свега на исход у секторима пољопривреде, рударства и енергетике, док су по основу динамике раста зоне евра, као и кретања на светском тржишту примарних производа (нафта, основни метали и житарице) и међународном финансијском тржишту симетрични. С обзиром на то да су ризици пројекције наниже у овој години последица шокова на страни понуде, чији ће ефекти на економску активност ишчезнути с нормализацијом услова, у наредној години по истом основу ризици пројекције су благо асиметрични навише.

Опоравак у секторима рударства и енергетике започет је у Т2, али се одвијао нешто споријом динамиком, због лоше хидролошке ситуације током лета. Иако се и до краја године очекује наставак раста у овим секторима, тај раст би могао бити нижи од

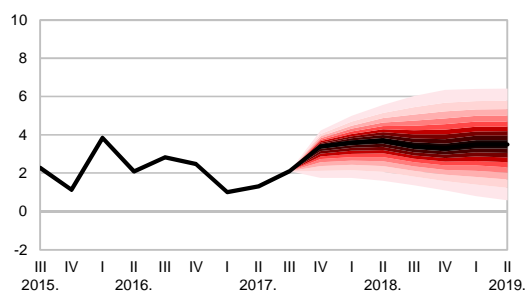
Графикон V.0.16. Поређење текуће с претходном пројекцијом раста БДП-а

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



Извор: НБС.

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



пројектованог, што би утицало на нешто нижи допринос индустрије расту БДП-а од очекиваног.

С обзиром на то да је у протеклих неколико година знатно поправљен инвестициони амбијент, да извоз карактерише широка производна и географска диверсификација, као и да већина сектора која није била под утицајем негативних ефеката фактора на страни понуде наставља да бележи добре перформансе, ценимо да је креирана основа за убрзање економског раста на одрживим основама у средњем року. Притом, динамика убрзања економског раста у наредном периоду зависиће и од динамике раста у зони евра, чије су процене током године константно ревидиране навише. Бржи економски раст у тој зони требало би да се прелије и на повољније изгледе раста у региону централне и југоисточне Европе, с којим Србија такође има развијене трговинске везе, па би се по том основу, преко веће екстерне тражње и већих инвестиција, могао очекивати и бржи раст БДП-а у Србији. С друге стране, јачање геополитичких тензија могло би у одређеној мери да успори раст у зони евра и земљама у окружењу и да се у истом смеру прелије и на кретања у Србији.

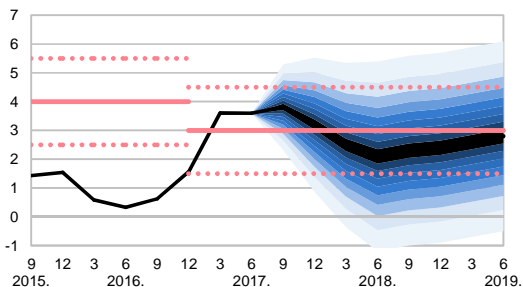
Поред тога, на пројекцију раста БДП-а утицаће и кретање на светским тржиштима примарних производа, пре свега нафте. Евентуални раст цене нафте утицао би на смањење реалног расположивог дохотка у земљама које су њени нето увозници, међу којима је и Србија, и последично нешто нижи раст БДП-а. Насупрот томе, пад цене нафте позитивно би се одразио на реални расположиви доходак становништва и трошкове пословања привреде и подстакао раст БДП-а. Такође, од значаја за раст БДП-а Србије је и кретање цена житарица и основних метала, чији је она нето извозник. У том погледу, раст ових цена на светском тржишту давао би позитиван подстицај, а њихов пад негативан подстицај кретању БДП-а Србије.

## **Поређење и остварење пројекција инфлације**

**Нова средњорочна пројекција инфлације нижа је од пројекције објављене у августовском *Извештају о инфлацији до краја ове и у III наредне године.* Након тога, до краја периода пројекције, очекујемо да ће се инфлација кретати око нивоа претпостављеног у**

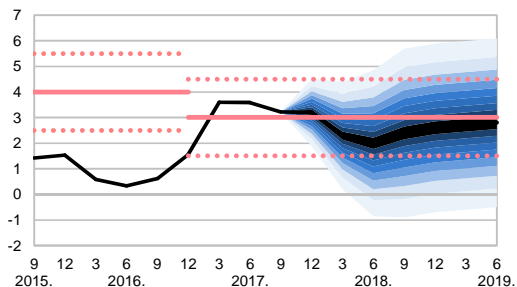
Графикон V.0.17. Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације

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

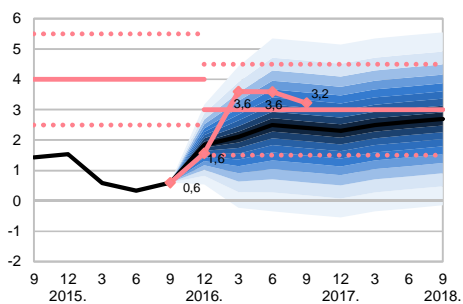


Извор: НБС.

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



Графикон V.0.18. Остварење пројекције инфлације из новембра 2016.  
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

августовској пројекцији. Нижа пројекција инфлације првенствено је резултат нижег од очекиваног раста потрошачких цена током ТЗ, као и нижих увозних цена у поређењу с претходном пројекцијом, чему је допринела и номинална апрецијација динара. Поред тога, претпостављени раст регулисаних цена нижи је у овој години од августовске пројекције инфлације.

**Инфлација се у протеклој години дана кретала у границама пројектованог распона из *Извештаја о инфлацији* за новембар 2016,** али изнад централне пројекције. На то је у највећој мери утицао раст цена нафтних деривата бржи од очекиваног, који се догодио услед опоравка цене нафте на светском тржишту, као и веће од очекиваног поскупљење воћа и поврћа почетком године услед изразито хладног времена.

Табела А  
Индикатори екстерне позиције Србије

	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	I 2017.	II 2017.	III 2017.
<b>ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ ЛИКВИДНОСТИ (у %)</b>															
Девизне резерве/увоз робе и услуга (у месецима)	6,1	9,0	7,5	5,4	9,7	8,4	8,8	7,7	7,6	6,6	6,6	6,2	5,8	5,6	5,9 <sup>2)</sup>
Девизне резерве/краткорочни дуг	177,0	265,1	250,6	162,6	220,6	191,2	299,8	237,4	268,7	294,1	260,7	245,4	245,6	248,3	
Девизне резерве/БДП	23,3	36,9	32,7	24,2	34,6	33,6	36,1	34,5	32,7	29,7	31,0	29,5	28,3	27,9	30,1
Отплата дуга/БДП	5,0	10,3	10,3	10,7	12,8	12,0	12,4	13,0	13,4	14,2	12,1	12,8	9,9	11,4	8,4 <sup>2)</sup>
Отплата дуга/извоз робе и услуга	19,8	36,2	37,5	37,5	48,8	37,5	37,3	36,0	33,0	32,7	25,9	25,5	17,8	20,2	16,2 <sup>2)</sup>
<b>ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)</b>															
Спољни дуг/БДП	59,3	58,5	59,0	62,3	72,7	79,0	72,2	80,9	74,8	77,1	78,3	76,5	76,1	73,3	
Краткорочни дуг/БДП	13,2	13,9	13,1	14,9	15,7	17,6	12,0	14,5	12,2	10,1	11,9	12,0	11,5	11,2	
Спољни дуг/извоз робе и услуга	234,9	205,7	214,3	218,9	276,9	247,1	216,5	223,6	184,0	177,7	167,8	152,4	146,8	138,5	
<b>ИНДИКАТОРИ ИЗЛОЖЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКОМ РИЗИКУ (у %)</b>															
Девизне резерве/М1	290,3	356,1	306,7	300,4	393,4	416,6	429,6	402,1	330,4	278,1	250,2	207,3	208,4	198,2	210,6
Девизне резерве/примарни новац	169,8	179,5	173,8	140,7	190,5	196,4	207,6	197,9	199,9	196,6	193,7	196,6	209,6	207,5	215,5
СТЕПЕН ОТВОРНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ)/БДП	70,8	77,4	80,1	82,6	69,0	79,8	82,7	89,8	92,6	97,7	103,1	106,8	120,7	120,9	110,6 <sup>2)</sup>
<b>МЕМОРАНДУМ (у млн евра)</b>															
БДП <sup>1)</sup>	21.103	24.435	29.452	33.705	30.655	29.766	33.424	31.683	34.263	33.319	33.491	34.617	7.847	8.754	9.517 <sup>2)</sup>
Спољни дуг	12.520	14.291	17.382	20.982	22.272	23.509	24.123	25.645	25.644	25.679	26.234	26.493	26.125	25.425	
Сервисирање спољног дуга	1.054	2.513	3.039	3.594	3.922	3.564	4.154	4.130	4.595	4.727	4.041	4.441	778	998	804 <sup>2)</sup>
Девизне резерве НБС	4.922	9.020	9.634	8.162	10.602	10.002	12.058	10.915	11.189	9.907	10.378	10.205	9.730	9.670	10.636
Краткорочни дуг <sup>3)</sup>	951	968	1.044	1.832	1.852	1.758	612	455	196	99	303	679	530	695	
Биланс текућих трансакција	-1.778	-2.356	-5.474	-7.125	-2.032	-2.037	-3.656	-3.671	-2.098	-1.985	-1.577	-1.075 <sup>4)</sup>	-673	-267	-282 <sup>2)</sup>
<b>КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ (промена рејтинга и изгледа)</b>															
	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.		
	Јул/Мај	Феб.	Јул	Март/Дец.	Дец.	Нов.	Март	Авг.	Јул	Јан.	Дец.	Јан/Март/Јун/Дец.	Март		
S&P	BB-	BB-	BB-	BB-	BB-		BB	BB-					BB-		
	/стабилан	/позитиван	/стабилан	/негативан	/стабилан		/стабилан	/негативан					/позитиван		
Fitch	BB-			BB-		BB-	BB-	BB-		B+	B+	BB-			
	/стабилан			/негативан		/стабилан	/негативан	/негативан		/стабилан	/позитиван	/стабилан			
Moody's									B1			B1	Ba3		
									/стабилан			/позитиван	/стабилан		

**Методолошка објашњења:**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

<sup>1)</sup> Према методологији ESA 2010.

<sup>2)</sup> Процена НБС.

<sup>3)</sup> По оригиналној рочности.

<sup>4)</sup> Извршена ревизија платног биланса за 2016. годину у складу с променом званичних извора података.

**Напомене:**

1. Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.

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

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

4. Од септембра 2010. измењена је методологија статистике спољног дуга тако да се у спољни дуг јавног сектора укључују обавезе по основу алокације SDR (472,1 млн евра), искоришћене у децембру 2009, док су из спољног дуга приватног сектора искључени кредити закључени пре 20. децембра 2000. по којима се не врише плаћања (968,3 млн евра, од чега се 418,5 млн евра односи на домаће банке, а 549,8 млн евра на домаћа предузећа).

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

Табела Б  
Основни макроекономски индикатори

	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	I 2017.	II 2017.	III 2017.
Реални раст БДП-а (у %) <sup>1)</sup>	5,5	4,9	5,9	5,4	-3,1	0,6	1,4	-1,0	2,6	-1,8	0,8	2,8	1,0	1,3	2,1
Потрошачке цене (у % у односу на исти месец претходне године) <sup>2)</sup>	17,7	6,6	11,0	8,6	6,6	10,3	7,0	12,2	2,2	1,7	1,5	1,6	3,6	3,6	3,2
Девизне резерве НБС (у млн евра)	4.922	9.020	9.634	8.162	10.602	10.002	12.058	10.915	11.189	9.907	10.378	10.205	9.730	9.670	10.636
Извоз робе и услуга (у млн евра) <sup>3)</sup>	5.329	6.948	8.110	9.583	8.043	9.515	11.145	11.469	13.937	14.451	15.631	17.385	4.383	4.934	4.961 <sup>6)</sup>
- 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	11,2	10,4	12,7	12,3 <sup>6)</sup>
Увоз робе и услуга (у млн евра) <sup>3)</sup>	9.612	11.970	15.468	18.267	13.099	14.244	16.487	16.992	17.782	18.096	18.899	19.597	5.087	5.651	5.563 <sup>6)</sup>
- 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	3,7	14,4	12,3	14,3 <sup>6)</sup>
Текући рачун платног биланса <sup>3)</sup>															
(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	-1.075 <sup>6)</sup>	-673	-267	-282 <sup>6)</sup>
у % БДП-а	-8,4	-9,6	-18,6	-21,2	-6,6	-6,8	-10,9	-11,6	-6,1	-6,0	-4,7	-3,1	-8,6	-3,0	-3,0 <sup>6)</sup>
Незапосленост по Анкети (у %)	20,8	20,9	18,1	13,6	16,1	19,2	23,0	23,9	22,1	19,2 <sup>7)</sup>	17,7	15,3	14,6	11,8	
Зараде (просечне за период, у еврима)	209,7	260,0	347,1	400,5	337,4	330,1	372,5	364,5	388,6	379,3	368,0	374,1	366,6	398,2	399,9
Републички буџетски суфицит/дефицит (у % БДП-а) <sup>4)</sup>	0,5	-1,7	-1,6	-1,7	-3,2	-3,4	-4,0	-5,9	-5,2	-6,3	-2,8	-0,2	0,7	2,4	2,9
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а) <sup>4)</sup>	1,2	-1,5	-1,9	-2,6	-4,4	-4,6	-4,8	-6,8	-5,5	-6,6	-3,7	-1,3	1,2	3,0	3,3
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	71,9	68,1	64,6	64,6
Курс динара према долару (просек у периоду)	66,87	67,03	58,39	55,76	67,47	77,91	73,34	88,12	85,17	88,54	108,85	111,29	116,18	111,53	101,94
Курс динара према долару (крај периода)	72,22	59,98	53,73	62,90	66,73	79,28	80,87	86,18	83,13	99,46	111,25	117,14	116,13	105,65	101,33
Курс динара према еврау (просек у периоду)	82,99	84,11	79,96	81,44	93,95	103,04	101,95	113,13	113,14	117,31	120,73	123,12	123,88	122,86	119,76
Курс динара према еврау (крај периода)	85,50	79,00	79,24	88,60	95,89	105,50	104,64	113,72	114,64	120,96	121,63	123,47	123,97	120,85	119,37
МЕМОРАНДУМ:															
БДП (у млн евра) <sup>5)</sup>	21.103	24.435	29.452	33.705	30.655	29.766	33.424	31.683	34.263	33.319	33.491	34.617	7.847	8.754	9.517 <sup>6)</sup>

<sup>1)</sup> У сталним ценама претходне године.

<sup>2)</sup> Цене на мало до 2006. године.

<sup>3)</sup> 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.

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

<sup>5)</sup> Према методологији ЕСА 2010.

<sup>6)</sup> Процена НБС.

<sup>7)</sup> Ревидирани подаци за 2014. и 2015. годину према новој методологији *Анкета о радној снази*.

<sup>8)</sup> Извршена ревизија платног биланса за 2016. годину у складу с променом званичних извора података.

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	10
III.0.2.	Допринос мг. стопи раста потрошачких цена	10
III.0.3.	Допринос тромесечној стопи раста потрошачких цена	11
III.0.4.	Допринос тромесечној стопи раста произвођачких цена	11
III.0.5.	Домаћа инфлација и екстерне цене	12
III.0.6.	Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред	15
III.0.7.	Перципирана и очекивана инфлација становништва	15
III.0.8.	Очекивана инфлација за две године унапред	15
IV.1.1.	Динарска ликвидност	17
IV.1.2.	Кретање каматних стопа	17
IV.1.3.	Крива приноса на међубанкарском тржишту новца	18
IV.1.4.	Примарно тржиште државних ХоВ у динарима – коефицијент реализације и учешће страних инвеститора	18
IV.1.5.	Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ	18
IV.1.6.	Кретање каматних стопа на динарске кредите и депозите привреди и становништву	19
IV.1.7.	Кретање каматних стопа на девизне кредите и депозите привреди и становништву	19
IV.1.8.	Показатељ премије ризика – <i>EMBI</i> по земљама	19
IV.1.9.	Приноси на еврообвезнице земаља у региону	20
IV.1.10.	Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала	20
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	22
IV.1.16.	Кретање курсева одређених националних валута према евр	23
IV.1.17.	Индекс <i>BELEX15</i> и промет на Београдској берзи	23
IV.1.18.	Кретање берзанских индекса у региону	24
IV.2.1.	Монетарни агрегати и потрошачке цене	24
IV.2.2.	Доприноси мг. расту М2, секторска структура	24
IV.2.3.	Домаћи кредити немонетарном сектору и М3	25
IV.2.4.	Кредитна активност и БДП	25
IV.2.5.	Структура новоодобрених кредита привреди	26
IV.2.6.	Утицај појединих фактора на промену кредитних стандарда у одобравању кредита и кредитних линија предузећима	26
IV.2.7.	Структура новоодобрених кредита становништву	27
IV.2.8.	Утицај појединих фактора на промену кредитних стандарда у одобравању кредита и кредитних линија становништву	28
IV.2.9.	Учешће динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву	28
IV.2.10.	Учешће <i>NPL</i> у укупним кредитима, бруто принцип	29
IV.3.1.	Индекси цена непокретности <i>DOMex</i> и број прометованих непокретности	32
IV.3.2.	Индекси броја издатих дозвола новоградње	32
IV.4.1.	Доприноси мг. стопи раста БДП-а – расходна страна	33
IV.4.2.	Потрошња домаћинстава	33
IV.4.3.	Потрошња државе	34
IV.4.4.	Извоз и увоз робе и услуга	35
IV.4.5.	Кретање показатеља екстерне тражње и базичног извоза Србије	35
IV.4.6.	Извоз услуга	35
IV.4.7.	Увоз енергената	36
IV.4.8.	Робна размена у еврима	36

IV.5.1.	Кретање показатеља економске активности	39
IV.5.2.	Физички обим производње у енергетици и рударству	39
IV.5.3.	Физички обим производње по гранама прерађивачке индустрије	40
IV.5.4.	Доприноси мг. расту физичког обима индустријске производње	40
IV.5.5.	Показатељи грађевинске активности	40
IV.5.6.	Показатељи активности сектора услуга	41
IV.6.1.	Кретање реалне нето зараде (дсз. подаци)	41
IV.6.2.	Кретање реалне нето зараде (мг. раст, у %)	42
IV.6.3.	Однос просечне номиналне нето зараде у јавном сектору и ван јавног сектора	42
IV.6.4.	Кретање продуктивности, бруто реалних зарада и јединичних трошкова рада у индустрији	42
IV.6.5.	Показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази	43
IV.7.1.	Доприноси мг. стопи раста БДП-а зоне евра	44
IV.7.2.	Кретање БДП-а и показатеља економске активности зоне евра	44
IV.7.3.	Водећи показатељи сектора производње по земљама – <i>PMI Manufacturing</i>	45
IV.7.4.	Водећи економски показатељи у САД	45
IV.7.5.	Кретања на тржишту рада у САД	46
IV.7.6.	Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2017. и 2018. ММФ-а	46
IV.7.7.	Кретање хармонизованог индекса потрошачких цена по земљама	47
IV.7.8.	Дугорочна тржишна инфлациона очекивања у зони евра	47
IV.7.9.	Кретање референтних стопа по земљама	48
IV.7.10.	Остварена и очекивана референтна каматна стопа ФЕД-а	49
IV.7.11.	Имплицитна волатилност међународног финансијског тржишта	50
IV.7.12.	Принос на десетогодишње обвезнице по земљама	51
IV.7.13.	Кретање курса одређених националних валута према долару	51
IV.7.14.	Кретање цена нафте и бакра	51
IV.7.15.	Индекс цена примарних производа	52
IV.7.16.	Индекс светских цена хране	52
V.0.1.	Индекс монетарних услова	54
V.0.2.	Реална каматна стопа	54
V.0.3.	Производни јаз	54
V.0.4.	Фискална кретања	55
V.0.5.	Претпоставка о инфлацији у зони евра	56
V.0.6.	Претпоставка о кретању светских цена примарних пољопривредних производа	57
V.0.7.	Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент	57
V.0.8.	Дефицит текућег рачуна и нето прилив СДИ	58
V.0.9.	Краткорочна пројекција инфлације	59
V.0.10.	Пројекција инфлације	59
V.0.11.	Пројекција компоненти инфлације	60
V.0.12.	Утицај РМТП на кретање цена хране	60
V.0.13.	Пројекција раста БДП-а	62
V.0.14.	Доприноси реалном расту БДП-а	63
V.0.15.	Пројекције кретања цена примарних производа	63
V.0.16.	Поређење текуће с претходном пројекцијом раста БДП-а	64
V.0.17.	Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације	66
V.0.18.	Остварење пројекције инфлације из новембра 2016.	66

**Табеле**

III.0.1. Допринос м. стопи раста потрошачких цена	9
III.0.2. Раст потрошачких цена по компонентама	9
III.0.3. Показатељи раста цена	11
IV.2.1. Монетарни агрегати	25
IV.4.1. Кретање главних показатеља и извора потрошње домаћинства	33
IV.4.2. Показатељи кретања инвестиција	34
IV.5.1. Доприноси тромесечном расту БДП-а	41
IV.6.1. Кретања формалне запослености и незапослености	43
IV.7.1. Процена привредног раста по земљама	46
V.0.1. Претпоставке пројекције	55
Табела А. Индикатори екстерне позиције Србије	67
Табела Б. Основни макроекономски индикатори	68

**Графикони у освртима**

O.1.1. Кретање показатеља инфлације	13
O.1.2. Доприноси појединих група производа и услуга међугодишњој базној инфлацији	14
O.1.3. Доприноси појединих група производа и услуга међугодишњој инфлацији	14
O.2.1. Структура <i>NPL</i> , бруто принцип	30
O.2.2. Утицај отписа <i>NPL</i> на раст кредитне активности	30
O.3.1. Близина Србије „најбољој пракси”	38
O.3.2. Показатељи пословног окружења	38

**Табела у освртима**

O.3.1. Индекс глобалне конкурентности за Србију	37
---	----

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

### 2016. година

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

### 2017. година

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

## Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије

### Саопштење са седнице Извршног одбора, 7. 9. 2017.

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је, на данашњој седници, да референтну каматну стопу смањи на ниво од 3,75 одсто.

Доносећи такву одлуку, Извршни одбор је имао у виду да је текућа инфлација, као и средњорочна августовска пројекција инфлације, нижа у односу на мајску пројекцију, како за ову, тако и за наредну годину.

Ниска и стабилна базна инфлација на нивоу од око 2 одсто међугодишње, која се у јулу спустила на 1,7 одсто, као и инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде унутар граница циља, указују на то да су инфлаторни притисци и даље ниски. Такође, фискална кретања од почетка године знатно су повољнија од очекиваних, уз остварен суфицит на консолидованом нивоу од око 2,1 одсто бруто домаћег производа у првој половини године. Поред тога, и у односу на нижу августовску пројекцију, инфлаторни притисци су додатно снижени по основу нижих увозних цена изражених у динарима и пада премије ризика земље, која је достигла најнижи ниво откада се прати за Србију.

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

Извршни одбор је оценио да кретања на међународном робном и финансијском тржишту и даље карактерише неизвесност, што налаже опрезност монетарне политике. Неизвесно је кретање светских цена примарних производа, а посебно нафте. На међународном финансијском тржишту, неизвесност у највећој мери и даље проистиче из дивергентности монетарних политика водећих централних банака, ФЕД-а и Европске централне банке, што може да утиче на токове капитала према земљама у успону. Ипак, инфлација у међународном окружењу и даље је ниска, а последњих месеци, са исцрпљивањем ефеката раста цена енергената, додатно се успорава. Такође, упркос економском опоравку, нема сигнала да расту инфлаторни притисци са стране тражње и да би заостравање монетарне политике водећих централних банака могло бити брже од најављеног.

Смањењем референтне каматне стопе у условима ниских инфлаторних притисака, Народна банка Србије пружа додатну подршку кредитној активности и привредном расту.

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

### Саопштење са седнице Извршног одбора, 9. 10. 2017.

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је, на данашњој седници, да референтну каматну стопу смањи на ниво од 3,5 одсто.

Доносећи такву одлуку, Извршни одбор је имао у виду пре свега средњорочну пројекцију инфлације и кретање њених кључних фактора.

Међугодишња инфлација се од почетка године креће у границама циља и у августу је смањена на 2,5%. Настављено је смањење базне инфлације на 1,5% међугодишње, као и инфлационих очекивања како за једну, тако и за две године унапред, што указује на то да су инфлаторни притисци и даље ниски. Такође, негативни ефекти суше на цене хране били су мањи од очекиваних. У односу на августовску пројекцију, у правцу ниже инфлације делују и ниже увозне цене изражене у динарима и пад премије ризика земље на најнижи ниво од када се прати за Србију. Додатно, фискална кретања су повољнија од очекиваних, што потврђује остварен суфицит на консолидованом нивоу од око 2% бруто домаћег производа у осам месеци.

И за наредни период, Извршни одбор очекује да ће се инфлација кретати у границама циља од 3,0 одсто  $\pm$  1,5 процентних поена. Поред поменутих фактора, инфлацију ће успоравати и висока база код цена нафтних деривата, а почетком 2018. и излазак овогодишњих једнократних поскупљења појединих производа и услуга из међугодишњег обрачуна. У средњем року, у супротном смеру, деловаће постепен раст светских цена примарних пољопривредних производа и агрегатне тражње у Србији.

Извршни одбор је оценио да кретања на међународном робном и финансијском тржишту и даље карактерише неизвесност. Неизвесно је кретање светских цена примарних производа, о чему сведочи и волатилност цена нафте током септембра. На међународном финансијском тржишту, неизвесност у највећој мери и даље проистиче из дивергентности монетарних политика водећих централних банака, ФЕД-а и Европске централне банке, што може да утиче на токове капитала према земљама у успону. Међутим, упркос глобалном економском опоравку, за сада нема сигнала да расту инфлаторни притисци на страни тражње и да би заоштравање монетарне политике водећих централних банака могло бити брже од најављеног. Такође, Извршни одбор истиче да је, захваљујући повољним макроекономским изгледима за наредни период, Србија данас отпорнија на потенцијално негативне утицаје из међународног окружења.

Додатним смањењем референтне каматне стопе у условима ниских инфлаторних притисака, Народна банка Србије пружа додатну подршку кредитној активности и привредном расту.

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

#### Саопштење са седнице Извршног одбора, 9. 11. 2017.

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је, на данашњој седници, да референтну каматну стопу задржи на нивоу од 3,5 одсто.

Доносећи такву одлуку, Извршни одбор је имао у виду нову, новембарску пројекцију инфлације и кретање њених кључних фактора, очекиване ефекте претходног ублажавања монетарне политике, као и боље економске перформансе током трећег тромесечја и изгледе за наредни период.

Извршни одбор је оценио да су инфлаторни притисци и даље ниски, на шта указују успоравање укупне и базне инфлације последњих месеци, као и усидрена инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде у границама циља Народне банке Србије. Ефекти суше на цене хране били су мањи од очекиваних, а на смањење инфлације делују и ниже увозне цене. Поред тога, фискална кретања од почетка године знатно су повољнија од очекиваних, а премија ризика је пала на најнижи ниво откада се прати за Србију, чему је, поред глобалних фактора, допринело јачање домаћих макроекономских фундамената.

Извршни одбор очекује да ће инфлација и у наредном периоду наставити да се креће у границама циља,  $3,0 \pm 1,5\%$ , и да ће у првој половини 2018. бити на нижем нивоу од тренутног, због ефекта високе базе код цена нафтних деривата и других производа који су једнократно поскупели почетком ове године. У супротном смеру деловаће очекиван раст цена примарних пољопривредних производа и агрегатне тражње.

На данашњој седници, Извршни одбор је усвојио новембарски *Извештај о инфлацији*, који ће јавности бити представљен у среду, 15. новембра. Том приликом, детаљно ће бити образложене одлуке монетарне политике и макроекономска кретања која их опредељују.

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