



Народна банка Србије

2017

јануар–јун

ПОЛУГОДИШЊИ ИЗВЕШТАЈ

О МОНЕТАРНОЈ ПОЛИТИЦИ

2017

јануар–јун

ПОЛУГОДИШЊИ ИЗВЕШТАЈ
О МОНЕТАРНОЈ ПОЛИТИЦИ

НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

Београд, Краља Петра 12

Тел. 011/3027-100

Београд, Немањина 17

Тел. 011/333-8000

www.nbs.rs

Тираж: 80 примерака

ISSN 2217-6292

Уводна напомена

Годишњи извештај о монетарној политици, уз образложење свих фактора који су утицали на спровођење монетарне политике, Народна банка Србије подноси Народној скупштини најкасније до 30. јуна наредне године. Такође, Народна банка Србије најкасније до 30. септембра текуће године подноси Народној скупштини *полугодишњи извештај о монетарној политици*, уз образложење свих фактора који су утицали на спровођење монетарне политике.¹

Статутом Народне банке Србије² утврђено је да наведени извештаји садрже податке и анализе о стратегији монетарне политике, макроекономским кретањима (међународном окружењу, платнобилансним кретањима, међународној инвестиционој позицији земље, монетарним агрегатима, кретању цена, зарадама и запослености, као и другим макроекономским кретањима), о утврђеној и спроведеној монетарној политици (утврђеним и оствареним циљевима монетарне политике, примењеним инструментима и мерама монетарне политике и другим питањима у вези с монетарном политиком), као и о планираној монетарној политици.

Полугодишњи извештај о монетарној политици – јануар–јун 2017. размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 7. септембра 2017. године.

Извештаји о монетарној политици 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

¹ Закон о Народној банци Србије, „Службени гласник РС”, бр. 72/2003, 55/2004, 85/2005 – др. закон, 44/2010, 76/2012, 106/2012, 14/2015 и 40/2015 – одлука УС.

² „Службени гласник РС”, бр. 12/2013, 18/2015 и 72/2015.

**СКРАЋЕНИЦЕ КОРИШЋЕНЕ
У ОВОМ ИЗВЕШТАЈУ**

БДП – бруто домаћи производ

б.п. – базни поен

ДФО – друге финансијске организације

дсз. – десезонирано

ЕБРД – Европска банка за обнову и развој

ЕЦБ – Европска централна банка

ЕМВИ – индекс обвезница тржишта у успону

ИПЦ – индекс потрошачких цена

МДТ – међубанкарско девизно тржиште

млн – милион

млрд – милијарда

мг. – међугодишње

ММФ – Међународни монетарни фонд

NPL – проблематични кредити

ОРЕС – Организација земаља извозница нафте

П – полугодиште

п.п. – процентни поен

РС – Република Србија

СДИ – стране директне инвестиције

Т – тромесечје

ФЕД – Систем федералних резерви САД

ХоВ – хартије од вредности

Не наводе се друге општепознате скраћенице.

Садржај

Резиме	1
I. Стратешки оквир монетарне политике	5
II. Монетарна политика и остварење циљане инфлације	7
1. Монетарна политика у периоду јануар–јун 2017. године	7
2. Инструменти монетарне политике	8
Операције на отвореном тржишту	9
Депозитне и кредитне олакшице	9
Обавезна резерва	10
Операције на девизном тржишту	10
Девизни своп	11
3. Остварење циљане инфлације у периоду јануар–јун 2017. године	11
III. Макроекономски услови спровођења монетарне политике	13
1. Међународно окружење	13
2. Међународне трансакције	16
Платнобилансна кретања и девизне резерве	16
Међународна инвестициона позиција земље	19
3. Кретања на финансијском тржишту	20
Каматне стопе	20
Премија ризика земље	22
Кретања на девизном тржишту и курс динара	23
Кретања на берзи	24
4. Новац и кредити	25
Монетарни агрегати М1, М2 и М3	25
Кредити банака	26
5. Показатељи степена динаризације	29
6. Инфлациона очекивања	31
7. Фискална политика	32
8. Агрегатна тражња	33
Домаћа тражња	33
Нето екстерна тражња	34
9. Економска активност	35
10. Зараде и запосленост	37
Додатак 1. Програм монетарне политике Народне банке Србије у 2017. години	41
Списак графикана и табела	43

Резиме

Инфлација се од почетка 2017. креће у границама новог, нижег циља $3 \pm 1,5\%$ и у јуну је износила $3,6\%$ међугодишње. Као и у другим земљама, њено кретање почетком године било је под утицајем опоравка светске цене нафте, које се бележи од друге половине 2016, али и ефеката хладног времена. Све то је утицало да раст цена поврћа и огрева у првом тромесечју буде изнад сезонски уобичајеног. Нижа инфлација током другог тромесечја потврдила је да је почетком године инфлација била вођена једнократним поскупљењем малог броја производа и услуга. Да су инфлаторни притисци ниски, потврђује и ниска и стабилна базна инфлација (по искључењу енергије, хране, алкохола и цигарета), која се од почетка године кретала на нивоу од око 2% међугодишње.

Према пројекцији Народне банке Србије, међугодишња инфлација ће наставити да се креће у оквиру граница новог, нижег циља у наредне две године, за колико се она пројектује. Инфлацију ће у наредном периоду успоравати висока база код цена нафтних деривата, а од почетка 2018. и излазак овоугодишњих једнократних поскупљења појединих производа и услуга из међугодишњег обрачуна, због чега ће се од почетка наредне године кретати на нижем нивоу од тренутног. У супротном смеру деловаће постепен раст светских цена примарних пољопривредних производа и агрегатне тражње у Србији.

Кретања у међународном окружењу већ дуже време карактерише неизвесност и на међународном робном, и на финансијском тржишту, што упућује на опрезност приликом доношења одлука о мерама монетарне политике. На светским робним тржиштима неизвесност је постојала пре свега у погледу кретања цена нафте, док је на финансијском тржишту неизвесност проистицала из дивергентних монетарних политика водећих централних банака – Система федералних резерви и Европске централне банке. То је чинило неизвесним глобалне токове

капитала према земљама у успону, а тиме и Србији, с тим да су бољи изгледи глобалног привредног раста повећавали спремност за улагања током другог тромесечја.

Србија је, захваљујући побољшању макроекономских перформанси и изгледа, повећала отпорност своје привреде на спољне потресе, што је резултирало падом премије ризика земље на десетогодишњи минимум током маја и јуна. То, у дужем периоду, подржава и релативну стабилност курса динара. Динар је према евр, посматрано од почетка године закључно с јуном, ојачао за $2,2\%$, а према долару за $10,9\%$ услед осетног јачања евра према долару. Краткорочни притисци ка слабљењу динара почетком године последица су високе тражње домаћих предузећа за девизама, највише увозника енергената, као и неизвесности на међународном финансијском тржишту, због чега су страни инвеститори наставили да смањују своје портфеле државних хартија од вредности. Током фебруара и марта депрецијацијски притисци су слабили, да би од априла почели да преовлађују апрецијацијски притисци. Томе су допринели бољи извозни резултати, висок прилив страних директних инвестиција, повратак страних инвеститора на тржиште државних хартија од вредности, сезонски раст прилива дознака, као и раст валутно индексиране активе банака. Како би ублажила прекомерне краткорочне флукуације динара према евр, Народна банка Србије је у првом тромесечју интервенисала на међубанкарском девизном тржишту продајом, а у другом тромесечју куповином девиза и у посматраном периоду је била нето купац девиза у износу од 160,0 милиона евра.

Референтна каматна стопа задржана је током првог полугодишта 2017. године на непромењеном нивоу од $4,0\%$, на ком се налази од јула 2016. Одлучујући да не мења висину референтне стопе, Извршни одбор Народне банке Србије имао је у виду очекивано кретање инфлације у средњем року и њене кључне

факторе, ефекте претходног ублажавања монетарне политике, као и нижи циљ за инфлацију. Поред тога, опрезно вођење монетарне политике налагала је и неизвесност на међународном финансијском и робном тржишту. Процењивало се да ће ризике из међународног окружења ублажавати бољи макроекономски изгледи наше привреде због спровођења фискалне консолидације и структурних реформи, пуне координације монетарне и фискалне политике и смањене спољне неравнотеже, а у одређеној мери и експанзивна монетарна политика Европске централне банке.

Досадашње ублажавање монетарне политике Народне банке Србије, ниске каматне стопе у зони евра, смањење унутрашње и спољне неравнотеже, појачана конкуренција међу банкама, раст економске активности и опоравак на тржишту рада допринели су убрзању кредитне активности, на 4,5% међугодишње у јуну (искључујући ефекат девизног курса). По искључењу ефекта отписа проблематичних кредита, који је извршен током претходне и ове године, међугодишњи раст укупних кредита убрзан је на 6,7%. Притом, спровођење Стратегије за решавање проблематичних кредита наставља да даје добре резултате. Учешће проблематичних кредита, рачунато по бруто принципу, у јуну је износило 15,6%, што је најнижи ниво од априла 2009. и за 6,7 процентних поена ниже него у августу 2015, када је Стратегија усвојена.

Кретање економске активности од почетка године било је под негативним утицајем шокова на страни понуде, док су домаћа и екстерна тражња наставиле да делују позитивно. Хладно време почетком године највеће негативне последице имало је на кретања у пољопривреди, рударству, енергетици и грађевинарству. Раст бруто домаћег производа у првој половини године износио је 1,2% међугодишње и био је подстакнут наставком позитивних кретања у прерађивачкој индустрији и већини услужних сектора. Посматрано по областима прерађивачке индустрије, раст физичког обима у периоду јануар–јун забележен је у 18 од 24 области, односно у 85% прерађивачке индустрије. Поред веће екстерне тражње, том расту су допринеле инвестиције у нове пројекте, који су широко распрострањени по областима прерађивачке индустрије и усмерени на извоз.

Посматрано с расходне стране, раст бруто домаћег производа био је вођен домаћом тражњом, тј. потрошњом и инвестицијама. Позитиван допринос потрошње домаћинства остварен је пре свега захваљујући позитивним кретањима на тржишту

рада, тј. расту запослености и зарада у приватном сектору. Расту инвестиција доприносили су постигнута макроекономска стабилност и очувана финансијска стабилност, поправљање инвестиционог и пословног амбијента, као и реализација стратешки важних инфраструктурних пројеката.

Извоз изражен у еврима у првој половини године, у односу на исти период претходне године, виши је за 11,5%, при чему је задржана широка производна распрострањеност. Истовремено, робни увоз изражен у еврима повећан је за 12,8%, што се дугује пре свега повећаним потребама индустрије за опремом и средствима за репродукцију. Посматрано по групама производа, најзначајнији допринос расту увоза потекао је од набавки енергената услед повећаних потреба током хладног таласа. То је, уз очекивано већи одлив по основу примарног дохотка, за последицу имало дефицит текућег рачуна који је био за око 426 милиона евра виши него у истом периоду 2016. Истовремено, прилив страних директних инвестиција виши је за 23,4% међугодишње, услед чега је, уз битно мањи одлив по основу портфолио инвестиција и финансијских кредита, забележен знатан суфицит на финансијском рачуну. У остатку године очекујемо убрзање динамике извоза, чему ће доприносити очекивани већи раст зоне евра и наших других важних спољнотрговинских партнера, као и успоравање динамике увоза, које је евидентно и у јуну. То би требало да резултира задржавањем дефицита текућег рачуна ове године на око 4% бруто домаћег производа. Такође, очекујемо да ће дефицит текућег рачуна и даље у пуној мери бити покривен нето приливом страних директних инвестиција, који се за ову годину процењује на 1,7 милијарди евра.

Девизне резерве Србије и даље су на нивоу који обезбеђује заштиту од екстерних ризика – на крају јуна износиле су 9.670,3 милиона евра, што је износ којим се обезбеђује покривеност увоза робе и услуга од близу шест месеци и новчане масе М1 од око 200%.

Позитивни фискални трендови настављени су и у 2017. години. Консолидовани буџетски суфицит у првом полугодишту 2017, вођен пре свега већим растом фискалних прихода, износио је 44,1 милијарду динара (2,2% процењеног бруто домаћег производа). Притом, ако се изузму расходи за камате, на нивоу опште државе остварен је суфицит од 5,7% бруто домаћег производа, што је, такође, показатељ успешности фискалне консолидације и предуслов за обезбеђење одрживости јавних финансија. Реални раст прихода (5,4% међугодишње) остварен је захваљујући расту прихода од пореза на добит по

основу веће профитабилности предузећа у претходној години, затим већих доприноса услед опоравка тржишта рада, као и прихода од пореза на додатну вредност по основу већег промета и боље наплате фискалних прихода. Истовремено, расходи су у односу на исти период претходне године реално нижи (за 1,5%), чему доприносе пре свега мањи издаци за камате. Учешће јавног дуга централне државе, чија је растућа путања преокренута прошле године захваљујући фискалним напорима, наставило је да се смањује и у овој години.

Народна банка Србије наставила је да подржава процес динаризиције као један од стратешких циљева, и то политиком обавезне резерве, којом стимулише банке да у већој мери користе динарске изворе

средстава, као и коришћењем мера макроруденцијалне политике. Те мере су, уз остварене резултате на пољу макроекономске стабилности, пре свега обезбеђењем ценовне и финансијске стабилности, доприносиле даљем расту степена динаризиције и кредита и депозита.

Извршни одбор ће и даље користити све расположиве инструменте монетарне политике, пажљиво их одмеравајући, како би и у наредном периоду одржао ниску, стабилну и предвидиву инфлацију и очувао стабилност финансијског система. Постигнути резултати потврђују да је то најбољи начин на који Народна банка Србије може да допринесе и привредном расту, и повећању стандарда становништва на одрживим основама.

I. Стратешки оквир монетарне политике

Потпуно циљање инфлације представља монетарну стратегију Народне банке Србије почев од 2009, с тим што су елементи овог режима у праксу постепено увођени од 2006. године. У децембру 2008. Монетарни одбор Народне банке Србије¹ усвојио је Меморандум о циљању (таргетирању) инфлације као монетарној стратегији, којим је и формално дефинисана примена режима циљања инфлације од 1. јануара 2009. Меморандум је сачињен у складу са Споразумом Народне банке Србије и Владе РС о циљању инфлације, усвојеним на седници Владе РС 19. децембра 2008, у којем је оцењено да циљање инфлације у постојећим околностима представља најадекватнији режим монетарне политике у Србији.

Режим циљања инфлације спроводи велики број централних банака као прагматичан одговор на недостатке других режима монетарне политике. Томе је допринело схватање да високе стопе инфлације утичу на смањење привредног раста и запослености и да фокус монетарне политике треба померити с краткорочног управљања тражњом на средњорочну ценовну стабилност, која је у основи режима циљања инфлације. Режим циљања инфлације више је оквир него скуп ригидних правила монетарне политике – у основи је нумерички циљ за инфлацију на средњи рок, у оквиру кога се задржава дискреционо право у реаговању на економске поремећаје на кратак рок.

Циљ Народне банке Србије за инфлацију дефинисан је као стопа укупне инфлације (с дозвољеним одступањем) мерена годишњом процентуалном променом индекса потрошачких цена. Циљ је утврђен у виду јединствене вредности с дозвољеним одступањем.

Постигнута и одржана ниска и стабилна инфлација три године заредом, знатно поправљање макроекономских фундамената и изгледа наше привреде за наредни период, којима су допринели успешна координација монетарне и фискалне политике и одлични резултати фискалне консолидације, омогућили су Народној банци Србије да у новембру 2016, у сарадњи с Владом РС, донесе одлуку о **смањењу циљане стопе инфлације за 1 п.п., на $3,0 \pm 1,5\%$ од 2017.**² Важан разлог за промену циља већ дужи период су ниска и релативно стабилна инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде како за годину, тако и за две године унапред, што је истовремено потврда већег кредибилитета монетарне политике Народне банке Србије. Поред тога, раст регулисаних цена у последње три године знатно је спорији него што је то раније био случај. С обзиром на то да је наведена промена резултат опредељења Владе РС да нерационалности у пословању јавних предузећа решава првенствено смањењем трошкова пословања, а не поскупљењима робе и услуга тих предузећа, раст регулисаних цена требало би да остане релативно низак и у наредном периоду.

Снижење циља потврђује одлучност носилаца економске политике да инфлација у средњем року остане ниска, стабилна и предвидива. И на тај начин се доприноси даљем унапређењу пословне и инвестиционе климе, паду дугорочних динарских каматних стопа, као и већој употреби динара у финансијским трансакцијама, а тиме и смањењу валутног ризика и трошкова привреде, становништва и државе. Поред тога, нови, нижи циљ за инфлацију

¹ У складу са Законом о изменама Закона о Народној банци Србије („Службени гласник РС“, бр. 44/2010), Извршни одбор, као орган Народне банке Србије, преузео је сва овлашћења дотадашњег Монетарног одбора.

² Меморандум Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације до 2018. године (пречишћен текст).

и даље је изнад нивоа квантитативне дефиниције ценовне стабилности и нивоа циљане инфлације у развијеним земљама (2,0% или 2,5%), чиме је остављен простор за даље одвијање процеса ценовне конвергенције.

Ширина дозвољеног одступања од циља задржана је на нивоу од $\pm 1,5$ п.п., што умањује потребу за честим реакцијама монетарне политике и доприноси већој предвидивости монетарних услова. Србија, као мала и отворена привреда, изложена је дешавањима на међународном робном и финансијском тржишту, која **привремено** могу да узрокују волатилност укупне инфлације. Распон дозвољеног одступања од циља оставља Народној банци Србије већи простор да води рачуна и о свом другом циљу – финансијској стабилности, као и да подржава економску политику Владе РС, која подстиче одрживи привредни раст.

Поред тога, треба имати у виду да је циљана инфлација средњорочни циљ, тј. да остварена инфлација може краткорочно одступати од циљане услед егзогених поремећаја. Народна банка Србије дозволиће привремено одступање инфлације од утврђеног циља у случају када би враћање инфлације на циљ у кратком временском периоду захтевало такве промене у монетарној политици које би изазвале додатне макроекономске поремећаје. То се односи и на случајеве наглих промена цена примарних производа или на одступања у планираном расту цена производа које су под

директним или индиректним утицајем одлука Владе РС.

Циљану стопу инфлације Народна банка Србије настоји да постигне **променама референтне каматне стопе, која се примењује у спровођењу главних операција на отвореном тржишту**. Та каматна стопа представља основни инструмент монетарне политике, а одлуке о њеној висини доносе се на основу анализе економске ситуације и оцене будућих кретања, као и средњорочне пројекције инфлације. Остали инструменти монетарног регулисања имају помоћну улогу – доприносе несметаној трансмисији утицаја референтне каматне стопе на тржиште, као и развоју финансијског тржишта без угрожавања стабилности финансијског система.

Народна банка Србије **спроводи режим руковођено пливајућег девизног курса**. У том режиму Народна банка Србије спроводи интервенције на девизном тржишту у случају прекомерних краткорочних осцилација на девизном тржишту, угрожености финансијске и ценовне стабилности, као и потребе да се заштити адекватан ниво девизних резерви.

Ради јачања транспарентности монетарне политике и отворене комуникације с јавношћу, Извршни одбор доноси одлуке о монетарној политици према утврђеном распореду седница и редовно обавештава јавност о остварењу утврђених циљева за инфлацију и мерама које предузима ради њиховог остваривања.

II. Монетарна политика и остварење циљане инфлације

1. Монетарна политика у периоду јануар–јун 2017. године

Монетарна политика се у П1 2017. водила у складу с **Програмом монетарне политике Народне банке Србије у 2017. години.**³ У Програму се истиче да ће Народна банка Србије настојати да оствари циљ за инфлацију пажљиво пратећи тенденције у домаћем и међународном окружењу, и то како на међународном финансијском тржишту, тако и на тржишту примарних производа. Притом, циљ за инфлацију је од почетка 2017. године смањен за 1 п.п., на $3,0 \pm 1,5\%$, што потврђује одлучност Народне банке Србије и Владе РС да инфлација у средњем року остане ниска, стабилна и предвидива. У Програму се наводи да Народна банка Србије очекује да ће позитивни ефекти фискалне консолидације и структурних реформи у 2017. години наставити да доприносе отпорности домаће привреде на екстерне потресе, а тиме и макроекономској и ценовној стабилности. Такође, Програм предвиђа да ће Народна банка Србије и током 2017. године задржати флексибилност у коришћењу инструмената монетарне политике, имајући у виду очекиване ефекте дотадашњег ублажавања монетарне политике на кретање инфлације и уважавајући неизвесност на глобалном тржишту капитала.

Референтна каматна стопа – основни инструмент монетарне политике Народне банке Србије – **задржана је током П1 на непромењеном нивоу од 4,0%.** Одлучујући да не мења висину референтне стопе, Извршни одбор је имао у виду очекивано

кретање инфлације у средњем року и њене кључне факторе, ефекте дотадашњег ублажавања монетарне политике, као и нижи циљ за инфлацију.

Извршни одбор је истицао да ће инфлација остати ниска и стабилна и да ће се од почетка 2017. године кретати унутар граница новог, нижег циља. Очекивао је да ће на постепен раст инфлације деловати ниска база код цена воћа и поврћа, као и постепен раст агрегатне тражње у Србији и инфлације у међународном окружењу. Истовремено, процењивао је да ће инфлацију још неко време успоравати ниски трошкови сировина у производњи хране, а од марта и висока база код цена нафтних деривата. Да су инфлаторни притисци и даље ниски, потврђује и стабилно кретање базне инфлације на нивоу од око 2% м.г. Поред тога, на ниске инфлаторне притиске указују и усидрена инфлациона очекивања – финансијски сектор и привреда су и током П1 сматрали да ће стабилност цена бити очувана и у кратком и у средњем року.

Када су у питању цене воћа и поврћа, добра пољопривредна сезона прошле године резултирала је падом њихових цена, па се, уз претпостављену просечну пољопривредну сезону ове године, очекивао њихов раст. Међутим, тај раст је због изразито хладног времена почетком године био виши од сезонски уобичајеног. Потврда да је инфлација од почетка године била вођена једнократним поскупљењима изазваним пре свега хладним временом стигла је у мају, са знатним падом цена поврћа. Доносећи одлуке о монетарној политици,

³ „Службени гласник РС”, бр. 98/2016.

Извршни одбор је имао у виду и да ће се због више базе код цена воћа и поврћа инфлација од почетка 2018. године кретати на нивоу нижем од тренутног.

Постепеном опоравку домаће тражње, по оцени Извршног одбора, подршку даје и раст зарада и запослености у приватном сектору, као и досадашње ублажавање монетарне политике. Каматне стопе на домаћем тржишту биле су у паду последње готово четири године и крајем П1 2017. стабилизовале су се на најнижем нивоу. Знатно повољнији услови финансирања допринели су расту кредитне активности и инвестиција.

Поред опоравка домаће тражње, Извршни одбор је очекивао опоравак и екстерне тражње. Након спорог глобалног економског опоравка протеклих година, привреде већине земаља и међународна трговина показивале су знаке видљивијег раста. Поправљени су изгледи за привредни раст зоне евра, што би требало позитивно да се одрази и на друге земље у окружењу, које су, такође, наши важни спољнотрговински партнери. Поред тога, након раста почетком године због поскупљења енергената и хране, инфлација у зони евра стабилизовала се на нешто вишем нивоу у односу на претходну годину.

Извршни одбор је очекивао да ће на инфлацију деловати и фактори који ће је успоравати. Добра прошлогодишња пољопривредна сезона на глобалном нивоу допринела је ниским трошковима сировина у производњи хране, који би још неко време требало да успоравају инфлацију. Извршни одбор је очекивао да ће инфлацију успоравати и висока база (од марта) код цена нафтних деривата. Иако се почетком П1 цена нафте на светском тржишту опоравила, она је поново почела да пада, првенствено због раста понуде. Као и у случају цена других примарних производа, Извршни одбор је истицао неизвесност у погледу кретања цене нафте у наредном периоду и неопходну опрезност приликом доношења одлука о монетарној политици и по том основу.

Вођење монетарне политике у посматраном периоду захтевало је опрезност и због присутне неизвесности на међународном финансијском тржишту услед повећане дивергентности монетарних политика водећих централних банака. ФЕД је током П1 наставио да повећава референтну каматну стопу, а све чешће се постављало и питање о томе када ће почети

да смањује свој биланс, тј. реинвестирање доспеле главнице ХоВ купљених током програма квантитативног попуштања. Различите процене које инвеститори имају у погледу брзине нормализације монетарне политике ФЕД-а утичу на глобалне токове капитала, посебно према земљама у успону, па и Србији. С друге стране, ЕЦБ је наставила да води експанзивну монетарну политику, уз примену програма квантитативног попуштања до краја 2017, што је ублажавало негативне ефекте нормализације монетарне политике ФЕД-а. Потези ЕЦБ-а су посебно важни за Србију с обзиром на финансијску повезаност, као и чињеницу да је зона евра наш најзначајнији трговински партнер.

Ипак, захваљујући томе што је остварила структурна побољшања и смањила унутрашњу и спољну неравнотежу, Србија је повећала своју отпорност на евентуалне негативне утицаје из међународног окружења. Потврду о даљем поправљању макроекономске перспективе Србије и постигнутим резултатима спровођења структурних реформи дала је и рејтинг агенција *Moody's*, која је у марту повећала кредитни рејтинг Србије с *B1* на *Ba3*. Поправљање макроекономских изгледа у јуну констатовала је и мисија ММФ-а приликом разматрања седме ревизије аранжмана, као и рејтинг агенције *Standard & Poor's* и *Fitch*, које су потврдиле кредитни рејтинг Србије и задржале позитивне, односно стабилне изгледе за даље побољшање.

Извршни одбор ће наставити да примењује пажљиво одмерен и комбинован скуп мера монетарне политике усмерен на одржавање ниске и стабилне инфлације, уз очување стабилности финансијског система и подршку расту економској активности.

2. Инструменти монетарне политике

Основни инструмент монетарне политике Народне банке Србије јесте **референтна каматна стопа, тј. каматна стопа која се примењује у спровођењу главних операција на отвореном тржишту**. Улога референтне каматне стопе подржана је **коридором каматних стопа на депозитне и кредитне олакшице и другим операцијама на отвореном тржишту**. Поред основног инструмента, Народна банка Србије у спровођењу монетарне политике користи и друге инструменте монетарног

регулисања, пре свега **обавезну резерву и операције на девизном тржишту**.

Операције на отвореном тржишту

Главне операције на отвореном тржишту Народне банке Србије и током П1 биле су **једнонедељне реверзне репо трансакције**, тј. репо трансакције продаје ХоВ (повлачење вишкова динарске ликвидности).

Репо трансакције Народна банка Србије спроводила је сопственим ХоВ. За потребе репо продаје, у 2017. години емитована је једна серија благајничких записа, у укупној номиналној вредности од 500,0 млрд динара. Емисија једне серије благајничких записа високе номиналне вредности наставак је праксе из претходних година која банкама омогућава да адекватније располажу хартијама у оквиру исте серије и једноставније управљају ликвидношћу.

Током П1 организовано је 26 аукција репо продаје ХоВ. Аукције су организоване једном недељно, **по моделу варијабилне вишеструке каматне стопе**. Укупан обим продаје ХоВ износио је 1.199,9 млрд динара и био је мањи него у П2 2016. године (1.470,7 млрд динара).

Посматрано у односу на крај 2016. године, стање тих ХоВ је повећано за 34,7 млрд динара и крајем јуна је

износило 68,5 млрд динара. С друге стране, просечно стање ХоВ Народне банке Србије у портфолију банака током П1 износило је 45,3 млрд динара, што је за 10,9 млрд динара мање него у П2 2016.

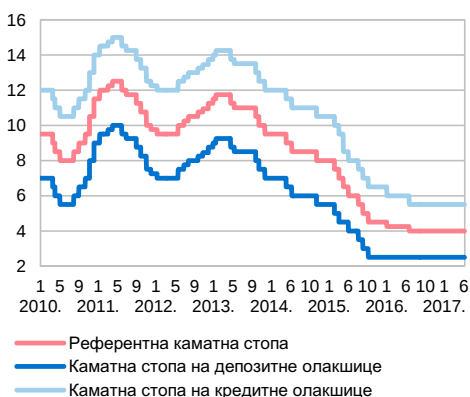
Депозитне и кредитне олакшице

У складу са Одлуком о условима и начину депоновања вишкова ликвидних средстава банака код Народне банке Србије, банке су и у П1 наставиле с преконоћним депоновањем средстава код Народне банке Србије. Просечно дневно стање депонованих средстава банака код Народне банке Србије у овом периоду износило је 14,3 млрд динара, што је за 2,9 млрд динара мање него у П2 2016. Посматрано по месецима, највеће просечно месечно стање депонованих средстава забележено је у јануару (22,3 млрд динара), а најмање у јуну (10,3 млрд динара).

Народна банка Србије је у П1 наставила да примењује Одлуку о условима и начину одобравања кредита за одржавање дневне ликвидности банака на основу залог ХоВ, којом су уређене кредитне олакшице.

У посматраном периоду банке су користиле кредитне олакшице само као дневни кредит, у укупном износу од 16,1 млрд динара, од чега је највише коришћено у априлу (7,2 млрд динара). Преконоћни кредит банке нису користиле.

Графикон II.2.1. Референтна каматна стапа и коридор каматних стапа (дневни подаци, на годишњем нивоу, у %)



Извор: НБС.

Графикон II.2.2. Стање продатих/купљених ХоВ Народне банке Србије (у млрд RSD)



Извор: НБС.

Обавезна резерва

Одлука о обавезној резерви банака код Народне банке Србије, која је у примени од 2011. године, током П1 није мењана.

У посматраном периоду, обрачуната обавезна резерва која се издваја у динарима повећана је за 2,7 млрд динара и у јуну је износила 150,1 млрд динара. Исказано повећање је последица раста дела обрачунате девизне обавезне резерве који се издваја у динарима, у износу од 3,1 млрд динара, док је обавезна резерва која се обрачунава на динарску основу смањена за 0,4 млрд динара.

Обрачуната обавезна резерва која се издваја у девизама такође је повећана, и то за 53,5 млн евра, и у јуну је износила 1.601,1 млн евра. Исказано повећање је последица раста обавеза банака са уговореном рочношћу до две године, и то пре свега девизне штедње грађана.



Операције на девизном тржишту

У складу с Програмом монетарне политике за 2017. годину, Народна банка Србије је наставила да спроводи режим руковођено пливајућег девизног курса. Интервенције на девизном тржишту имале су за циљ да смање прекомерне краткорочне осцилације девизног курса, очувају финансијску и ценовну стабилност и одрже адекватан ниво девизних резерви.

Динар је у П1 номинално ојачао према еврџ за 2,2%, а Народна банка Србије је на МДТ-у нето купила 160,0 млн евра. Притом, динар је у Т1 номинално депрецирао према еврџ за 0,4%, а Народна банка Србије је продавала девизе на МДТ-у (345,0 млн евра), док је у Т2, и поред интервенција Народне банке Србије куповином девиза (505,0 млн евра), динар номинално ојачао према еврџ за 2,6%. Девизне интервенције су реализоване искључиво по тржишним условима, прихватањем курсева које су нудиле банке (улога *price taker-a*).

Након депресијацијских притисака који су били присутни крајем претходне и почетком ове године, током ПП су преовладавали притисци ка јачању динара, највише захваљујући домаћим кретањима, као и смиривању тензија на међународном финансијском тржишту.

Нешто израженији депрецијацијски притисци почетком године били су последица појачане неизвесности на међународном финансијском тржишту, након одлуке ФЕД-а да повећа основну каматну стопу у децембру 2016, и повећане дивергентности монетарних политика водећих централних банака. Поред тога, притиске ка слабљењу динара проузроковали су и домаћи фактори, који су у великој мери били сезонског карактера и уобичајени за почетак године – већа тражња домаћих предузећа (увозника енергената) за девизама у амбијенту сезонски мањег нето откупа ефективног страног новца. Поред тога, потреба банака за куповином девиза, како би смањиле изложеност својих девизних позиција девизном ризику у условима осетлијег смањења нето индексиране имовине, у јануару такође је изазвала депрецијацијске притиске.

Благовремене и ефикасне интервенције Народне банке Србије продајом девиза на међубанкарском девизном тржишту допринеле су ублажавању израженијих депрецијацијских притисака, односно релативној стабилности курса у Т1.

Апрецијацијски притисци током Т2 били су у највећој мери резултат повољнијих платнобилансних кретања, односно раста извоза и релативно високог прилива СДИ, што је допринело већој уравнотежености понуде и тражње за девизама домаћих предузећа. Истовремено, повећана су и улагања страних инвеститора у државне динарске ХоВ, што је, такође, доприносило апрецијацијским притисцима. Сезонски

појачан откуп ефективног страног новца од мењача и физичких лица, који је готово у потпуности покрио тражњу за девизама резидената и нерезидената, затим знатније повећање нето индексиране активе банака, као и сезонски појачано коришћење платних картица од стране нерезидената, деловали су додатно у смеру повећања понуде девиза, односно јачања динара према еврџу.

Девизни своп

Народна банка Србије је у 2017. години наставила са организовањем редовних тромесечних и двонедељних аукција своп продаје и куповине девиза за динаре, чији циљ је стимулисање развоја међубанкарске своп трговине и омогућавање банкама да ефикасније управљају својом ликвидношћу. Двонедељне и тромесечне своп аукције организоване су једном недељно, по тржишним условима, без унапред одређеног износа девиза који ће бити продат, односно купљен на аукцији.

Народна банка Србије је у току П1 2017. организовала 48 тромесечних и 50 двонедељних своп аукција. На тромесечним аукцијама Народна банка Србије је своп продала 86,5 млн евра и своп купила исти износ девиза, док су на двонедељним аукцијама своп продаја и своп куповина девиза износиле по 188,0 млн евра. На крају П1, стање девизних потраживања и стање девизних обавеза Народне банке Србије по основу тромесечних своп аукција износило је по 38 млн евра, а по основу двонедељних своп аукција 7 млн евра.

3. Остварење циљане инфлације у периоду јануар–јун 2017. године

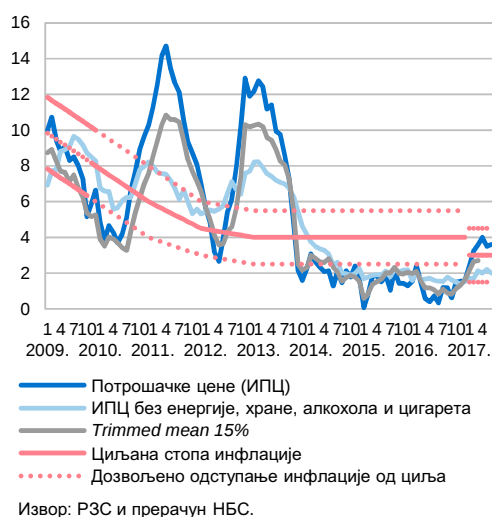
Инфлација се од почетка 2017. креће у границама новог, нижег циља од $3 \pm 1,5\%$ и у јуну је износила 3,6% м.г. Као и у другим земљама, њено кретање почетком године било је под утицајем опоравка светске цене нафте од П2 2016. године, али и ефеката хладног времена, који су узроковали да раст цена поврћа и огрева у Т1 буде изнад сезонски уобичајеног. Кретања током Т2 потврдила су да је инфлација почетком године била подстакнута поскупљењем мањег броја производа и услуга. **Да су инфлаторни притисци и даље ниски, потврђује и базна**

инфлација (по искључењу енергије, хране, алкохола и цигарета), која се од почетка године креће на нивоу од око 2% м.г.

Потрошачке цене су у П1 порасле 2,9%. Посматрано по тромесечјима, већи раст цена забележен је током Т1 (2,4%), који је био вођен поскупљењем нафтних деривата услед опоравка светске цене нафте од П2 2016. године. Опоравак цене нафте на светском тржишту, уз ефекте ниске базе с почетка 2016, условио је м.г. раст цена нафтних деривата од 18% у фебруару (уз допринос инфлацији од 0,9 п.п.). Поред тога, као последица веома хладног времена почетком године, раст цена поврћа и огрева током Т1 био је виши од сезонски уобичајеног и износио је 25,3% и 8,2%, респективно.

Цене су у Т2 порасле за 0,5%, подстакнуте пре свега вишим увозним ценама воћа и свежег меса, као и сезонским поскупљењем туристичких пакет-аранжмана, док је у супротном смеру деловао знатан пад цена поврћа и огрева са исцрпљивањем ефеката

Графикон II.3.1. Кретање цена (м.г. стопе, у %)



хладног времена. Током Т2 снижене су и цене нафтних деривата, како по основу пада светске цене нафте, тако и по основу јачања динара према долару. М.г. раст цена нафтних деривата до краја Т2 је успорен на 8,1%, а допринос инфлацији смањен је на 0,5 п.п.

Табела II.3.1. Раст и доприноси компоненти расту потрошачких цена у П1 2017.

	Стопе раста (у %)	Доприноси (у п.п.)
Потрошачке цене (ИПЦ)	2,9	2,9
Непрерађена храна	14,9	1,6
Прерађена храна	1,6	0,3
Индустријски производи без хране и енергије	0,9	0,3
Енергија	2,0	0,3
Услуге	1,8	0,4
Показатељи базе инфлације		
ИПЦ без енергије	3,1	2,6
ИПЦ без енергије и непрерађене хране	1,4	1,0
ИПЦ без енергије, хране, алкохола и цигарета	0,9	0,4
Регулисане цене	1,1	0,2

Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон II.3.2. Допринос м. стопи раста
потрошачких цена
(у п.п.)



Базна инфлација је у П1 остварила раст од 0,9%, који је готово у потпуности одређен поскупљењем услуга мобилне телефоније и туристичких пакет-аранжмана. Истовремено, регулисане цене су повећане за 1,1%, углавном по основу виших цена цигарета од јануара за 4,5%.

Посматрано на мг. нивоу, највећи допринос инфлацији у јуну од 3,6% дале су цене хране (у већој мери непрерађене, допринос од 1,1 п.п.), а готово подједнак допринос имале су цене енергије, услуга и других индустријских производа (допринос од по 0,7 п.п.).

Према пројекцији Народне банке Србије, м.г. инфлација ће наставити да се креће у оквиру граница циља у наредне две године, тј. до краја периода пројекције. Инфлацију у наредном периоду успораваће висока база код цена нафтних деривата, а од почетка 2018. и излазак овогодишњих једнократних поскупљења појединих производа и услуга из м.г. обрачуна, због чега ће се од почетка наредне године кретати на nižем нивоу од тренутног. У супротном смеру деловаће постепен раст светских цена примарних пољопривредних производа и агрегатне тражње у Србији.

III. Макроекономски услови спровођења монетарне политике

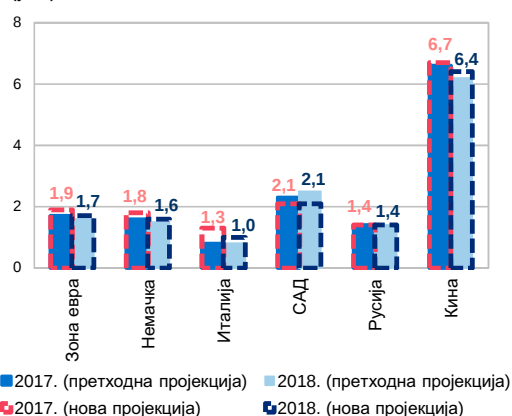
1. Међународно окружење

Вођена пре свега домаћом тражњом, **економска активност у зони евра** у П1 2017. задржала је темпо раста с краја 2016, тако да је раст БДП-а у Т1 износио (0,5% дсз.), а према прелиминарној процени Eurostat-а, у Т2 је додатно убрзан на 0,6% дсз. Већи расположиви доходак и потрошачко поверење одразили су се на приватну потрошњу, која је и у П1 била главни покретач раста БДП-а, а повољни услови финансирања, већа тражња за некретностима и потреба за модернизацијом опреме утицали су и на раст инвестиција. Поред тога, повољнији изгледи раста на глобалном нивоу, нарочито у земљама у успону, одразили су се и на раст екстерне тражње, тако да је позитиван допринос расту БДП-а потекао и од нето извоза.

За разлику од претходних година, чини се да се привредни раст у зони евра сада налази на одрживој путањи, с обзиром на то да је широко распрострањен по земљама чланицама и по привредним секторима. Позитивна кретања у погледу економске активности од почетка године утицала су и на континуирано поправљање изгледа раста зоне евра за текућу и наредну годину, који би, према процени ММФ-а, требало да износи 1,9% у 2017. и 1,7% у 2018. Подршку расту требало би да наставе да пружају приватна потрошња и инвестиције, вођене истим факторима као и у П1, а очекује се да се повољнији глобални изгледи раста одразе и на растући допринос нето извоза.

Када је у питању **инфлација у зони евра**, она је почетком године расла због виших цена енергената и

Графикон III.1.1. Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2017. и 2018. ММФ-а (у %)



Извор: ММФ WEO (април 2017) и ММФ WEO Update (јул 2017).

Табела III.1.1. Процена привредног раста по земљама (у %)

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

Извор: Consensus Forecast и ММФ.

хране и у фебруару је износила 2,0% мг. До јуна је инфлација смањена на 1,3% мг., у највећој мери због пада цена енергената. Притом, базна инфлација и даље се налазила испод свог дугорочног просека због још увек умереног раста зарада и ниских притисака на страни тражње. На састанку у јуну ЕЦБ је истакла да су инфлаторни притисци и даље ниски и да још увек не постоје уверљиви знаци њиховог јачања, јер су домаћи трошковни притисци, укључујући раст зарада, и даље слаби. Очекивала је да ће у смеру умереног раста инфлације у зони евра, у наредном периоду, утицати стимулативне мере монетарне политике, убрзање привредног раста и веће коришћење производних капацитета, док ће у супротном смеру деловати првенствено висока база код цена енергената. У поређењу с мартовском, јунска пројекција инфлације ЕЦБ-а за 2017. нижа је за 0,2 п.п. и износи 1,5%, док је за 2018. нижа за 0,3 п.п. и износи 1,3%.

Након нешто слабијег почетка године (0,3% дсз. у Т1), **раст БДП-а у САД** у Т2 је убрзан на 0,7% дсз. Приватна потрошња је наставила да води раст, захваљујући повољним кретањима на тржишту рада и високом потрошачком поверењу, а позитиван допринос дале су инвестиције, захваљујући пре свега опоравку улагања у енергетици. Такође, бржи раст извоза од увоза утицао је на позитиван допринос нето извоза БДП-у. Ипак, нешто спорији раст на почетку године, као и неизвесност у погледу спровођења најављених економских мера, утицали су на ревизију наниже изгледа раста САД за 2017, која, према последњој процени ММФ-а, износи 2,1%. Сличан темпо очекује се и у 2018. години.

Мг. инфлација у САД је почетком године наставила раст започет у П2 2016. и у фебруару је износила 2,7%. Тада је и мера ФЕД-а за инфлацију, раст цена производа личне потрошње, благо прешла циљ за инфлацију од 2% и износила је 2,1%. Поред виших цена примарних производа, узрок раста инфлације представљала је и све већа тражња подстакнута тада очекиваним економским опоравком. Међутим, инфлација је у марту почела да успорава и до јуна је опала на 1,6%, пре свега због споријег раста цена енергената и транспортних трошкова, као и цена здравствених услуга. Смањена је и базна инфлација, на 1,7% мг. у мају и јуну, што је њен најнижи ниво у последње две године. Према последњим проценама аналитичара, упркос константном побољшању ситуације на тржишту рада, у САД још увек нема

знакова већih инфлаторних притисака, ни са стране понуде ни са стране тражње, који би изазвали убрзање инфлације с текућег релативно ниског нивоа.

Раст БДП-а од почетка године настављен је и у већини земаља у региону централне и југоисточне Европе. Поправљање ситуације на тржишту рада, експанзивна монетарна, а у појединим земљама и фискална политика позитивно доприносе расту приватне потрошње. Додатан подстицај домаћој тражњи потекао је и од опоравка инвестиција. Такође, у већини земаља забележен је и позитиван допринос нето извоза, што се може повезати са убрзањем привредног раста у зони евра.

За разлику од претходног периода, **инфлација се у свим посматраним земљама централне и југоисточне Европе** кретала у позитивној зони. Главни покретачи раста потрошачких цена у земљама овог региона биле су цене енергената на светском тржишту и цене хране. Већина аналитичара процењује да су инфлаторни притисци у овим земљама и даље ниски, иако су неке од њих током ПП имале највише стопе мг. инфлације у последњих неколико година: Мађарска 2,9% у фебруару, Црна Гора 2,8% у марту, БиХ 2,2% у мају, Бугарска 1,7% у априлу, Македонија 1,5% у јуну, Хрватска 1,4% у фебруару и априлу, и Румунија 0,7% у јуну. Базна инфлација је у већини земаља и даље релативно ниска због још увек релативно ниских притисака на страни тражње. Од земаља које су имале релативно високу инфлацију у

Графикон III.1.2. Кретање хармонизованог индекса потрошачких цена по земљама (мг. стопе, у %)



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

претходном периоду, Русија је успела да је спусти на 4,1% м.г. у априлу и мају, уз благу корекцију у јуну на 4,4%, у највећој мери због раста цена воћа и поврћа. У Турској је инфлација и даље била виша него у другим земљама региона, у највећој мери услед депрецијације турске лире у претходном периоду. Инфлација у Турској је у Т2 благо смањена, на 10,9% м.г. у јуну.

У складу с ниским инфлаторним притисцима, мере монетарне политике централних банака већине земаља и даље су експанзивне. Изузетак су мере **ФЕД-а**, који је наставио с нормализацијом монетарне политике. Након децембра прошле године, он је у марту и јуну поново повећао циљани распон за референтну каматну стопу за по 25 б.п., на 1,0–1,25%, наводећи да ће умерен раст економске активности у наредном периоду и наставак повољних кретања на тржишту рада утицати на постепен раст инфлације и њено приближавање циљу од 2%. Такође, ФЕД је у јуну најавио да ће до краја године почети да нормализује свој биланс постепеним смањењем реинвестирања доспеле главнице **ХоВ развијених земаља** купљених током програма квантитативног попуштања. Иако се очекује да буде постепена, динамика њене нормализације у наредном периоду одразиће се на глобалне токове капитала, посебно када су у питању земље у успону, па и Србија.

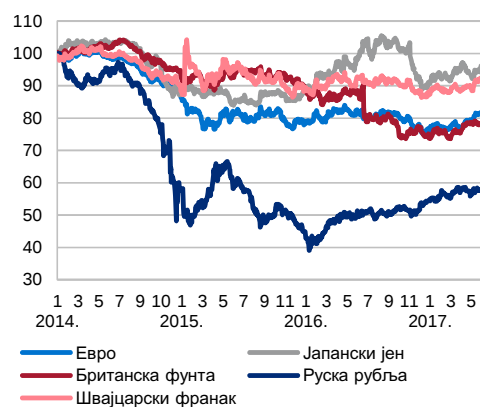
Највећи број централних банака земаља у успону, такође, монетарно стимулише своје привреде. Централне банке већине **земаља централне и југоисточне Европе** током П1 нису мењале своје каматне стопе, које су на историјски ниским нивоима. Преовлађује оптимизам у погледу привредног раста, захваљујући опоравку домаће тражње и расту зоне евра, али још увек нема знатнијих инфлаторних притисака који би захтевали затезање монетарне политике. Изузетак је Турска, чија централна банка није мењала висину референтне каматне стопе, али је, ради стабилизације валуте и снижавања инфлације, повећала каматне стопе на средства којима банкама обезбеђује ликвидност. Такође, централна банка Чешке је од априла престала с коришћењем интервенција на девизном тржишту, које су имале за циљ да спрече апрецијацију домаће валуте преко циљаног нивоа. С друге стране, централна банка Русије је током П1 ублажила монетарну политику захваљујући паду инфлације и инфлационих очекивања, смањујући референтну каматну стопу на три састанка, са 10,0% на 9,0%.

Перцепција ризика на **међународном финансијском тржишту** побољшана је током П1 због бољих изгледа за глобални привредни раст, што се одразило на раст берзанских индекса и приноса на дугорочне државне **ХоВ** већине развијених земаља. Ипак, промене смера кретања на тржиштима у посматраном периоду биле су честе под утицајем не само предузетих мера већ и више под утицајем очекивања у погледу монетарних политика водећих централних банака, ФЕД-а и ЕЦБ-а, као и неизвесности око реформи нове америчке администрације и избора у неколико земаља зоне евра.

Променљива очекивања у погледу монетарних политика водећих централних банака водила су флукуацијама у кретању **приноса на државне ХоВ развијених земаља и односима између валута**. Тако је разлика између америчких и немачких државних хартија у Т1 била готово константно изнад 200 б.п., што је највећа разлика тих приноса од увођења евра. До краја П1 та разлика је смањена због раста приноса на немачке и пада приноса на америчке државне хартије.

Уз флукуације у распону 1,04–1,14 долара за један евр, на крају П1 долар је био за 7,6% слабији према евр, него на крају претходне године. Иако је ФЕД у марту и јуну повећао референтну каматну стопу, тржишта су у наредном периоду очекивала спорију нормализацију монетарне политике због неизвесности у погледу најављених економских

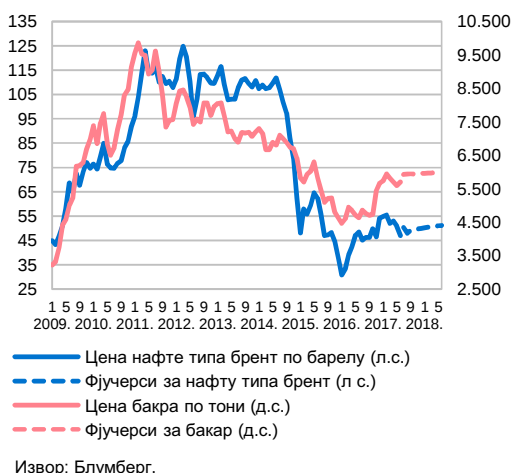
Графикон III.1.3. Кретање курсова одређених националних валута према долару* (дневни подаци, 31. 12. 2013 = 100)



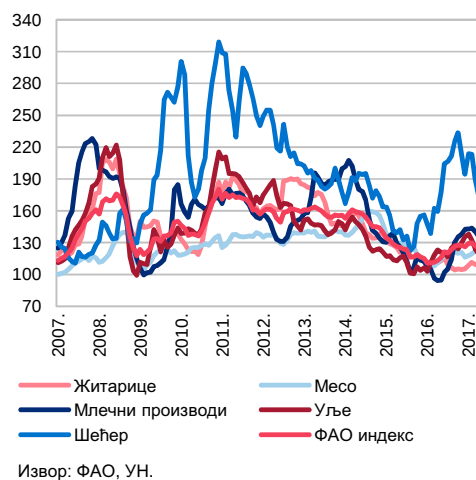
Извор: База података ММФ-а.

* Раст представља апрецијацију.

Графикон III.1.4. Кретање цена нафте и бакра (просечне месечне цене, у USD)



Графикон III.1.5. Индекс светских цена хране (реално, 2002 – 2004 = 100)



реформи. Уз боље изгледе за привредни раст зоне евра, упркос експанзивној политици ЕЦБ-а, долар је ослабио према евр.

Светска цена нафте типа брент смањена је током П1 за 13,0%, превасходно због фактора на страни понуде. Ипак, она је и даље била виша него у истом периоду претходне године – у просеку је током П1 износила 52,1 долар за барел, док је у истом периоду претходне године износила 40,3 долара за барел. Релативна стабилност цене нафте почетком године била је у највећој мери резултат споразума земаља *OPEC*-а о ограничавању производње од јануара 2017. на ниво из октобра 2016. Споразуму су се придружиле Русија и још десет земаља ван *OPEC*-а, што је допринело тржишним очекивањима да је споразум одржив. У мају је трајање тог споразума продужено до марта 2018. Међутим, подаци показују да је производња ове групе земаља била смањена, али не у потпуности, како је било предвиђено споразумом. Поред тога, раст производње нафте из шкриљаца у САД, затим повећана понуда из Нигерије и Либије, које су изузете из споразума, као и Ирана, изазвали су пад цене. Аналитичари процењују да су произвођачи нафте у САД, након великих финансијских проблема у 2015. години, сада спремни да „поднесу” и ниже цене.

Поред цене нафте, током П1 су смањене и **цене основних метала**. Према ММФ-овом индексу који обухвата осам основних метала, оне су током П1 смањене за 5,9%. Притом, цене метала су до фебруара расле, настављајући раст из претходне године, али су од марта биле у константном паду. Ипак, на крају П1 још увек су биле за 16,1% више него пре годину дана.

Супротно томе, раст **светских цена хране**, започет 2016. године, настављен је до краја П1. Мерене индексом ФАО, цене хране су током П1 реално повећане за 2,9%, вођене већом тражњом пре свега у земљама у успону. Од почетка године највише је поскупело месо (11,6%), док су цене житарица и млечних производа више за по 8,5%. Од житарица, које су важан извозни производ Србије, знатно је порасла цена пшенице, посебно крајем јуна, због погоршања услова жетве у САД, док је рекордна жетва кукуруза у Јужној Америци ограничила раст његове цене.

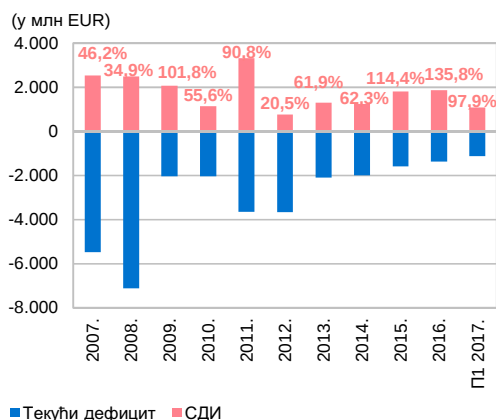
С друге стране, у П1 је настављен пад цене шећера на светском тржишту (започет новембра прошле године), за 24,9% (28,5% м.г.), вођен знатним извозним вишковима, пре свега Бразила, као и слабијом увозном тражњом, посебно водећег светског увозника Кине, која је увела додатне увозне тарифе у наредне три године како би заштитила домаће произвођаче. Након раста у претходној години, од почетка године падају и цене уља (11,4%), тако да су у јуну оне биле на приближно истом нивоу као пре годину дана.

2. Међународне трансакције

Платнобилансна кретања и девизне резерве

Према прелиминарним подацима, у П1 2017. **текући дефицит платног биланса** износио је 1.113,6 млн евра, што је за 426,3 млн евра више него у истом периоду претходне године. Повећање текућег дефицита највећим делом је последица раста

Графикон III.2.1. Покривеност текућег дефицита СДИ*



Извор: РЗС и НБС.

* Прелиминарни подаци.

дефицита робне размене, пре свега због ефекта хладног времена на смањење извоза и повећање увоза почетком године. У остатку године очекујемо убрзање динамике извоза, с обзиром на очекивани већи раст зоне евра и наших других важних спољнотрговинских партнера, али и успоравање динамике увоза, које је било евидентно и у јуну, због чега нисмо мењали нашу пројекцију дефицита текућег рачуна за 2017. годину од око 4% БДП-а. Дефицит ће и даље у пуној мери бити покривен нето приливом СДИ, чију смо пројекцију за 2017. повећали на 1,7 млрд евра, јер је досадашње остварење било више него што се очекивало и за преко 23% више од прилива који је остварен у П1 претходне године.

Извоз робе у П1 наставља да бележи висок м.г. раст (11,5%), али је увоз растао нешто брже (12,8%). То је за последицу имало повећање дефицита робне размене за 300,8 млн евра, на 1.981,1 млн евра. Извоз робе је у П1 износио 6.968,2 млн евра, уз задржавање широке распрострањености по областима прерађивачке индустрије. Највећи м.г. раст извоза забележен је код основних метала (51,8%), пољопривредних производа (25,3%), производа од гуме и пластике (21,7%) и разних машина и опреме (23,9%). Извоз мањег броја индустријских производа бележи м.г. пад, који је највећи код дуванских производа (30,3%) и електричне енергије (51,4%). Истовремено, увоз робе је повећан на 8.949,2 млн евра, што се дугује пре свега повећаним потребама индустрије за опремом и средствима за репродукцију. Расту увоза у односу на исти период прошле године (са изузетком неklasификованих производа) највише је допринео раст набавки нафте и гаса (25,3%),

Табела III.2.1. Платни биланс Републике Србије¹⁾ (у млн EUR)

	П1 2016.	П1 2017.
I. ТЕКУЋИ РАЧУН	-687,3	-1.113,6
1. Салдо робне размене	-1.680,2	-1.981,1
1.1. Извоз	6.250,2	6.968,2
1.2. Увоз	7.930,4	8.949,2
2. Салдо услуге	369,7	385,1
2.1. Извоз	2.060,3	2.346,7
2.2. Увоз	1.690,5	1.961,6
3. Салдо робе и услуга	-1.310,5	-1.595,9
3.1. Извоз робе и услуга	8.310,5	9.314,9
3.2. Увоз робе и услуга	9.621,0	10.910,8
4. Примарни доходак	-942,0	-1.178,2
4.1. Приходи	326,4	263,7
4.2. Расходи	1.268,4	1.441,9
од тога: камате	564,0	489,8
5. Секундарни доходак	1.565,2	1.660,5
5.1. Приходи	1.781,9	1.935,2
5.2. Расходи	216,8	274,7
II. КАПИТАЛНИ РАЧУН	0,9	-2,5
III. ФИНАНСИЈСКИ РАЧУН (без девизних резерви)	-771,3	648,0
1. Директне инвестиције – нето	883,6	1.090,7
1.1. Актива (потраживања)	-126,9	-38,0
1.2. Пасива (обавезе)	1.010,5	1.128,7
2. Портфолио инвестиције – нето	-694,0	-190,2
2.1. Актива (потраживања)	-54,0	13,6
2.2. Пасива (обавезе)	-640,0	-203,8
3. Финансијски деривати – нето	-1,1	6,8
3.1. Актива (потраживања)	-1,1	6,8
3.1. Пасива (обавезе)	0,0	0,0
4. Остале инвестиције – нето	-959,8	-259,3
4.1. Трговински кредити	-28,6	2,8
4.1.1. Актива (потраживања)	-694,3	-585,8
4.1.2. Пасива (обавезе)	665,7	588,6
4.2. Финансијски кредити	-592,8	-363,7
4.2.1. Актива (потраживања)	1,5	-13,1
4.2.1.1. Дугорочни	0,5	-13,1
4.2.1.2. Краткорочни	1,0	0,0
4.2.2. Пасива (обавезе)	-594,4	-350,6
4.2.2.1. Дугорочни	-586,4	-304,3
4.2.2.2. Краткорочни	-8,0	-46,3
4.3. Готов новац и депозити – нето	-338,4	101,6
4.3.1. Актива (потраживања)	-259,7	181,4
4.3.2. Пасива (обавезе)	-78,7	-79,8
IV. Средства резерви	-1.152,8	-232,7
V. ГРЕШКЕ И ПРОПУСТИ	304,9	235,3
VI. УКУПНИ БИЛАНС	1.152,8	232,7

Извор: РЗС и НБС.

Напомена: Прелиминарни подаци за П1 2017.

¹⁾ По ВРМБ методологији, осим знаковне конвенције.

основних метала (23,4%) и кокса и деривата нафте (48,3%). С друге стране, смањен је увоз моторних возила и приколица (13,9%) и осталих саобраћајних средстава (63,2%).

Суфицит у **размени услуга** са иностранством наставио је да позитивно доприноси смањењу текућег дефицита, бележећи раст од 4,2% м.г. на 385,1 млн евра. Притом, највеће повећање суфицита забележиле су пословне, телекомуникационе и компјутерске услуге.

Истовремено, дефицит на **рачуна примарног дохотка** повећан је за 25,1% м.г. и износио је 1.178,2

млн евра, што је последица очекивано већих расхода по основу доходака од СДИ (35,7%) због раста стања СДИ. С друге стране, расходи по основу дохотка од портфолио и осталих инвестиција смањени су за 20,0% и 10,6%, респективно, што је резултат ниских каматних стопа на међународном тржишту, али и раздуживања државе и приватног сектора према иностранству у претходном периоду.

Суфицит на **рачуну секундарног дохотка**, од 1.660,5 млн евра, већи је за 6,1% мп. Повећање суфицита резултат је пре свега виших нето прилива по основу дознака, који су износили 1.328,9 млн евра, или 5,8% више него у истом периоду прошле године.

У поређењу са истим периодом прошле године, већи је и прилив СДИ, што је, уз знатно мањи одлив по основу портфолио инвестиција и финансијских кредита, резултирало суфицитом на **финансијском рачуну платног биланса** од 648,0 млн евра (без промене девизних резерви).

Већем приливу **СДИ** допринели су стварање стимулативнијег пословног окружења, пад премије ризика на најнижи ниво, као и поправљање кредитног рејтинга земље, ранга на листи конкурентности *Doing Business* и изгледа за наредни период. По основу СДИ забележен је нето прилив од 1.090,7 млн евра (6,6%

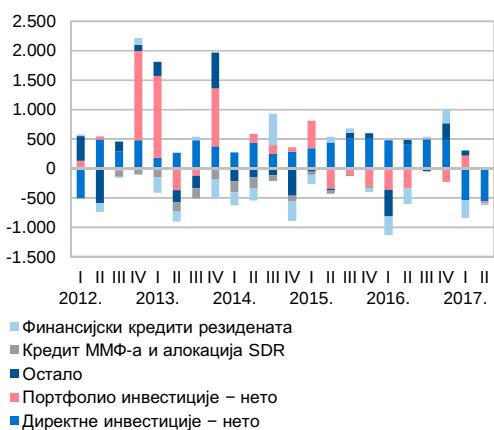
процењеног БДП-а), што је обезбедило покривеност скоро целог текућег дефицита (97,9%). У оквиру СДИ, по основу улагања у власнички капитал (укључујући и реинвестирану добит) забележен је нето прилив од 800,5 млн евра, а по основу међукомпанијских кредита нето прилив од 290,2 млн евра. И у П1 2017. задржан је висок степен диверсификације улагања по делатностима, а највећи износи били су усмерени у прерађивачку индустрију, финансијски сектор, грађевинарство и трговину. Географски посматрано, највећа улагања нерезидената у Србију била су из земаља ЕУ (око 74,8%), али и из Кине, Тајвана и Хонгконга (7,3%) и Русије (4,2%).

Поред тога, спремност за улагања на међународном финансијском тржишту побољшана је током П1, пре свега због бољих изгледа за глобални привредни раст, што се одразило на **портфолио инвестиције** – током Т1 је забележен одлив, а током Т2 прилив по овом основу. Приливу је највише допринело улагање страних инвеститора у седмогодишње динарске државне ХоВ, чија је аукција одржана у мају. Истовремено, страни инвеститори су у Т2 знатно смањили продају ХоВ на секундарном тржишту. Као резултат тога, на нивоу полугодишта забележен је знатно мањи нето одлив по основу портфолио инвестиција (190,2 млн евра) него у истом периоду прошле године (694,0 млн евра).

Знатно мањи нето одлив у П1 регистрован је и по основу **осталих инвестиција**, у износу од 259,3 млн евра. Од тога, нето раздуживање по основу финансијских кредита износило је 363,7 млн евра, што је за 38,7% мање него у истом периоду прошле године. По основу финансијских кредита Влада се нето раздужила за 329,3 млн евра, предузећа за 47,9 млн евра и Народна банка Србије за 4,4 млн евра, док су се банке нето задужиле за 17,8 млн евра. У истом периоду, банке су смањиле своје депозите у иностранству за 181,4 млн евра, а нерезиденти своје депозите код домаћих банака за 79,8 млн евра.

Поменути токови на текућем и финансијском рачуну утицали су на то да **девизне резерве Србије** (према платнобилансној методологији⁴) током П1 2017. буду смањене за 232,7 млн евра. На крају јуна износиле су 9.670,3 млн евра, што обезбеђује покривеност увоза робе и услуга од око шест месеци и новчане масе М1

Графикон III.2.2. Структура финансијског биланса*
(у млн EUR)



Извор: НБС.

* Прелиминарни подаци.

⁴ Без валутних промена, промена тржишних вредности ХоВ и цене злата.

од око 200%. Девизне резерве земље, према свим критеријумима, и даље су на адекватном нивоу, што обезбеђује сигурну заштиту од екстерних потреса. Истовремено, нето девизне резерве су износиле 7.977,0 млн евра.

У структури девизних резерви, на крају П1 највеће учешће имале су иностране ХоВ (60,2%), затим следе девизна средства на рачунима у иностранству (22,5%), ефективни страни новац (9,7%), злато (6,9%) и SDR код ММФ-а (0,7%). У складу са основним принципима сигурности и ликвидности, средства су пласирана код првокласних институција (централних банака, међународних финансијских институција и првокласних иностраних банака), као и у високоликвидне ХоВ чији су издаваоци најразвијеније земље и међународне финансијске институције.

Народна банка Србије је у П1 остварила девизни прилив од продаје ХоВ Републике Србије деноминираних у еврима на домаћем финансијском тржишту у износу од 691,8 млн евра. Поред тога, прилив је остварен по основу коришћења кредита за Републику Србију у износу од 189,4 млн евра, обављања привременог платног промета с Косовом и Метохијом⁵ у износу од 208,5 млн евра. Интервенцијама Народне банке Србије на МДТ-у

реализован је девизни прилив у нето износу од 135,0 млн евра⁶ и по основу донација 86,9 млн евра. Народна банка Србије је у П1 остварила прилив у девизне резерве по основу купона на иностране ХоВ и камата на девизна средства у укупном износу од 35,0 млн евра.

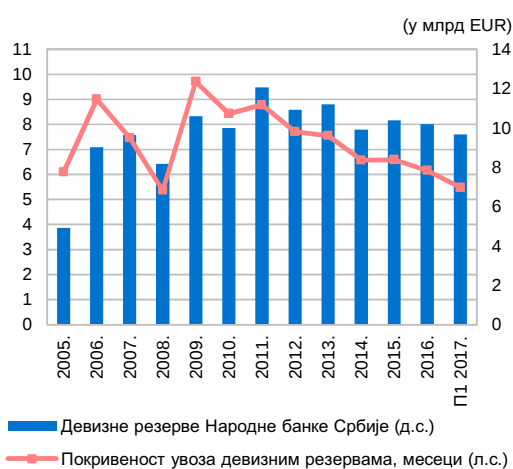
У П1 су редовно измириване обавезе (главнице и камате) према иностраним кредиторима у износу од 838,2 млн евра. На име доспелих ХоВ Републике Србије деноминираних у еврима које су емитоване на домаћем финансијском тржишту исплаћено је 567,9 млн евра. Банке су у посматраном периоду повукле девизну обавезну резерву у нето износу од 199,4 млн евра, а за сервисирање старе девизне штедне исплаћено је 11,1 млн евра.

Међународна инвестициона позиција земље

Међународна инвестициона позиција Србије као нето дужника повећана је током П1 2017. за 0,3 млрд евра и износила је 35,8 млрд евра, или 103,2% процењеног БДП-а. Повећање је последица раста финансијске пасиве за 0,2 млрд евра и смањења финансијске aktive за 0,1 млрд евра.

Страна финансијска актива Србије је током П1 смањена на 20,6 млрд евра. Смањење је последица међувалутних и осталих промена (0,3 млрд евра), док су платнобилансне трансакције деловале у смеру повећања финансијске aktive (0,2 млрд евра). У структури финансијске aktive, највише су повећане **остале инвестиције** резидената у иностранство (0,4 млрд евра), што је резултат пре свега повећања трговинских кредита и аванса нерезидентима (0,6 млрд евра), а делом и смањења депозита резидената у иностранству (0,2 млрд евра). Тиме су остале инвестиције на крају П1 повећале своје учешће у укупној активи за 2,2 п.п., на 37,3%. Највеће учешће у укупној активи и даље имају **девизне резерве** (47,0%), које су на крају П1 износиле 9,7 млрд евра, што представља смањење од 534,4 млн евра. **СДИ** резидената у иностранство благо су повећане током П1, за 38 млн евра, тако да су потраживања по том основу износила 2,9 млрд евра, а њихово учешће у укупној активи 14,2%. Стање **портфолио инвестиција** резидената у иностранство незнатно је

Графикон III.2.3. Девизне резерве и покривеност увоза робе и услуга



Извор: РЗС и НБС.

⁵ Према Закону о привременом обављању одређених послова платног промета на територији СРЈ („Службени лист СРЈ“, бр. 9/01).

⁶ Реализација трансакција по основу интервенција Народне банке Србије на МДТ-у исказује се у складу с рачуноводственим правилима на дан извршења, а не на дан трговања.

смањено, за 13,4 млн евра, тако да оне и даље чине мали део укупне aktive (1,5%). Вредност страних ХоВ у поседу инвеститора из Србије на крају П1 износила је 0,3 млрд евра.

Страна финансијска пасива Србије у П1 повећана је на 56,4 млрд евра. Повећање је резултат реализованих трансакција од 1,1 млрд евра, док су валутне и остале промена деловале у правцу смањења са 0,8 млрд евра. Као и у претходне две године, позитивно је то што је пораст финансијске пасиве вођен пре свега растом **СДИ**, које су премашиле половину укупне пасиве. Обавезе резидената по основу СДИ повећане су за 1,1 млрд евра, на 29,9 млрд евра, што представља 86,1% БДП-а и за 1,3 п.п. више у односу на 2016. годину. Повећање СДИ у највећој мери се односило на повећање власничког капитала (0,8 млрд евра), док су улагања иностраних инвеститора кроз дужничке инструменте била мања (0,3 млрд евра). Обавезе резидената, првенствено државе, по основу **портфолио инвестиција** мање су за 0,6 млрд евра и на крају П1 износиле су 6,3 млрд евра, или 11,3% укупне пасиве. На смањење тих обавеза утицале су и платнобилансне трансакције (за 0,2 млрд евра) и валутне промене на међународном финансијском тржишту (за 0,4 млрд евра). У структури финансијске пасиве, **остале инвестиције** су на крају П1 износиле 20,2 млрд евра и чиниле су 35,8% укупне пасиве. У односу на крај 2016, обавезе резидената по овом

основу смањене су за 0,3 млрд евра. Стање трговинских кредита и аванса повећано је за 0,6 млрд евра, док је стање финансијских кредита и обавеза по основу депозита нерезидената смањено за 0,8 млрд евра и 0,1 млрд евра, респективно. Обавезе резидената по финансијским кредитима смањене су и по основу раздуживања, и по основу међувалутних и осталих промена за по 0,4 млрд евра.

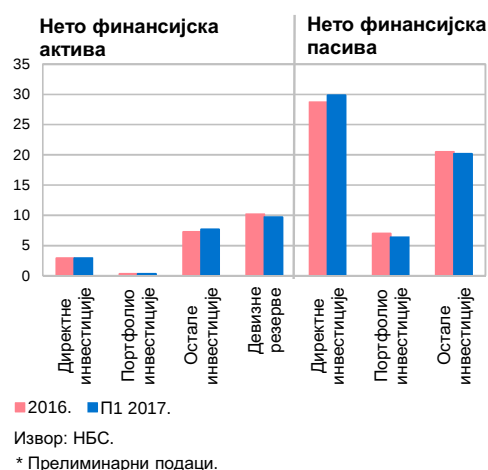
3. Кретања на финансијском тржишту

Каматне стопе

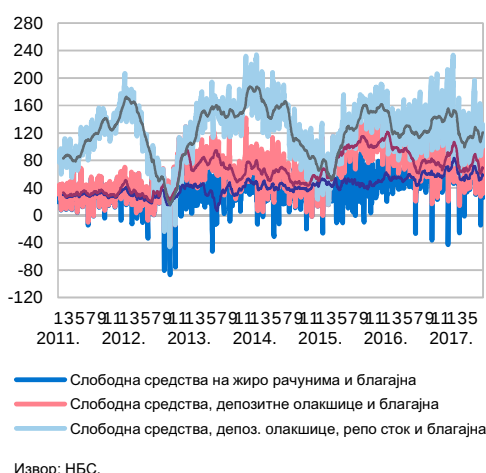
Просечна репо стопа⁷ готово да се није мењала током П1 и крајем јуна је износила 3,0%, што је за 0,1 п.п. више него на крају 2016. И каматне стопе на међубанкарском тржишту новца наставиле су стабилно кретање.

Каматна стопа *BEONIA* је у јуну, у просеку, износила 2,8%, што је једнако њеној просечној вредности из децембра 2016. И каматне стопе *BELIBOR* краћих рочности остале су непромењене, док су стопе дужих рочности минимално повећане, за 0,1 п.п., и у јуну су се кретале у распону од 3,0% за најкраћу до 3,7% за рочност од шест месеци. Истовремено, међубанкарско преконоћно тржиште новца карактерисала је нешто мања активност банака, тако

Графикон III.2.4. Међународна инвестициона позиција* (у млрд EUR)



Графикон III.3.1. Динарска ликвидност (дневна стања и покретни просеци, у млрд RSD)



⁷ Стопа остварена на репо аукцијама пондерисана износом продатих ХоВ.

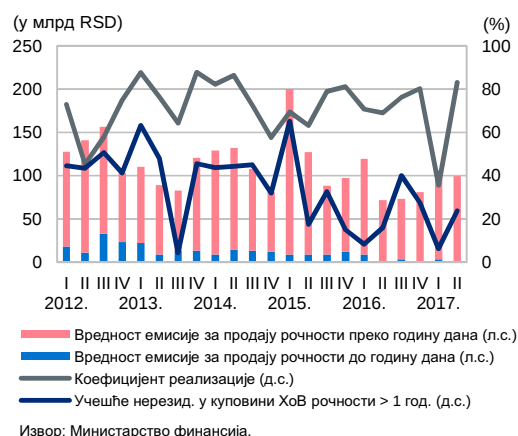
да је просечан промет на овом тржишту у П1 износио 3,1 млрд динара и био је за 1,2 млрд динара нижи него у П2 2016.

Ни **трошкови задуживања државе на примарном тржишту ХоВ** нису знатније промењени током П1. Каматне стопе на шестомесечне (2,6%), једногодишње (3,5%) и седмогодишње ХоВ (5,6%) остале су готово непромењене, као и износ фиксне маргине (0,3 п.п.) која се додаје на референтну стопу код двогодишњих амортизационих обвезница с варијабилним купоном. Каматне стопе на двогодишње (4,7%) и трогодишње ХоВ (5,0%) повећане су за 0,4 п.п. и 0,3 п.п., респективно, у односу на последње аукције за те рочности у 2016. Притом, због мање потребе за задуживањем, држава није прихватала понуде које би довеле до већег раста каматних стопа, па је реализација на аукцијама била нижа – у Т1 је продато нешто више од трећине (35,5%) понуђених ХоВ. Степен реализације на аукцијама повећан је у Т2 (на 83,0%), чему су допринели и страни инвеститори, који су у мају знатно повећали улагања у седмогодишње ХоВ.

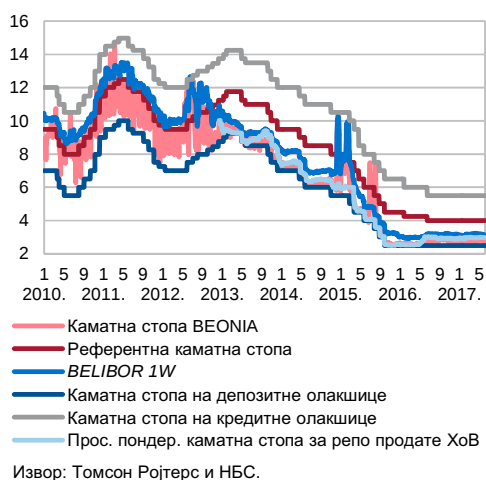
Већина **каматних стопа на аукцијама државних ХоВ у еврима** исказала је пад. Стопе на једногодишње (0,55%), петогодишње (2,7%) и десетогодишње (4,0%) ХоВ снижене су за по 0,2 п.п., а стопа на једногодишње ХоВ (1,0%) за 0,1 п.п. Једино је стопа на трогодишње ХоВ (1,9%) била за 0,2 п.п. виша него на крају 2016.

Укупан промет **на секундарном тржишту државних ХоВ** у П1 био је сличан оном из П2 2016. и износио је 196,5 млрд динара. Две трећине тог износа односило се на промет у јануару и фебруару, што се дугује већој активности страних инвеститора на страни продаје, пре свега због очекивања брже нормализације монетарне политике ФЕД-а. То потврђује и кретање стопа приноса, које су расле током јануара и фебруара. Вредности промета на овом тржишту смањене су у наредним месецима, јер су страни

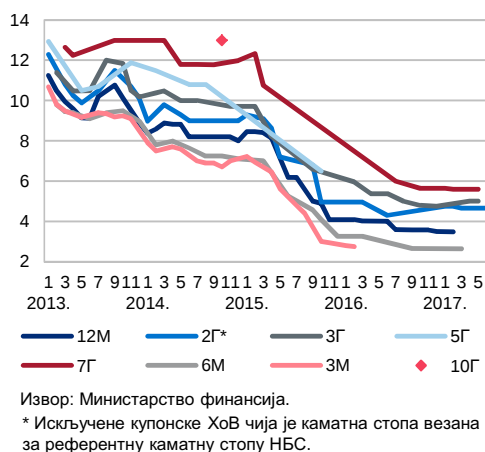
Графикон III.3.3. Примарно тржиште државних ХоВ у динарима – коефицијент реализације и учешће страних инвеститора



Графикон III.3.2. Кретање каматних стопа (дневни подаци, на годишњем нивоу, у %)

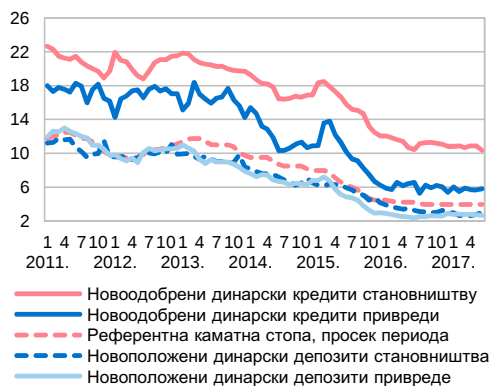


Графикон III.3.4. Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ (на годишњем нивоу, у %)



Графикон III.3.5. Кретање каматних стопа на динарске кредите и депозите привреди и становништву*

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

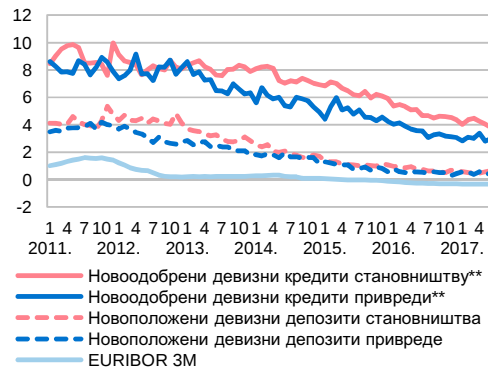


Извор: НБС.

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

Графикон III.3.6. Кретање каматних стопа на девизне кредите и депозите привреди и становништву*

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



Извор: НБС и Европска банкарска федерација.

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

** У еврима и евроиндексирано.

инвеститори продавали знатно мање износе ХоВ него у Т1, чему је допринела већа спремност за улагање на међународном финансијском тржишту услед побољшаних изгледа за глобални привредни раст и пада премије ризика Србије. У благом паду углавном су биле каматне стопе које су се у јуну налазиле у распону од 3,1% за преосталу рочност од недељу дана до 5,4% за преосталу рочност од 73 месеца.

Просечна пондерисана каматна стопа на динарске кредите привреди и становништву у јуну је износила 8,5%, што је једнако њеној вредности на крају 2016. При томе, просечна пондерисана каматна стопа на динарске кредите становништву у П1 снижена је за 0,5 п.п., на 10,4% у јуну. Највише су снижене (1,2 п.п.) стопе на стамбене кредите, (укључујући кредите за адаптацију стамбеног простора), који су у јуну одобравани по стопи од 5,8%, а снижене су и стопе на готовинске (за 0,6 п.п., на 10,6%) и остале кредите (за 0,2 п.п., 9,9%). Једино је каматна стопа на потрошачке кредите (7,5%) била за 0,5 п.п. виша него крајем 2016. Просечна цена динарских кредита привреди у јуну је износила 5,8%, што је за 0,4 п.п. више него крајем 2016. На тај раст је утицало повећање стопа на кредите за обртна средства (за 1,0 п.п., на 5,9%) и инвестиционе кредите (за 0,9 п.п., на 6,7%), док је цена осталих кредита снижена за 0,4 п.п., на 5,6%.

Просечна пондерисана каматна стопа на новоодобрене евроиндексиране кредите привреди

и становништву снижена је у П1 за 0,1 п.п., на 3,1% у јуну. Притом, просечна стопа на кредите становништву снижена је за 0,6 п.п., на 3,8%, пошто су стопе на стамбене и готовинске кредите смањене за по 0,1 п.п., на 3,0% и 3,3%, респективно, а стопа на остале кредите за 1,9 п.п., на 5,0% у јуну. Једино је стопа на потрошачке кредите (5,3%) била на истом нивоу као и на крају 2016. Просечна пондерисана стопа на евроиндексиране кредите привреди у јуну је износила 3,0%, што је за 0,1 п.п. ниже него крајем 2016. Толико је у јуну износила и каматна стопа на кредите за обртна средства, што је исто као и у децембру 2016, док су цене инвестиционих и осталих кредита снижене за по 0,2 п.п., на 3,2% и 2,9%, респективно, а кредита за увоз за 0,1 п.п., на 2,3%.

Каматне стопе на динарске депозите привреде и становништва благо су снижене и у јуну су износиле по 2,7%. У поређењу с крајем 2016, **каматне стопе на девизну штедњу привреде и становништва** остале су непромењене и износиле су 0,5% и 0,7%, респективно.

Премија ризика земље

Премија ризика Србије, мерена *EMBI*, смањена је током П1 за 100 б.п., на 149 б.п., колико је износила на крају јуна. Она се током јуна спустила на 137 б.п., што је тада била најнижа вредност премије ризика Србије у последњих десет година. На вишегодишње

минимуме пале су током јуна и премије ризика већине осталих земаља у региону. *EMBI Global* је током П1 смањен за 37 б.п., на 328 б.п.

Премија ризика Србије, тј. разлика у приносима на доларске еврообвезнице Србије у односу на америчке државне ХоВ, била је под утицајем и глобалних и домаћих фактора. Када су у питању глобални фактори, на међународном финансијском тржишту, од почетка године побољшана је перцепција ризика због бољих изгледа за глобални привредни раст. За земље региона посебно је важно то што је све више расло уверење да је бржи привредни раст зоне евра одржив. Он је подржан и политиком ЕЦБ-а, која је најавила да ће политика остати стимулативна колико год то буде потребно.

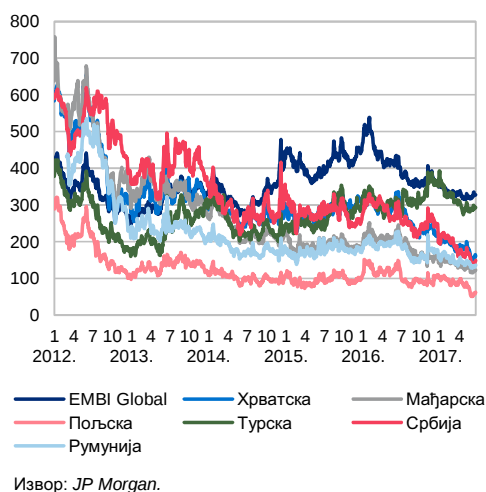
И у земљама у региону, на пад премије ризика деловали су домаћи фактори, тј. настављено је поправљање макроекономских фундамената – многе земље у региону смањиле су јавни дуг, каматне стопе су релативно ниске, инфлација је смањена, а валуте стабилизоване. На боље економске изгледе указују и приноси на еврообвезнице Србије и земаља у региону, који су током посматраног периода додатно смањени. Процењује се да ће очекивани бржи привредни раст на глобалном нивоу, а пре свега у зони евра, овим земљама олакшати прилагођавање смањењу ликвидности на међународном финансијском тржишту.

Када је реч о Србији, на пад њене премије ризика утицали су пре свега повољнији макроекономски изгледи. Остварујући структурна побољшања и смањење унутрашње и спољне неравнотеже, Србија је повећала своју отпорност на евентуалне негативне утицаје из међународног окружења. Потврда о даљем поправљању макроекономске перспективе Србије и оствареним резултатима дошла је и од рејтинг агенције *Moody's*, која је у марту повећала кредитни рејтинг Србије с *B1* на *Ba3*. Даљи макроекономски напредак потврдила је у јуну и мисија ММФ-а приликом разматрања седме ревизије аранжмана, као и рејтинг агенције *Standard & Poor's* и *Fitch*, које су потврдиле кредитни рејтинг Србије и задржале позитивне, односно стабилне изгледе за даље побољшање.

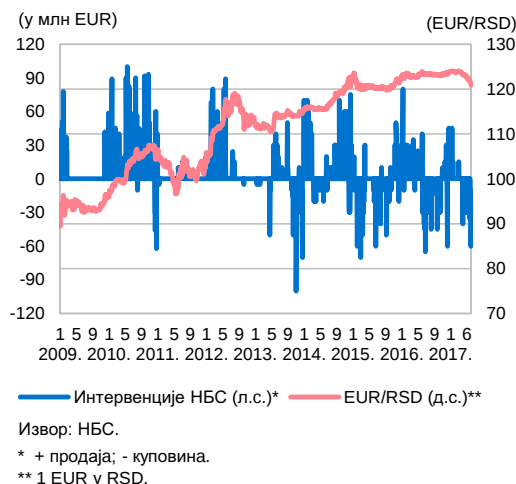
Кретања на девизном тржишту и курс динара

Депрецијацијски притисци с краја 2016. године настављени су и у јануару. Током фебруара и марта они су слабили, да би од априла постепено прешли у апresiasiјске, који су нарочито интензивирани у јуну. Како би ублажила прекомерне краткорочне осцилације курса динара, Народна банка Србије је у Т1 интервенисала на МДТ-у продајом, а у Т2 куповином девиза и на нивоу П1 била је нето купац 160,0 млн евра. Посматрано крајем периода, динар је

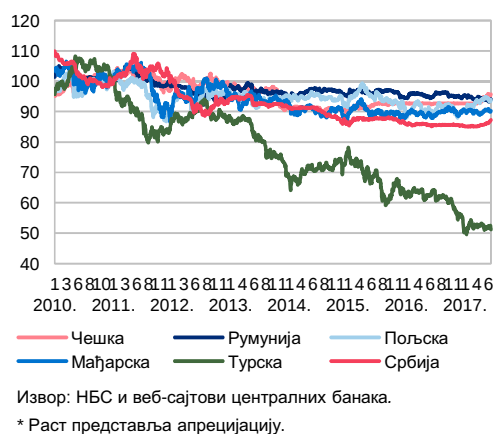
Графикон III.3.7. Показатељ премије ризика – *EMBI* по земљама (дневни подаци, у б.п.)



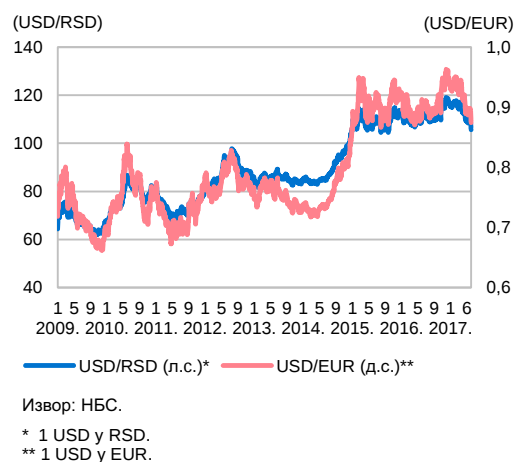
Графикон III.3.8. Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту



Графикон III.3.9. Кретање курсева одређених националних валута према евр^{*}
(дневни подаци, 31. 12. 2010 = 100)



Графикон III.3.10. Кретање курса динара и евра према долару



у П1 ојачао према евр^{*}у за 2,2%, а према долару за 10,9%, с обзиром на то да је посматрани период карактерисало и знатно јачање евра према америчкој валути.

На притиске ка слабљењу домаће валуте почетком године утицала је неизвесност на међународном финансијском тржишту, највише као последица децембарске одлуке ФЕД-а да настави с нормализацијом монетарне политике, што се одразило и на понашање страних инвеститора, који су наставили да смањују своје портфеље државних ХоВ. Од домаћих фактора, депрецијацијским притисцима у Т1 доприносила је пре свега висока тражња домаћих предузећа за девизама, највише увозника енергената. У супротном смеру деловао је прилив по основу извоза, упркос томе што је због хладног времена његов раст био успорен, као и прилив СДИ, откуп ефективног страног новца по основу мењачких послова, а од фебруара и раст валутно индексиране aktive банака.⁸

Тражња предузећа за девизама (мерена износом продатих девиза банака предузећима) смањена је током Т2, чему су допринели бољи извозни резултати него у Т1. Истовремено, настављен је релативно висок прилив СДИ, а страни инвеститори су у мају знатно повећали улагања у седмогодишње динарске државне ХоВ. Сезонски уобичајен већи прилив

дознака одразио се на повећан откуп ефективног страног новца од физичких лица, који је у јуну био више него довољан да покрије нето тражњу домаћих предузећа и страних инвеститора за девизама. Апрецијацијским притисцима доприносио је и раст валутно индексиране active банака, која је у јуну осетно повећана.

Релативној стабилности кретања на девизном тржишту већ дуже време доприноси побољшање макроекономских фундамената, што је резултирало и нижом премијом ризика земље, која се од маја креће око десетогодишњег минимума.

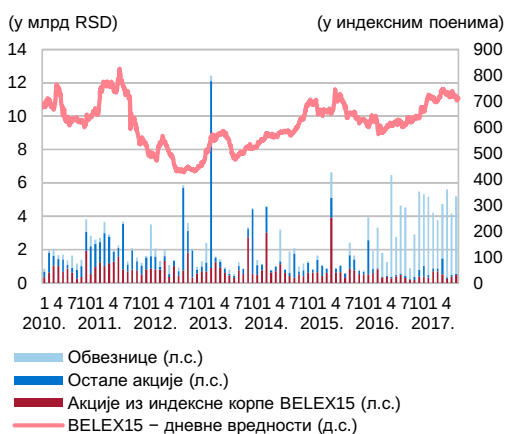
Просечан дневни промет на МДТ-у који је остварен између банака⁹ у П1 износио је 20,1 млн евра, што је за 8,9 млн евра ниже него у истом периоду претходне године, док је у односу на П2 2016. повећан за 0,3 млн евра.

Кретања на берзи

Од почетка године индекси на Београдској берзи осцилирали су у оба смера, при чему је индекс најликвиднијих акција *BELEX15* крајем јуна био за 0,8% нижи него на крају 2016. и износио је 711,3 индексна поена. Истовремено, општи индекс акција *BELEXline* нижи је за 1,7% и крајем јуна је износио

⁸ У настојању да уравнотеже своје девизне позиције, банке тада повећавају понуду девиза на тржишту.

⁹ Без Народне банке Србије.

Графикон III.3.11. Индекс *BELEX15* и промет на Београдској берзи

Извор: Београдска берза.

1.542,4 индексна поена. У истом периоду, индекси земаља у региону бележили су различита кретања. Највише је смањена вредност индекса на берзи у Сарајеву (–11,1%), док је највише повећана вредност индекса на берзи у Румунији (20,2%).

Укупан промет акцијама на Београдској берзи у П1 износио је 4,6 млрд динара. Највећи део тог промета (64,5%) односио се на трговање акцијама из индексне корпе *BELEX15*, при чему је највећи износ трговања остварен у марту (1,5 млрд динара) и резултат је пре свега трговања акцијама с МТП сегмента.¹⁰

Страни инвеститори су у П1 учествовали са око 30% у укупном промету акцијама. Они су били нето продавци домаћих акција у износу од 0,6 млрд динара, као резултат нето продаје акција у јануару и фебруару.

Укупан промет обвезницама у П1 износио је 23,1 млрд динара и резултат је трговања обвезницама Републике Србије, изузев у јуну, када је, први пут откако су емитоване, трговано и обвезницама *EBRD* у износу од 60,0 млн динара.

Тржишна капитализација Београдске берзе у П1 смањена је за 46,5 млрд динара и крајем јуна је

износила 546,0 млрд динара. При томе, капитализација регулисаног сегмента тржишта смањена је за 31,9 млрд динара, на 288,3 млрд динара, а МТП сегмента за 14,6 млрд динара, на 257,6 млрд динара. Тиме је учешће тржишне капитализације у оцењеном БДП-у¹¹ смањено за 1,3 п.п., на 12,8% крајем П1.

4. Новац и кредити

Монетарни агрегати М1, М2 и М3

Понуда новца смањена је у П1, чему је доприносила побољшана фискална позиција државе, док је веће кредитирање приватног сектора деловало у супротном смеру.

Због сезонски уобичајеног пада почетком године, све компоненте динарске понуде новца смањене су током П1, од чега готов новац у оптицају за 14,0 млрд динара, депозити по виђењу за 4,1 млрд динара, а штедни и орочени депозити за 5,0 млрд динара. Таква кретања резултирала су реалним падом динарских монетарних агрегата у П1 – М1 за 5,7% и М2 за 5,6%.

Средства на динарским депозитима по виђењу смањена су највише због пада на рачунима предузећа из области енергетике и трговине, а у мањој мери и на рачунима ДФО. Депозити осталих сектора нису битније промењени у односу на крај 2016. Смањење средстава на рачунима предузећа из области трговине, енергетике и прерађивачке индустрије највише је утицало на пад динарских депозита дужих рочности. С друге стране, боља наплата фискалних прихода допринела је расту средстава на рачунима локалних органа власти, а мањи раст бележе и средства на рачунима осталих сектора. При томе, динарска штедња грађана у П1 повећана је за 0,3 млрд динар и на крају јуна износила је 50,7 млрд динара.

Девизна штедња грађана у П1 повећана је за 156,8 млн евра и у јуну је износила 8,8 млрд евра. Захваљујући највише томе, као и вишим износима на рачунима привреде, укупни девизни депозити су у П1 порасли за 239,1 млн евра. Мањи раст бележе и

¹⁰ 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.

¹¹ Оцењени БДП у последња четири тромесечја.

Табела III.4.1. Монетарни преглед
(у млн RSD)

	Дец. 2016.	Јун. 2017.	Промене у П1 2017.
Нето потраживања од иностранства	1.155.889	1.055.204	-100.685
Нето потраживања банака од иностранства	-109.715	-119.381	-9.666
Нето домаћа актива банкарског сектора	1.041.163	1.118.144	76.981
Нето домаћи кредити	2.368.950	2.385.220	16.270
Нето потраживања од државе	340.113	334.641	-5.472
Пласмани држави	642.159	636.856	-5.303
Депозити државе	-302.046	-302.215	-169
Потраживања од невладиних сектора	2.028.837	2.050.579	21.742
Становништво	839.409	884.232	44.823
Привреда	1.126.558	1.102.723	-23.835
Др. финансијске корпорације	29.431	30.821	1.390
Локални нивои власти	31.369	31.031	-338
Непрофитне и др. организације	2.070	1.772	-298
Остала нето актива	-1.327.787	-1.267.076	60.711
Новчана маса М3	2.197.052	2.173.348	-23.703
Новчана маса М2	808.309	785.216	-23.093
Новчана маса М1	607.856	589.727	-18.129
Готов новац у оптицају	159.265	145.270	-13.995
Депозити по виђењу	448.591	444.457	-4.134
Динарски штедни и орочени депозити	200.453	195.489	-4.964
Девизни депозити	1.388.743	1.388.132	-610

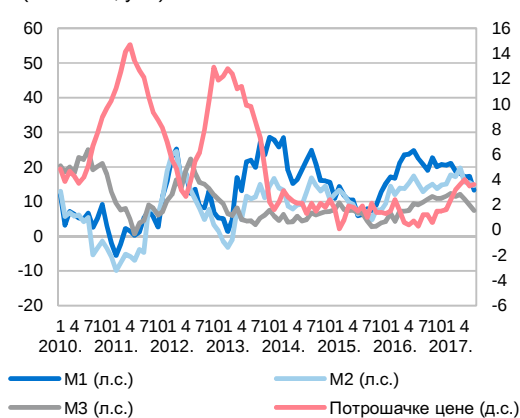
Извор: НБС.

средства на рачунима осталих сектора, а једино су депозити ДФО снижени. Ипак, због апрецијације динара према евр, исказано у динарима, девизни депозити су смањени, што је, уз пад динарске новчане масе, утицало на то да М3 у П1 реално опадне за 3,9%.

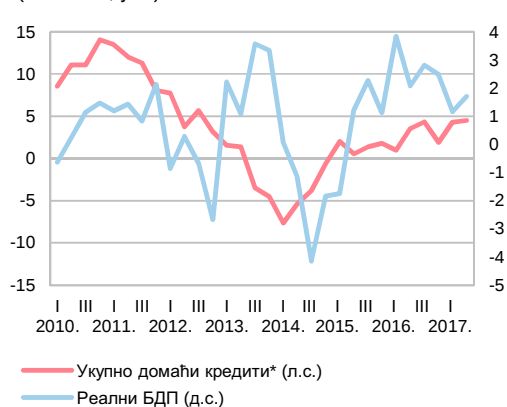
Од почетка године, посматрано на мг. нивоу, монетарни агрегати су успорили раст – у јуну је М1 био реално виши за 9,4%, М2 за 10,6%, а М3 за 3,7%. Раст монетарног агрегата М3 вођен је растом динарских и девизних депозита привреде и становништва, што је резултат досадашњег, али и показатељ будућег привредног раста.

Кредити банака

Мг. раст домаћих кредита убрзан је током П1 и у јуну је, искључујући ефекат промене девизног курса,¹² износио 4,5%. Притом, у поређењу с јуном 2016, кредити становништву су виши за 12,1%, док су због отписа и продаје проблематичних потраживања, а делом и мање потребе предузећа за задуживањем због бољих пословних резултата остварених током 2016, кредити привреди били нижи за 1,2%. По искључењу ефекта отписа *NPL*,¹³ мг. раст кредита привреди у јуну је износио 2,7%, а раст укупних кредита 6,7%. По искључењу ефекта промене девизног курса, домаћи

Графикон III.4.1. Монетарни агрегати и
потрошачке цене
(мг. стопе, у %)

Извор: РЗС и НБС.

Графикон III.4.2. Кредитна активност и БДП
(мг. стопе, у %)

Извор: НБС и РЗС.

* Искључен ефекат промене девизног курса.

¹² Обрачунато по курсу динара према евр, швајцарском франку и долару на дан 30. септембра 2014. (тзв. програмски курс који се користи за потребе праћења аранжмана с ММФ-ом), при чему се узима у обзир валутна структура потраживања по основу кредита.

¹³ Од почетка 2016, закључно с јуном 2017, банке су отписале око 47 млрд динара *NPL* привреде.

кредити су у П1 повећани за 3,1%, а њихово учешће у оцењеном БДП-у износило је 46,3%.

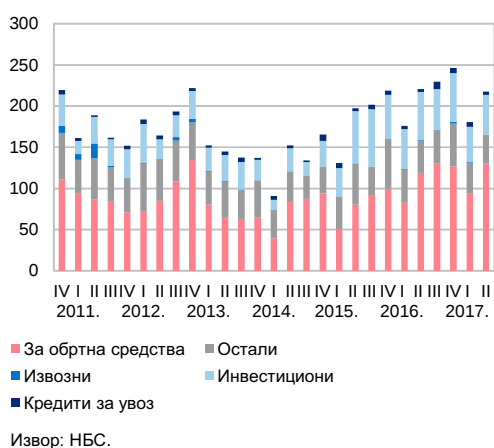
При финансирању кредитне активности, банке су се у већој мери ослањале на домаће изворе финансирања, пре свега на депозите привреде и становништва.¹⁴

Банке су, сезонски уобичајено, почетком године одобравале мање кредита сектору привреде, да би у наредним месецима, а посебно у јуну, реализација била повећана. И у 2017. оне су наставиле са активностима на решавању *NPL* и у П1 су отписале 6,0 млрд динара и лицима ван банкарског сектора продале 9,3 млрд динара ових кредита. Растеређивање биланса банака од проблематичне активе умањивало је кредитни раст, тако да су, искључујући ефекат промене курса, кредити привреди у јуну били готово непромењени у односу на крај 2016. Посматрано по наменама, највећи део потраживања банака од привреде и даље су чинили кредити за обртна средства (47,9%), док се на инвестиционе кредите односило око трећине (32,6%) тих потраживања. Захваљујући опоравку инвестиционог кредитирања у протекле две и по године, продужена је рочност кредитног портфолија и у јуну су кредити са оригиналном рочношћу дужом од две године чинили око 64% кредитних потраживања од привреде.

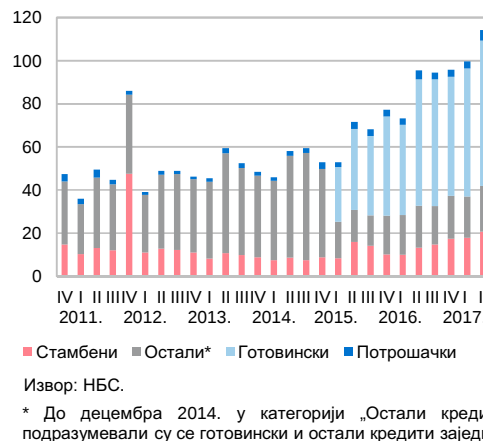
Укупан износ новоодобрених кредита привреди у П1 (398,3 млрд динара) био је виши за 0,4% него у истом периоду прошле године, при чему су кретања од Т2 била повољнија, што потврђују и виши износи новоодобрених кредита у поређењу с Т1. Предузећа су и даље највише користила кредите за обртна средства, који су чинили око 56% новоодобрених кредита привреди у П1, а задржано је и релативно високо учешће инвестиционих кредита у новоодобреним кредитима (23%).

Резултати анкете Народне банке Србије о кредитној активности банака¹⁵ указују на благо поопштравање кредитних стандарда привреди у Т1, а затим на њихово ублажавање у Т2, које се односило пре свега на мала и средња предузећа. Као и раније, конкуренција међу банкама и нижи трошкови извора за кредите деловали су на ублажавање стандарда. Банке су наставиле да смањују каматне марже и пратеће трошкове, уз повећање максималног износа кредита. У Т1 је продужена рочност кредита, због чега су поопштрени и захтеви у погледу колатерала. Тражња предузећа за кредитима наставила је да расте и у П1 и била је вођена потребом финансирања обртних средстава и инвестиција, а у нешто мањој мери и реструктурирањем дуга.

Графикон III.4.3. Структура новоодобрених кредита привреди (у млрд RSD)



Графикон III.4.4. Структура новоодобрених кредита становништву (у млрд RSD)



¹⁴ Показатељ односа кредита и депозита (*LTD* коефицијент) у П1 2017. повећан је за 2,1 п.п., на 101,8%.

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

Кредити становништву наставили су да убрзавају раст и од почетка 2017, искључујући ефекат промене курса, повећани су за 56,6 млрд динара, или 7,0%. Расту и даље највише доприносе готовински кредити (укључујући и кредите за рефинансирање), а све више и повећано стамбено кредитирање. Без ефекта промене курса, стамбени кредити су у П1 повећани за 8,0 млрд динара, што је највећи полугодишњи прираст од П2 2011, када је на снази био и програм субвенционисаног стамбеног кредитирања.

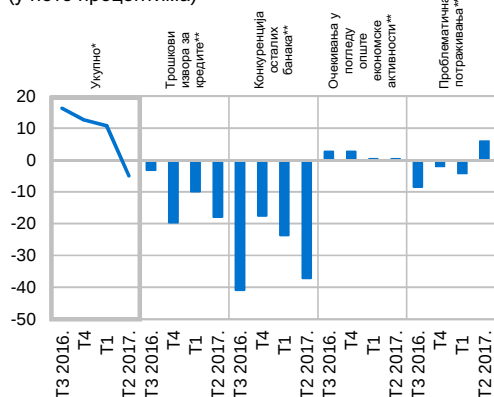
Обим новоодобрених кредита становништву у П1 (213,7 млрд динара) био је за 26,6% виши него у истом периоду претходне године. Грађани су и даље највише користили динарске готовинске кредите и кредите за рефинансирање. Ти кредити су чинили 59% новоодобрених кредита становништву, а 72% њих било је с роком отплате преко пет година. У складу с повољнијим трендовима на тржишту некретнина, наставља се опоравак стамбеног кредитирања. Током П1 одобрено је 38,8 млрд динара ових кредита, или за 66,2% 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, што се може довести у везу с коришћењем могућности

задуживања по повољнијим условима, с обзиром на знатно смањење каматних стопа у претходном периоду. Задуживање по кредитним картицама благо је смањено, док су прекорачења по текућим рачунима повећана у односу на крај 2016.

Резултати анкета о кредитној активности банака указују на даље ублажавање кредитних стандарда становништву у П1. На ублажавање стандарда утицала је пре свега међусобна конкуренција банака и нижи трошкови извора, као и већа спремност на преузимање ризика, а у Т2 и повољнији изгледи на тржишту некретнина. Каматне марже и пратећи трошкови додатно су снижени, нуђени су дужи рокови отплате кредита, а ублажени су и захтеви у погледу колатерала. У складу са очекивањима, тражња грађана је наставила да расте, а најтраженији су били динарски готовински кредити и кредити за рефинансирање, као и девизно индексирани стамбени кредити. На раст тражње за кредитима највише су утицали потреба рефинансирања постојећих обавеза и куповина непокретности, а у мањој мери и раст запослености и зарада у приватном сектору.

Спровођење Стратегије за решавање проблематичних кредита наставља да даје добре резултате. У својим

Графикон III.4.5. Утицај појединих фактора на промену кредитних стандарда у одобравању кредита и кредитних линија предузећима (у нето процентима)

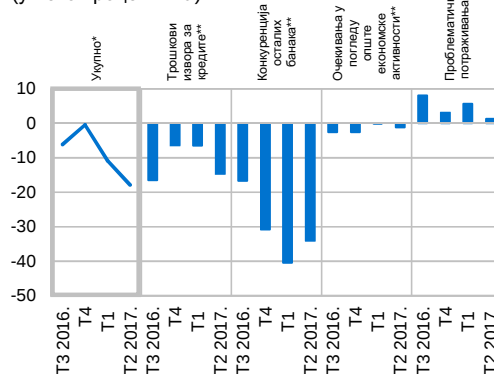


Извор: НБС.

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

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

Графикон III.4.6. Утицај појединих фактора на промену кредитних стандарда у одобравању кредита и кредитних линија становништву (у нето процентима)



Извор: НБС.

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

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

оценама то потврђују и ММФ и рејтинг агенције, а према резултатима анкета о кредитној активности, нижи ниво *NPL* код привреде деловао је на ублажавање кредитних стандарда. Учешће *NPL*, рачунато по бруто принципу, у јуну је износило 15,6% и било је за 6,7 п.п. ниже него у августу 2015, када је Стратегија усвојена. Од почетка године оно је смањено за 1,4 п.п., чему доприносе активности на решавању *NPL*, с једне стране, и раст кредитне активности, с друге стране. Пад учешћа *NPL* у П1 био је најизраженији у сектору привреде, када је смањено за 1,3 п.п., на 15,9% у јуну,¹⁶ што је најнижа вредност овог показатеља још од децембра 2008. Код становништва учешће *NPL* је снижено 1,1 п.п., на 8,2%.¹⁷ Поред тога, исправка вредности укупних кредита у јуну је износила 74,2% *NPL* (што је за 4,6 п.п. више него пре годину дана), а регулаторна резервисања за билансну изложеност и даље у потпуности покривају износ бруто *NPL* и у јуну су износила 120,2%. На високу капитализованост домаћег банкарског сектора указује и показатељ адекватности капитала од 22,4% у јуну.

5. Показатељи степена динаризации

Народна банка Србије је и током 2017. године наставила да спроводи активности које имају за циљ веће коришћење динара у финансијском систему Србије. Мере монетарне политике које је Народна банка Србије доносила у овом периоду допринеле су очувању ценовне стабилности, релативне стабилности курса динара према евр, као и стабилности финансијског система, што представља главни предуслов за успостављање већег поверења у домаћу валуту.

Такође, политиком обавезне резерве настављено је стимулисање банака да у већој мери користе динарске изворе финансирања. Наиме, стопе обавезне резерве на динарске изворе и даље су ниже од девизних, а Народна банка Србије не плаћа банкама камату на издвојену девизну обавезну резерву, за разлику од динарске.

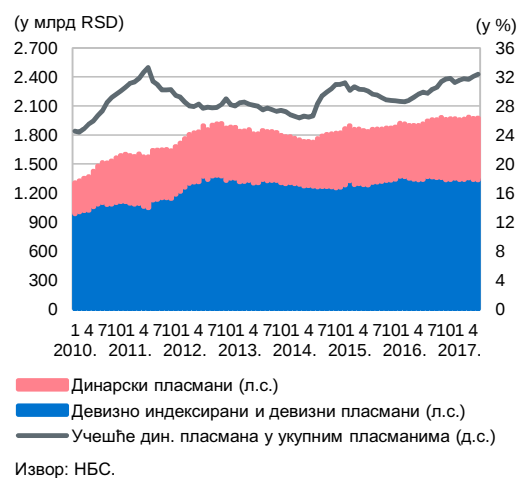
Народна банка Србије је наставила и рад на даљем развоју основних инструмената заштите од девизног

ризика. Током П1 редовно су организоване двонедељне и тромесечне своп аукције девиза, чиме се подстиче међубанкарска своп трговина и развој инструмената за управљање ликвидношћу и заштиту од девизног ризика.

У П1, степен динаризации, мерен **учешћем динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву**, повећан је са 31,2%, колико је износио крајем 2016. године, на 32,8% крајем јуна 2017. године. Повећање степена динаризации у овом периоду резултат је повећања динарских пласмана.

Посматрано по секторској структури, раст динарских пласмана у П1 резултат је пре свега повећаног кредитирања становништва у динарима. У овом периоду, око 70% нових кредита становништву било је у динарима. Девизни и валутно индексирани пласмани становништву остварили су скромнији раст и он је добрим делом био вођен растом стамбених кредита. Наведена кретања допринела су даљем расту динаризации пласмана становништву са 47,0%, колико је износила крајем 2016, на 49,4% у јуну ове године.

Графикон III.5.1. Учешће динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву



¹⁶ Обухвата привредна друштва и јавна предузећа. Уколико посматрамо само привредна друштва, учешће *NPL* у укупним кредитима у јуну је износило 15,9% и за 1,7 п.п. је ниже него крајем 2016.

¹⁷ Уколико се укључе предузетници и приватна домаћинства, то учешће је смањено за 1,2 п.п., на 8,9%.

Степен динаризације пласмана привреди остао је у истом периоду на приближно истом нивоу и крајем јуна 2017. године износио је 19,4%.

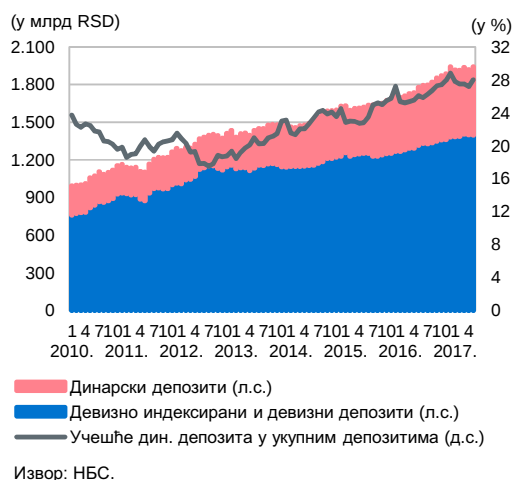
Уколико се искључи ефекат промене девизног курса,¹⁸ степен динаризације пласмана привреди и становништву повећан је са 32,3% на крају 2016. на 33,3% у јуну 2017.

Ако се посматра **степен динаризације депозита**, учешће динарских депозита у укупним депозитима привреде и становништва код банака крајем јуна је износило 28,5%, што је за 0,3 п.п. мање него на крају претходне године. То је последица сезонски уобичајеног смањења динарских депозита привреде код банака. За разлику од динарских депозита, девизни депозити привреде наставили су да бележе раст захваљујући добрим извозним резултатима привреде. Степен динаризације депозита привреде због тога је од почетка године смањен (за 0,7 п.п.), али је и даље релативно висок (53,3% крајем јуна).

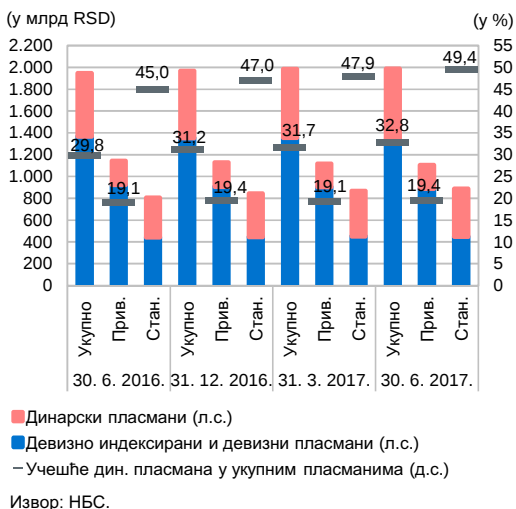
Истовремено, степен динаризације депозита становништва повећан је за 0,2 п.п. и крајем јуна је износио 16,0%. Тиме се наставља тренд његовог повећања, који је започет крајем 2012, након што су Народна банка Србије и Влада РС потписале *Меморандум о стратегији динаризације*

финансијског система Србије у априлу те године. Од краја 2012, степен динаризације депозита становништва повећан је за 7,2 п.п. Расту динаризације депозита становништва у највећој мери доприноси раст динарске штедње становништва, која је готово троструко већа него крајем 2012. године и крајем јуна је износила 50,7 млрд динара.

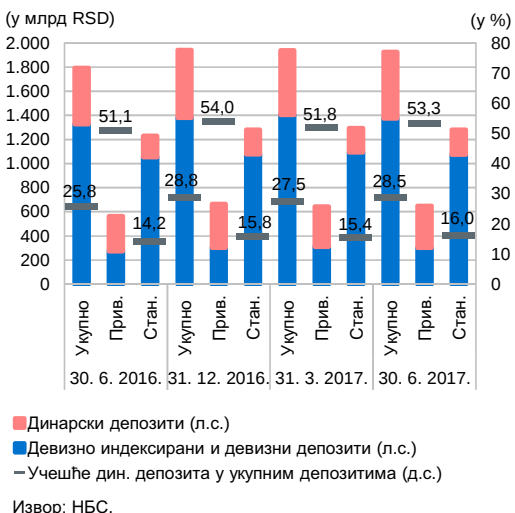
Графикон III.5.3. Учешће динарских депозита у укупним депозитима привреде и становништва



Графикон III.5.2. Секторска структура пласмана банака



Графикон III.5.4. Секторска структура депозита банака



¹⁸ Обрачунато по курсу динара према евр, швајцарском франку, америчком долару, британској фунти и јапанском јену на дан 30. септембра 2014, узимајући у обзир валутну структуру потраживања по основу кредита.

Уколико се искључи ефекат промене девизног курса, степен динаризиције депозита привреди и становништву смањен је са 29,9% на крају 2016. на 29,0% у јуну 2017. године.

6. Инфлациона очекивања

Захваљујући периоду ниске инфлације готово четири године, уз очекиване ниске инфлаторне притиске, финансијски сектор и привреда очекују да ће стабилност цена бити очувана и у кратком и у средњем року. Током П1, инфлациона очекивања тих сектора остала су ниска и релативно стабилна и кретала су се у границама циља Народне банке Србије.

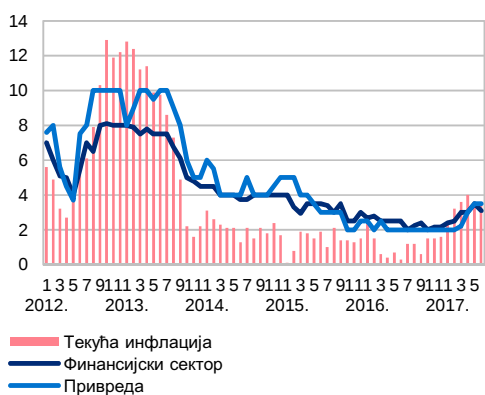
Инфлациона очекивања **финансијског сектора за годину дана унапред**, према анкетама Блумберга и Нинамедије, повећана су током П1 и сада се крећу ближе централној вредности циља за инфлацију, при чему је повећање уследило с ниских нивоа на којима су била у претходном периоду. Тако су инфлациона очекивања, према анкети агенције Блумберг, повећана током П1 за 0,8 п.п., на 3,3%. Према агенцији **Нинамедија**,¹⁹ инфлациона очекивања овог сектора повећана су за 1,0 п.п. и у јуну су износила 3,1%. 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 ($3,0 \pm 1,5\%$).

Нинамедија спроводи и анкету о **очекивањима привреде**. Након што је годину дана очекивала инфлацију од 2,0%, привреда је повећала своја очекивања од марта, а од маја она се крећу на нивоу од 3,5%. Од августа прошле године **инфлациона очекивања становништва** нешто су виша и волатилнија. Она су у марту враћена на ниво од 5,0%, на коме су се пре августа 2016. налазила готово годину дана. Након привременог раста у априлу, поново су стабилизована на нивоу од 5,0%.

Према резултатима квалитативне анкете²⁰ становништва, очекивана инфлација становништва и даље је нижа од перципиране инфлације, што значи да један део становништва очекује да у наредном периоду неће бити настављено повећање цена, које се, према њиховом мишљењу, десило у претходних 12 месеци. Највеће је учешће становништва (60,8%) које сматра да ће се цене умерено или благо повећати у наредној години дана, док учешће оних који очекују знатно повећање цена у наредној години дана у јуну износи 17,2%. Истовремено, учешће становништва које сматра да се цене неће мењати износи 14,0%, док је учешће оних који очекују њихово смањење 1,6%.

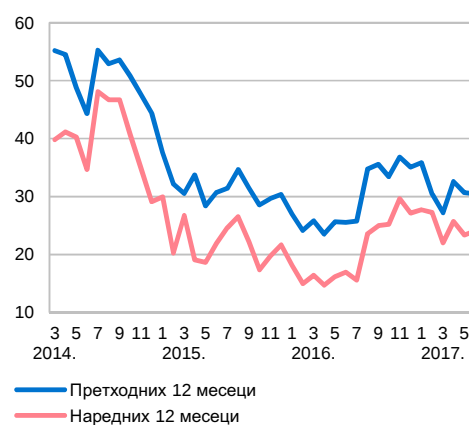
Графикон III.6.1. Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред* (мг. стопе, у %)



Извор: Галуп, Ипсос, Нинамедија и НБС.

* Агенција Нинамедија од децембра 2014. а агенција Ипсос у претходном периоду. Анкета није спроведена у новембру 2014.

Графикон III.6.2. Перципирана и очекивана инфлација становништва (у индексним поенима)



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

¹⁹ Нинамедија од децембра 2014. спроводи анкету о очекивањима економских субјеката.

²⁰ Детаљније о квалитативним очекивањима становништва видети у Извештају о инфлацији – фебруар 2016, Осврт 2, стр. 15.

Средњорочна инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде наставила су да се током П1 крећу у границама циља. Притом, финансијски сектор је повећао своја очекивања за 0,4 п.п. и она су се у јуну налазила на централној вредности циља за инфлацију (3,0%). Средњорочна очекивања **привреде** повећана су за 1,5 п.п., на 3,5%, док су очекивања становништва смањена за 1 п.п., на 5,0%.

7. Фискална политика

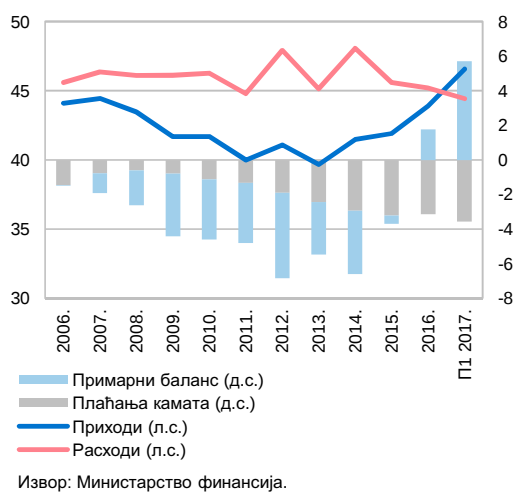
Фискална кретања карактерише наставак позитивних трендова и у П1 2017. Захваљујући пре свега бржем расту прихода од очекиваног, **на нивоу опште државе остварен је суфицит буџета** у износу од 44,1 млрд динара (2,2% процењеног БДП-а), док је квантитативним критеријумом аранжмана с ММФ-ом био дозвољен дефицит опште државе од 36 млрд динара. Штавише, уколико се од тога одузму расходи за камате, у П1 је остварен **примарни буџетски суфицит** у висини од 5,7% БДП-а.

Консолидовани приходи су у П1 износили 953,7 млрд динара и у односу на исти период 2016. године реално су виши за 5,4%. Захваљујући програму фискалне консолидације, којим је као приоритет на приходној страни буџета одређена борба против сиве економије и пореске евазије, том расту у великој мери допринели су порески приходи, а у оквиру њих приходи од ПДВ-а и акциза. Приходи од ПДВ-а

реално су порасли 1,3%, а приходи од акциза 2,3% (највећи део повећања односио се на приходе од акциза на дуван). Захваљујући повољнијим кретањима на тржишту рада, приходи од доприноса реално су виши за 4,7%. Реалан раст забележиле су и остале категорије пореских прихода – порез на добит (47,7%) захваљујући повећаној профитабилности предузећа, којој је путем нижих трошкова по основу камата и курсних разлика, допринела и Народна банка Србије, затим царине (5,8%), порез на доходак грађана (4,8%), непорески приходи (1,1%).

Консолидовани расходи су у П1 износили 909,5 млрд динара и у односу на исти период претходне године реално су били нижи за 1,5%, пре свега по основу нижих трошкова за камате (9,6%), захваљујући постигнутим фискалним резултатима и повољнијим условима финансирања државе, којима је допринело и ублажавање монетарне политике Народне банке Србије у претходном периоду и њена пуна координација с фискалном политиком. Поред тога, и издаци за запослене и за пензије реално су нижи за 0,3% и 2,6%, респективно, него у истом периоду прошле године, чиме је њихово учешће у БДП-у, у складу с програмом фискалне консолидације, наставило да се смањује. Капитални расходи су реално нижи за 5,6%, али је њихова реализација знатно убрзана током Т2, што би требало позитивно да се одрази на економску активност у наредном периоду. С друге стране, виши су расходи за куповину робе и услуга (за 3,3%), као и расходи за субвенције (4,7%).

Графикон III.7.1. Буџетски приходи, расходи и резултат (у % БДП-а)



Графикон III.7.2. Јавни дуг* (у млрд евра и % БДП-а)



С обзиром на побољшање фискалних резултата у П1, оцена ММФ-а је да ће **дефицит консолидованог буџета ове године** бити смањен на 1,0% БДП-а, са 1,3% БДП-а у 2016.

Учешће јавног дуга централне државе, чија је растућа путања преокренута прошле године, наставило је да се смањује. На крају јуна, јавни дуг је износио 23,9 млрд евра, што је за близу 1 млрд евра ниже у поређењу с крајем 2016, а његов удео у пројектованом БДП-у смањен је на 65,7%, са 73,0% крајем 2016.

Смањење учешћа јавног дуга у БДП-у од почетка године у подједнакој мери је резултат пројектованог раста номиналног БДП-а у 2017. и међувалутних промена (ефекат на смањење учешће јавног дуга у БДП-у од по 3,1 п.п.), док је пад учешћа по основу смањења стања јавног дуга у оригиналним валутама (пре свега дуга деноминисаног у еврима, за 225 млн евра) имао ефекат на пад дуга од 1,1 п.п.

Валутна структура дуга повољнија је него на крају 2016, с обзиром на то да је у јуну повећано учешће динарског дуга у укупном дугу на око 22% (са 20,9% крајем 2016), а смањено учешће дуга у доларима на 32,4% (са 33,9%).

У наредном периоду очекујемо наставак повољних фискалних кретања, уз даље смањење учешћа јавног дуга у БДП-у.

8. Агрегатна тражња

Резултати на плану макроекономске стабилизације, наставак унапређења пословног амбијента и ниски трошкови финансирања подстицајно су деловали на раст приватних инвестиција, а већи расположиви доходак по основу даљег опоравка тржишта рада позитивно је утицао на раст потрошње домаћинстава у П1 2017. Ове две компоненте у највећој мери су допринеле расту БДП-а од 1,2% м.г. у том периоду. С друге стране, допринос нето извоза кретању БДП-а у П1 био је негативан. Хладно време на почетку године одразило се на успоравање раста извоза у Т1, а у истом периоду убрзан је раст увоза, првенствено због повећаног увоза енергената. У Т2 је раст извоза убрзан, а увоза успорен, тако да је у поређењу с Т1 смањен и негативан допринос нето извоза.

У наредном периоду очекујемо даљи раст инвестиција по основу повољног макроекономског и

пословног амбијента и убрзане реализације инфраструктурних пројеката, као и наставак опоравка потрошње домаћинстава по основу веће запослености и зарада. Поред тога, бржи раст зоне евра и ефекти инвестиција из претходног периода допринеће бржем расту извоза робе и услуга.

Домаћа тражња

Опоравак на тржишту рада и нижи трошкови кредита одобрених становништву наставили су да подстичу раст потрошње домаћинстава, који је у П1 2017. убрзан на 1,8% м.г. (допринос БДП-у 1,4 п.п.). На раст потрошње домаћинстава указују показатељи активности услужних сектора, пре свега промет у трговини на мало, који је у П1 реално порастао за 3,6% м.г. Поред тога, повећан је и промет у угоститељству (8,0% м.г. у периоду јануар–мај), као и број домаћих туриста (7,2% м.г.) и број њихових ноћења (5,8% м.г.). Раст је остварен и код главног извора потрошње домаћинстава, масе зарада у приватном сектору, која је захваљујући расту запослености и просечне зараде повећана за 5,9% м.г. Додатно, потрошња домаћинстава је у П1 финансирана и новоодобреним потрошачким, и готовинским кредитима, као и приливом дознака из иностранства.

Поред приватне, у П1 је настављен и раст финалне државне потрошње (1,1% м.г. допринос БДП-у 0,2 п.п.), мада нешто споријим темпом него у 2016. (2,3%). То је резултат реално нижих расхода за зараде, који су, и поред већих зарада у делу јавног сектора, смањени услед наставка рационализације

Табела III.8.1 Расподела БДП-а у П1 2017.

	Мг. стопе раста (у %)	Допринеси расту БДП-а (п.п.)
БДП, у сталним ценама претходне године	1,2	1,2
Домаћа тражња	2,4	2,7
Укупна финална потрошња	1,7	1,6
Приватна потрошња	1,8	1,4
Државна потрошња	1,1	0,2
Инвестиције	5,9	1,1
Инвестиције у фиксне фондове	2,0	0,4
Приватне инвестиције	3,4	0,6
Државне инвестиције	-7,2	-0,2
Промене у залихама	-	0,8
Нето извоз (извоз – увоз)	-12,3	-1,5

Извор: РЗС и прерачун НБС.

Табела III.8.2. Кретање главних показатеља и извора потрошње домаћинства у П1 2017.
(реалне мг. стопе раста у %)

Потрошња домаћинства	1,8
Показатељи	
Промет у трговини на мало	3,6
Промет у угоститељству*	8,0
Број домаћих туриста	7,2
Број ноћења домаћих туриста	5,8
Увоз потрошне робе (ВЕС класификација), номинално	0,1
Извори	
Маса зарада у приватном сектору	5,9
Маса укупних социјалних трансфера	-2,0
Маса пензија	-2,6
Нето прилив дознака, номинално	5,8
Новоодобрени потрошачки кредити, номинално	11,3
Новоодобрени готовински кредити, номинално	26,0

* Јануар–мај.

Извор: РЗС и прерачун НБС.

Табела III.8.3. Показатељи инвестиција у П1 2017.
(мг. стопе раста, у %)

Сектор грађевинарства (национални рачуни)	-2,9
Број издатих грађевинских дозвола	70,6
Производња грађевинског материјала	3,9
Вредност изведених радова (територија Србије)	-4,8
Инвестиције у фиксне фондове (национални рачуни)	2,0
Увоз машина и опреме	8,8
Производња капиталних добара	9,8
Новоодобрени инвестициони кредити	-14,5
Стране директне инвестиције	23,4

Извор: РЗС и прерачун НБС.

броја запослених, у складу с мерама фискалне штедње. С друге стране, издаци за куповину робе и услуга у П1 повећани су у односу на исти период претходне године.

Позитиван допринос расту БДП-а у П1 (0,6 п.п.) потекао је и од приватних инвестиција, које су, према нашој процени, порасле за 3,4% мг. На то указују пре свега раст производње капиталних добара од 9,8% мг., упркос нижој производњи моторних возила, затим раст увоза машина и опреме од 8,8% мг., већа производња производа од неметалних минерала, који се углавном користе у грађевинарству (3,9% мг.), као и број издатих грађевинских дозвола. Посматрано са становишта извора финансирања инвестиција, настављен је раст нето прилива СДИ, који је у П1 био већи за 23,4% мг., а у одређеној мери инвестиције су финансиране и из сопствених извора, захваљујући већој профитабилности предузећа.

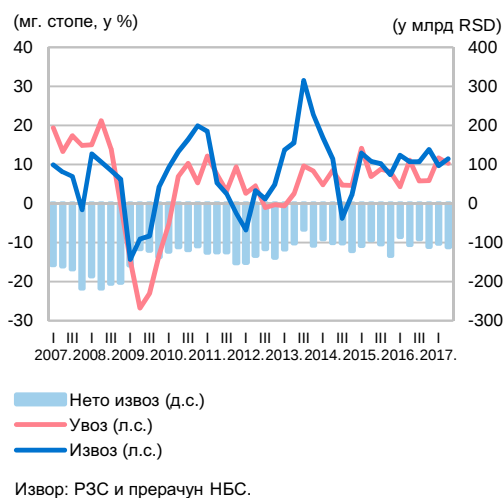
С друге стране, инвестиције државе су у П1, према нашој процени, биле ниже за 7,2% мг. и негативно су допринеле кретању БДП-а са 0,2 п.п. То је у највећој мери последица спорије реализације капиталних расхода у Т1 (пад од 9,3% дсз.) услед неповољних временских прилика. Ипак, већ у Т2 знатно је убрзана реализација капиталних расхода за потребе инфраструктурних пројеката, тако да су државне инвестиције порасле 18,3% дсз.

Позитиван допринос кретању БДП-а у П1 потекао је и од повећања залиха (0,5 п.п.). На то указује повећање залиха готових производа индустрије (12,3% мг.), које је у великој мери концентрисано у претежно извозним гранама (основни метали, електрична опрема производи од гума и пластике, хемијски производи), што се делом може довести у везу са споријим извозом на почетку године. Поред тога, веома добра прошлогодишња пољопривредна сезона омогућила је да, и поред повећаног извоза пољопривредних производа, прелазне залихе у П1 буду више него годину дана раније.

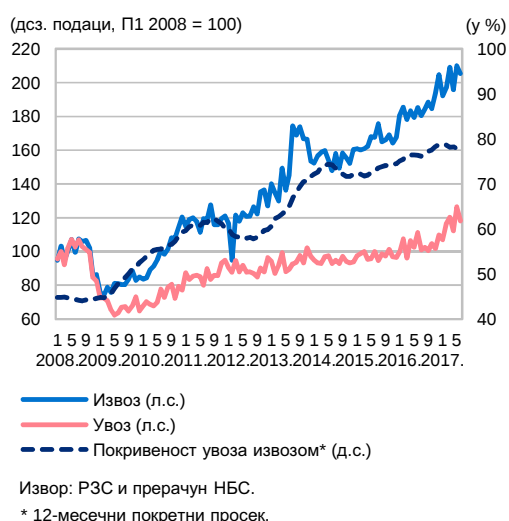
Нето екстерна тражња

Захваљујући ефектима реализованих инвестиција и бржем расту у зони евра, добре извозне перформансе привреде задржане су и у П1, на шта указује наставак реалног раста извоза робе и услуга од 10,6% мг. Показатељ екстерне тражње у П1 био је виши за 3% мг., а позитиван подстицај извозу потекао је и од побољшане трошковне конкурентности захваљујући нижим јединичним трошковима рада у прерађивачкој индустрији (1,7% мг.). Током П1, реално је повећан и увоз робе и услуга (10,9% мг.), пре свега због повећаног увоза опреме и репроматеријала за потребе индустрије, а посебно је почетком године повећан увоз енергената. Бржи раст реалног увоза од извоза робе и услуга утицао је и на негативан допринос нето извоза кретању БДП-а у П1 (1,5 п.п.).

Раст робног извоза изражен у еврима у П1 износио је 11,5% мг. и у великој мери је опредељен извозним перформансама прерађивачке индустрије, као и већим извозом пољопривредних производа. У оквиру прерађивачке индустрије, раст извоза у П1 забележен је у 21 од 23 области, при чему је највећи допринос потекао од извоза основних метала, производа од гуме и пластике, машина и опреме, електричне опреме и прехранбених и хемијских производа. Пад извоза регистрован је у аутомобилској индустрији и последица је смањеног извоза компаније „Фијат”, док

Графикон III.8.1. Извоз и увоз робе и услуга
(у сталним ценама претходне године, реф. 2010)

Графикон III.8.2. Робна размена у еврима



је извоз осталих произвођача у овој области повећан. На већи извоз пољопривредних производа, и поред успоравања у јануару и фебруару, у највећој мери је утицао већи извоз житарица, што је резултат великих вишкова након изузетно добре прошлогодишње сезоне.

Робни увоз изражен у еврима у П1 повећан је 12,8% мг. и резултат је већег увоза машина, опреме и репроматеријала за потребе индустрије, као и повећаног увоза трајних и нетрајних потрошних добара због опоравка финалне потрошње.

Посматрано по тромесечјима, раст увоза у Т1 (8,8% дсз.) био је првенствено последица повећаног увоза енергената (14,9% дсз.) услед повећаних потреба током таласа хладног времена и ниже домаће производње, да би с њеним опоравком, увоз енергената у Т2 био смањен (4,2% дсз.).

Показатељ спољнотрговинске позиције наставио је да се поправља и током П1, с обзиром на то да је покривеност робног увоза извозом, мерено 12-месечним покретним просеком, у јуну износила 78,2% и била је за 1,8 п.п. виша него у истом месецу претходне године.

9. Економска активност

Кретање економске активности од почетка године било је под негативним утицајем шокова на страни понуде, који су се у највећој мери одразили на пољопривреду и енергетику, док су домаћа и екстерна тражња наставиле да делују позитивно. Раст БДП-а у П1 износио је 1,2% мг. и био је вођен наставком позитивних кретања у прерађивачкој индустрији и већини услужних сектора. С друге стране, добри прошлогодишњи резултати и неповољне временске прилике утицали су на то да допринос пољопривреде кретању БДП-а у П1 буде негативан. Раст економске активности, мерено НДВ, у П1 је износио 1,9% мг., што указује на то да су негативни ефекти углавном потицали од пољопривреде.

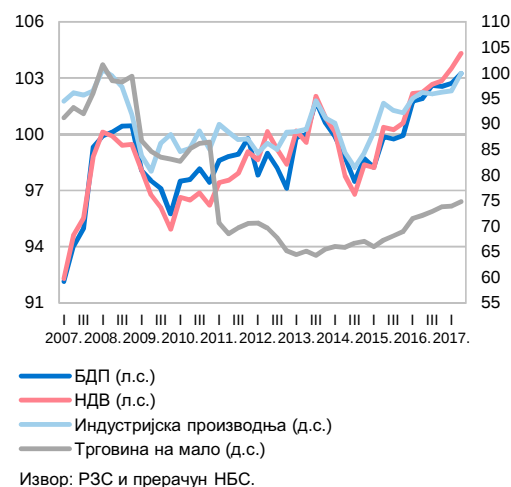
Кретање БДП-а у Т1 било је под знатним негативним утицајем таласа хладног времена који је у јануару и делу фебруара погодио Србију. Хладно време је највеће негативне последице имало на кретања у пољопривреди, рударству, енергетици и грађевинарству, што је утицало и на успоравање мг. динамике раста БДП-а са 2,5% у Т4 2016. на 1,0% у Т1 2017. Током Т2, забележен је опоравак у рударству и енергетици и настављена су позитивна кретања у прерађивачкој индустрији и већини услужних сектора, али је тај раст био ограничен негативним доприносом пољопривреде, која је током лета додатно погођена сушом. Раст БДП-а током Т2 износио је 1,3% мг.

Позитивни ефекти инвестиција из претходног периода, нижи трошкови задуживања, већа екстерна тражња, као и опоравак домаће тражње, позитивно су деловали на кретања у прерађивачкој индустрији, чији је физички обим производње током П1 наставио раст (4,1% дсз. у Т1 и 1,1% дсз. у Т2). С друге стране,

Графикон III.9.1. Доприноси м. стопи раста БДП-а – производна страна (у п.п.)



Графикон III.9.2. Кретање показатеља економске активности (дсз. подаци, П1 2008 = 100)



у секторима рударства и снабдевања електричном енергијом, гасом и паром у Т1 смањен је физички обим производње за 2,9% дсз. и 5,6% дсз., респективно. Опоравак активности у овим секторима започет је у априлу, тако да су они током Т2 забележили раст (6,7% дсз. у рударству и 4,4% дсз. у снабдевању електричном енергијом, гасом и паром) и тиме позитивно допринели кретању укупне индустрије у том периоду.

Посматрано по областима прерађивачке индустрије, раст физичког обима у П1 забележен је у 18 од 24 области, односно у 85% прерађивачке индустрије. Поред веће екстерне тражње, том расту допринеле су нове инвестиције, усмерене на велики број извозних пројеката, који су широко распрострањени по областима прерађивачке индустрије. Највећи допринос расту физичког обима потекао је од производње машина и опреме, гуме и пластике, основних метала и производа од метала, док су у мањој мери позитивно допринела и кретања у хемијској, фармацеутској и прехранбеној индустрији. С друге стране, мањи физички обим производње забележен је у нафтној индустрији, као и у производњи моторних возила, при чему је мања производња у „Фијату” готово у потпуности надокнађена већом производњом осталих извозно оријентисаних предузећа у оквиру аутомобилске индустрије.

Хладно време током јануара и фебруара отежало је извођење грађевинских радова, тако да је у Т1 у

Табела III.9.1. Економска активност у П1 2017.

	Мг. стопе раста (у %)	Доприноси расту БДП-а (п.п.)
БДП	1,2	1,2
Пољопривреда, шумарство и рибарство	-9,1	-0,7
Индустрија	2,1	0,4
Грађевинарство	-2,9	-0,1
Трговина на велико и мало и поправка моторних возила; саобраћај и складиштење и услуге смештаја и исхране	3,8	0,6
Информисање и комуникације	1,4	0,1
Финансијске делатности и делатност осигурања	3,2	0,1
Пословање некретнинама	0,1	0,0
Стручне, научне, иновационе и техничке делатности и административне и помоћне услужне делатности	1,5	0,1
Државна управа и обавезно социјално осигурање; образовање и здравствена и социјална заштита	1,6	0,2
Уметност, забава и рекреација; остале услужне делатности и делатност домаћинства као послодавца	0,5	0,0
Бруто додата вредност (БДВ)	1,0	0,8
Нето порези	2,0	0,3

Извор: РЗС и прерачун НБС.

грађевинарству забележен пад бруто додате вредности од 3,1% мг. До извесног опоравка је дошло у Т2, на шта указује успоравање мг. пада на 2,8%, што се може довести у везу с већом реализацијом

Графикон III.9.3. Доприноси м.г. расту физичког обима индустријске производње (у п.п.)



капиталних инвестиција државе за улагања у инфраструктуру. На опоравак грађевинарства у наредном периоду указује и кретање осталих показатеља, попут производње грађевинског материјала, која је у П1 повећана 3,9% м.г., као и даљи раст броја издатих грађевинских дозвола (70,6% м.г.) и предвиђене вредности радова (31,3% м.г.).

Пољопривредна производња је у П1 опала за 9,1% м.г., на шта су деловали неповољни агрометеоролошки услови од почетка ове године, као и висока база из претходне године. Најпре је у јануару и делу фебруара талас хладног времена негативно утицао на приносе раног воћа и поврћа. У летњим месецима је уследила суша, која се негативно одражава на приносе пре свега кукуруза и индустријског биља, али је тренутно тешко проценити у којој мери. У мањој мери, суша се одразила и на приносе воћа и поврћа. Према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, производња пшенице је у 2017. била за око 20% нижа од прошлогодишње, што је делом последица мање засејаних површина, а делом и рекордних приноса у 2016. С друге стране, површине засејане индустријским биљем веће су за око 10%, док су површине засејане кукурузом на прошлогодишњем нивоу, али за ове културе још увек нису расположиве званичне процене о очекиваним приносима.

Позитиван допринос кретању БДП-а у П1 потекао је од већине услужних сектора, што се у највећој мери може повезати са опоравком домаће тражње. На то указује кретање промета у трговини на мало, који је у П1 био за 3,6% виши на м.г. нивоу. Поред тога, промет

у угоститељству је у периоду јануар–мај, у односу на исти период претходне године, био реално већи за 8,0%. Такође, у П1 је повећан и број долазака туриста (11,6% м.г.) и број њихових ноћења (9,1 % м.г.).

10. Зараде и запосленост

На тржишту рада су од почетка године настављена повољна кретања, која се огледају у расту реалне зараде, повећању формалне запослености и смањењу незапослености.

Наставак привредног раста и повећање минималне зараде од почетка године позитивно су допринели расту реалне нето зараде, која је у П1 2017. била за 0,9% виша него у истом периоду претходне године. Раст реалне нето зараде забележен је у приватном сектору (1,4% м.г.) и био је распрострањен у већини сектора привреде. С друге стране, реална нето зарада у јавном сектору, посматрано на м.г. нивоу, стагнирала је услед ниже реалне зараде у државној управи, с једне стране, и њеног раста у секторима образовања и здравствене и социјалне заштите, с друге стране. Наведена кретања зарада у приватном и јавном сектору резултирала су даљим смањењем разлике између њих, тако да је просечна номинална нето зарада у јавном сектору у П1 у просеку била за 3,4% виша него у приватном сектору.

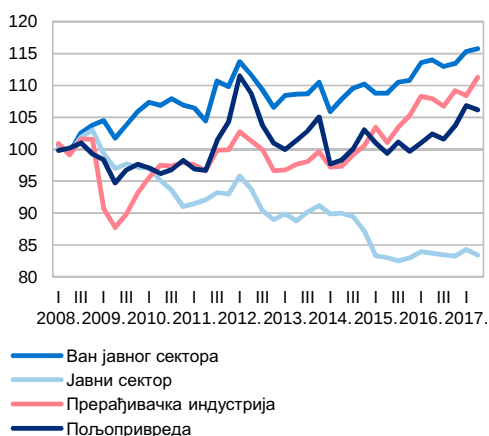
Виша просечна зарада и већа запосленост утицале су и на раст реалне масе нето зарада у П1 за 3,4% м.г., при чему је њен раст забележен у приватном сектору (5,9% м.г.), док је у јавном сектору она смањена (1,7% м.г.), што је у складу с наставком рационализације јавног сектора. Просечна номинална исплаћена нето зарада у Републици Србији у П1 је износила 47.054 динара и била је за 4,4% виша него у истом периоду претходне године.

Током П1, у одређеној мери, побољшана је и екстерна трошкова конкурентност домаће привреде, с обзиром на то да су јединични трошкови рада у прерађивачкој индустрији били нижи за 1,7% м.г., као резултат бржег раста продуктивности (3,0% м.г.) од раста реалне бруто зараде (1,3% м.г.). Посматрано на нивоу укупне индустрије, јединични трошкови рада су у истом периоду повећани 1,0% м.г., што је првенствено последица ниже активности у секторима рударства и енергетике на почетку године.

Раст формалне запослености, који је бележен током 2016, настављен је и у П1 2017, чему су допринели

Графикон III.10.1. Кретање реалне нето зараде

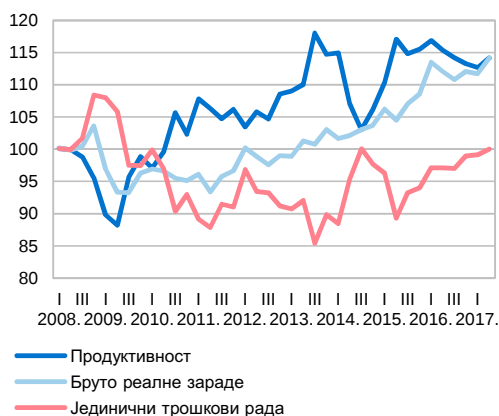
(дсз. подаци, П1 2008 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон III.10.2. Кретање продуктивности, бруто реалних зарада и јединичних трошкова рада у прерађивачкој индустрији

(дсз. подаци, П1 2008 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

даљи раст економске активности и наставак активности на сузбијању сиве економије. Према подацима Републичког завода за статистику добијених из базе Централног регистра обавезног социјалног осигурања, број формално запослених лица у јуну је био за 2,0% већи него на крају 2016, што је резултат веће запослености код правних лица, као и броја приватних предузетника и запослених код њих, док је број индивидуалних пољопривредника био нижи. Запосленост је повећана у већини сектора привреде, а у највећој мери у сектору прерађивачке индустрије и у трговини, док је, с друге стране, нижа запосленост забележена у финансијском сектору и у образовању.

Захваљујући мерама активне политике на тржишту рада (обуке, преквалификације, сајмови запошљавања) и повећаним потребама за запошљавањем, током П1 настављено је и смањење броја незапослених лица. Према подацима Националне службе за запошљавање, у јуну је било 645.426 незапослених лица, или за око 55.000 лица мање него на крају 2016. Незапосленост је смањена међу свим групама занимања, при чему се пад првенствено бележи код занимања повезаних с прерађивачком индустријом и трговином.

Позитивна кретања на тржишту рада на које указују подаци из формалних извора (Централни регистар обавезног социјалног осигурања и Национална служба за запошљавање) потврђују и подаци добијени из Анкете о радној снази. Током Т1, најважнији показатељи кретања на тржишту рада били су бољи у односу на исти период претходне године. Тако је

стопа запослености повећана за 1,6 п.п., на 44,2%, уз пад стопе неформалне запослености за 1,3 п.п., на 19%. Већа запосленост била је у складу и са смањењем стопе незапослености, која је у Т1 износила 14,6% и била је за 4,4 п.п. нижа на мг. нивоу, уз нижу дугорочну незапосленост, као и незапосленост међу свим старосним групама.

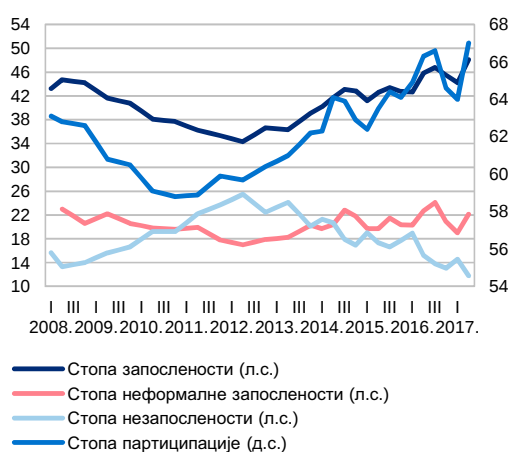
Показатељи тржишта рада, добијени на основу Анкете о радној снази, додатно су побољшани током Т2. Стопа запослености је наставила раст, тако да је у Т2 износила 48,1%, што је на мг. нивоу више за 2,3 п.п. Раст запослености у Т2 био је вођен у одређеној мери већим бројем неформално запослених лица, што се повезује с већим ангажовањем сезонских радника, пре свега у пољопривреди. Стопа незапослености је у

Табела III.10.1. Кретања формалне запослености и незапослености (тримесечне стопе раста, стање крајем периода)

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

Извор: РЗС и Национална служба за запошљавање.

Графикон III.10.3. Показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази (у %)



Извор: РЗС.

T2 смањена на најнижи ниво од када постоје упоредиви подаци (T1 2014) и износила је 11,8%, што је на мг. нивоу ниже за 3,4 п.п.

Повољна кретања на тржишту рада која су забележена у П1, тј. раст запослености и зарада и смањење незапослености, требало би да буду настављена и у наредном периоду по основу очекиваног убрзања привредног раста у овој и наредној години, повезаног с новим инвестицијама и опоравком домаће и екстерне тражње. При томе, даљи опоравак тржишта рада требало би да и даље буде подстакнут позитивним кретањима у приватном сектору, пре свега у прерађивачкој индустрији и услужним секторима, који би и у наредном периоду требало да буду главни покретачи привредног раста.

Додатак 1. Програм монетарне политике Народне банке Србије у 2017. години

П р о г р а м
монетарне политике Народне банке Србије
у 2017. години

1. У складу са Законом о Народној банци Србије, основни циљ монетарне политике је постизање и одржавање стабилности цена, чиме се доприноси очувању стабилности финансијског система и одрживом економском расту.
2. Монетарна политика Народне банке Србије у 2017. години засниваће се на Меморандуму Народне банке Србије о циљању (таргетирању) инфлације као монетарној стратегији¹ и Меморандуму Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације до 2018. године².
3. Циљ монетарне политике Народне банке Србије изражен је нумерички – као **годишња процентуална промена индекса потрошачких цена**, и у 2017. години износи $3,0\% \pm 1,5$ п.п. Снижење циља са 4,0% на 3,0% потврђује одлучност Народне банке Србије и Владе РС да инфлација у средњем року остане ниска, стабилна и предвидива. На овај начин се доприноси даљем унапређују пословне и инвестиционе климе, паду дугорочних динарских каматних стопа, као и већој употреби динара у финансијским трансакцијама, а тиме и смањењу трошкова и валутног ризика привреде, становништва и државе.
4. Народна банка Србије настојаће да циљ утврђен за инфлацију оствари помоћу основног инструмента монетарне политике – каматне стопе која се примењује у спровођењу главних операција на отвореном тржишту. И у 2017. години Народна банка Србије ће доследно и предвидиво мењати ниво те стопе, пажљиво пратећи тенденције у домаћем и међународном окружењу, и то како на међународном финансијском тржишту тако и на тржишту примарних производа. Поред основног, Народна банка Србије користиће и друге инструменте монетарне политике како би подржала трансмисију каматне стопе на реални сектор.
5. Народна банка Србије наставиће да води монетарну политику у режиму руковођено пливајућег девизног курса. Интервенције на девизном тржишту спроводиће ради смањења прекомерних краткорочних осцилација девизног курса, очувања финансијске и ценовне стабилности и одржавања адекватног нивоа девизних резерви.
6. Народна банка Србије, не доводећи у питање остварење основног циља, инструментима макропруденцијалне политике превентивно ће деловати на очување и јачање стабилности финансијског система као целине. Избор специфичног макропруденцијалног инструмента део је ширег процеса идентификације и мерења системског ризика који ће наставити да се унапређује.
7. Одлуке монетарне политике, као и активности које спроводи Народна банка Србије из области микропруденцијалне и макропруденцијалне политике, одмераваће се на начин који обезбеђује одржавање ниске и стабилне инфлације, очување финансијске стабилности, као и подршку спровођењу економске политике Владе РС.
8. Спровођење Стратегије за решавање питања проблематичних кредита допринеће даљем паду учешћа проблематичних кредита у укупним кредитима банака у 2017. години, што би требало да доведе до раста кредитне активности, јачања кредитног канала и ефикасније трансмисије мера монетарне политике на реални сектор.

¹ Меморандум Народне банке Србије о циљању (таргетирању) инфлације као монетарној стратегији усвојен је на седници Монетарног одбора Народне банке Србије 22. децембра 2008. године.

² Меморандум Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације до 2018. године усвојен је на седници Извршног одбора Народне банке Србије 13. августа 2015. године, а његове измене на седници одржаној 10. новембра 2016. године.

9. Успешно спровођење фискалне консолидације и структурних реформи, као и остварена координација мера монетарне и фискалне политике утицали су на смањење спољне неравнотеже и повећали отпорност домаће привреде на потенцијално негативне утицаје из међународног окружења. Народна банка Србије очекује да ће позитивни ефекти фискалне консолидације и структурних реформи у 2017. години, као и успешна сарадња са Међународним монетарним фондом, наставити да доприносе отпорности домаће економије на екстерне шокове, а тиме и макроекономској и ценовној стабилности. Имајући у виду очекиване ефекте досадашњег ублажавања монетарне политике на кретање инфлације и уважавајући неизвесност на глобалном тржишту капитала, Народна банка Србије ће током 2017. године задржати досадашњи степен флексибилности у коришћењу инструмената монетарне политике.

10. Раст употребе динара у домаћем финансијском систему остаће један од стратешких циљева Народне банке Србије. У окружењу ниске и стабилне инфлације и релативно стабилног девизног курса, Народна банка Србије наставиће да спроводи стратегију динаризације како би се смањила осетљивост привреде и становништва на промене курса динара, а уједно и повећала ефикасност монетарне политике.

11. Делујући транспарентно и одговорно према јавности, ради усидравања инфлационих очекивања у границама циља, Народна банка Србије комуницираће с јавношћу на следеће начине: а) саопштењима за јавност, б) конференцијама за штампу, в) извештајем о инфлацији, г) извештајем о стабилности финансијског система и д) другим публикацијама.

Списак графикана и табела

Графикони

II.2.1.	Референтна каматна стопа и коридор каматних стопа	9
II.2.2.	Стање продатих/купљених ХоВ Народне банке Србије	9
II.2.3.	Обим стерилизације ликвидности инструментима монетарне политике	10
III.3.1.	Кретање цена (мг. стопе, у %)	11
III.3.2.	Допринос мг. стопи раста потрошачких цена	12
III.1.1.	Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2017. и 2018. ММФ-а	13
III.1.2.	Кретање хармонизованог индекса потрошачких цена по земљама	14
III.1.3.	Кретање курсева одређених националних валута према долару	15
III.1.4.	Кретање цена нафте и бакра	16
III.1.5.	Индекс светских цена хране	16
III.2.1.	Покривеност текућег дефицита СДИ	17
III.2.2.	Структура финансијског биланса	18
III.2.3.	Девизне резерве и покривеност увоза робе и услуга	19
III.2.4.	Међународна инвестициона позиција	20
III.3.1.	Динарска ликвидност	20
III.3.2.	Кретање каматних стопа	21
III.3.3.	Примарно тржиште државних ХоВ у динарима – коефицијент реализације и учешће страних инвеститора	21
III.3.4.	Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ	21
III.3.5.	Кретање каматних стопа на динарске кредите и депозите привреди и становништву	22
III.3.6.	Кретање каматних стопа на девизне кредите и депозите привреди и становништву	22
III.3.7.	Показатељ премије ризика – <i>EMBI</i> по земљама	23
III.3.8.	Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту	23
III.3.9.	Кретање курсева одређених националних валута према евра	24
III.3.10.	Кретање курса динара и евра према долару	24
III.3.11.	Индекс <i>BELEX15</i> и промет на Београдској берзи	25
III.4.1.	Монетарни агрегати и потрошачке цене	26
III.4.2.	Кредитна активност и БДП	26
III.4.3.	Структура новоодобренних кредита привреди	27
III.4.4.	Структура новоодобренних кредита становништву	27
III.4.5.	Утицај појединих фактора на промену кредитних стандарда у одобравању кредита и кредитних линија предузећима	28
III.4.6.	Утицај појединих фактора на промену кредитних стандарда у одобравању кредита и кредитних линија становништву	28
III.5.1.	Учешће динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву	29
III.5.2.	Секторска структура пласмана банака	30
III.5.3.	Учешће динарских депозита у укупним депозитима привреде и становништва	30
III.5.4.	Секторска структура депозита банака	30
III.6.1.	Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред	31
III.6.2.	Перципирана и очекивана инфлација становништва	31
III.7.1.	Буџетски приходи, расходи и резултат	32
III.7.2.	Јавни дуг	32
III.8.1.	Извоз и увоз робе и услуга	35
III.8.2.	Робна размена у еврима	35

III.9.1. Доприноси м.г. стопи раста БДП-а – производна страна	36
III.9.2. Кретање показатеља економске активности	36
III.9.3. Доприноси м.г. расту физичког обима индустријске производње	37
III.10.1. Кретање реалне нето зараде	38
III.10.2. Кретање продуктивности, бруто реалних зарада и јединичних трошкова рада у прерађивачкој индустрији	38
III.10.3. Показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази	39

Табеле

III.3.1. Раст и доприноси компоненти расту потрошачких цена у П1 2017.	12
III.1.1. Процена привредног раста по земљама	13
III.2.1. Платни биланс Републике Србије	17
III.4.1. Монетарни преглед	26
III.8.1. Расподела БДП-а у П1 2017.	33
III.8.2. Кретање главних показатеља и извора потрошње домаћинстава у П1 2017.	34
III.8.3. Показатељи инвестиција у П1 2017.	34
III.9.1. Економска активност у П1 2017.	36
III.10.1. Кретања формалне запослености и незапослености	38

CIP - Каталогизација у публикацији
Народна библиотека Србије, Београд

336.71

ГОДИШЊИ извештај о монетарној политици /
Народна банка Србије. - 2010- . - Београд
(Краља Петра 12) : Народна банка Србије,
2010- (Београд : Завод за израду новчаница и
кованог новца) . - 30 cm

Два пута годишње. - Варијантни наслов:
Полугодишњи извештај о монетарној политици.
- Има издање на другом језику: Annual
Monetary Policy Report (National Bank of
Serbia) = ISSN 2217-6535
ISSN 2217-6292 = Годишњи извештај о
монетарној политици (Народна банка Србије)
COBISS.SR-ID 185198604