



Народна банка Србије

2015
фебруар

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

2015
фeбpуap

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

Београд, Краља Петра 12

Тел. 011/3027-100

Београд, Немањина 17

Тел. 011/333-8000

www.nbs.rs

Тираж: 120 примерака

ISSN 1820-9408

Уводна напомена

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

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

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

Пристап јавности овим информацијама омогућиће боље разумевање монетарне политике коју спроводи централна банка и њене одлучности у остваривању циљане инфлације, а свакако ће допринети сузбијању инфлаторних очекивања и постизању и одржавању стабилности цена, што и јесте основни циљ Народне банке Србије утврђен законом.

Фебруарски *Извештај о инфлацији* размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 12. фебруара 2015. године.

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

Извршни одбор Народне банке Србије:

Јоргованка Табаковић, гувернер

Ана Глигоријевић, вицегувернер

Веселин Пјешчић, вицегувернер

Диана Драгутиновић, вицегувернер

Ђорђе Јевтић, директор Управе за надзор над финансијским институцијама

**СКРАЋЕНИЦЕ КОРИШЋЕНЕ
У ОВОМ ИЗВЕШТАЈУ**

БДП – бруто домаћи производ

б.п. – базни поен

Г – година

ДФО – друге финансијске организације

д.с. – десна скала

дсз. – десезонирано

ЕЦБ – Европска централна банка

ЕИБ – Европска инвестициона банка

ЕМВИ – индекс обвезница тржишта у успону

ЕУ – Европска унија

ФАО – Организација Уједињених нација за храну и пољопривреду

ФЕД – Систем федералних резерви САД

FISIM – услуге финансијског посредовања индиректно мерене

ХоВ – хартије од вредности

ИПЦ – индекс потрошачких цена

л.с. – лева скала

М – месец

МДТ – међубанкарско девизно тржиште

млн – милион

млрд – милијарда

мг. – међугодишње

ММФ – Међународни монетарни фонд

НДВ – непољопривредна додата вредност

NPL – проблематични кредити

ОРЕС – Организација земаља извозница нафте

П – полугодиште

п.п. – процентни поен

СДИ – стране директне инвестиције

SDR – специјална права вучења

Т – тромесечје

Не наводе се друге општепознате скраћенице.

Садржај

I. Резиме	1
II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији	5
III. Кретање инфлације	7
IV. Детерминанте инфлације	13
1. Кретања на финансијском тржишту	13
<i>Осврт 1: Одлука швајцарске централне банке о укидању минималног девизног курса швајцарског франка у односу на евро</i>	20
2. Новац и кредити	23
3. Тржиште непокретности	27
4. Агрегатна тражња	28
<i>Осврт 2: Динамика и структура робне размене Србије у 2014. години</i>	33
5. Економска активност	36
6. Кретања на тржишту рада	38
7. Међународно окружење	41
<i>Осврт 3: Макроекономски ефекти пада светске цене нафте на глобалном нивоу и у Србији</i>	48
V. Пројекција инфлације	51
Табела А. Индикатори екстерне позиције Србије	59
Табела Б. Основни макроекономски индикатори	60
Списак графикана и табела	61
Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе	63
Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије	64

I. Резиме

Под утицајем фактора с привременим дејством, међугодишња инфлација је наставила да се креће испод доње границе циља.

Као што смо и очекивали у новембарском Извештају о инфлацији, међугодишња инфлација је и током четвртог тромесечја наставила да се креће испод доње границе циља. При томе, базна инфлација је умерено расла и у децембру се приближила доњој граници дозвољеног одступања од циља, чему је допринела и депрецијација динара из друге половине године. Кретање инфлације испод доње границе циља током већег дела 2014. у највећој мери било је последица деловања привремених фактора – неочекивано ниског раста регулисаних цена, снажног пада цена примарних пољопривредних производа и светске цене нафте. С друге стране, дезинфлаторни притисци по основу ниске агрегатне тражње и ниске инфлације из међународног окружења били су у складу с нашим претходним очекивањима.

Инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде стабилизована су у границама инфлационог циља.

Захваљујући дужем периоду ниске инфлације и ниским очекиваним инфлаторним притисцима, више од годину дана краткорочна и средњорочна инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде крећу се у границама инфлационог циља. Од када се прате, ово је најдужи период њиховог кретања у тим границама. Према обе анкете, инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред сада се налазе на инфлационом циљу од 4,0%.

Кретања у међународном окружењу обележили су и даље спор економски опоравак, са изузетком САД, оштар пад цена нафте, који доприноси продубљивању дефлаторних притисака у већини земаља у региону, и различит карактер монетарних политика водећих централних банака.

Глобални раст се одвија успореном динамиком, са изузетком САД, које су забележиле снажан раст економске активности и опоравак тржишта рада. Код нашег најзначајнијег спољнотрговинског партнера – зоне евра – опоравак је знатно умеренији и не прелива се на тржиште рада, док се у региону централне и источне Европе економска активност успорава, пре свега због актуелних геополитичких тензија. Кретања на робним тржиштима обележио је даљи пад цене нафте, али још оштрији него у претходном тромесечју. Под претњом дефлације, коју актуелни пад цена нафте додатно појачава, Европска централна банка се све више ослања на неконвенционалне мере монетарне политике и повећава своје куповине хартија од вредности, укључујући и државне хартије чланица зоне евра, док је ФЕД такве програме окончао и најавио да би у овој години требало да почне с повећањем референтне каматне стопе.

Као последица снажног пада цена нафте, геополитичких дешавања, као и мање предвидивости монетарних политика водећих централних банака, повећана је нестабилност на међународном финансијском тржишту.

Снажан пад светске цене нафте и геополитичка дешавања повећали су неизвесност на међународном финансијском тржишту. Поред тога, оно је током јануара било додатно уздрмано и неочекиваном одлуком централне банке Швајцарске да укине доњу границу девизног курса од 1,20 франака за један евро. У таквим околностима инвеститори поново преиспитују своје процене ризика улагања у земље у успону. Као последица тога, просечан спред између приноса на државне хартије у доларима које су земље у успону емитовале у иностранству и приноса на америчке државне хартије повећан је у поређењу с претходним тромесечјем. Под утицајем глобалних фактора, и премија ризика Србије је повећана. Међутим, потврда кредитног рејтинга од стране агенција *Fitch* и *Standard & Poor's*, захваљујући усвајању мера фискалне консолидације и спровођењу структурних реформи, као и очекиваном закључењу споразума с Међународним монетарним фондом, допринела је заустављању тог раста и крајем јануара премија ризика земље је нижа у односу на децембар.

Депрецијацијски притисци на динар током четвртог тромесечја били су резултат деловања глобалних и домаћих фактора.

Током четвртог тромесечја преовладавали су депрецијацијски притисци на динар, на шта су, поред поменутих глобалних, деловали и домаћи фактори. Тражња за девизама је повећана, делом због већих плаћања по основу увоза енергената. Поред тога, притисцима на динар допринели су и исплате добити иностраним власницима, већа тражња банака за девизама услед потребе да уравнотеже своју девизну позицију, раздуживање предузећа према иностранству и успоравање извоза. Како би ублажила прекомерне краткорочне осцилације курса, без намере да утиче на тренд његовог кретања, Народна банка Србије је у току четвртог тромесечја интервенисала на међубанкарском девизном тржишту нето продајом девиза у износу од 765,0 милиона евра.

Упркос ниским инфлаторним притисцима, монетарна политика је опрезно ублажавана, пре свега због повећаних ризика из међународног окружења и привременог дезинфлаторног утицаја појединих фактора.

Опрезно ублажавање монетарне политике протеклих месеци, упркос ниским инфлаторним притисцима, налагали су пре свега ризици из међународног окружења, који су проузроковали и депрецијацијске притиске, и привремени дезинфлаторни утицај појединих фактора. После доношења новог сета мера фискалне консолидације, ризици у погледу одрживости домаћих јавних финансија су смањени. Референтна каматна стопа је последњи пут смањена у новембру за 50 базних поена, на 8%.

Кредитна активност је, захваљујући програму субвенционисаних кредита привреди, остварила благ реалан раст у 2014. години.

Кредитна активност је у 2014. години забележила позитивну стопу раста. Међутим, програм субвенционисаних кредита, у оквиру кога је одобрено више од 135 милијарди динара кредита сектору привреде и који је допринео расту кредитне

Усвојене мере фискалне консолидације позитиван су корак у обезбеђењу одрживости јавних финансија.

активности у току 2014, обустављен је крајем године и за сада нема назнака да ће бити новог програма. Имајући то у виду, као и краткорочне негативне ефекте нових мера фискалне консолидације на потрошњу, кредитна активност ће у овој години највероватније наставити да се успорава, што Народна банка Србије настоји да ублажи смањењем стопе девизне обавезне резерве.

Фискална кретања повољнија су у другој половини 2014. године, чему доприносе пре свега ефекти предузетих мера фискалне консолидације у домену борбе против сиве економије и пореске евазије, као и смањење плата у јавном сектору и пензија. Фискални дефицит на консолидованом нивоу, који укључује и плаћање активираних гаранција, као и трошкове докапитализације банака и предузећа с већинским државним власништвом, износио је 6,6% бруто домаћег производа, од чега су се 3 процентна поена односила на трошкове отплате камата. Фискалном стратегијом, поред задржавања плата у јавном сектору и пензија на nižем нивоу у наредне две-три године, предвиђа се и рационализација јавног сектора, смањење субвенција и реформа јавних предузећа. То би требало да резултира смањењем дефицита опште државе на 3,8% бруто домаћег производа до 2017. и стабилизацијом учешћа јавног дуга у бруто домаћем производу, а затим његовим постепеним падом.

Негативни ефекти поплава на економску активност постепено се исцрпљују...

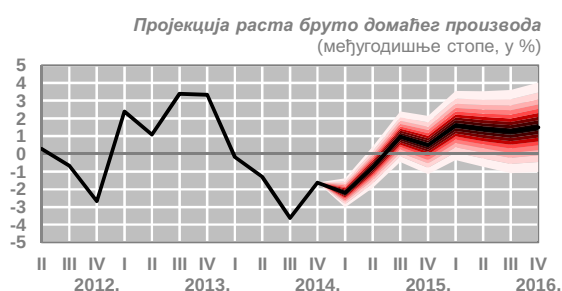
Захваљујући постепеном оспособљавању оштећених постројења у енергетици и производних капацитета у рударству изазваних мајским поплавама, у четвртном тромесечју је забележен опоравак укупне индустрије, што се одразило и на раст тромесечног бруто домаћег производа (0,5% десезонирано). Поред тога, порасла је активност у прерађивачкој индустрији, грађевинарству и већини услужних сектора. Посматрано на међугодишњем нивоу, бруто домаћи производ је у четвртном тромесечју опао за 1,6%, што представља знатно успоравање пада у односу на претходно тромесечје.

...као и ефекти ниже екстерне тражње.

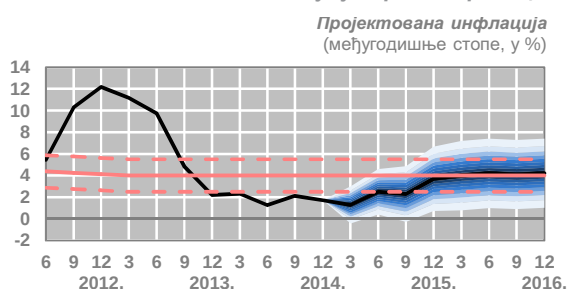
Опоравак извоза, веће инвестиције и потрошња државе позитивно су допринели расту агрегатне тражње у четвртном тромесечју, док су наставак пада потрошње домаћинстава и ниже приватне инвестиције деловали у правцу њеног смањења. Процењујемо да је на нивоу године допринос нето извоза агрегатној тражњи био неутралан, тј. да је успоравање раста извоза услед поплава и ниже екстерне тражње компензовано споријим растом увоза због мера фискалне консолидације.

Према Анкети о радној снази, тржиште рада наставља да се опоравља.

Опоравак економске активности очекује се од 2016. године, чему ће првенствено допринети очекивани видљивији опоравак зоне евра и исцрпљивање краткорочних негативних ефеката фискалне консолидације и структурних реформи.



Повратак инфлације у границе циља очекујемо средином године, а затим и стабилизацију унутар тих граница.



Карактер монетарне политике у наредном периоду у највећој мери одредиће дешавања у међународном окружењу и кретање цена примарних производа.

Судећи према расположивим показатељима, чини се да се тржиште рада опоравља бржом динамиком него економска активност. Стопа незапослености је наставила да се смањује и крајем године износила је 16,8%, што је за 3,3 процентна поена ниже него на крају 2013. При томе, формална запосленост је наставила да се смањује, док је неформална запосленост порасла.

Спровођење фискалне консолидације највероватније ће утицати на то да бруто домаћи производ ове године забележи благ пад од око 0,5%. Ипак, доследно фискално прилагођавање, праћено спровођењем структурних реформи, требало би да резултира већим инвестицијама и нето извозом. Такође, позитиван допринос нето извоза потећи ће од опоравка екстерне тражње, као и од пада увоза због смањене финалне потрошње. Опоравак економске активности очекује се у 2016, а позитиван допринос требало би да да и потрошња домаћинства, услед постепеног раста запослености и реалног дохотка домаћинства у условима ниске инфлације.

Међугодишња инфлација би средином године требало да се врати у границе дозвољеног одступања од циља и затим настави кретање у оквиру тих граница. На такво кретање инфлације утицаће очекиване корекције регулисаних цена, ефекти досадашње депрецијације динара и постепено ишчезавање дезинфлаторних притисака по основу цена примарних пољопривредних производа. С друге стране, раст цена успораваће ниска агрегатна тражња, појачана додатним мерама фискалног прилагођавања, и ниска инфлација у међународном окружењу, која опстаје упркос експанзивним мерама монетарних политика.

Ублажавање монетарне политике у наредном периоду зависиће првенствено од оцене потенцијалног деловања фактора из међународног окружења на кретање капитала и премију ризика Србије, као и од кретања цена примарних производа на светском и домаћем тржишту и њиховог потенцијалног утицаја на остале цене. Захваљујући предузетим и најављеним додатним мерама консолидације, ризици који потичу од фискалне политике мањи су него у претходном периоду.

II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији

Након смањења у новембру на 8,0%, референтна каматна стопа у наредна три месеца није мењана. Доносећи такву одлуку, Извршни одбор Народне банке Србије имао је у виду да је кретање инфлације испод доње границе циља у највећој мери последица фактора с привременим дезинфлаторним дејством. Поред тога, повећана неизвесност у међународном окружењу налагала је опрезно вођење монетарне политике како би се инфлација трајно стабилизовала на ниском нивоу, упркос јаком дезинфлаторном дејству ниске агрегатне тражње.

Стопе девизне обавезне резерве банака поново су смањене у јануару како би се банкама омогућило да пружи већу кредитну подршку реалном сектору.

Пројекција инфлације из новембарског Извештаја о инфлацији била је до средине 2015. године нижа у односу на претходну због пада цена примарних производа и изостанка корекције цена електричне енергије. Новембарска пројекција инфлације указивала је на то да ће се инфлација средином 2015. вратити у границе циља и да ће се до краја те године приближити циљу од 4% и затим до краја периода пројекције наставити кретање око циља. Раст инфлације ка циљу у току 2015. године определиће пре свега регулисане цене, будући да се очекује да њихов допринос укупној инфлацији буде на нивоу претходних година. Поред тога, трошковни притисци у производњи хране биће веома ниски до наредне пољопривредне сезоне, али с њеним доласком у другој половини године очекује се раст цена хране.

Полазећи од такве пројекције инфлације, **Извршни одбор Народне банке Србије је референтну каматну стопу смањивао у новембру за 50 б.п., на 8,0%, а затим је у наредна три месеца није мењао.** Одлучујући да се висина референтне каматне стопе не мења, Извршни одбор је узео у обзир да се м.г. инфлација и даље креће испод доње границе дозвољеног одступања од циља, али да су на то пре свега деловали фактори с привременим дезинфлаторним дејством, као што су ниске цене примарних пољопривредних производа, снажан пад

цена нафте и низак раст регулисаних цена. На краткорочни дезинфлаторни утицај поменутих фактора указује постепено повећање м.г. базне инфлације, која је у децембру прошле године износила 2,3%, приближивши се тако доњој граници дозвољеног одступања од циља.

Према оцени Извршног одбора, до сада предузете мере монетарне политике и постепено слабљење дезинфлаторних ефеката по основу ниских трошкова хране, уз очекиване корекције регулисаних цена, допринеће да се средином ове године инфлација врати у границе циља ($4 \pm 1,5\%$). На одржање ниске и стабилне инфлације у средњем року утицаће ниска домаћа тражња, чије је дезинфлаторно дејство повећано смањењем плата у јавном сектору и пензија, као и ниска инфлација у зони евра.

Такође, опрезно вођење монетарне политике налагали су ризици из међународног окружења, који су повећали осетљивост инвеститора према улагањима у тржишта у успону. Међународни токови капитала били су нестабилни због промена у монетарној политици највећих централних банака, као и због геополитичких дешавања. Под претњом дефлације, ЕЦБ се све више ослањала на неконвенционалне мере и повећавала своје куповине ХоВ (проширујући их и на државне хартије), док је ФЕД такве програме

окончао и најавио да ће вероватно у овој години почети да повећава референтну стопу. Различит карактер монетарних политика ЕЦБ-а и ФЕД-а биће настављен, због чега се и очекује даље јачање долара у наредном периоду. Оштар пад цене нафте на светском тржишту и геополитичка дешавања отежали су предвидивост промена у монетарним политикама ових централних банака и повећали нестабилност на међународном финансијском тржишту. Поред тога, оно је током јануара било додатно уздрмано и неочекиваном одлуком швајцарске централне банке да укине доњу границу девизног курса од 1,20 франака за један евро.

С обзиром на повећану неизвесност на међународном финансијском тржишту, Народна банка Србије и даље ће пажљиво пратити промене вредности водећих светских валута и настојати да умањи преливање негативних последица на домаће тржиште. Интервенције на девизном тржишту користиће како би умањила прекомерне дневне осцилације девизног курса, без намере да утиче на његов тренд. Нарочито

пажљиво ће пратити ефекте промене односа водећих светских валута по стабилност финансијског система.

Извршни одбор очекује да ће спровођење мера фискалне консолидације и структурних реформи допринети смањењу унутрашњих и спољних неравнотежа и тиме повећати отпорност на шокове из међународног окружења. Постизање аранжмана с ММФ-ом представљаће додатну потврду кредибилитета економске политике.

Након смањења у новембру и децембру, стопе **по којима банке обрачунавају девизну обавезну резерву поново су смањене** у јануару за по 1 п.п. (са 27% на 26% и са 20% на 19%, у зависности од рочности). Истовремено, измењена је и структура девизне обавезне резерве тако што је повећан део који се издваја у динарима (са 36% на 38% и са 28% на 30%, у зависности од рочности). Циљ је да се додатним смањењем девизне обавезне резерве, смањењем трошкова по том основу и ослобађањем дела кредитног потенцијала стимулише кредитна активност банака.

III. Кретање инфлације

Међугодишња инфлација је, у складу са очекивањима из новембарског Извештаја о инфлацији, и током Т4 наставила да се креће испод доње границе циља, на шта су у највећој мери утицали фактори с привременим дејством – низак раст регулисаних цена, ниске цене примарних пољопривредних производа и снажан пад светске цене нафте. Базна инфлација је, с друге стране, умерено расла током Т4 и приближила се доњој граници дозвољеног одступања од циља, чему је допринела и депрецијација динара из друге половине године.

Захваљујући дужем периоду ниске инфлације и ниским очекиваним инфлаторним притисцима остварена је стабилизација краткорочних и средњорочних инфлационих очекивања. Од када се прате, није забележен дужи период њиховог кретања у границама инфлационог циља.

Кретање инфлације у Т4

Међугодишња инфлација је током Т4 наставила да се креће испод доње границе дозвољеног одступања од циља. Док су дезинфлаторни ефекти по основу ниске агрегатне тражње и ниске инфлације из међународног окружења били у складу с нашим претходним очекивањима, подбацивање доње границе циља у највећој мери било је последица деловања

привремених фактора. Ту пре свега мислимо на неочекивано низак раст регулисаних цена, пад цена примарних пољопривредних производа и снажан пад светске цене нафте, чији је ефекат делом неутрализован слабљењем динара у односу на долар.

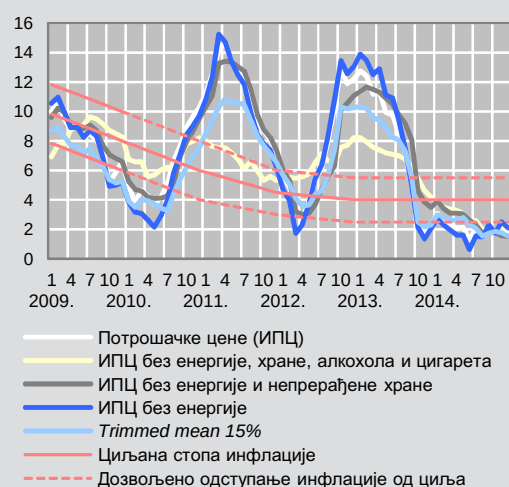
Посматрано по месецима, након пада у октобру на 1,8%, мг. инфлација је порасла у новембру на 2,4% мг. и приближила се доњој граници циља, да би у децембру поново уследио пад на 1,7% мг.

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

	2013.		2014.			
	IV	I	II	III	IV	
Потрошачке цене (ИПЦ)	-0,2	1,2	0,8	0,3	-0,6	
Непрерађена храна	-4,3	3,9	4,9	0,8	-4,0	
Прерађена храна	-0,7	0,6	-0,5	0,2	0,2	
Индустријски производи	1,0	1,6	-0,1	-0,3	-0,6	
Енергија	-0,4	0,9	-0,4	1,0	-1,8	
Услуге	1,2	0,0	1,6	0,7	1,6	
Индикатори базне инфлације						
ИПЦ без енергије	-0,2	1,3	0,9	0,2	-0,4	
ИПЦ без енергије и непрерађене хране	0,5	0,8	0,3	0,1	0,3	
ИПЦ без енергије, хране, алкохола и цигарета	1,0	-0,1	0,8	0,2	1,3	
Регулисане цене	0,9	1,8	0,2	-0,6	-1,4	

Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Потрошачке цене су на нивоу тромесечја у Т4 опале за 0,6%, чему су пре свега допринеле ниже цене непрерађене хране, нафтних деривата и цигарета.

Цене хране и безалкохолних пића су, сходно нашим очекивањима, забележиле пад (1,4%), који је био вођен смањењем цена **непрерађене хране** (4,0%). Кретање ове категорије цена било је у великој мери условљено сезонским факторима, будући да су опале цене воћа и свежег меса, а да су порасле цене поврћа и јаја. **Цене прерађене хране** су у Т4 практично стагнирале (раст 0,2%), јер је раст цена млека и млечних производа неутралисан падом цена јестивог уља и шећера. На мг. нивоу, цене хране и безалкохолних пића су у Т4 убрзале раст на 2,2% и од средине године дају позитиван допринос укупној инфлацији.

Цене индустријских производа без хране и енергије су треће узастопно тромесечје исказале пад, који је у Т4 износио 0,6%. Готово целокупан пад ове категорије цена потиче од нижих цена цигарета, које су смањене 8,0% по основу веће конкуренције међу произвођачима услед пада промета на тржишту дуванских производа. С друге стране, на ублажавање пада ове категорије цена утицало је поскупљење аутомобила и фармацеутских производа.

Пад цена нафтних деривата (8,6%), подстакнут снажним падом **цене** сирове нафте на светском тржишту, у највећој мери је одредио кретање цена у оквиру групе **енергија**, које су у Т4 смањене 1,8%. У супротном смеру деловао је раст цена дрва за огрев и природног гаса, што је у складу с њиховом сезонском динамиком.

Једина категорија потрошачких цена која је у Т4 позитивно допринела кретању укупне инфлације јесу **цене услуга**, које су порасле 1,6%. Тај раст резултат је пре свега поскупљења туристичких пакет-аранжмана и услуга мобилне телефоније.

Базна инфлација (мерена ИПЦ-ом по искључењу цена енергије, хране, алкохола и цигарета) остварила је у Т4 виши раст (1,3%) него у Т3 (0,2%). На мг. нивоу, базна инфлација је током Т4 умерено расла и у децембру је износила 2,3%, приближивши се тако доњој граници дозвољеног одступања од циља, испод које се креће од августа. Највећи позитиван допринос базној инфлацији потиче од повећања цена туристичких пакет-аранжмана и аутомобила, чије је кретање у одређеној мери и последица слабљења динара према евр.

Регулисане цене у Т4 наставиле су да падају (1,4%), првенствено по основу нижих цена цигарета, што је

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

у мањој мери компензовано растом цена природног гаса и комуналних услуга. Пад цена цигарета, уз изостанак корекције цене електричне енергије, допринео је да регулисане цене искажу неубичајено низак раст на мг. нивоу, који је у децембру износио 1,1%, док је претходних година у просеку износио око 10%.

Произвођачке и увозне цене

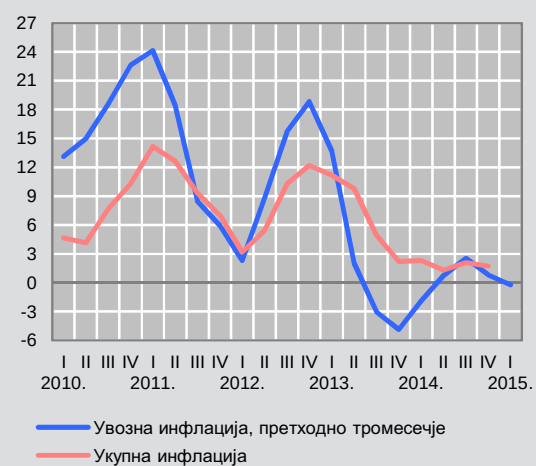
Снажан пад светске цене нафте у великој мери се одразио и на кретање **цена произвођача индустријских производа за домаће тржиште**, које су у Т4 смањене 1,5%. Највише су опале цене у производњи кокса и деривата нафте (26,6%), уз негативан допринос од 1,6 п.п. кретању укупних произвођачких цена. Уз то, пад произвођачких цена од 23,1% забележен је и у експлоатацији сирове нафте и природног гаса. С друге стране, благ раст цена остварен је у експлоатацији руда метала, производњи одевних предмета, намештаја и папира. Посматрано по намени, снажан пад произвођачких цена регистрован је у групи енергија. На мг. нивоу, раст цена произвођача индустријских производа је у Т4 успорен за 0,8 п.п. у односу на Т3 и у децембру је износио 0,2%.

Тромесечни пад **цена произвођача пољопривредних производа**¹, који је настављен и у Т4, износио је 5,0%. Већи пад у односу на претходно тромесечје утицао је и на убрзање мг. пада ових цена на 7,9% у децембру. Пад произвођачких цена забележен је у свим секторима пољопривреде, при чему је најизраженији био у воћарству и виноградарству. Смањене су и произвођачке цене житарица, индустријског биља и живе стоке, док су једино порасле цене у групи сточних производа, пре свега млека и јаја.

Цене елемената и материјала за уграђивање у грађевинарству, које представљају показатељ трошкова грађевинарства, смањене су у Т4 за 0,4%, док је на мг. нивоу њихов раст убрзан на 4,6% у децембру.

Током Т4 знатно су смањени притисци по основу увозне инфлације, с обзиром на снажан пад светске цене нафте. **Увозне цене исказане у динарима**² опале су за 4,2%, што је готово у потпуности било последица ниже цене нафте. Ипак, дезинфлаторни утицај пада светске цене нафте на домаће цене био је делимично ублажен депрецијацијом динара према долару. Дезинфлаторно су деловале и светске цене хране, које су у Т4 наставиле пад, док су увозне цене репроматеријала стагнирале. После три узастопна

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



Извор: Destatis, ФАО, Блумберг и прерачун НБС.

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

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

Извор: РЗС и прерачун НБС.

¹ Цене произвођача у области пољопривреде и рибарства.

² Као показатељ увозних цена коришћен је пондерисани просек индекса светских цена нафте и хране и извозних цена Немачке, нашег најзначајнијег спољнотрговинског партнера.

тримесечја раста, оцењене увозне цене су на мг. нивоу у децембру стагнирале ($-0,2\%$), указујући на одсуство инфлаторних притисака по овом основу у наредном тримесечју.

Инфлациона очекивања

Дужи период ниске текуће инфлације и ниски очекивани инфлаторни притисци омогућили су стабилизацију краткорочних и средњорочних инфлационих очекивања. Финансијски сектор и привреда већ више од годину дана очекују да ће инфлација за 12 месеци унапред бити у границама циља – финансијски сектор од октобра, а привреда од новембра 2013. Од када се инфлациона очекивања ових сектора прате, ово је најдужи период њиховог кретања унутар граница циља.

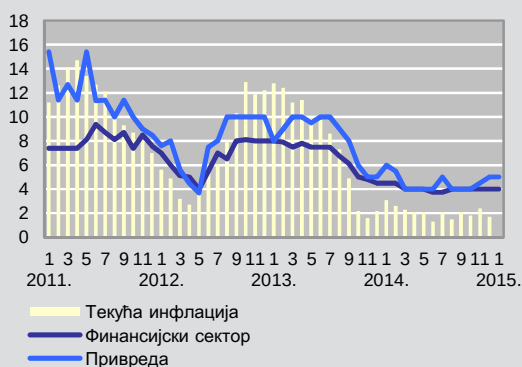
Према анкети агенције **Блумберг**, инфлациона очекивања финансијског сектора **за годину дана унапред** у претходних десет месеци била су непромењена и износила су $4,5\%$, да би се у фебруару спустила на ниво циља од $4,0\%$. Према децембарској и јануарској анкети агенције **Нинамедија**³, инфлациона очекивања финансијског сектора такође

се налазе на централној вредности циља за инфлацију ($4,0\%$), као и у претходне три анкете агенције Ипсос. Инфлациона очекивања привреде су у децембру повећана на $5,0\%$, са $4,0\%$, колико су од августа износила према анкетама агенције Ипсос, а у јануару су остала непромењена.

Средњорочна инфлациона очекивања финансијског сектора, тј. **очекивања за две године унапред**, крећу се око централне вредности циља и са октобарских $3,9\%$ у децембру се враћају на $4,0\%$ и на том нивоу остају и у јануару. Сектор привреде је у октобру очекивао да ће инфлација за две године унапред бити на нивоу од $4,0\%$, док је у децембру ова очекивања повећао на $5,0\%$ и у јануару их задржао непромењеним, као и у случају краткорочних инфлационих очекивања.

Становништво и у јануару перципира да остварена мг. инфлација износи $10,0\%$, али очекује њено смањење за годину дана унапред на $8,0\%$. Квалитативно исказана инфлациона очекивања становништва показују да је настављено повећање броја испитаника који очекују да ће за годину дана унапред цене остати исте или да ће се благо повећати

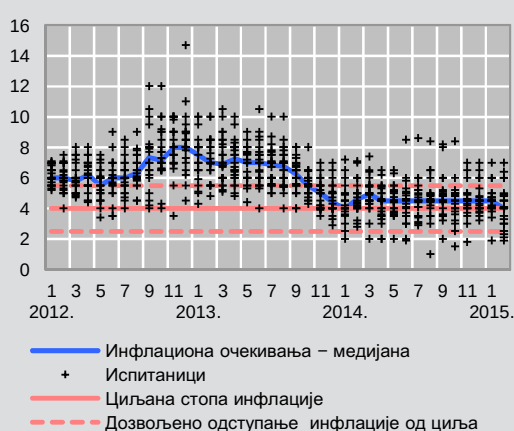
Графикон III.0.5. Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред* (мг. стопе, у %)



Извор: Галуп, Ипсос, Нинамедија и НБС.

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

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



Извор: Блумберг и НБС.

³ Нинамедија клипинг д.о.о. Нови Сад од децембра 2014. спроводи анкету о очекивањима економских субјеката, у складу с досадашњом методологијом.

у односу на оне који очекују да ће цене бити знатно више. Такође, повећан је број оних који очекују да ће цене за годину дана опасти.

Дужи период ниске текуће инфлације и ниски очекивани инфлаторни притисци допринели су да дисперзија одговора испитаника свих сектора буде нижа него у ТЗ, када је дисперзија највероватније била повећана због неизвесности у вези са ефектом поплава на инфлацију.

Након релативно високог нивоа у септембру (44,3%), због очекиваног раста цена електричне енергије, који је у овом периоду изостао, нето проценат⁴ предузећа која у наредна три месеца очекују раст цена инпута био је знатно мањи у децембру (8,9%). На то је свакако утицао оштар пад цене нафте на светском тржишту. Смањен је и нето проценат предузећа која очекују раст цена својих производа и услуга, али у мањој мери, тако да је, након дужег времена, у децембру био на вишем нивоу (18,7%) него нето проценат предузећа која очекују раст цена инпута. У јануару су оба нето процента била нешто виша него на крају прошле године – 17,4% за очекивани раст цена инпута и 22,4% за цене производа.

Графикон III.0.7. Очекивања предузећа у погледу промене цена њихових инпута и производа и услуга

(нето проценат, "+" = повећање, "-" = смањење)



Извор: Ипсос, Нинамедија и НБС.

⁴ Разлика између процента предузећа која су се изјаснила да очекују повећање и процента предузећа која су се изјаснила да очекују смањење цена својих инпута и производа и услуга. Ради повећања репрезентативности, подаци су пондерисани пословним приходом.

IV. Детерминанте инфлације

1. Кретања на финансијском тржишту

Турбуленције на међународном тржишту негативно су деловале на прилив капитала у земље у успону, укључујући и Србију. Уз друге глобалне и домаће факторе, утицале су и на јачање депрецијацијских притисака на динар. Народна банка Србије је интервенисала на девизном тржишту како би ублажила прекомерне краткорочне осцилације девизног курса, што се једним делом одразило и на смањење вишкова ликвидности банака и привремено повећање стопа на међубанкарском тржишту новца крајем године. Ипак, поменути раст камата није се пренео на цену задуживања државе и приватног сектора.

Каматне стопе

Просечна репо стопа⁵ је у Т4 смањена у нешто мањој мери од референтне каматне стопе и крајем децембра

је износила 6,2%. Та стопа је била у паду током већег дела Т4, све до друге половине децембра, када је услед смањења вишкова ликвидности благо порасла. Ипак, то повећање је било привременог карактера и већ почетком 2015. ова стопа се вратила на нивое с почетка децембра.

Смањење вишкова ликвидности банака резултирало је растом промета на међубанкарском преконоћном тржишту новца у Т4, када је просечан дневни промет износио 4,0 млрд динара, или скоро два пута више него у Т3. У посматраном периоду, каматна стопа *BEONIA* пратила је кретање референтне стопе и била је у благом паду до средине децембра. У последње две недеље децембра тражња за динарима је повећана, а банке су више користиле кредитне него депозитне олакшице, што је утицало на то да се *BEONIA* привремено приближи горњој граници коридора каматних стопа Народне банке Србије. Због раста у другој половини месеца, просечна месечна вредност каматне стопе *BEONIA* у децембру

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



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



⁵ Стопа остварена на репо аукцијама пондерисана износом продатих ХоВ.

је износила 7,4%, или за 1,2 п.п. више него у новембру, а за 1,1 п.п. него у септембру.

Слично кретање имале су и каматне стопе *BELIBOR*. Раст је био наглашенији за стопе краћих рочности. У децембру су се њихове просечне вредности кретале у распону од 8,0% за најкраћу до 8,8% за најдужу рочност, што је повећање између 0,7 п.п. и 1,2 п.п. у односу на септембар.

Промет на међубанкарском тржишту новца повећан је у јануару, док су каматне стопе биле у паду у већем делу месеца, уз раст почетком новог обрачунског периода обавезне резерве.

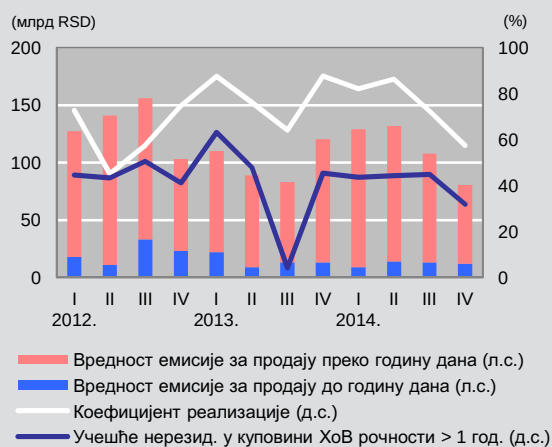
Каматне стопе на примарном тржишту динарских државних ХоВ бележиле су током Т4 минималне промене у оба смера – између 0,1 п.п. и 0,3 п.п. Од дужих рочности смањене су стопе на једногодишње (на 8,0%) и трогодишње (на 9,7%), док су једино повећане стопе на седмогодишње ХоВ (на 12,0%). Динарска крива приноса додатно је продужена у октобру, када је на првој аукцији десетогодишњих ХоВ постигнута стопа од 13,0%.

Кретања на примарном тржишту државних ХоВ у Т4 обележио је мањи степен реализације на аукцијама (57,5%) него у Т3 (72,4%). То је резултат мање потребе државе да се задуже продајом динарских ХоВ због инозадужења из Т3, али и мањег износа ХоВ које су доспевале до краја године. Истовремено, страни инвеститори су због повећане аверзије према улагањима на тржиштима у успону, изазване

турбуленцијама на међународним тржиштима, мање куповали динарске ХоВ него у Т3. Вођени вишим приносима, своја улагања су усмерили у ХоВ дужих рочности (три, седам и десет година), где су купили више од половине емитованих ХоВ.

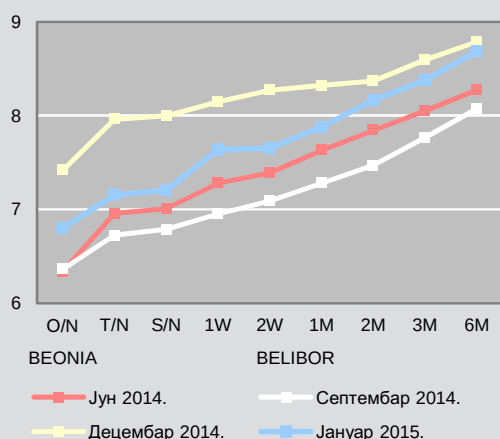
Каматне стопе на ХоВ у еврима биле су у паду током Т4, при чему је највећи пад забележен на аукцијама у децембру, када је тражња премашивала понуду. Наиме, стопе за једногодишње ХоВ смањене су за 0,7 п.п., а стопе за рочност две и три године за 0,5 п.п. и 0,3 п.п., респективно. На крају Т4 каматне стопе на

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



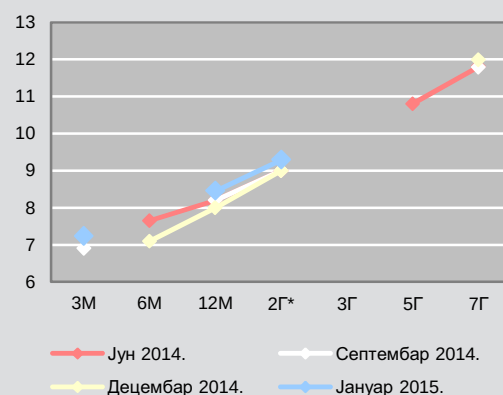
Извор: Министарство финансија.

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



Извор: Томсон Ројтерс и НБС.

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



Извор: Министарство финансија.

* Искључене купонске ХоВ чија је каматна стопа везана за референтну каматну стопу НБС.

овом сегменту тржишта кретале су се у распону од 2,5% за рачун од годину дана до 5,5% за десетогодишње ХоВ.

Промет на секундарном тржишту државних ХоВ у Т4 је износио 77,8 млрд динара, или за 14,0 млрд динара мање него у Т3. Највише се трговало ХоВ рачуна од једне и три године. Стопе приноса на овом тржишту углавном су пратиле кретања из примарног трговања и крајем Т4 налазиле су се у распону од 6,9% за преосталу рачун од седам месеци до 12,0% за рачун од седам година.

Просечна пондерисана каматна стопа на новоодобрене динарске кредите у децембру је износила 12,6% и била је за 1,2 п.п. нижа у односу на септембар. При томе, стопе на динарске кредите привреди су смањене (за 0,2 п.п., на 10,9%), док су стопе на кредите становништву повећане (за 0,1 п.п., на 16,9%). Истовремено, у структури укупних новоодобрених кредита у динарима повећано је учешће кредита привреди, који су јефтинији од кредита становништву (на 71,3% у децембру), због чега је пад просечне стопе био већи од пада стопе на кредите привреди.

Иако је каматна стопа на кредите за обртна средства повећана (за 0,2 п.п.), на 10,6% у децембру, стопа на ове кредите и даље је нижа у односу на период пре почетка програма субвенционисаног кредитирања. На пад каматне стопе у динарима утицало је и смањење каматних стопе на остале динарске кредите, док су

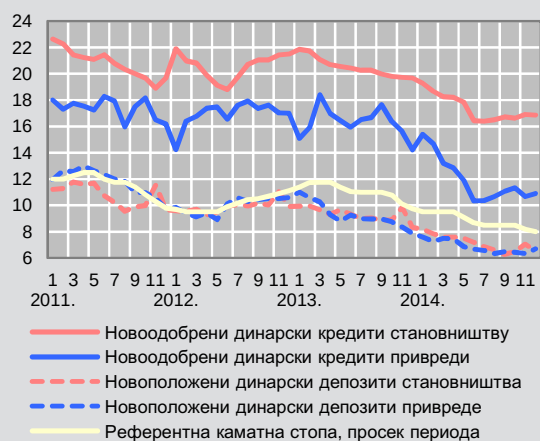
стопе на мање коришћене, инвестиционе кредите повећане. Каматне стопе на највише коришћене динарске кредите становништву, готовинске кредите и кредите за рефинансирање, нису промењене у односу на септембар, док су стопе на потрошачке и стамбене кредите повећане.

Банке су снизиле цену девизног и девизно индексираног кредитирања, тако да је просечна пондерисана каматна стопа на новоодобрене кредите у еврима и динарске евроиндексиране кредите у Т4 смањена за 1,1 п.п. и у децембру је износила 5,1%. Просечна цена кредита привреди је смањена на 4,9%, при чему су смањене каматне стопе на све врсте кредита, а највише за најзаступљеније – кредите за обртна средства и инвестиционе кредите. И грађани су се током Т4 задуживали под повољнијим условима, по просечној стопи од 6,9%. За разлику од динарских, каматне стопе на све врсте кредита становништву у девизним знаку су смањене – на 4,7% за стамбене, 5,6% за потрошачке и 10,0% за остале кредите.

Пад активних каматних стопе допринео је смањењу каматне марже у Т4, што су банке, према резултатима октобарске анкете о кредитној активности, и очекивале. Истовремено, просечна пондерисана каматна стопа на новоположене динарске депозите повећана је за 0,2 п.п. и у децембру је износила 6,7%, док је просечна стопа на депозите у еврима смањена за 0,1 п.п., на 1,5%.

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

(просечне пондерисане вредности, на год. нивоу, у %)

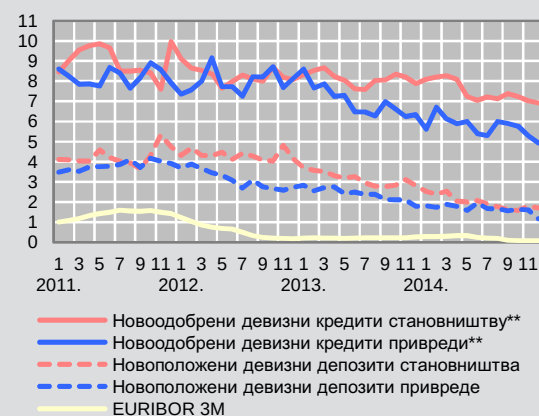


Извор: НБС.

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

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

(просечне пондерисане вредности, на год. нивоу, у %)



Извор: НБС и Европска банкарска федерација.

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

** У еврима и евроиндексирани.

Банке и ове године нису нудиле знатно повољније услове поводом Светског дана штедње, тако да је у том периоду изостао осетнији раст каматних стопа на штедњу становништва. Просечна стопа на штедњу у динарима у новембру је износила 7,1%, а на штедњу у еврима 1,8%. У децембру су ове стопе смањене, на 6,6% и 1,7%, али су и даље биле нешто више у односу на стопе из септембра. У Т4 је и просечна пондерисана каматна стопа на депозите привреде у динарима повећана за 0,2 п.п., на 6,7%, док је стопа на депозите у еврима смањена за 0,4 п.п., на 1,2%.

Премија ризика

Премија ризика земаља у успону је у последњем тромесечју 2014. и почетком 2015. бележила веће осцилације него у претходном периоду. Нестабилност је у највећој мери била проузрокована оштрим падом цене нафте на светском тржишту, геополитичким тензијама у вези са ситуацијом у Украјини, променама у монетарној политици ФЕД-а и јачањем долара.

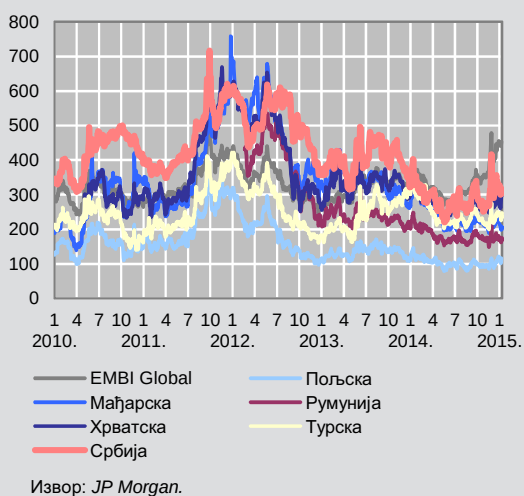
Сви ти фактори приморали су инвеститоре да поново преиспитују своје процене ризика улагања у земље у

успону. Као резултат тога, просечан спред између приноса на државне хартије у доларима које су у иностранству емитовале земље у успону и приноса на америчке државне хартије знатно је повећан у поређењу с крајем Т3. *EMBI Global* повећан је за 70 б.п. током Т4, а средином децембра, када је достигао максимум у посматраном тромесечју, био је за 144 б.п. виши него на крају Т3. Финансијска тржишта су у јануару била додатно уздрмана и неочекиваном одлуком швајцарске централне банке да укине доњу границу девизног курса од 1,20 франака за један евро, што је допринело да *EMBI Global* забележи раст за додатни 51 б.п.

При томе, велике су разлике у кретању премије ризика међу земљама у успону. Она је драстично повећана за земље чије економије зависе од извоза нафте, пре свега Венецуеле и Русије, као и Украјине због актуелне кризе. И остала високоприносна кредитна тржишта искусила су знатно већу нестабилност премије ризика. Међутим, показала су већу отпорност на њен раст, првенствено европске земље у успону. Већина њих је Т4 завршила с нешто нижом премијом него на крају претходног тромесечја. Након што су привремено биле повећане почетком октобра и средином децембра, вредности *EMBI* су на крају године биле ниже за Турску (–31 б.п.), Пољску (–9 б.п.), Мађарску (–5 б.п.) и Румунију (–4 б.п.). Раст премије ризика забележиле су Србија (12 б.п.) и Хрватска (2 б.п.). С растом глобалне неизвесности почетком јануара, премије ризика свих европских земаља у успону су најпре расле, да би до краја јануара биле мање у поређењу с децембром за Мађарску (–7 б.п.) и Србију (–2 б.п.), али не и за остале земље, пре свега Хрватску, чија је премија ризика била већа за 34 б.п.

Вредност *EMBI* за Србију, која је на крају јануара износила 310 б.п., кретала се током посматраног периода првенствено под утицајем глобалних фактора. Агенција *Fitch* је у јануару потврдила кредитни рејтинг Србији (*B+* са стабилним изгледима), као и агенција *Standard & Poor's* (*BB–* с негативним изгледима). Задржавању рејтинга допринело је усвајање мера фискалне консолидације и наставак спровођења структурних реформи, као и очекивано закључење споразума с ММФ-ом.

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



Прилив капитала из иностранства

Дефицит биланса текућих трансакција са иностранством повећан је у односу на ТЗ, пре свега због трансфера дохотка страних инвеститора у иностранство пред крај године, а прилив капитала по основу СДИ и портфолио инвестиција није био довољан да покрије тај дефицит.

И поред девизног прилива по основу СДИ и портфолио инвестиција, током Т4 у финансијском билансу забележен је нето одлив капитала, који је последица смањења инообавеза резидената по финансијским кредитима.

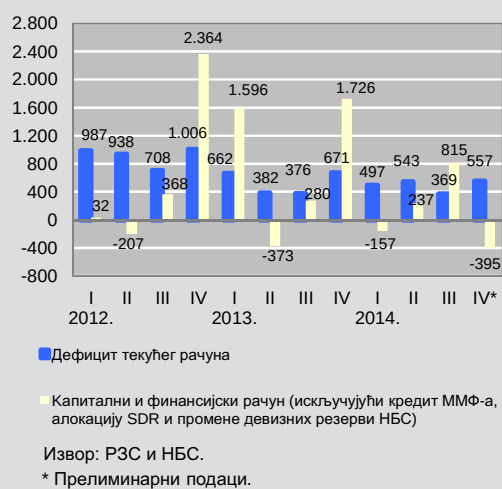
Према прелиминарним подацима, нето прилив од СДИ у Т4 износио је 339,5 млн евра. Део дуга предузећа у страном власништву конвертован је у власнички капитал. То је великим делом утицало на то да по основу улагања у власнички капитал буде реализован нето прилив од 623,9 млн евра, а по основу међукомпанијских зајмова нето одлив од 278,4 млн евра. Реинвестирана добит забележила је нето одлив од 6,0 млн евра.⁶ Истовремено, по основу исплаћених и наплаћених дивиденди нето одлив износи 262,4 млн евра, а по основу камата на међукомпанијске зајмове 19,5 млн евра.

Укупан нето прилив по основу СДИ у 2014. износио је 1.288,7 млн евра, што је у складу с нашим пројекцијама. Сличан износ прилива (1,3 млрд евра) очекујемо и у 2015, пре свега по основу улагања у прерађивачку индустрију, финансијски сектор и трговину. Доследно спровођење структурних реформи и фискалне консолидације, напредак у процесу европских интеграција, опоравак зоне евра и реализација најављених пројеката билатералне сарадње требало би да дају кључан допринос стварању повољнијих услова за даљи раст СДИ.

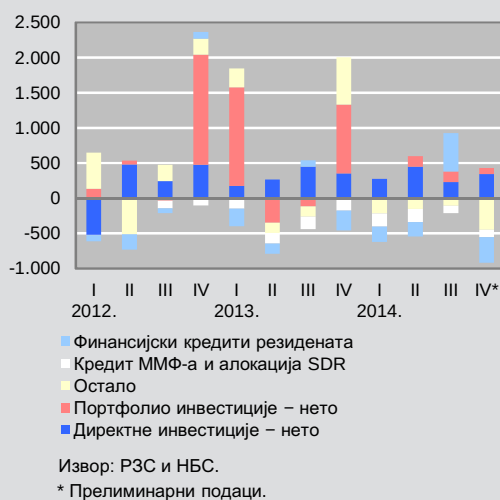
Турбуленције на међународном тржишту повећале су аверзију међународних инвеститора према улагањима на тржиштима у успону. Нерезиденти су мање улагали у државне ХоВ, што је највише утицало на то да по основу **портфолио инвестиција** у Т4 буде забележен мањи нето прилив (90,2 млн евра) него у ТЗ. Од почетка године нето прилив остварен по овом основу износио је 388,7 млн евра. Током Т4 овим инвеститорима је на име камата исплаћено 80,6 млн евра, чиме је износ камата плаћених по овом основу у 2014. достигао 379,2 млн евра.

Последње тромесечје 2014. обележило је интензивније раздуживање резидената према иностранству, чије су обавезе по основу

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



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



⁶ Према методологији шестог издања ММФ-овог Приручника за израду платног биланса и међународне инвестиционе позиције (BPM6), реинвестирана добит и међукомпанијски зајмови укључени су у СДИ. За детаљнија објашњења примене нове методологије видети Осврт 1 у Извештају о инфлацији из августа 2014.

финансијских кредита смањене за 468,6 млн евра. Највише су се раздужиле банке, за додатна 283,4 млн евра, док су обавезе предузећа по прекограничним кредитима смањене за 193,4 млн евра. С друге стране, обавезе предузећа према иностранству по основу трговинских кредита повећане су за 135,9 млн евра нето. Народна банка Србије је на име доспелих обавеза извршила плаћања према ММФ-у износу од 98,8 млн евра, чиме је износ обавеза измирених према овој институцији у 2014. достигао 567,4 млн евра. Повећано је једино нето задужење државе – за 107,0 млн евра. При томе се на сервисирање доспелих кредитних обавеза односило 181,0 млн евра, док су повучени кредити у износу од 288,0 млн евра. Међу повученим кредитима су кредит Међународне банке за обнову и развој намењен Агенцији за осигурање депозита и кредити ЕИБ-а за Коридор 10 и развој регионалне и општинске инфраструктуре.

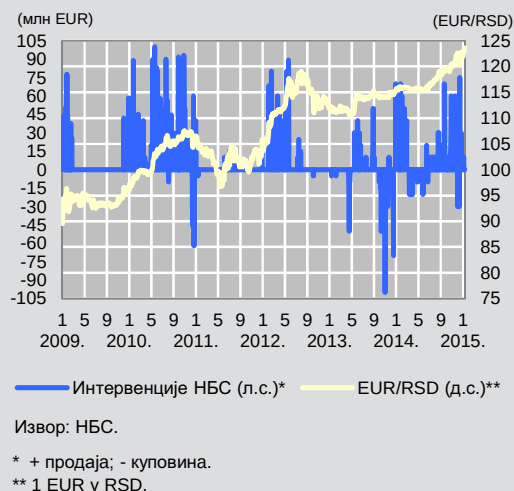
Кретања на девизном тржишту и курс динара

Током Т4 и почетком ове године преовладавали су депрецијацијски притисци, чему су допринели глобални и домаћи фактори. Посматрано крајем периода, динар је у Т4 ослабио према еврџ за 1,7%, а на нивоу просека периода за 2,4%. Настављено јачање долара у односу на евро утицало је на то да динар према долару крајем децембра буде за 5,9% слабији него крајем Т3. У 2014. динар је ослабио за 5,2% у односу на евро.

Геополитичке тензије у вези с кризом у Украјини изазивале су нестабилност на међународном тржишту и у Т4. Већи пад цена нафте и поштравање санкција Русији, уз слабење руске рубље, негативно су се одразили на прилив капитала и појачали притиске на већину валута земаља у успону, а међу њима и на динар. Премија ризика Србије, која је пратила регионалну динамику, благо је повећана у односу на крај Т3. Спор економски опоравак зоне евра, нашег главног спољнотрговинског партнера, наставља да се одражава на извоз и слабији прилив девиза по том основу.

Тражња за девизама на домаћем тржишту знатно је повећана током Т4, делом због већих плаћања по

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



основу увоза енергената. Поред тога, притисцима на динар допринеле су и исплате добити иностраним власницима. Како би одржале валутну усклађеност између потраживања и обавеза, банке су у већем делу периода због смањења валутно индексиране активе креирале тражњу за девизама. Део купљених девиза искористиле су за смањивање својих инообавеза. И предузећа су се, за разлику од претходног тромесечја, нето раздужила према иностранству. С друге стране, понуда девиза на домаћем тржишту по основу прилива СДИ и портфолио инвестиција благо је повећана, док је откуп ефикативне по основу мењачких послова био испод нивоа који је уобичајен за овај период године. Депрецијацијски притисци ослабили су крајем децембра, чему је допринела реализација неколико већих валутно индексираних кредита, али и смањена динарска ликвидност банака.

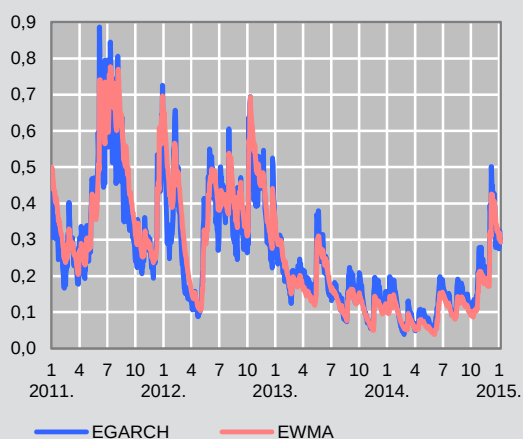
Промет на МДТ-у наставио је да се опоравља и у Т4 у просеку је износио 38,8 млн евра⁷, или за 14,1 млн евра више него у Т3. При томе, у децембру је забележена његова највећа просечна месечна вредност (53,6 млн евра) још од јуна 2013. У складу с растом промета, повећане су и осцилације девизног курса (мерене методама *EWMA*⁸ и *EGARCH*⁹).

⁷ Без Народне банке Србије.

⁸ *EWMA* (*Exponentially Weighted Moving Average*) – метод пондерисаних покретних просека код кога се процентуалним дневним променама девизног курса додељују различити пондери за различите временске тренутке, при чему ти пондери експоненцијално опадају удаљавањем од садашњег момента.

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

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

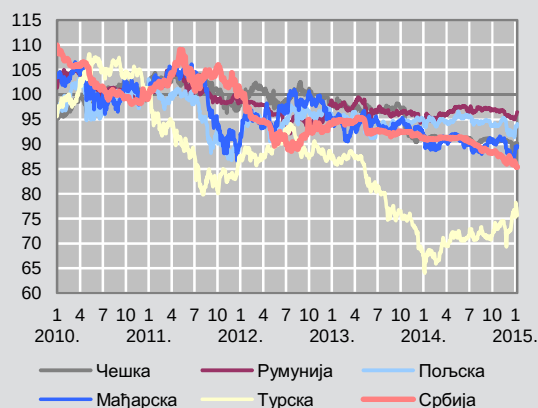


Извор: НБС.

Како би ублажила прекомерне краткорочне осцилације курса, без намере да утиче на његов тренд кретања, Народна банка Србије је у току Т4 интервенисала на МДТ-у нето продајом девиза у износу од 765,0 млн евра. Интервенције су претежно биле на страни продаје, а у другој половини децембра два пута и на страни куповине. Током јануара Народна банка Србије интервенисала је на МДТ-у продајом 90,0 милиона евра.

Народна банка Србије наставила је са организовањем тромесечних и двонедељних девизних своп аукција.

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



Извор: НБС и веб-сајтови централних банака.

* Раст представља апрецијацију.

На тромесечним своп аукцијама укупно је продала и купила по 24,0 млн евра, а на двонедељним по 42,0 млн евра.

Депрецијацијски притисци јачали су и у већини других земаља региона са сличним режимом девизног курса. У односу на крај Т3, од посматраних валута највише је ослабио пољски злот (2,0%). Румунски леј и мађарска форинта ослабили су у сличној мери као динар, за 1,6% и 1,4%, респективно. Чешка круна ослабила је у нешто мањој мери (0,8%), а једино је турска лира ојачала (2,5%).

Осврт 1: Одлука швајцарске централне банке о укидању минималног девизног курса швајцарског франка у односу на евро

Неочекивана одлука централне банке Швајцарске 15. јануара 2015. да укине минимални девизни курс од 1,20 франка за један евро уздрмала је девизна и кредитна тржишта широм света. Таква одлука представља корак у правцу заоштравања монетарне политике, с тим да је централна банка Швајцарске истакла спремност да интервенише на девизном тржишту уколико буде било потребе за ублажавањем монетарних услова. Централна банка је истовремено донела и одлуку о смањењу каматних стопа како би обесхрабрила прелазак из других валута у франак, тј. умањила је притиске у правцу његовог јачања. Каматна стопа на депозитне олакшице банака и других финансијских институција код централне банке смањена је за 0,5 п.п., на -0,75%, како би циљани распон за референтну каматну стопу, тромесечни *LIBOR*, био померен даље у негативну зону, између -1,25% и -0,25%.

Минимални девизни курс франка у односу на евро централна банка Швајцарске увела је у септембру 2011, као привремену меру, ради спречавања даљег јачање домаће валуте, до којег је дошло у условима изражене нестабилности на светском финансијском тржишту јер инвеститори франак сматрају „сигурним уточиштем“. Везивањем курса франка за евро спречено је даље пооштравање монетарних услова и обезбеђена заштита извозно оријентисане привреде Швајцарске од негативних ефеката прецењеног франка, с обзиром на то да вредност извоза робе и услуга Швајцарске премашује 70% БДП-а. Таква мера захтевала је интервенције централне банке на девизном тржишту продајом франка, што је резултирало растом девизних резерви на око 80% БДП-а.

Приликом доношења одлуке о напуштању везивања курса франка за евро у јануару ове године, централна банка Швајцарске руководила се проценом да је у међувремену прецењеност франка смањена и да је привреда способна да се прилагоди тренутним тржишним условима. Аналитичари такву одлуку посматрају у светлу разлике у монетарним политикама водећих централних банака, ЕЦБ-а и ФЕД-а, која ће у наредном периоду бити још више изражена. Наиме, одлуком ЕЦБ-а о проширењу куповина ХоВ и на државне хартије чланица зоне евра, централна банка Швајцарске била би принуђена да у све већој мери интервенише на девизном тржишту и повећава своје резерве све слабијим евром. У таквим околностима процењено је да одржавање минималног девизног курса франка у односу на евро не би више било оправдано.

Светско финансијско тржиште је бурно реаговало – франак је у преподневном трговању у дану када је одлука донесена ојачао за готово 40% у односу на евро, да би се нешто касније то јачање „свело“ на око 15%. У наредном периоду остаје да се види на ком нивоу ће се франак стабилизovati и како ће се то одразити на конкурентност швајцарске привреде, пре свега хемијске и машинске индустрије, као и на производњу сатова и туризам. Негативни ефекти који ће напуштање везивања курса франка за евро имати на швајцарску привреду, која ће вероватно остати у дефлацији, могу бити ублажени растом продуктивности, опоравком привреде САД, падом светске цене нафте и квантитативним попуштањем у зони евра. Ипак, већина аналитичара већ је смањила своје пројекције привредног раста Швајцарске.

Напуштање везивања курса швајцарског франка за евро посебно је узнемирило кредитна тржишта региона централне и источне Европе, будући да је део кредитног портфолија банака у појединим земљама овог региона деноминован у францима, па је његовим изненадним јачањем сервисирање ових кредита постало знатно скупље. Ризику промене вредности франка у овим земљама изложено је пре свега становништво, које је непосредно пре почетка светске финансијске кризе 2008. било привучено нижим каматним стопама, посебно на хипотекарне кредите. Ипак, постоји општа сагласност да не постоји системски ризик за стабилност финансијског система ни у једној од земаља региона, супротно ситуацији од пре неколико година када је светска финансијска криза била на врхунцу. Тада је најтеже било у Мађарској, у којој су кредити становништву у швајцарским францима чинили око 25% БДП-а, јер је највећи део кредита у инострану валуту био деноминован у швајцарским францима (око 93%). Од тада па до данас мађарске власти су низом мера, пре свега обавезном конверзијом ових кредита у форинте по

повољнијем курсу за дужнике од тржишног, готово елиминисале дуг у швајцарским францима (и другим страним валутама). Трошкове спровођења тих мера сносиле су банке, али и држава и клијенти. Међутим, на удару критике био је принудни карактер ових мера и резултирајуће дисторзије на кредитном тржишту због, у крајњој линији, пребацивања трошкова с банака на друге кориснике кредита.

Највећу изложеност швајцарским францима данас у овом региону има Пољска, са хипотекарним кредитима у овој валути од око 8% БДП-а. Међутим, процењује се да системски ризик не постоји – свега 3% укупних кредита у швајцарским францима има кашњење у отплати, банкарски систем је један од снажнијих у Европи, а привреда би требало да ове године забележи раст од 3,5%. Следећа по изложености швајцарским францима је Хрватска, где кредити у овој валути представљају око 7% БДП-а, с тим да је привреда слабија него у Пољској. Власт у Хрватској је реаговала једногодишњим „замрзавањем“ курса швајцарског франка за ове кредите на нивоу пре одлуке о укидању минималног курса франка за евро, пребацијући настале губитке на банке. Знатно мања изложеност швајцарском франку постоји у Румунији, Србији и Словенији, док је у Чешкој занемарљиво мала.

Иако не представља системски ризик за стабилност финансијског система, регулатори у земљама овог региона траже начине да олакшају терет отплате кредита дужницима који су суочени са изненадним растом трошкова услед јачања франка. Различити модели се разматрају заједно с банкама, које су веома заинтересоване да реше овај проблем, пре свега узимајући у обзир ниске цене и ликвидност на тржишту некретнина. При томе, сматра се да су захтеви за интервенцијом државе исхитрени и брзи и да предности и мане могућих модела треба сагледати пажљиво и у довољно дугом периоду.

У Србији је кредитирање становништва индексирано у страниој валути, осим у еврима, забрањено од јуна 2011. године, пошто су се поједини грађани и после свих упозорења централне банке и даље задуживали у швајцарским францима. Свесна ситуације с којом се суочава око 22.000 грађана, Народна банка Србије је у мају 2013. године дала препоруку банкама да се корисницима кредита индексираних у швајцарским францима у наредне три године омогући отплата нижих рата кредита. С обзиром на то да се очекивало спровођење мера фискалне консолидације, које ће се одразити и на стандард грађана, циљ је био да се терет отплате ових кредита ублажи у том најтежем периоду. Разлика између стварне и умањене рате била би одложена на период од три године и на тако одложено потраживање не би се обрачунавала камата. Грађани су, по овом основу, док мере фискалне консолидације не почну да дају пуне ефекте на животни стандард, могли да имају рате кредита које су ниже између 12% и 20% (у зависности од периода узимања кредита). Због тога су корисници кредита који су прихватили ову препоруку у мањој мери погођени актуелним јачањем франка.

Данас кредити у швајцарским францима у Србији представљају око 3% БДП-а и највећим делом су то кредити становништву, пре свега стамбени. Иако системски ризик не постоји и банкарски систем је стабилан, Народна банка Србије с представницима банака сагледава различита решења како би се погођеном делу становништва олакшала ситуација. Конкретно, разматра се неколико могућих модела – од привременог умањења рате и пребацивања дела терета на крај отплатног периода, преко конверзије кредита у евро и усклађивања каматних стопа на ове кредите с тржишним каматним стопама, до могућности да се продужи рок отплате кредита. Резултат договора Народне банке Србије с банкама формулисаће се у виду одлуке која ће бити обавезујућа за банке. Дугорочно решење овог проблема налази се у интензивирању напора усмерених на јачање економије и смањење зависности од иностраних извора финансирања и тиме високе изложености валутном ризику. То је сложен процес коме допринос дају постигнута ниска инфлација, остварено прилагођавање дефицита текућег рачуна платног биланса, као и фискално прилагођавање и структурне реформе.

Кретања на берзи

Крајем децембра индекс најликвиднијих акција *BELEX15* износио је 667,0, а општи индекс акција *BELEXline* 1.344,8 индексних поена, или за 0,9% и 1,9% више него на крају септембра. На нивоу године они су остварили раст од 19,5% и 21,7%, који је један од највећих у региону.

Укупан промет акцијама на Београдској берзи благо је повећан (за 0,2 млрд динара) у односу на Т3 и у Т4 је износио 3,4 млрд динара. Највиша вредност промета остварена је у децембру (1,4 млрд динара) и резултат је пре свега трговања на *open market* сегменту.

Повећано је и учешће страних инвеститора у укупном промету акцијама – више од половине промета акцијама (53,1%) у Т4 било је уз учешће нерезидената, при чему су они били нето купци домаћих акција у износу од 0,3 млрд динара.

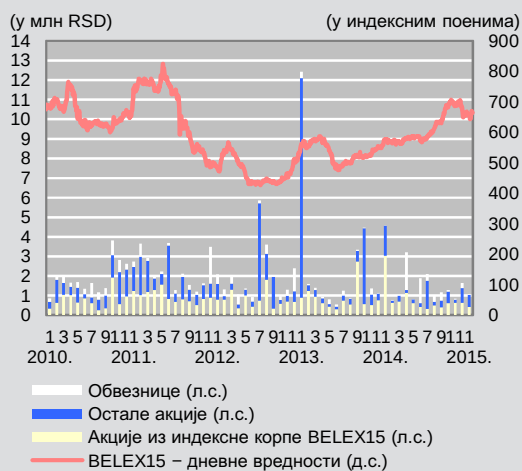
За разлику од трговања акцијама, трговање обвезницама старе девизне штедње додатно је смањено. Укупан промет овим ХоВ у Т4 је износио 0,4 млрд динара, при чему су обвезнице серије А2016 биле нешто заступљеније у трговању. Стопе

приноса за ову серију биле су у паду и на крају децембра су износиле 2,9%. За серију која доспева ове године стопе приноса незнатно су повећане, на 2,8% крајем Т4.

Град Шабац је у децембру емитовао муниципалне обвезнице путем јавне понуде. Ово је додатан корак у развоју домаћег тржишта капитала, пошто је то прва емисија такве врсте (до сада су три локалне самоуправе емитовале обвезнице, али за унапред познате купце). Емисија у вредности од 400,0 млн динара продата је у целости, уз фиксну камату од 6,0%. Ове ХоВ су индексирани у еврима, а рок доспећа је седам година. Камата ће се исплаћивати годишње, почевши од прве године, а главница почевши од треће године. Почетком 2015. ове обвезнице укључене су на *open market* сегмент Београдске берзе.

Тржишна капитализација Београдске берзе је у Т4 повећана за 19,5 млрд динара и крајем 2014. је износила 796,6 млрд динара. Од тога је капитализација регулисаног тржишта повећана за 12,8 млрд динара, на 450,2 млрд динара, а капитализација МТП сегмента¹⁰ за 6,7 млрд динара, на 346,4 млрд динара. Због таквих кретања учешће

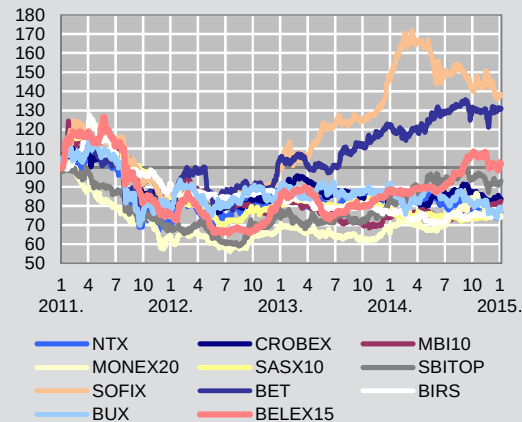
Графикон IV.1.14. Индекс *BELEX15* и промет на Београдској берзи



Извор: Београдска берза.

Графикон IV.1.15. Кретање берзанских индекса у региону

(у индексним поенима, нормализовано, 31. 12. 2010 = 100)



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

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.

тржишне капитализације у оцењеном БДП-у повећано је за 0,4 п.п., на 20,5% на крају Т4.

Индекси на већини берзи у региону били су у паду, који је био најизраженији на берзама у Загребу (9,0%) и Будимпешти (7,0%). С друге стране, индекси на берзама у Скопљу и Сарајеву су повећани за 7,6% и 4,2%, респективно.

2. Новац и кредити

Посматрано на мг. нивоу, раст понуде новца додатно је успорен у Т4. Истовремено, кредитна активност је после дужег времена напустила зону мг. пада. Међутим, са завршетком програма субвенционисаних кредита исцрпљују се његови позитивни ефекти на раст кредита, што Народна банка Србије настоји да ублажи смањењем стопа обавезне резерве.

Монетарни агрегати

Динарски примарни новац је у Т4 номинално повећан за 8,4%, а реално за 9,0%. Због измена регулативе о обавезној резерви смањен је износ девизних депозита

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

	2014.				Учешће у М3 дец. 2014. (у %)
	Март	Јун	Септ.	Дец.*	
М3	1,9	3,5	4,4	6,8	100,0
Девизни депозити	0,4	0,2	1,7	5,1	67,0
М2	5,4	11,3	10,7	10,4	33,0
Динарски орочени и штедни депозити	-7,9	-6,8	4,1	13,2	9,8
М1	12,6	20,4	13,7	9,2	23,1
Депозити по виђењу	15,7	28,5	16,6	11,2	16,1
Готов новац у оптицају	6,3	4,0	7,3	4,8	7,0

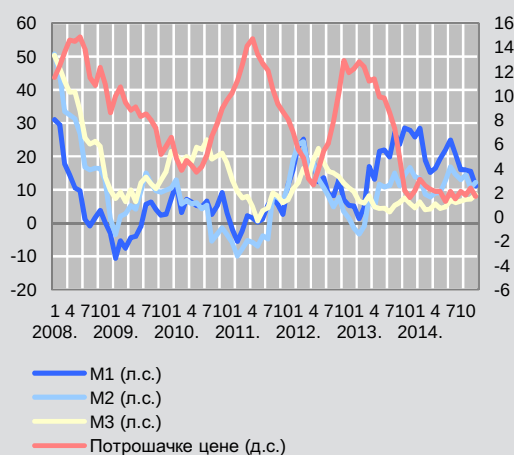
* Прелиминарни подаци.

Извор: НБС.

банакa код Народне банке Србије, што је допринело да укупан примарни новац буде номинално смањен за 5,4%, а реално за 4,8%. Посматрано на мг. нивоу, динарски примарни новац је реално повећан за 5,8%, док је укупни примарни новац смањен за 6,2%.

Трошење средстава државе с рачуна код Народне банке Србије појачано је крајем године (у октобру, а посебно у децембру) и највише је деловало на

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



Извор: РЗС и НБС.

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



Извор: НБС.

креирање динарског примарног новца током Т4 – са 55,4 млрд динара. Банке су смањиле своје пласмане у репо ХоВ за додатних 37,5 млрд динара, што је, уз девизне трансакције платног промета с Косовом и Метохијом (12,3 млрд динара), такође деловало у смеру креирања ликвидности. С друге стране, током Т4 највећи део ликвидности повучен је по основу интервенција Народне банке Србије на МДТ-у (83,2 млрд динара).

У структури динарског примарног новца, највећи раст бележе средства на жиро рачунима банака (14,9 млрд динара), док је износ обрачунате обавезне резерве која се издваја у динарима повећан за 10,4 млрд динара, због измене регулативе о обавезној резерви у корист повећања дела девизне обавезне резерве која се издваја у динарима. Сезонски уобичајено, раст бележи и готов новац у оптицају (7,0 млрд динара). Смањена су средства на рачунима локалних органа власти и износ депозитних вишкова које су банке држале код Народне банке Србије – за 3,2 и 0,4 млрд динара, респективно.

Новчана masa наставila je da raste i u T4, ma da nešto sporijim tempom nego u prethodnim tromesecjima. Povećanje dinarskih štednih i orочених депозита uticalo je na to da M2 забележи највећи реални раст (5,3%), док је M1 повећан за 4,3%. Иако су девизни депозити смањени, исказано у динарима, они бележе раст (због депрецијације динара према евра), што је допринело расту M3 од 3,2%. Посматрано на м. нивоу, успоравање раста понуде новца, започето у августу, настављено је и током T4. Тако је крајем 2014. године M1 био реално већи за 9,2%, M2 за 10,4% и M3 за 6,8% у односу на крај 2013. На креирање M3 највише утицаја имали су кредитирање приватног сектора, трошење државе и куповина државних ХоВ од стране банака.

Због сезонски убичајаеног повећања у децембру, износ средстава на депозитима по виђењу био је виши него на крају ТЗ (8,1 млрд динара). Таква кретања била су одређена пре свега растом средстава на рачунима становништва и ДФО, док су код привреде смањена.

Средства на динарским штедним и ороченим депозитима повећана су за 12,3 млрд динара,

првенствено по основу раста средстава на рачунима предузећа, што је делом последица интензивнијег одобравања субвенционисаних кредита.

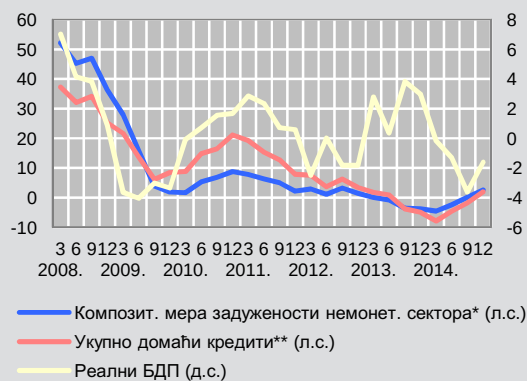
Релативно ниска примања становништва и ниске пасивне каматне стопе утицали су на то да у периоду око Светског дана штедње изостане осетнији раст штедње грађана. Током Т4 девизна штедња повећана је за 33,8 млн евра, док је динарска штедња смањена за 1,8 млрд динара и крајем децембра су износиле 8,3 млрд евра и 38,1 млрд динара, респективно.

Укупни девизни депозити су у Т4 смањени за 97,8 млн евра. Ако се изузме штедња грађана, пад бележе средства на рачунима свих осталих сектора, а посебно депозити предузећа и ДФО.

Кредити

Кредитна активност наставила је да расте и током Т4, али нешто споријом динамиком него у претходном тромесечју. Када се искључи ефекат промене девизног курса¹¹, домаћи кредити су у Т4 повећани за 1,4%, а њихово учешће у оцењеном БДП-у за 0,7 п.п.,

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



Извор: НБС и РЗС.

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

** Искључен ефекат промене девизног курса.

¹¹ Обрачунато по курсу динара према евр у дан 31. августа 2008, уз претпоставку да су сви девизни и девизно индексирани кредити одобрени у еврима.

на 48,0% у децембру. Као и у претходна два тромесечја, субвенционисани кредити су знатно доприносили том расту.

Захваљујући таквом кретању, домаћа кредитна активност је, након 15 месеци, у октобру изашла из зоне м.г. пада и у децембру је порасла за 1,9%. При томе, м.г. раст кредита привреди је износио 1,2%, а становништву 6,1%. Ако се из потраживања банака по основу кредита искључе потраживања банака којима су одузете дозволе за рад, домаћа кредитна активност од септембра бележи м.г. раст.

Кредити привреди су у Т4, без ефекта девизног курса, повећани за 2,9%, или за 24,9 млрд динара. То је у великој мери остварено због одобравања субвенционисаних кредита намењених одржавању ликвидности и финансирању трајних обртних средстава. У поређењу с ранијим месецима, реализација ових кредита је била успорена у октобру и новембру, да би се интензивирала у децембру пре него што је крајем године програм обустављен. Према подацима Фонда за развој Републике Србије, у Т4 је реализовано 45,4 млрд динара субвенционисаних кредита, а од почетка програма укупно 136,1 млрд

динара. Реализација неколико већих кредита јавним предузећима такође је допринела расту кредитне активности. И током Т4 највећи део новоодобрених кредита привреди (скоро 60%) био је намењен финансирању обртних средстава, док је услед неповољне економске ситуације и недостатка инвестиција, одобравање инвестиционих кредита и даље скромно.

Резултати јануарске анкете Народне банке Србије о кредитној активности банака¹² указују да су банке и у Т4 поштриле кредитне стандарде привреди, али у мањој мери него у Т3. И поред тога што су трошкови финансирања кредита додатно смањени, стандарди су поштриени због неповољних очекивања о будућем привредном расту и процењеног ризика у погледу могућности наплате потраживања и колатерала. Услови задуживања предузећа били су повољнији по основу нижих маржи и пратећих трошкова, док су захтеви банака у погледу колатерала, максималног износа и рокова отплате кредита поштриени. Тражња предузећа за кредитима, пре свега динарским, повећана је и у Т4. Раст је остварен пре свега због потребе реструктурирања дугова и финансирања обртних средстава, а исти фактори требало би да буду главни покретачи очекиваног раста и у Т1 2015.

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



Извор: НБС.

Кредити становништву су повећани за 1,2 млрд динара, или за 0,6% искључујући ефекат промене курса. Ипак, у односу на претходна тромесечја, тај раст се успорава и може се довести у везу с почетком примене мера фискалне консолидације. Као и раније, међу кредитима становништву најзаступљенији су били готовински кредити, што је у складу са очекивањима изнетим у октобарској анкети о кредитној активности. Смањена примања становништва и неповољна ситуација на тржишту некретнина допринели су да и у Т4 стамбени кредити буду одобравани у скромним износима, док је коришћење најмање заступљених, потрошачких кредита незнатно повећано. Задуживање грађана по скупљим категоријама кредита — револвинг кредитима, кредитним картицама и прекорачењима по текућим рачунима — било је на сличном нивоу као у претходним месецима.

Према јануарској анкети о кредитној активности, супротно очекивањима, неке од банака су у Т4

¹² Поменути анкету Народна банка Србије спроводи од почетка 2014. године. Учешће у анкети је добровољно, а одзив готово 100%.

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

(у нето процентима)



Извор: НБС.

* Позитивне вредности указују на 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 IV.2.6. Утицај појединих фактора на промену кредитних стандарда у одобравању кредита и кредитних линија становништву

(у нето процентима)



Извор: НБС.

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

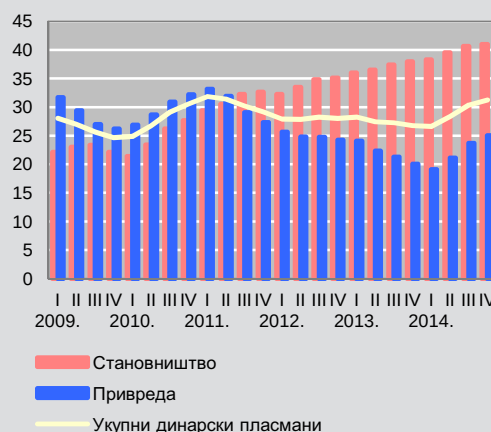
** Позитивне вредности указују на допринос датог фактора поштравању, а негативне ублажавању кредитних стандарда.

поштриле стандарде за кредите становништву из истих разлога као у случају привреде. Ипак, за наредно тромесечје се очекује њихово ублажавање. С друге стране, захтеви у погледу колатерала су ублажени, пратећи трошкови су смањени, а за девизне кредите нуђени су и повољнији рокови отплате. Тражња грађана за кредитима је повећана и у T4, и то за готовинским кредитима и кредитима за рефинансирање, као и девизним потрошачким. Истовремено, тражња за стамбеним кредитима је смањена. Рефинансирање постојећих обавеза било је главни разлог који је подстицао грађане да се задужују, док су ниска примања становништва и неповољна ситуација на тржишту рада и некретнина деловали у супротном смеру. Банке очекују раст тражње и у наредном периоду, за који сматрају да ће бити вођен потребом рефинансирања обавеза.

Задуженост привреде и становништва у динарима наставила је да расте и крајем децембра 31,2% пласмана банака овим секторима било је у динарима,

Графикон IV.2.7. Учешће динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву

(у %)



Извор: НБС.

или за 0,9 п.п. више него на крају Т3. Захваљујући субвенционисаним кредитима, раст динаризации био је израженији код привреде (за 1,4 п.п., на 25,0%). Код становништва је учешће динарских пласмана у укупним пласманима повећано за 0,4 п.п., на 41,0% у децембру.

Учешће *NPL* у укупним кредитима, рачунато по бруто принципу, смањено је за 0,5 п.п. у односу на крај Т3 и у новембру је износило 22,5%. Смањење овог учешћа резултат је благог раста кредитне активности и отписа и наплате дела *NPL*. При томе, код привреде је учешће *NPL* смањено за 0,1 п.п., на 27,2%, док је код становништва повећано за 0,1 п.п., на 10,3% у новембру.

Одлука централне банке Швајцарске да укине доњу границу курса франка према евра и последично јачање франка отежаће отплату постојећих кредита индексираних у овој валути. Таквом одлуком највише ће бити погођен сектор становништва, пре свега због стамбених кредита индексираних у швајцарским францима. Обавезе грађана по овим кредитима су у новембру износиле 96,8 млрд динара, што чини 28,8%

стамбених, односно 13,7% укупних кредита становништву.

Међутим, и поред високог учешћа *NPL* у укупним кредитима, коефицијент адекватности капитала од 19,4% указује да стабилност домаћег банкарског сектора није нарушена. Исправка вредности укупних кредита у новембру је износила 56,7% *NPL*, а регулаторна резервисања за билансну изложеност¹³ и даље у потпуности покривају износ бруто *NPL* и у новембру су износила 115,9%.

3. Тржиште непокретности

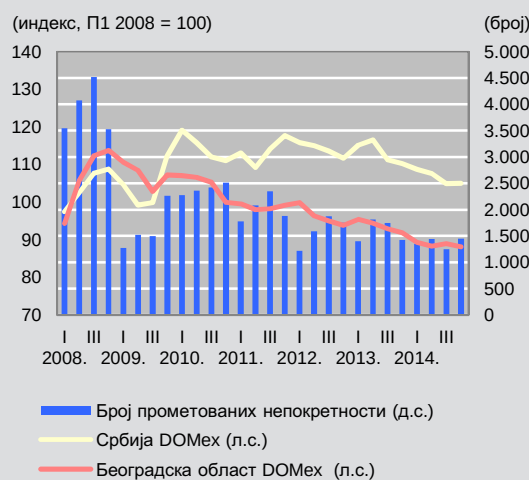
Цене некретнина су у Т4 стагнаирале, док је промет наставио да опада. Побољшање законских прописа требало би да доведе до позитивних помака на тржишту непокретности у наредном периоду.

Цене некретнина, мерене индексом *DOMex*¹⁴, стагнаирале су у Т4, при чему је благ пад цена у Београду (0,9%) неутралисан растом цена у осталим

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



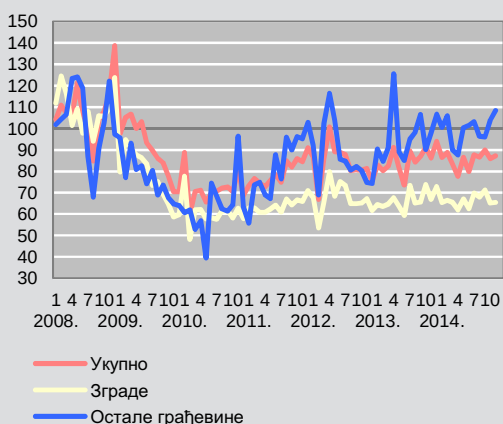
Графикон IV.3.1. Индекси цена непокретности *DOMex* и број прометованих непокретности



¹³ Регулаторна резерва није рачуноводствена категорија, што значи да не пролази кроз биланс успеха, већ само служи за обрачун капитала банака. Ради се на групној основи по класама активе за које су дефинисани износи резервисања (0%, 2%, 15%, 30% и 100% потраживања класификованих у категорије А, Б, В, Г и Д, респективно).

¹⁴ Овај индекс објављује Национална корпорација за осигурање стамбених кредита, а односи се само на непокретности чија је куповина финансирана осигураним кредитима. Иако поменути индекс не обухвата трансакције купопродаје некретнина финансиране сопственим средствима или неосигураним кредитима, имајући у виду високу незапосленост, пад зарада и ниску кредитну активност, сматрамо да кретања на укупном тржишту некретнина прате кретања индекса *DOMex*.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

регионима Србије. Посматрано на нивоу године, цене некретнина су у 2014. у просеку биле за 5,9% ниже у односу на 2013, уз остварену просечну цену од 880,1 евро по квадратном метру.

Пад цена некретнина у 2014. забележен је пре свега због ниске тражње, на шта указује истовремени пад промета. Иако је број прометованих некретнина на тромесечном нивоу у Т4 порастао за 16,4%, он је на нивоу године нижи за 13,9%. Укупан број продатих некретнина на територији Србије¹⁵ у 2014. износио је 5.492, што је најнижа вредност од 2007. од када је доступна ова статистика. Као и у претходним годинама, највећи број продатих некретнина забележен је у београдском региону (46,5%), а затим у региону Војводине (26,3%).

Ниска тражња за некретностима у највећој мери је последица ниске куповне моћи. Висока незапосленост, почетак примене мера фискалне штедње и неизвесност о могућности отплате у будућности разлози су због чега се становништво све мање одлучује за стамбене кредите, што потврђују и резултати анкете о кредитној активности.

Смањена тражња знатно је умањила понуду нових станова на домаћем тржишту. Тако је број

новоизграђених станова на територији Србије у прва три тромесечја 2014. за чак две трећине мањи у односу на исти период претходне године. Поред тога, просечан број издатих грађевинских дозвола за зграде у Т4¹⁶ је смањен 6,2% дсз., а у случају станова за 16,6% дсз. Тешку ситуацију у станоградњи потврђује и високо учешће ненаплативих кредита у сектору грађевинарства – око 50% у Т4.

Ипак, у будућем периоду очекује се побољшање ситуације на тржишту некретнина захваљујући промени прописа. Почетак примене новог Закона о планирању и изградњи, чија је битна новина електронско издавање грађевинске дозволе, требало би да смањи трошкове станоградње и подстакне инвестиције. Такође, пуна примена одредаба Закона о посредовању у промету и закупу непокретности допринеће повећању правне сигурности и квалитета услуга на тржишту некретнина.

4. Агрегатна тражња

Опоравак извоза и веће инвестиције и потрошња државе позитивно су допринели расту агрегатне тражње у Т4 (0,5% дсз.), док су наставак пада потрошње домаћинства и ниже приватне инвестиције деловали у правцу њеног смањења. Раст увоза настављен је у Т4, али споријим темпом у односу на извоз, што је резултирало позитивним доприносом нето извоза агрегатној тражњи.

Према нашој процени, пад агрегатне тражње у 2014. био је у потпуности вођен нижом домаћом тражњом. Нето извоз је имао неутралан допринос на кретање агрегатне тражње, будући да је успоравање раста извоза због поплава и ниже екстерне тражње компензовано споријим растом увоза услед мера фискалне консолидације.

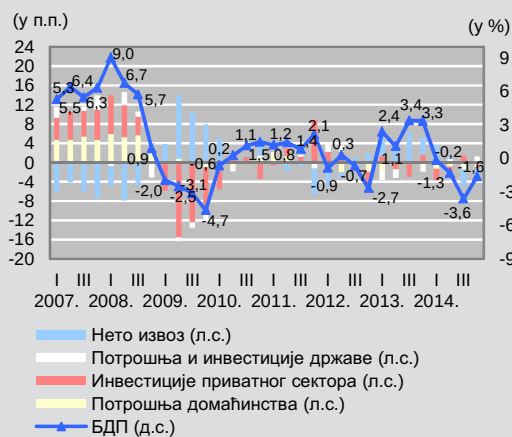
Домаћа тражња

Приватна потрошња је и у Т4 наставила благ пад (0,2% дсз.), на шта указује кретање већине показатеља. Увоз потрошних добара и промет на пијацама били су нижи у односу на претходно

¹⁵ И број прометованих непокретности и цена стана по квадратном метру такође се односе само на некретнине чија је куповина финансирана осигураним кредитима.

¹⁶ Октобар и новембар.

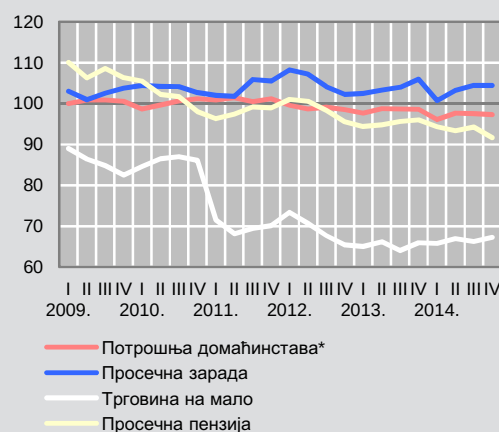
Графикон IV.4.1. Доприноси м. стопи раста БДП-а – расходна страна



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Напомена: Процена НБС за Т4 2014.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС за Т4 2014.

тримесечје (0,7% дсз. и 0,3% дсз., респективно), а смањени су и број ноћења туриста, обим поштанских и телекомуникационих активности и обим услуга у путничком саобраћају. Такође, доступни подаци из Анкете о потрошњи домаћинства показују релативно снажан дсз. пад потрошње током прва три тримесечја 2014, који се очекује и у Т4 због смањења плата у јавном сектору и пензија. С друге стране, раст промета у трговини на мало од 1,6% дсз. у Т4 могао би се објаснити повећањем пореске дисциплине у привреди, јер се као показатељ приликом процене користе приходи од ПДВ-а, који су остварили снажан раст (8,7% дсз.). Посматрано на м. нивоу, потрошња домаћинства је четврто узастопно тримесечје наставила пад, који је у Т4 износио 1,3%.

Кретање главних извора потрошње домаћинства у Т4 такође указује на њен пад. Реална маса зарада и пензија је смањена, ниже су биле и дознаке из иностранства, а смањено је и одобравање кредита који се користе за текућу потрошњу (потрошачки и готовински), што је делом компензовано нижом положеном штедњом.

Према нашој процени, током Т4 смањене су и **приватне инвестиције** (2,2% дсз.), док је на м. нивоу дошло до успоравања њиховог пада на 4,9%. На ниже инвестиције упућује, пре свега, кретање показатеља у грађевинарству – смањење броја

Табела IV.4.1. Индикатори кретања инвестиција

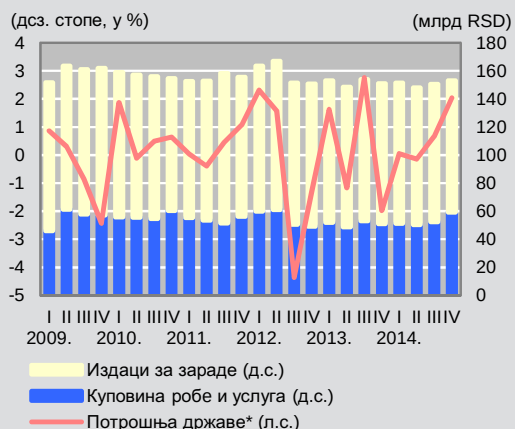
	2013.		2014.		
	IV	I	II	III	IV
Реални показатељи					
(дсз. подаци, тромесечни раст, у %)					
Ефективни часови рада у грађевинарству	-1,1	4,0	-8,8	0,71	-1,7*
Залихе					
индустријских производа	2,6	1,7	0,5	-3,0	-1,6
Индустријска производња капиталних производа (физички обим)	-4,3	-7,0	-1,7	2,7	-1,8
Извоз средстава за рад**	-6,7	20,7	-7,9	-3,2	-4,8
Увоз средстава за рад**	0,4	-6,2	1,8	-1,6	0,6
Залихе					
капиталних производа	-3,5	-8,2	0,0	-0,2	10,5
Индустријска производња интермедијарних производа (физички обим)	0,2	-1,7	-6,0	2,7	-1,4
Извоз интермедијарних производа**	0,2	1,1	-0,9	-1,0	-1,2
Увоз интермедијарних производа**	-1,4	1,9	-5,0	-2,3	4,2
Залихе					
интермедијарних производа	1,5	2,3	2,5	-0,4	-2,3
Индустријска производња грађевинског материјала (физички обим)	-2,5	7,1	-6,0	4,5	4,6
Залихе грађевинског материјала	-6,3	3,7	-3,7	-7,1	-3,8
Инвестиције државе***	-27,6	33,6	39,7	-35,2	5,7

* Процена РЗС.

** Извоз и увоз су изражени у еврима.

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

Графикон IV.4.3. Потрошња државе (реални износи)



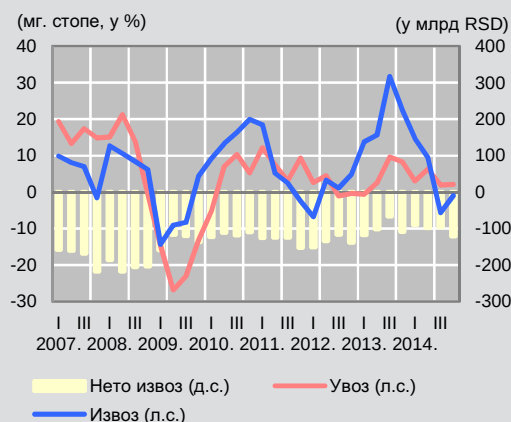
Извор: РЗС, Министарство финансија и прерачун НБС.
* Процена НБС за Т4 2014.

издатих грађевинских дозвола и ефективних часова рада за по 1,7% дсз. С друге стране, благ раст увоза опреме (0,8% дсз.), виши прилив СДИ и наставак раста производње грађевинског материјала указује на могућ опоравак приватних инвестиција у наредном периоду.

Неизвесност у погледу будућих економских кретања, недовољна ликвидност и потреба за реструктурирањем дугова утичу на опредељење предузећа да и даље доминантно користе краткорочније видове задуживања, па је одобравање инвестиционих кредита и у Т4 било на скромном нивоу.

Позитиван допринос агрегатној тражњи у Т4 дала је **потрошња државе**, која је повећана 2,0% дсз., односно 3,2% мг. Раст ове компоненте тражње последица је повећаних издатака за куповину робе и услуга (13,2% дсз.). С друге стране, расходи за зараде у јавном сектору су услед примене мера штедње забележили пад (4,6% дсз.). Умерен раст (5,7% дсз.) оствариле су **инвестиције државе**, највећим делом због плаћања по основу раније започетих пројеката, на шта указује троструко већи износ консолидованих капиталних расхода државе у децембру у односу на просечан месечни износ током године. Раст инвестиција државе од 25,4% забележен је и на мг. нивоу.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.
Напомена: Процена НБС за Т4 2014.

Нето екстерна тражња

Након пада у Т3, реални извоз робе и услуга је у Т4 порастао за 2,8% дсз., пре свега захваљујући снажном расту извоза пољопривредних производа. Увоз робе и услуга такође је растао (1,3% дсз.), али споријим темпом него извоз, тако да је нето извоз позитивно допринео кретању укупне тражње у Т4. На мг. нивоу је забележено знатно успоравање пада извоза робе и услуга (са 5,7% у Т3 на 1,0% у Т4), док је увоз наставио умерено да расте (2,1%), што је резултирало знатно нижим негативним доприносом нето извоза укупној тражњи у Т4 (1,6 п.п.).

Показатељ екстерне тражње¹⁷ је на месечном нивоу у Т4 константно бележио раст и наставио је да се креће изнад нивоа свог дугорочног просека. Одређени позитивни подстицај расту извоза у наредном периоду могао би да потекне и од побољшања екстерне конкурентности услед реалне депрецијације ефективног курса динара у Т4 од 3,4% и нижих јединичних трошкова рада у индустрији.

Робни извоз изражен у еврима забележио је опоравак у Т4, пораставши 4,4% дсз. у односу на претходно тромесечје¹⁸, чему је делом допринео и раст извозних цена. Тај опоравак највише се дугује знатном расту извоза пољопривредних производа од чак 42,1% дсз., дувана и дуванских производа (63,9% дсз.) и опоравку

¹⁷ Водећи показатељ екстерне тражње за извозом Србије конструисан је на основу кретања водећег показатеља економске климе Европске комисије (ESI). Обухвата 20 земаља наших најзначајнијих спољнотрговинских партнера, где су пондери њихова учешћа у извозу Србије.

¹⁸ Детаљнија анализа кретања робне размене у 2014. години налази се у Осврту 2, стр 33.

Графикон IV.4.5. Кретање индикатора екстерне тражње и извоза Србије



Извор: Европска комисија, РЗС и НБС.

* Без аутомобилске индустрије.

извоза основних метала (17,2% дсз.). Поред тога, са становишта утицаја на укупан извоз, знатан је и опоравак извоза моторних возила, која имају највеће учешће у структури укупног извоза, као и производа од гуме и пластике.

Снажан раст извоза пољопривредних производа резултат је рекордних приноса кукуруза у текућој пољопривредној сезони и процењених тржишних вишкова од око 3 млн тона. Током Т4 2014. извезено је око 1,2 млн тона кукуруза, што је готово двоструко већи износ у односу на исти период 2013. Извоз пшенице у Т4 био је нижи него у Т3, пре свега услед више домаће извозне цене у односу на земље у окружењу. Поред житарица, чија је вредност извоза у Т4 била за око 100 млн евра виша него у Т3, знатан извоз забележен је и код воћа и поврћа.

Раст извоза моторних возила од 3,3% дсз. повезан је са опоравком производње и извоза компаније „Фијат аутомобили Србија“, који на месечном нивоу бележи континуиран раст током Т4. Укупан извоз ове компаније у 2014. био је за око 150 млн евра нижи у поређењу с претходном годином.

С друге стране, неке од области које су раније у великој мери доприносиле расту извоза наставиле су

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон IV.4.7. Робна размена у еврима



Извор: РЗС и прерачун НБС.

* 12-месечни покретни просек.

пад у T4. То се пре свега односи на хемијску индустрију, која у последња три тромесечја бележи велик пад физичког обима производње. Такође, нижи извоз у односу на претходно тромесечје регистрован је и код фармацеутских производа, електричне опреме и одеће.

Током Т4 забележено је смањење извоза нафтних деривата од 14,3% дсз. Ипак, нижа вредност њиховог извоза пре се може довести у везу с падом светске цене нафте него са смањеном количином извоза, с обзиром на раст физичког обима производње и смањење залиха у овој области индустрије.

Наставак смањења увоза средстава за репродукцију (1,5% дсз.) у Т4 у највећој мери је допринео паду робног увоза израженог у еврима (1,5% дсз.). Поред тога, мере фискалне консолидације наставиле су да се одражавају и на пад увоза средстава за потрошњу, који је у Т4 износио 0,8% дсз. С друге стране, охрабрује благ раст увоза опреме (0,6% дсз.), који указује на могућ опоравак инвестиција у наредном периоду.

Посматрано по намени ЕУ, највећи пад у Т4 забележен је код увоза енергената (12,0% дсз.), пре

свега због ниже вредности увоза нафте након пада њене цене на светском тржишту. Поред тога, постепено оспособљавање производних постројења у енергетици и рударству утицало је и на смањени увоз електричне енергије и угља за њену производњу. Пад увоза забележен је и код капиталних производа и трајних и нетрајних потрошних добара. Једина категорија с растом увоза у Т4 били су интермедијарни производи.

Покривеност робног увоза извозом¹⁹ у децембру износила је 72,4%, што је непромењено у односу на септембар, док је у односу на крај 2013. била виша за 0,8 п.п. Такође, робни извоз је у децембру био за преко 55% већи у односу на преткризни ниво²⁰, док се увоз нашао 6,5% ниже од свог преткризног нивоа.

¹⁹ 12-месечни покретни просек.

²⁰ Ниво из ПП 2008.

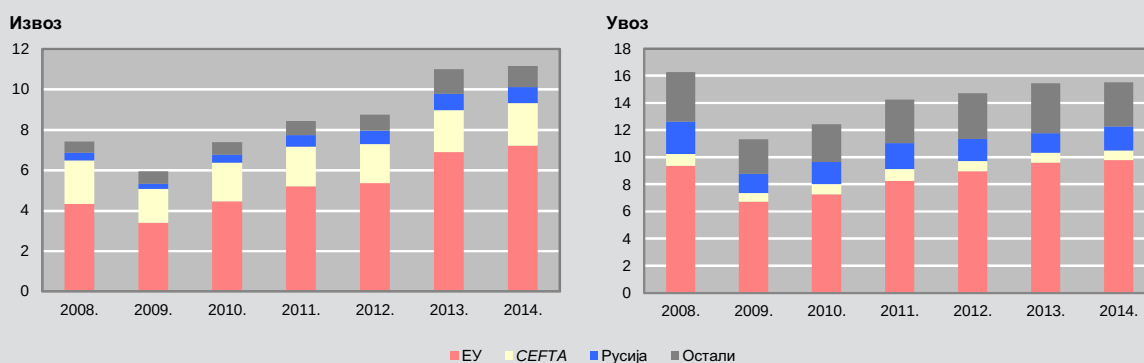
Осврт 2: Динамика и структура робне размене Србије у 2014. години

Позитивна кретања у спољнотрговинској размени Србије¹ настављена су и у 2014. Ипак, за разлику од 2013. када су раније инвестиције у аутомобилску и нафтну индустрију достигле свој пуни ефекат на извоз, кретања у 2014. била су под великим утицајем поплава, тако да је и ефекат нето извоза на раст агрегатне тражње био знатно мањи. Укупан робни извоз Србије у 2014. износио је 11,2 млрд евра, или за 160 млн евра више него у претходној години. Највеће повећање остварено је у извозу хране (210 млн евра), и то пре свега житарица, али и меса и месних прерађевина, поврћа и воћа и млечних производа, што је резултат боље пољопривредне сезоне, али и повећаног извоза у Русију. И поред тога што је искоришћеност капацитета железаре у Смедереву била на ниском нивоу, остварен је већи извоз гвожђа и челика (за 63 млн евра) у односу на 2013, док је вредност извоза обојених метала била нижа, делом и због пада њихове цене на светском тржишту. Смањена активност у домаћој хемијској индустрији одразила се на мањи увоз, али и извоз хемијских производа. Позитивни ефекти ранијих СДИ у прерађивачку индустрију одсликавају се кроз настављен раст извоза електричних машина и опреме, дувана, папирне и картонске амбалаже, одеће, обуће и текстилних производа.

Наш најзначајнији извозни производ и даље су моторна возила, чији је извоз у 2014. износио 1,5 млрд евра. То је за око 100 млн евра мање него у 2013, због отежаног пласмана на иностраном тржишту у условима снажне конкуренције. Истовремено је смањен и увоз делова за аутомобилску индустрију, а због ниске домаће тражње и куповне моћи грађана нижи је увоз аутомобила из иностранства. Иако је извоз највећег појединачног произвођача – Фијата смањен, извоз произвођача ауто-компоненти, чија је производња готово у целости намењена иностраном тржишту, наставља да расте.

Спољнотрговинска кретања енергетског сектора карактерисали су различити токови. С једне стране, поплаве су утицале на то да извоз електричне енергије практично буде заустављен у П2, тако да је у целој 2014. он био нижи за 143 млн евра него у 2013. Из истог разлога повећан је и њен увоз, као и увоз угља за њену производњу. Насупрот томе, извоз нафтних деривата је повећан у односу на 2013. (око 30 млн евра), док је вредност увоза осетно смањена (за око 100 млн евра), захваљујући модернизацији капацитета у нафтној индустрији. Пад активности у хемијској и металопрерађивачкој индустрији највише је утицао на нижи увоз природног гаса, али и сировина за хемијску индустрију. Ипак, с обзиром на високо учешће енергената у укупном увозу (14,0%) и знатно мање учешће у извозу (3,7%), спољнотрговински биланс енергетског сектора у 2014. био је негативан и износио је око 1,8 млрд евра.

Графикон О.2.1. Географска структура робне размене Србије према спољнотрговинским партнерима (годишњи износи, у млрд EUR)



Највеће извозно тржиште, као и ранијих година, била је ЕУ, у коју је током 2014. пласирана роба у вредности од 7,2 млрд евра, или око 65% укупног робног извоза. С друге стране, из ЕУ је највише увезено производа (9,8 млрд евра), тако да је у 2014. забележен негативан трговински салдо од 2,6 млрд евра. Поред ЕУ, као значајан

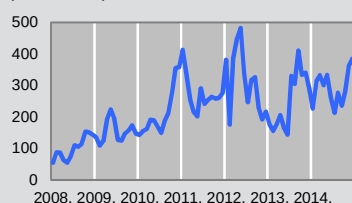
¹ Према методологији статистике спољне трговине.

спољнотрговински партнери издвајају се и земље *CEFTA* споразума (око 20% укупног робног извоза), с којима Србија већ годинама бележи позитиван салдо робне размене. У 2014. је у ове земље извезена роба у вредности од 2,1 млрд евра, а увезено око 700 млн евра, па је укупан суфицит робне размене износио 1,4 млрд евра.

Иако је наш највећи спољнотрговински партнер ЕУ, због могућности бесцаринског извоза највећег броја производа, годинама уназад растао је извоз Србије у Русију. Од 2013. Русија се налази на четвртом месту наших најзначајнијих извозних тржишта. У 2014. је остварена вредност извоза од 774,5 млн евра, чиме је вишегодишњи тренд раста извоза у ову земљу успорен. Највећи део (28,9%) српског извоза у Русију у 2014. чинили су прехранбени производи, што је раст учешћа од готово 13 п.п. у односу на 2013. Највећи раст извоза забележен је код свињског меса, а повећан је и извоз поврћа и воћа, пре свега јабука, млечних производа, тј. сира, као и месних прерађевина. Извоз хране додатно је повећан после августовске одлуке Русије да забрани увоз хране и пољопривредних производа из ЕУ, САД, Норвешке, Канаде и Аустралије. Ипак, имајући у виду величину руског тржишта и његове потребе за увозом хране², раст српског извоза на тржиште Русије је маргиналан. Насупрот томе, код већине осталих категорија производа које се извозе у Русију (обојени метали, производи од каучука, производи од плуте и дрвета, текстилни производи, намештај, одећа и медицински и фармацеутски производи) остварен је мањи извоз него у 2013. и таква кретања могу се делом довести у везу са слабљењем рубље у 2014. и последичним падом тражње на руском тржишту.

Графикон О.2.2. Кретање робног извоза по кључним групама
(дсз. индекси, 2008 = 100)

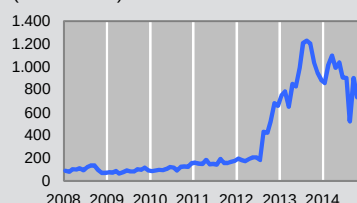
Пољопривредна производња
(6% извоза)



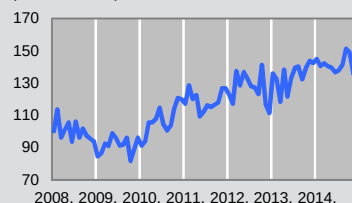
Прерађивачка индустрија
(90% извоза)



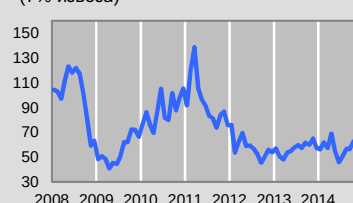
Моторна возила и приколице
(17% извоза)



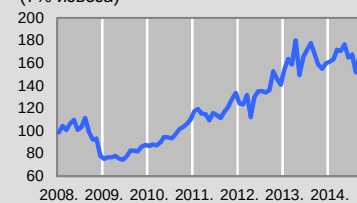
Прехрамбени производи
(12% извоза)



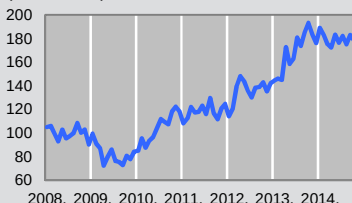
Основни метали
(7% извоза)



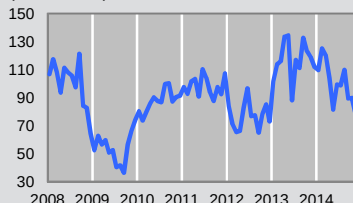
Производи од гуме и пластике
(7% извоза)



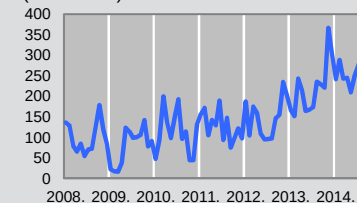
Електрична опрема
(7% извоза)



Хемијски производи
(5% извоза)



Кокс и деривати нафте
(3% извоза)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

² Према подацима *International Trade Centre*, на основу прерачуна података Федералне царинске службе Русије, Русија је укупно у 2013. увезла 25,7 млрд евра ових производа, од чега 8,9 млрд евра из ЕУ и 1,0 млрд евра из САД.

За разлику од извоза, увоз из Русије показује много мањи степен диверсификације, с обзиром на то да се три четвртине српског увоза из Русије, који је у 2014. износио 1,8 млрд евра, односи на нафту и гас. Ипак, енергетска зависност Србије је релативно смањена последњих година захваљујући инвестицијама у нафтну индустрију, које су допринеле већем коришћењу нафте из домаћих извора. Поред тога, завршетак изградње и пуштање у рад складишта подземног гаса у Банатском Двору капацитета 450 млн кубних метара гаса смањило је изложеност Србије евентуалним прекидима у испоруци овог енергента, будући да су у условима пуног капацитета обезбеђене резерве потрошње за око 50 дана.

Што се тиче перспектива кретања робне размене Србије у наредном периоду, очекујемо наставак смањења робног дефицита по основу даљег раста извоза прерађивачке индустрије (прехранбене, нафтне, електричне опреме, основних метала), захваљујући опоравку наших главних спољнотрговинских партнера и очекиваној повећаној екстерној конкурентности. Позитивни ефекти очекују се и по основу санација штета од поплава у енергетском сектору. Такође, побољшању робног и целокупног спољнотрговинског биланса у средњем року допринеће и донете мере фискалне консолидације кроз смањење потрошње и увоза потрошних добара, као и пад светске цене сирове нафте, који ће смањити вредност увоза енергената.

5. Економска активност

Економска активност је у 2014. години била под доминантним утицајем поплава у мају, које су највише штете нанеле рударству и енергетици, али и споријег од очекиваног опоравка наших главних спољнотрговинских партнера. Ипак, у Т4 долази до постепеног опоравка индустријске производње, што је у највећој мери допринело расту БДП-а од 0,5% дсз. На мз. нивоу пад је успорен (1,6%) због наставка раста активности у пољопривреди и сектору информисања и комуникација, опоравка грађевинарства и трговине, али и мањег пада индустрије.

Постепена нормализација производње у рударству и енергетици допринела је опоравку укупне индустрије у Т4, што се одразило на раст тромесечног БДП-а (0,5% дсз.). Поред тога, активност у грађевинарству и већини услужних сектора забележила је раст. Ниво економске активности, мерен НДВ-ом, у Т4 је такође повећан, при чему је тај раст био нешто виши и износио је 0,7% дсз. Посматрано у односу на период пре кризе²¹, БДП и НДВ су се у Т4 налазили 2,2% испод свог преткризног нивоа.

На основу раста физичког обима, који је у Т4 износио 1,6% дсз., чини се да је окончан пад индустријске производње, који је трајао четири тромесечја. Притом, опоравак је забележен у сва три сектора индустрије. У

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

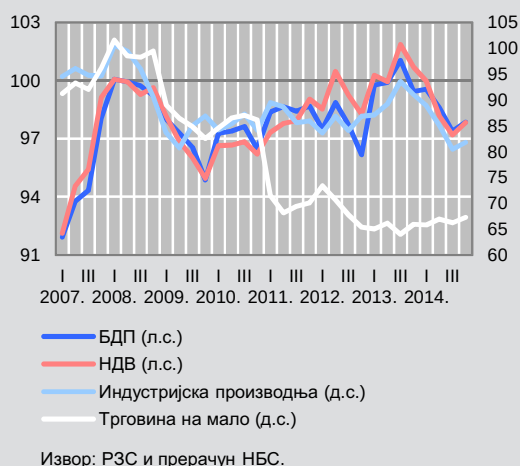
	2012.		2013.		2014.*	
	%	п.п	%	п.п	%	п.п
БДП	-1,0	-1,0	2,6	2,6	-1,8	-1,8
Пољопривреда	-17,3	-1,5	20,9	1,5	1,5	0,1
Индустрија	5,9	1,1	6,4	1,2	-5,5	-1,1
- Прерађивачка индустрија	7,7	1,0	5,7	0,8	-1,4	-0,2
- Рударство и енергија	0,4	0,0	8,8	0,4	-19,0	-0,9
Грађевинарство	-9,8	-0,5	-3,9	-0,2	-0,2	0,0
Услуге	0,4	0,2	0,2	0,1	-1,4	-0,7
Нето порези	-2,2	-0,4	-1,3	-0,2	-1,1	-0,2

Извор: РЗС и прерачун НБС.

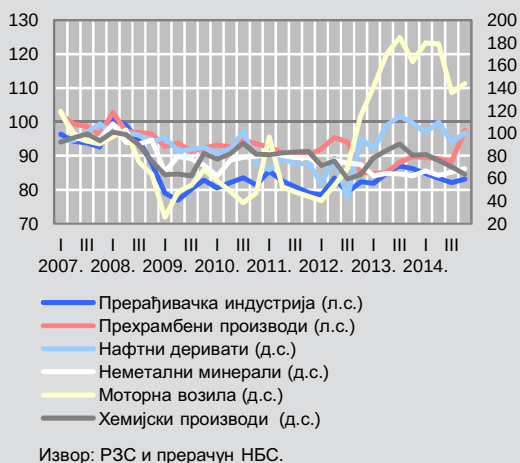
* Процена НБС.

сектору рударства, који је био под снажним утицајем ефеката поплава, физички обим је порастао 4,6% дсз., јер је након оспособљавања угљенокопа Велики Црљени у Т3, током Т4 делимично обновљена производња и на највећем угљенокопу у колубарском басену Тамнави – Западно поље. Већа производња у рударству резултирала је растом производње у сектору снабдевања електричном енергијом, гасом и паром (7,1% дсз.), чему је, поред постепеног опоравка производње у термоелектранама, допринело и оспособљавање хидроелектране Ђердап 2 за рад након временских непогода у септембру.

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



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



²¹ Ниво из П1 2008.

Физички обим производње у прерађивачкој индустрији је у Т4 повећан 1,2% дсз., у великој мери због опоравка производње нафтних деривата. Ипак, снажан раст производње у овој области делимично је последица ниске базе, будући да је због планираног ремонта у рафинерији у Панчеву током септембра обустављена производња. Висок раст физичког обима забележен је и у производњи машина и опреме, а добра пољопривредна сезона и извоз на тржиште Русије допринели су расту физичког обима прехрамбене индустрије. Настављен је и благ раст производње основних метала, грађевинског материјала и намештаја, а опоравак је, након два тромесечја, регистрован и у аутомобилској индустрији.

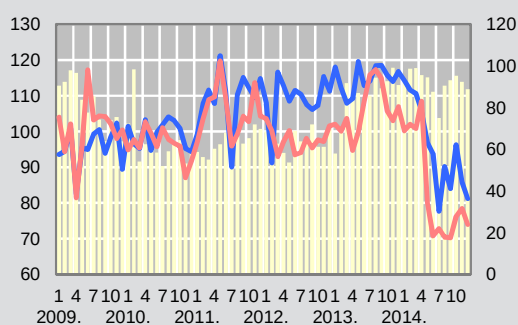
Физички обим производње у појединим извозно оријентисаним гранама наставио је да опада, што указује на и даље ниску извозну тражњу. Највећи пад производње исказан је у фармацеутској индустрији и производњи рачунара и опреме. И у хемијској индустрији је, треће узастопно тромесечје, настављен пад физичког обима производње, будући да се највећи производни комплекси у овој области налазе у процесу реструктурирања и власничке трансформације. Слично томе, пад физичког обима настављен је и у областима производње електричне опреме, гуме и пластике и одеће.

За разлику од показатеља у индустрији, који указују на опоравак у Т4, број издатих грађевинских дозвола, као показатељ активности у грађевинарству, у октобру и новембру и даље опада на мг. нивоу. С друге стране, наставља се раст производње грађевинског материјала, што би могло да указује на благ опоравак ове области у Т4. У односу на претходно тромесечје, промет у трговини на мало порастао је за 1,6% дсз.

Према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, БДП је у Т4 опао за 1,6% мг., што представља успоравање у односу на претходно тромесечје. Смањењу БДП-а допринео је пре свега наставак пада индустријске производње (8,5% мг.), чије се кретање и даље одвија под утицајем последица поплава. С друге стране, мг. пад БДП-а ублажен је захваљујући опоравку активности у трговини и саобраћају (1,8% мг.) и грађевинарству (2,1% мг.), као и наставку раста у пољопривреди (1,4% мг.) и области информисања и комуникација (3,2% мг.).

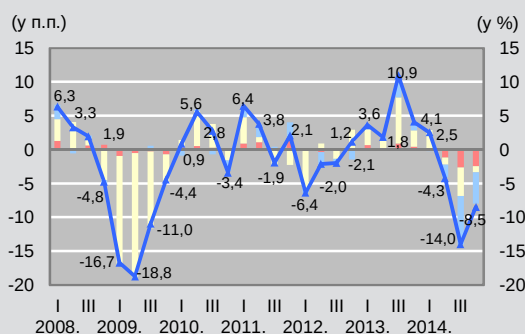
Физички обим индустријске производње је у Т4 опао 8,5% мг., при чему је у свим секторима индустрије пад успорен. Највећи пад, 27,5% мг., забележен је у снабдевању електричном енергијом, гасом и паром, с обзиром на то да још нису оспособљени пуни производни капацитети који су сезонски највише активни током Т4. Слична ситуација је и у сектору рударства, који је исказао пад физичког обима

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

производње од 23,8% мг. У сектору прерађивачке индустрије физички обим производње је у Т4 био 1,2% нижи у односу на исти период претходне године.

Процењује се да је пад БДП-а у 2014. износио око 1,8%. Највише је смањена активност у индустрији, чије је кретање у највећем делу године било под снажним утицајем последица мајских поплава, (–1,1 п.п. допринос БДП-у). С друге стране, позитиван допринос БДП-у у 2014. потиче од раста активности у саобраћају (0,5 п.п.), информисању и комуникацијама и пољопривреди (по 0,1 п.п.).

На основу процене Републичког завода за статистику, раст физичког обима пољопривредне производње у 2014. износио је 1,5%. Томе је у великој мери допринео раст производње већине главних ратарских култура, који је и узроковао пад њихових цена. Због нижих цена примарних пољопривредних производа, смањени су трошкови у сточарству, што је створило позитивне подстицаје за раст сточарске производње. То потврђују и показатељи из области сточарства – раст продаје и откупа живе стоке и млечних производа и производња меса у кланицама у првих једанаест месеци 2014.

На благ пад активности у грађевинарству указују кретања показатеља доступна за прва три тромесечја – вредност изведених радова била је нижа 4,1% мг., док је пад ефективних часова рада на градилиштима износио 6,1% мг.

Најзначајнији позитиван допринос БДП-у у 2014. године потиче од повећања активности у сектору саобраћаја, чији је раст физичког обима услуга у прва три тромесечја износио 22,8% мг. Тај раст се дугује пре свега повећању физичког обима услуга у области ваздушног саобраћаја од 65,5% мг. И раст физичког обима услуга телекомуникација од 4,9% мг. у прва три тромесечја указује на позитиван допринос сектора информисања и комуникација кретању БДП-а. Међутим, иако је промет у трговини на мало реално повећан за 2,6%, због смањења промета у трговини на велико, економска активност у сектору трговине је у 2014. забележила пад. Наставак спровођења мера фискалне консолидације требало би да се одрази на пад активности у осталим услужним секторима, тако да се на годишњем нивоу очекује да допринос свих сектора услуга кретању БДП-а буде негативан (око 0,7 п.п.).

6. Кретања на тржишту рада

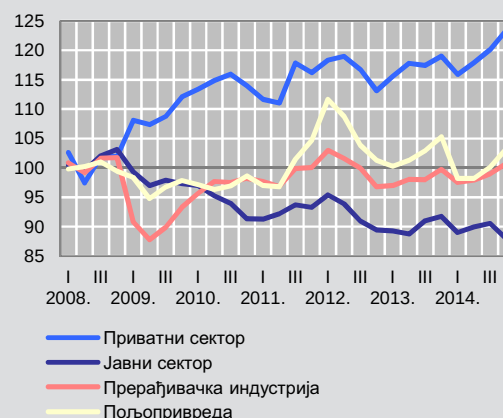
Реалне зараде у приватном сектору наставиле су раст током Т4, док је услед примене мера фискалне консолидације смањена реална зарада у јавном сектору. Опоравак индустријске активности и повећана продуктивност допринели су смањењу јединичних трошкова рада. Ситуација на тржишту рада је наставила да се побољшава, уз даљи пад незапослености и раст неформалне запослености.

Зараде и продуктивност рада

Реална нето зарада је у Т4 повећана, при чему је њен раст забележен у приватном сектору (2,7% дсз.), док је у јавном сектору смањена (2,9% дсз.) услед примене мера фискалне консолидације. Тиме је реална зарада у приватном сектору наставила да се креће на знатно вишем нивоу (23,4%) у односу на преткризни период²², док је у јавном сектору била 12,1% испод тог нивоа.

Највећи раст реалне зараде у Т4 забележен је у делатностима које су оствариле раст активности – саобраћај, пољопривреда и стручне, иновационе и техничке делатности, као и у финансијском сектору. У већини ових делатности истовремено је смањен број запослених. Пад реалне зараде у оквиру индустрије регистрован је у рударству и енергетици,

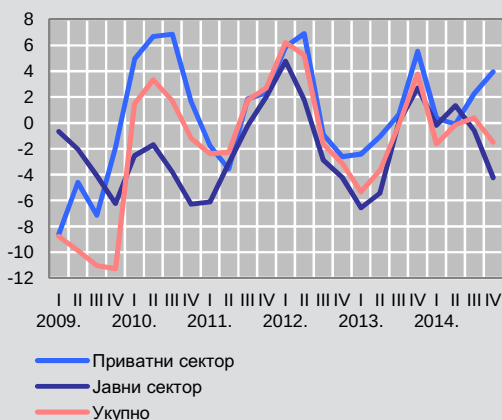
Графикон IV.6.1. Кретање реалне нето зараде
(дсз. подаци, П1 2008 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

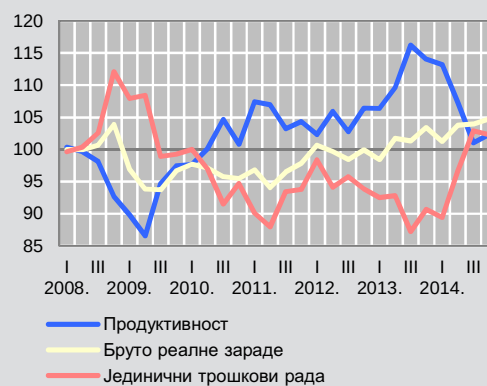
²² Ниво из П1 2008.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон IV.6.3. Кретање продуктивности, бруто реалних зарада и јединичних трошкова рада у индустрији
(дсз. подаци, П1 2008 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

док је зарада у прерађивачкој индустрији благо порасла. За разлику од претходног тромесечја, реална зарада је била нижа у грађевинарству и сектору информисања и комуникација, а наставак смањења забележен је у делатностима с високим учешћем јавног сектора – образовање, здравствена заштита и државна управа.

Реална нето зарада у приватном сектору је током Т4 порасла и на мг. нивоу (4,0%), захваљујући пре свега повећању у области информисања и комуникација. С друге стране, након смањења плата у јавном сектору за 10% од новембра, у јавном сектору је забележен мг. пад реалне нето зараде (4,2%).

Смањење плата одразило се и на пад реалне масе нето зарада у јавном сектору у Т4 од 2,8% дсз. С друге стране, реална маса зарада у приватном сектору наставила је раст, који је у Т4 износио 5,0% дсз. Просечна исплаћена номинална нето зарада у Републици Србији у Т4 је износила 46.359 динара, или за 3,2% више него у Т3, док је у односу на исти период 2013. године порасла 0,4%.

У складу са очекивањима из нашег претходног извештаја, током Т4 је повећана продуктивност рада у индустрији због раста активности, уз релативно непромењену запосленост. Раст продуктивности био је виши од раста реалне бруто зараде, што је довело до **смањења јединичних трошкова** рада за 0,6% дсз. и њиховог постепеног враћања на преткризни ниво.

У прерађивачкој индустрији, која производи највећи део разменљивих добара, забележен је благ раст јединичних трошкова рада (0,9% дсз.) по основу већег раста реалних зарада у односу на остале индустријске секторе.

Запосленост

Подаци из Анкете о радној снази показују да се и током Т4 побољшало стање на тржишту рада. Стопа незапослености је наставила да се смањује и износила је 16,8%, што је за 3,3 п.п. ниже него на крају 2013. Стопа запослености је у Т4 практично стагнирала (смањење од 0,2 п.п.), док је у односу на крај 2013. била за 1,3 п.п. виша. При томе, формална запосленост је и у Т4 наставила да се смањује, док је неформална запосленост порасла. Стопа партиципације је у Т4 смањена за 1,0 п.п., што се може делом објаснити пензионисањем пре ступања на снагу измена Закона о пензијском и инвалидском осигурању, којим је повећана старосна граница за одлазак у пензију.

Највећи раст запослености у Т4 остварен је у прерађивачкој индустрији, што је у складу с растом економске активности овог сектора у посматраном периоду. Повећање запослености се такође бележи и у другим секторима које су оствариле раст активности (грађевинарство и пољопривреда), као и у области уметности, забаве и рекреације. С друге стране, пад броја запослених регистрован је у рударству,

енергетици и већини услужних сектора, при чему се истиче сектор државне управе и администрације, што је последица природног одлива радника у условима забране новог запошљавања.

Тренд раста броја запослених лица с непуним радним временом настављен је у Т4, док је број запослених који раде пуно радно време смањен. Стопа незапослености младе популације је, након снажног пада у Т3, остала готово на непромењеном нивоу у Т4 (41,9%). Благо смањење од 0,5 п.п. забележено је код учешћа дугорочно незапослених у укупном броју незапослених лица, које је у Т4 износило 66,5%.

Према резултатима истраживања РАД²³, број запослених у Т4 незнатно је повећан. При томе, раст броја запослених забележен је у приватном сектору (1.157 лица), док је у јавном сектору настављено смањење броја запослених (1.110 лица). Највећи раст броја запослених по делатностима забележен је у рударству због додатног ангажовања радника на оспособљавању угљенокопова. Знатан раст запослености остварен је и у областима трговине и образовања, а у мањој мери порасла је запосленост у прерађивачкој индустрији, грађевинарству и информисању и комуникацијама. С друге стране, смањен је број запослених у саобраћају, финансијама, административним делатностима и на пословима државне управе.

Табела IV.6.1. Кретања запослености и незапослености
(у хиљадама)

	2014.			
	T1	T2	T3	T4
Број формално запослених лица	1.690,4	1.704,3	1.704,9	1.705,0
Пољопривредници (према АРС)	423,4	449,9	454,2	450,5
Укупан број запослених	2.113,9	2.154,1	2.159,1	2.155,5
Број незапослених лица	790,5	773,4	748,5	741,9
Први пут траже запослење	271,1	264,9	261,4	256,3
Били у радном односу	519,4	508,4	487,2	485,6

Извор: РЗС и Национална служба за запошљавање.

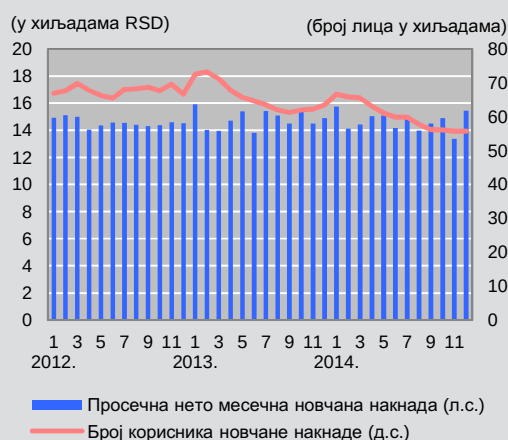
Број незапослених је, према подацима **Националне службе за запошљавање**, наставио да се смањује треће узастопно тромесечје и на крају 2014. износио је 741.906 лица. Највеће смањење броја незапослених лица забележено је у групама занимања везаним за индустрију (машинство и обрада метала, текстилство и кожарство, електротехника, хемија и неметали) и у пољопривреди, док је већи број незапослених регистрован у здравству, фармацији и социјалној заштити. Током Т4 лакше су до запослења долазили незапослени који први пут траже запослење. У

Графикон IV.6.4. Индикатори тржишта рада према Анкети о радној снази
(у %)



Извор: РЗС.

Графикон IV.6.5. Просечна месечна новчана накнада за незапосленост



Извор: Национална служба за запошљавање.

²³ Истраживање РАД спроводи се два пута годишње – у марту и септембру, док су подаци за остале месеце добијени на основу процене.

прилог томе говори и чињеница да је број тих лица на евиденцији тржишта рада смањен за 5.068 лица, а број незапослених који су већ били у радном односу за 1.575 лица.

Тренд континуираног пада броја лица која примају новчану накнаду за незапослене, који траје од јануара 2014, настављен је и у Т4. Укупно је у 2014. тај број смањен за 7.847 лица и у децембру је износио 55.735 лица, што је најнижи ниво у последње три године. Смањивање броја корисника новчане накнаде позитивно је са становишта прерасподеле средстава намењених подстицајима на тржишту рада у корист мера активне политике запошљавања (подстицаји за samozapošljavanje, јавни радови, сајмови запошљавања, обука и преквалификација), које у већој мери доприносе повећању запослености.

Завршетак процеса приватизације предузећа у реструктурирању могао би током текуће године у одређеној мери да повећа незапосленост након гашења предузећа која немају тржишну перспективу. Ипак, усвајањем новог Закона о раду повећана је флексибилност на тржишту рада, чиме се отвара могућност лакшег запошљавања радника који на тај начин остану без посла. То се нарочито односи на промену регулативе у погледу обрачуна отпремнина и минулог рада која послодавцима смањује трошкове ангажовања радника с дужим радним стажом, какви су у великом броју запослени у предузећима у реструктурирању.

7. Међународно окружење

Раст економске активности у САД настављен је и током Т4, док је раст у зони евра, иако виши него у Т3, и даље слаб. Финансијске санкције, оштар пад светске цене нафте и депрецијација рубље одразили су се на успоравање економске активности у Русији, чији би негативни ефекти могли да се прелију и на зону евра и регион централне и источне Европе.

Под претњом дефлације, ЕЦБ је увела програм квантитативних олакшица, док га је ФЕД окончао и најавио да би у овој години требало да почне с повећањем референтне каматне стопе. Различит карактер монетарних политика ЕЦБ-а и ФЕД-а

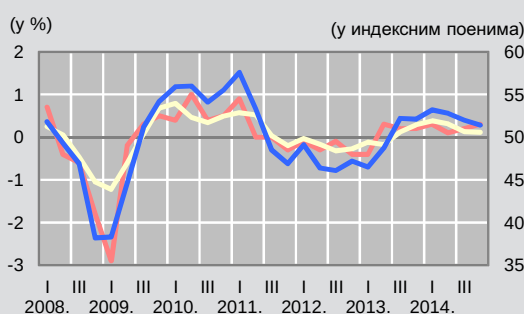
биће настављен и вероватно ће у наредном периоду изазвати даље јачање долара. Таква очекивања су определила одлуку централне банке Швајцарске да у јануару укине минимални девизни курс франка у односу на евро, што је уздрмало светско финансијско тржиште.

Економска активност

БДП зоне евра је у Т3 наставио благ раст (0,2% дсз.), захваљујући пре свега расту потрошње домаћинства (0,5% дсз.). То је охрабрујући резултат, имајући у виду да проблеми с којима се зона евра суочава (висока незапосленост, дефлаторни притисци и фискална консолидација) у највећој мери погађају ову компоненту БДП-а. Посматрано по земљама, у Немачкој и Француској је у Т3, након пада у Т2, забележен раст БДП-а (0,1% дсз. и 0,3% дсз., респективно), у Италији је пад успорен (са 0,2% на 0,1% дсз.), док је у Шпанији настављен релативно снажан раст (0,5% дсз.).

На основу кретања водећих показатеља, очекује се да БДП у Т4 настави да расте сличном динамиком као у Т3. *PMI Composite* се у децембру, осамнаести месец заредом, нашао у зони експанзије²⁴ (51,4 поена), при чему су боље перформансе забележене у секторима услуга него у производним секторима. На наставак експанзије указује и кретање показатеља Европске

Графикон IV.7.1. Кретање БДП-а и индикатора економске активности зоне евра (тримесечне стопе)



— БДП, дсз. (л.с.)*
— EuroCoin (л.с.)
— Композитни индекс произв. актив. зоне евра (PMI) (д.с.)

Извор: Eurostat, Markit Group и Banca d'Italia.

* Прелиминарна процена за Т4 2014.

²⁴ Изнад 50%.

комисије (*Economic Sentiment Indicator – ESI*), који се у Т4 у просеку кретао изнад нивоа свог дугорочног тренда (100,7 поена)²⁵, као и *EuroCoin*-а, који је у децембру прекинуо петомесечни тренд пада. Према процени *Consensus Forecast*-а, благ раст економске активности (0,1% дсз.) очекује се у Немачкој, Француској и Италији, док би Шпанија требало да задржи стопу раста од 0,5% дсз.

Према процени *Consensus Forecast*-а и ММФ-а, БДП зоне евра је у 2014, након две узастопне године пада, остварио раст од 0,8%, због опоравка потрошње домаћинстава и приватних инвестиција. Убрзање раста (1,1%) очекује се у 2015. по основу веће екстерне тражње након опоравка у САД и Великој Британији, депрецијације евра према долару и пада светске цене нафте. Такође, нижа цена нафте и осталих енергената одразиће се на раст расположивих прихода домаћинстава и њихову већу потрошњу. Поред тога, раст поверења у финансијском сектору, након објављених резултата стрес-тестова, процене квалитета aktive и убрзгавања додатне ликвидности новим мерама ЕЦБ-а, требало би да допринесе расту кредитне активности и већим инвестицијама.

Ипак, ризици у погледу развоја ситуације у Русији и Украјини и даљег развоја ситуације у Грчкој, као и појачани дефлаторни притисци, могли би да успоре

економски раст. У таквим условима побољшање ситуације на тржишту рада биће успорено, што ће додатно деловати на спорији опоравак потрошње домаћинстава. Стопа незапослености у зони евра је у децембру смањена у односу на септембар за 0,1 п.п., на 11,4%.

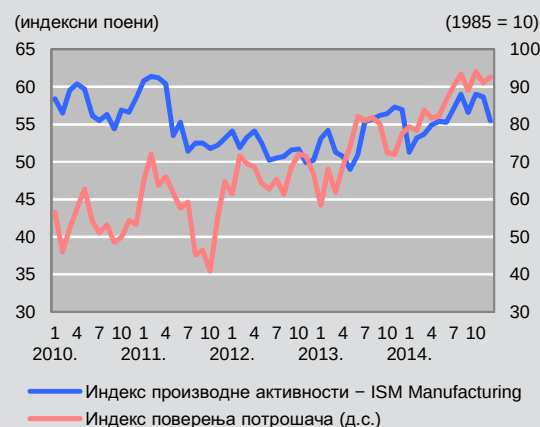
Према процени јануарског *Consensus Forecast*-а, економски раст у региону **централне и источне Европе** у 2014. износио је 1,5%, што је корекција навише за 0,1 п.п. у односу октобар. Највећи раст очекује се у земљама централне Европе (3,0%), које користе економски опоравак зоне евра, с чијом су економијом дубоко интегрисане. Земље југоисточне Европе требало би да забележе нижи раст (1,4%) због слабе домаће тражње узроковане високом незапосленошћу и ниском кредитном активношћу. Турска је у 2014. успорила раст, будући да су негативни ефекти депрецијације лире с почетка године на домаћу тражњу (нижа финална потрошња и кредитна активност) надмашили позитивне ефекте на нето извоз.

Перспективе раста региона централне и источне Европе у 2015. су у јануару (1,2%) ревидиране наниже за 0,8 п.п. у односу на октобар (2,0%). Разлог за то су и даља неизвесност у вези с кризом у Украјини и оштар пад светске цене нафте. У највећем броју

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



Графикон IV.7.3. **Водећи економски индикатори у САД**



²⁵ Граница од 100 поена представља дугорочни просек, тако да вредности изнад те границе указују на експанзију економске активности.

земаља очекује се раст БДП-а, док се пад прогнозира за Украјину и Русију. Економска ситуација у Русији је сложенија, будући да се суочава с неколико негативних шокова истовремено. Финансијске санкције ограничиле су међународне изворе финансирања руских компанија и створиле тешкоће у рефинансирању доспелих обавеза. Такође, одлив капитала проузроковао је депрецијацијске притиске, који су додатно продубљени смањеним приливом извозних прихода након снажног пада цене нафте²⁶. У случају да цена нафте остане на тренутно ниском нивоу, очекује се знатан пад БДП-а у 2015.

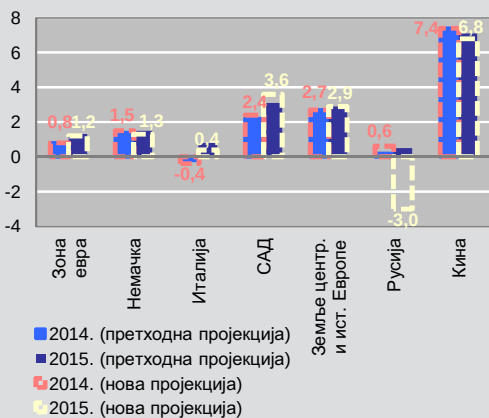
Раст БДП-а у САД је убрзан (са 1,15% дсз. у Т2 на 1,25% дсз. у Т3), што потврђује да се америчка економија налази на путу стабилног опоравка. Потрошња домаћинства и приватне инвестиције наставиле су и у Т3 позитивно да доприносе расту БДП-а. За разлику од Т2, позитиван допринос потиче и од нето извоза, захваљујући расту извоза и паду увоза. Водећи показатељ економске активности производног сектора, *ISM Manufacturing*, достигао је у децембру ниво од 55,1% и налази се у зони експанзије²⁷ од новембра 2012. Поред тога, побољшана су и економска очекивања, мерена *Consumer Confidence Index*-ом, који је наставио раст у Т4. Према прелиминарној процени, раст БДП-а у Т4

(0,7% дсз.) успорен је у односу на Т3 услед повећања увоза и споријег раста приватних инвестиција.

Убрзани привредни раст одразио се и на даље побољшање ситуације на тржишту рада. Стопа незапослености је у Т4 смањена за још 0,3 п.п. и у децембру је износила 5,6%, док је број новоотворених радних места ван пољопривреде додатно повећан на просечних 324.000 месечно. Због вишег раста БДП-а од очекиваног у Т3, извршена је и корекција навише изгледа економског раста у 2014. – за 0,2 п.п., на 2,4% према јануарском *Consensus Forecast*-у, што је сагласно и с прогнозом ММФ-а. У 2015. се очекује убрзање раста БДП-а, који би, према *Consensus Forecast*-у требало да износи 3,2%, а према ММФ-у 3,6%.

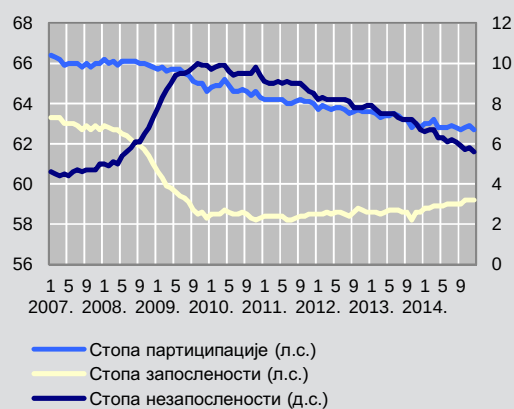
Током Т4 раст економске активности у **Кини** био је на нивоу претходног тромесечја и износио је 7,3% мг. Индустриска производња је у децембру повећана 7,9% мг., што је готово непромењено у односу на септембарских 8,0% мг., док се *PMI Manufacturing* у децембру, први пут од маја, спустио испод 50 поена. Раст БДП-а од 7,4% у 2014. био је испод очекиваног и представља најспорији раст у последње 24 године. Према последњој прогнози ММФ-а, раст у 2015. требало би додатно да успори на 6,8%.

Графикон IV.7.4. Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2014. и 2015. ММФ-а (у %)



Извор: ММФ WEO (октобар 2014) и ММФ WEO Update (јануар 2015).

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



Извор: Bureau of Labor Statistics.

²⁶ Приходи од извоза нафте чине око 50% укупних извозних прихода Русије.

²⁷ Изнад 50%.

Кретање инфлације

Економски опоравак **зоне евра** отежава дуг период изузетно ниске инфлације, која се у децембру, први пут од 2009. године, спустила у негативну зону (–0,2% м.г.). Пад цена у децембру је у знатној мери допринео оштар пад цене нафте на светском тржишту, па се ситуација у зони евра још не сврстава у класичне дефлације, тј. у општи, продужен и самоодржив пад цена. Ипак, тренд инфлације је забрињавајући, јер се налази близу дефлационе спирале, у којој се одлуке о потрошњи одлажу због очекиваног даљег пада цена, и тиме отежавају економски опоравак. Према прелиминарној процени, инфлација у зони евра у јануару је износила –0,6% м.г.

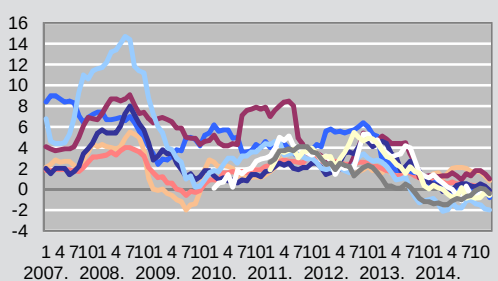
Пад цена енергената додатно је смањио ионако ниске инфлаторне притиске у већини земаља **централне** и **источне** Европе. Тако су у Бугарској, која се већ 16 узастопних месеци налази у дефлацији, цене у Т4 забележиле већи пад него у претходном тромесечју. Инфлација је у негативној зони и у Пољској, Мађарској, Македонији, Црној Гори и Босни и Херцеговини. Позитивну стопу инфлације бележи Румунија (1,0% м.г. у децембру), а највећу у региону Турска (9,0% м.г. у децембру), због депрецијације лире с почетка 2014. године. Инфлациона очекивања за већину земаља овог региона су у даљем пад.

Међугодишња инфлација у САД, мерена ИПЦ-ом, наставила је кретање испод дугорочног циља за инфлацију од 2%, с тим да је са 1,7%, колико је износила у октобру, смањена најпре на 1,3% у новембру, а затим на 0,8% у децембру. Инфлација у децембру је друга најнижа инфлација на крају године у последњих 50 година. Базна инфлација (ИПЦ без хране и енергије) била је виша (1,6%), јер је смањење инфлације у великој мери последица даљег пада цена енергената. Инфлациона очекивања на основу тржишних показатеља су смањена, док су на основу анкета остала стабилна.

Монетарна политика

ЕЦБ и централна банка Јапана и даље се ослањају на неконвенционалне мере и повећавају своје куповине ХоВ, док су ФЕД и Банка Енглеске такве програме окончали и најавили да ће у овој години вероватно почети да повећавају референтне стопе. Ипак, њихове каматне стопе и у овој години остаће ниске, тј. знатно испод преткризних нивоа. Наиме, монетарна политика и даље ће бити кључна подршка економском опоравку у овим, као и у већини других светских економија, будући да се већа помоћ фискалне политике не може очекивати због драстично повећаног јавног дуга током кризе и фискалних правила.

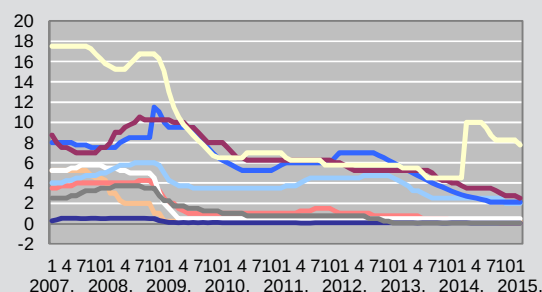
Графикон IV.7.6. Кретање хармонизованог индекса потрошачких цена по земљама (м.г. стопе, у %)



— САД* — Зона евра — Мађарска
— Румунија — Хрватска — Бугарска
— Македонија* — Црна Гора — БиХ*

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

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



— САД — Зона евра
— Велика Британија — Јапан
— Чешка — Пољска
— Мађарска — Румунија
— Турска

Извор: Централне банке одабраних земаља.

Неочекивана одлука **централне банке Швајцарске** да након више од три године укине минимални девизни курс франака у односу на евро уздрмала је светско финансијско тржиште. Централна банка је истовремено донела и одлуку о даљем померању референтне стопе у негативну зону како би умањила апresiasiјске притиске на франак. Упркос томе, франак је преко ноћи ојачао у односу на евро за око 15%. Остаје да се види на ком нивоу ће се стабилизovati и како ће се то одразити на конкурентност швајцарске привреде и економски раст.²⁸

Због појачаних дефлаторних притисака и успореног опоравка економске активности у зони евра, **ЕЦБ** је током Т4 проширила програм куповине приватних ХоВ, који ће трајати најмање две године.²⁹ Поменуте неконвенционалне мере су најављене у септембру, као додатак тада започетом програму *TLTRO*, који ће трајати до јуна 2016. Као што је истакао председник ЕЦБ-а, намера ЕЦБ-а је да се инфлација врати на циљ „без одлагања“. Међутим, подаци о негативној инфлацији у децембру и њени изгледи за наредни период, као и успорен опоравак реалног сектора, подстакли су ЕЦБ да на састанку 22. јануара донесе одлуку да, осим приватних ХоВ које је откупљивала до сада, почне да откупљује и државне хартије чланица зоне евра. Тиме су њене неконвенционалне

мере постале сличне квантитативном попуштању ФЕД-а. Под овим програмом проширене куповине ХоВ од стране ЕЦБ-а, који је предвиђено да траје од марта 2015. најмање до краја септембра 2016, месечне куповине приватних и државних хартија износиће 60,0 млрд евра. На тај начин ће се укупно убризгати у систем преко 1.100 млрд евра.

Очекивања инвеститора да ће ЕЦБ проширити своје куповине и на државне ХоВ утицала су на померање приноса на двогодишње државне хартије у негативну зону у многим чланицама зоне евра. Такође, таква очекивања одразила су се и на дугорочне приносе. Након што су први пут у историји приноси на немачке десетогодишње обвезнице у августу пали испод 100 б.п., у Т4 су бележили нове историјске минимуме, што су пратили и приноси на државне хартије осталих чланица. Једино су приноси на грчке десетогодишње обвезнице повећане за 280 б.п. услед политичке неизвесности изазване парламентарним изборима у јануару. Изненађујуће, и приноси на америчке државне хартије су пали, али у мањој мери него на немачке, тако да се разлика у приносима ипак повећала и крајем године је износила скоро 170 б.п.

Већина централних банака у **региону централне и источне Европе** је током Т4 ублажавала монетарну политику или је није мењала. Тако су централне банке Пољске и Румуније снизиле референтне стопе за 50 б.п. и 25 б.п., респективно, због успореног привредног раста и подбацивања циља за инфлацију. Централна банка Румуније се у јануару одлучила за још једно смањење од 25 б.п., а стопу је смањила и централна банка Турске за 50 б.п. Чешка и Мађарска нису мењале референтне стопе. С друге стране, централна банка Русије је повећала референтну стопу за чак 900 б.п., на 17,0%, суочена са оштрим падом светске цене нафте и проблемом ограниченог приступа многих руских компанија међународном тржишту капитала (због санкција које су увеле САД и ЕУ), што је довело до снажног пада вредности рубље (28,4% у односу на амерички долар током Т4). Уз интервенције на девизном тржишту, рубља је средином децембра почела да јача, али привремено. Крајем децембра је поново започело њено слабење, које је настављено и почетком ове године. Неочекивано, централна банка Русије је крајем јануара смањила референтну стопу на 15,0%. Агенције *Fitch* и *Standard & Poor's* смањиле су

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



Извор: Блумберг.

²⁸ Видети Осврт 1, стр. 20.

²⁹ Covered bond purchase programme (CBPP3) и asset-backed securities (ABS).

кредитни рејтинг Русије у јануару на неинвестициони ниво. Оцена је да Русија можда неће све до 2017. године остварити привредни раст. О зависности руске економије од кретања цене енергената говори чињеница да они чине близу 70% извоза и око 50% прихода државног буџета.

Позитивна кретања у реалном сектору подстакла су ФЕД да оконча програм квантитативних олакшица у новембру 2014. Тиме је ФЕД, након три рунде квантитативних олакшица, повећао средства у свом билансу на рекордних 4.500 млрд долара, с мање од 1.000 млрд долара у 2007. години. Продају купљених хартија ФЕД неће започети пре него што почне да повећава референтну каматну стопу. Као што је у децембру саопштио, сачекаће још неколико састанака пре доношења одлуке о почетку повећања референтне стопе, што ће зависити од кретања у реалном сектору и инфлације. Процена тржишта је да ће се то десити средином 2015, али и да су могућа померања, пре свега према другој половини године због снажног пада цене нафте.

Финансијска и робна тржишта

Главно обележје кретања на финансијским тржиштима током Т4, које је у великој мери определило и кретања на робним тржиштима, јесте даље јачање долара. С друге стране, кретања на робним тржиштима обележио је пад цене нафте, који

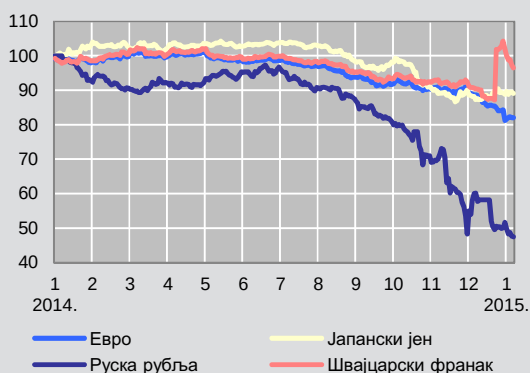
се одразио на повећану нестабилност на финансијским тржиштима.

Јачање долара у односу на водеће светске валуте било је под утицајем различитих монетарних политика ФЕД-а, с једне стране, и ЕЦБ-а и централне банке Јапана, с друге стране. Током Т4 долар је према еврју ојачао за 4,4%, посматрано крајем периода. Апresiasiја долара је током јануара интензивирана (7,2%), у великој мери због очекивања да ће бити објављене нове стимулативне мере ЕЦБ-а, као и због неизвесности око исхода парламентарних избора у Грчкој.

Кретања на робним тржиштима обележио је даљи пад цене нафте, али још оштрији него у претходном тромесечју: просечна спот цена нафте типа брент била је у децембру нижа за 36,0% у односу на септембар, а посматрано крајем периода за 40,2%.³⁰ У јануару 2015. спустила се испод 50 долара по барелу, што је најнижи ниво од 2009. године. Тиме је цена нафте више него преполовљена у односу на средину прошле године. На пад цене нафте пресудно су утицали знатан раст производње из уљаних шкриљаца у САД, јачање долара и неспремност земаља *OPEC*-а да смање производњу. Неочекиван интензитет пада цене нафте изазива снажне дефлаторне притиске у већини земаља.

Неизвесност у погледу даљег кретања цене нафте и њеног утицаја на економију Русије и монетарну

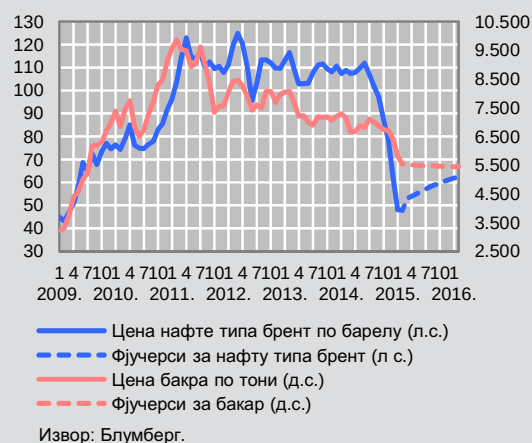
Графикон IV.7.9. Кретање курсева одређених националних валута према долару* (дневни подаци, 31. 12. 2013 = 100)



Извор: НБС.

* Раст представља апresiasiју.

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



³⁰ Видети Осврт 3, стр. 48.

политику водећих централних банка, као и неизвесност око izbora у Грчкој, одразила се на повећану нестабилност на финансијским тржиштима. На то указује *VIX* или тзв. „мерач забринутости” Волстрита, који је у Т4 и јануару 2015. био повећан и знатно нестабилнији него у претходном периоду. На повећану неизвесности указује и раст *EM-VXY* који мери очекиване краткорочне осцилације валута земаља у успону.

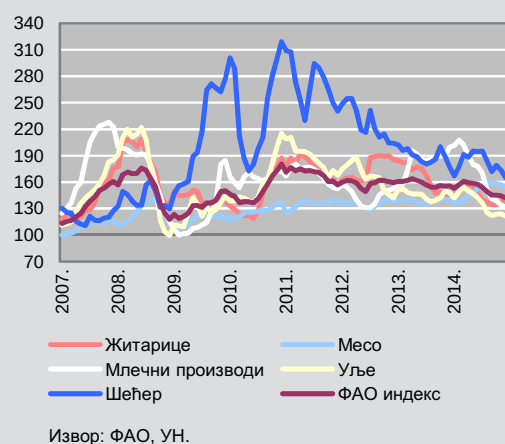
Јачање долара и све више сигнала да ће ФЕД ове године почети да повећава каматну стопу узроковали су даљи пад цене злата почетком Т4, будући да се овај племенити метал „такмичи“ са активом која доноси приносе. Међутим, од новембра је тражња за златом расла, па и њена цена, пре свега због повећања глобалне неизвесности и очекивања да ће продужени пад цене нафте одложити одлуку ФЕД-а да повећа каматну стопу. Таква кретања су резултирала нешто нижом ценом злата на крају Т4 него на крају Т3 (за 0,9%) и њеним растом од 4,5% током јануара. Допринос јануарском расту дала је и одлука швајцарске централне банке да укине доњу границу девизног курса од 1,20 франака за један евро.

Пад цене бакра на светском тржишту је настављен – месечни просек спот цене бакра у децембру био је нижи за 6,5% у односу на септембар и уједно је најнижи месечни просек од врхунца кризе 2009.

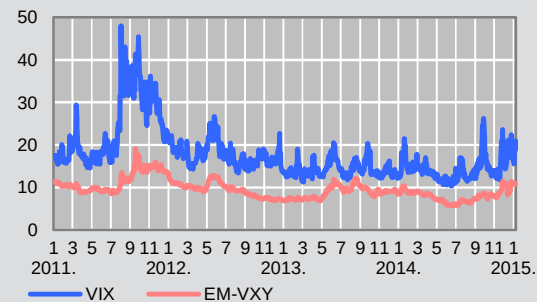
године. Фјучерси за бакар су такође у паду (од 6,0% за испоруку у јануару до 6,6% за испоруку у августу 2015). Као и у претходном тромесечју, главни фактори пада цене бакра у Т4 су очекивани успорени раст кинеске економије, која је главни светски потрошач бакра (преко 40%), и јачање долара, али и очекивања да ће ниски трошкови енергије подстаћи производњу бакра. Пад цене бакра био је још израженији у јануару, с нижим просеком спот цене бакра за 9,5% у односу на децембар.

Након пада у периоду март–септембар, светске цене хране, мерене ФАО индексом, биле су прилично стабилне у октобру и новембру, да би затим поново пале у децембру. Овај индекс је на крају године износио 142,1 б.п., што показује да су светске цене хране у Т4 у просеку реално смањене за 2,1%. Најснажнији пад забележиле су цене млечних производа (−7,4%), чему је, поред повећане понуде, допринело и увођење санкција Русије на увоз млека из ЕУ. Пад су исказале и цене меса (−3,3%), након највишег историјског нивоа у септембру. Једина ставка индекса која је током Т4 порасла јесу цене житарица (3,2%), упркос њиховој рекордној производњи и великим залихама. Раст је био вођен растом цене пшенице, с обзиром на то да постоји забринутост да ће Русија можда увести рестриктивне извозне мере. Израженији раст цене пшенице ограничило је јачање долара и слаба трговинска активност.

Графикон IV.7.11. **Индекс светских цена хране**
(реално, 2002 – 2004 = 100)



Графикон IV.7.12. Имплицитна волатилност
глобалног финансијског тржишта*
(γ %)



Извор: Блумберг.

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

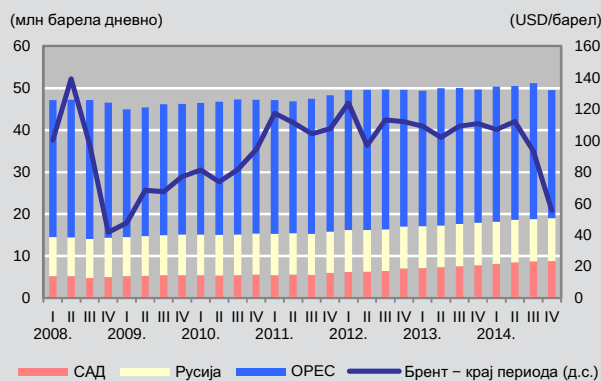
Осврт 3: Макроекономски ефекти пада светске цене нафте на глобалном нивоу и у Србији

Финансијска криза проузроковала је нагли пад цене нафте на светском тржишту¹. Након тог снажног пада, цена нафте се опоравила, да би од 2011. била релативно стабилна, крећући се у уском интервалу око просека од 110 долара по барелу. Нов пад уследио је од краја јуна 2014. и до краја јануара 2015. цена нафте је смањена за око 55% (Графикон О.3.1). Основни разлози најновијег пада биле су структурне промене односа глобалне понуде и тражње, као и одлука земаља *OPEC*-а да не смањују своју производњу. Развој технологије експлоатације нафте из неконвенционалних извора (уљани шкриљци и нафтни песак) и производња биогорива у последњих неколико година знатно су утицали на раст понуде нафте на светском тржишту. У примени тих технологија предњаче САД, које су производњу нафте у периоду 2008–2014. повећале за око 70%, чиме су смањиле своју увозну зависност за овим енергентом. Истовремено, процене о успоравању глобалног привредног раста подстакла су очекивања о нижој тражњи, која су додатно интензивирала повећањем енергетске ефикасности у употреби нафте и смањењем њеног учешћа у укупној енергетској потрошњи. Нижа тражња значила је и ниже извозне приходе земаља извозница нафте, које су се одлучиле за промену стратегије, односно да уместо прилагођавања понуде ради одржавања стабилне цене, пређу на одржавање стабилног нивоа производње.

Иако се процењује да би на глобалном нивоу требало очекивати позитиван утицај на привредни раст, ефекат на појединачне земље зависиће од тога да ли су земље нето извознице или нето увознице нафте, али и од тога колико су овако ниске цене нафте одрживе у средњем року. У земљама које су нето извозници регистрован је пад извозних прихода и успоравање економске активности, што би могло да се негативно одрази и на одрживост јавних финансија. Ти проблеми су додатно појачани у земљама које немају развијену привредну активност, односно чија се привреда претежно заснива на експлоатацији и извозу нафте. С друге стране, у земљама које су нето увозници, поред позитивног утицаја на односе размене, пад цене нафте требало би да доведе и до нижих трошкова производње², као и да подстицајно делује на инвестиције и тражњу. Због ниже цене нафте повећавају се и расположиви реални приходи домаћинстава (с обзиром на то да се мање средстава издваја за куповину нафтних деривата), што би требало да допринесе расту приватне потрошње, нарочито ако се очекује да ће се ниске цене нафте задржати у дужем периоду. Пад цене нафте требало би и да смањи инфлаторне притиске, што би могло да охрабри централне банке да додатно ублаже монетарну политику и подстакну убрзање привредног раста.

С обзиром на то да је Србија нето увозник сирове нафте и природног гаса, пад цене ових сировина на светском тржишту требало би позитивно да се одрази на спољнотрговински биланс. Поред тога, учешће деривата нафте у структури трошкова производње релативно је високо (10–30% у зависности од сектора), тако да би њихове ниже цене могле да подстакну предузећа да инвестирају у пројекте који су раније били неисплативи. Такође, повећање расположивог дохотка домаћинстава и државе требало би да ублажи краткорочне негативне ефекте мера фискалне консолидације на финалну потрошњу. Ипак, у тренутној ситуацији високе незапослености и задужености становништва и државе реално је очекивати да ће део расположивог дохотка бити искоришћен за враћање дугова и

Графикон О.3.1. Производња и цена сирове нафте



Извор: Министарство енергетике САД, Блумберг.

¹ Од краја јуна до краја децембра 2008. цена нафте типа брент је смањена 70%.

² Пад цене нафте обично води и паду цена природног гаса, који је такође важан енергент у индустријској производњи.

штедњу. Поред ефеката на економску активност, пад светске цене нафте требало би да се одрази и на нижу инфлацију. При томе би смањење цена нафтних деривата директно, а нижи производни трошкови и пад инфлационих очекивања индиректно допринели нижој инфлацији. С друге стране, у мери у којој вишак расположивих средстава буде искоришћен за потрошњу других добара, дезинфлаторни притисци по основу пада цена нафте могли би бити ублажени. Међутим, веома је тешко прецизно утврдити ефекте пада цене нафте на економску активност и инфлацију, управо због многобројних индиректних утицаја, чију је јачину тешко проценити унапред.

Најзначајнији ефекат актуелног пада цене нафте на светском тржишту очекујемо на текући рачун платног биланса. Наиме, након модернизације нафтних постројења, Србија је повећала обим прераде сирове нафте из домаћих извора, делимично супституисала увоз нафтних деривата и започела извоз нафтних деривата у суседне земље, што се позитивно одразило на текући биланс. Током 2014. домаћа нафтна индустрија позитивно је допринела смањењу дефицита текућег рачуна за око 0,6 п.п. БДП-а по основу раста извоза нафтних деривата и пада увоза сирове нафте и природног гаса, а слична кретања у спољнотрговинској размени очекују се и у текућој години. Иако је повећан физички обим увезене количине због потреба повећаног обима прераде, нижа цена сирове нафте требало би да утиче на пад вредности њеног увоза израженог у еврима. Очекује се и смањење вредности увоза по основу супституције увоза квалитетнијих нафтних деривата домаћом производњом после модернизације прерађивачких капацитета. Пад цене нафте имаће за последицу нижу вредност извоза деривата, и поред раста његовог физичког обима након инвестиција домаће нафтне индустрије у продајну мрежу у земљама региона. Такође, вредност увоза природног гаса ће расти по основу веће планиране количине за увоз услед све већих потреба домаће индустрије.

У намери да одредимо допринос актуелних кретања цене нафте смањењу спољне неравнотеже у 2015, поредили смо услове са светског тржишта нафте у 2014. с текућим кретањима. Узели смо у обзир да на цену сирове нафте у Србији, поред њене цене на светском тржишту, знатан утицај има и кретање курса евра према долару, јер депрецијација евра према долару смањује ефекте пада доларске цене нафте. За апроксимацију домаћег тржишта нафте користили смо податке из енергетског биланса Републике Србије за 2015. кориговане претпоставкама проистеклим из пословних планова „Нафтне индустрије Србије“, а екстерне претпоставке процене *Consensus Forecast*-а и цене нафтних фјучерса. Просечна цена сирове нафте типа брент је у 2014. износила 98,9 долара по барелу, а на основу кретања цена фјучерса наша претпоставка је да ће се у 2015. кретати на нивоу од 50 долара за барел. Просечан курс долара према евр, који је у 2014. износио 1,32, тренутно се налази на нивоу од 1,14. Према процени јануарског *Consensus Forecast*-а, тај ниво ће крајем текуће године износити 1,16, те смо стога за просечну вредност у 2015. узели ниво од 1,15. Под тим претпоставкама смањење дефицита текућег рачуна износило би око 491 млн евра, или око 1,5 п.п. БДП-а. Наравно, треба имати у виду да наставак неизвесности на робним и финансијским тржиштима, која је присутна од средине 2014, може довести до знатног одступања од претпоставки коришћених у пројекцији, због чега смо анализирали и друге могуће сценарије с различитим претпоставкама о ценама сирове нафте и односу курса долара и евра (Табела О.3.1). У зависности од коришћених претпоставки, ефекат на смањење дефицита текућег рачуна процењује се између 1,2 и 1,8 п.п. БДП-а.

Табела О.3.1. Ефекти промене екстерних претпоставки на текући дефицит у 2015.

Цена сирове нафте (USD/барел)	60	50	40
Курс EUR/USD	1,20	1,15	1,10
Извоз и увоз (у хиљадама тона)			
Извоз нафтних деривата	615	615	615
Увоз сирове нафте	1.956	1.956	1.956
Увоз нафтних деривата	587	587	587
Увоз природног гаса	1.341	1.341	1.341
Извоз и увоз (прираст у млн EUR)			
Извоз нафтних деривата	-98	-126	-157
Увоз сирове нафте	-106	-200	-304
Увоз нафтних деривата	-295	-326	-359
Увоз природног гаса	-85	-91	-98
Нето извоз	388	491	603
Ефекти на смањење текућег дефицита (у п.п. БДП)	1,2	1,5	1,8

Извор: Енергетски биланс Републике Србије за 2015. годину и процена НБС.

V. Пројекција инфлације

Међугодишња инфлација би средином године требало да се врати у границе дозвољеног одступања од циља и затим настави кретање у оквиру тих граница. На такво кретање инфлације утицаће очекиване корекције регулисаних цена, ефекти досадашње депрецијације динара и постепено ишчежавање дезинфлаторних притисака по основу цена примарних пољопривредних производа. С друге стране, раст цена успораваће ниска агрегатна тражња, појачана додатним мерама фискалног прилагођавања. Ризици остварења пројекције инфлације односе се пре свега на кретања у међународном окружењу, укључујући кретање цена примарних производа, као и на одступање од претпоставке о регулисаним ценама.

Под утицајем додатних мера фискалне консолидације, БДП ће највероватније и ове године забележити пад од око 0,5%, а опоравак би требало да уследи од 2016. године.

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

Почетни услови

У складу са очекивањима изнетим у новембарском Извештају о инфлацији, м.г. инфлација је у Т4 наставила да се креће испод доње границе дозвољеног одступања од циља (2,5%) и у децембру је износила 1,7%. Посматрано на тромесечном нивоу, потрошачке цене су у Т4 забележиле пад од 0,6%, пре свега као резултат нижих цена непрерађене хране, нафтних деривата и цигарета. Базна инфлација (мерена ИПЦ-ом по искључењу цена хране, енергије, алкохола и цигарета), која је од августа такође испод доње границе циља, у Т4 се приближила тој граници и крајем године је износила 2,3% м.г.

На кретање инфлације испод доње границе дозвољеног одступања од циља, које је карактерисало већи део 2014. године, првенствено су утицали

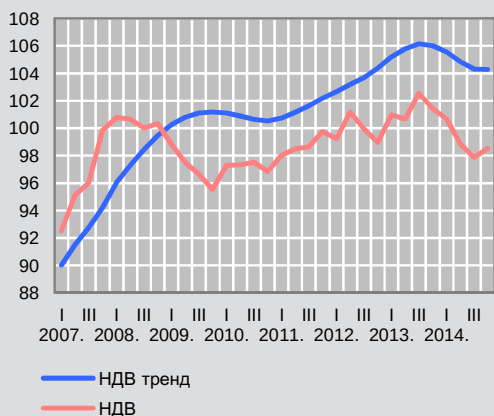
фактори чије је дејство привремено – неуобичајено низак раст регулисаних цена (1,1% у целој 2014. години)³¹, пад цена примарних пољопривредних производа и снажан пад цене нафте на светском тржишту.

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

Након релативне стабилности у октобру, већи део периода новембар 2014 – јануар 2015. обележили су депрецијацијски притисци на динар узроковани и

³¹ Због потребе за постепеним отклањањем ценовних диспаритета, тај раст је претходних година у просеку износио 10%.

Графикон V.0.1. Производни јаз
(ТЗ 2008 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

глобалним и домаћим факторима. Снажан пад цена нафте и поопштравање санкција Русији, уз слабење руске рубље, негативно су се одразили на прилив капитала и појачали притиске на валуте већине земаља у успону. Такође, на домаћем тржишту тражња за девизама била је знатно повећана у Т4 (првенствено због повећаног увоза енергената, вести о заустављању пројекта „Јужни ток“, исплате дивиденди матичним компанијама у иностранству и раздуживања предузећа и банака према иностранству), што, с друге стране, није било праћено одговарајућим растом понуде девиза. Народна банка Србије је у наведеном периоду интервенисала на МДТ-у нето продајом девиза у износу од 765,0 млн евра.

Према нашој процени, консолидовани буџетски дефицит (укључујући трансакције „испод црте“) у 2014. години износио је 6,6% БДП-а. Од тога, 3,0 п.п. односи се на трошкове отплате камате. Предузете мере, попут смањења зарада у јавном сектору и пензија, и очекивано смањење броја запослених у јавном сектору ове године требало би да допринесу мањем дефициту ове године, за који очекујемо да ће бити нижи од 6,0% БДП-а.

Према процени Народне банке Србије, БДП је у Т4 порастао за 0,5% дсз. (успорио пад на 1,6% мг.), као резултат бржег раста извоза од увоза, док је, с друге

стране, домаћа тражња стагнирала – инвестиције и потрошња домаћинстава биле су у паду, који је компензован већом потрошњом државе. Посматрано с производне стране, највећи позитиван допринос БДП-у дала је индустрија. Иако је пад економске активности у 2014. години био пре свега последица штета које су мајске поплаве нанеле секторима рударства и енергетике, у Т4 је индустријска производња забележила опоравак, на шта је, поред раста активности прерађивачке индустрије, утицао и пораст производње у наведеним секторима.

Процењујемо да је негативан производни јаз³² и даље велик. То указује на задржавање снажних дезинфлаторних притисака по основу агрегатне тражње у средњем року, при чему ће спровођење фискалне консолидације те притиске у кратком року додатно појачати.

Након благог пораста у Т3 (0,2% дсз.), водећи показатељи (*PMI Composite*³³ и *Economic Sentiment Indicator*) указују на то да је економска активност зоне евра и у Т4 наставила да расте сличном динамиком. Успорен опоравак те зоне и ризик од сувише дугог периода ниске инфлације одредили су одлуку ЕЦБ-а у јануару да, поред у Т4 започетог откупа ХоВ приватног сектора, почне да откупљује и државне хартије чланица зоне евра. Насупрот томе, позитивна кретања у реалном сектору подстакла су одлуку ФЕД-а да у новембру оконча програм квантитативних олакшица, а у току ове године очекује се да ће почети и с повећањем референтне каматне стопе.

Претпоставке пројекције инфлације

Екстерне претпоставке

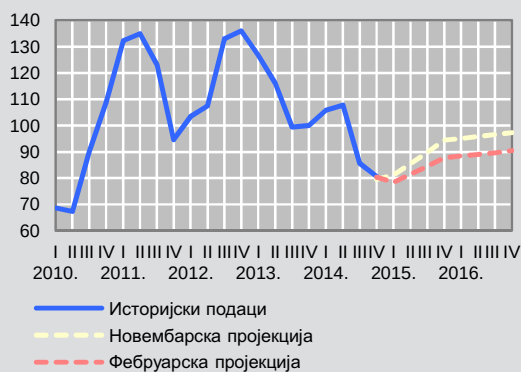
У текућој средњорочној пројекцији инфлације претпоставка о расту БДП-а зоне евра ове године ревидирана је благо наниже у односу на новембарску пројекцију, тј. претпоставља се раст БДП-а од 1,1%, док се у 2016. очекује убрзање раста на 1,6%.³⁴ Домаћа тражња у зони евра требало би да буде подржана додатним мерама монетарне политике, побољшањем финансијских услова, напретком у спровођењу фискалне консолидације и структурних реформи, као и знатно нижим ценама енергије, које ће се позитивно одразити на реални расположиви доходак. С друге

³² Производни јаз рачунат је на основу НДВ-а (БДП умањен за вредност пољопривредне производње и нето пореза). Као апроксимација производног потенцијала привреде користи се тренд НДВ-а оцењен Калмановим филтером.

³³ Овај показатељ се у децембру, осамнаести месец заредом, нашао у зони експанзије (изнад 50 поена).

³⁴ Претпоставке о расту БДП-а зоне евра у 2015. и 2016. години у складу су са очекивањима изнетим у најновијем *Consensus Forecast-y*.

Графикон V.0.2. Претпоставка о кретању светских цена примарних пољопривредних производа (Т4 2013 = 100)



Извор: BSE, CBOT и НБС.

Графикон V.0.3. Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент (USD/barel)



Извор: Блумберг и НБС.

стране, зона евра је суочена с високом незапослености, знатним неискоришћеним капацитетима и потребом за билансним прилагођавањима у приватном и јавном сектору.

Инфлација у зони евра у децембру је, први пут од 2009. године, ушла у негативну зону ($-0,2\%$ м.г.), чему је у великој мери допринео оштар пад цене нафте на светском тржишту. Инфлациона очекивања такође су забележила пад и већина показатеља указује на то да се налазе око историјски најнижих нивоа. Ипак, имајући у виду пре свега предузете, као и најављене додатне, неконвенционалне мере ЕЦБ-а, очекујемо умерен раст цена у зони евра ове и следеће године. У складу с најавама челника ЕЦБ-а, ни тржишта (према *Consensus Forecast*-у) не очекују да ће ЕЦБ у наредној години дана мењати референтну каматну стопу.

Након израженог пада прошле године, у наредном периоду очекујемо одређени раст цена примарних производа, на шта указује и кретање фјучерса.

Светске цене примарних пољопривредних производа³⁵ су, након снажног пада у периоду од средине маја до октобра, у последња два месеца 2014. године забележиле раст. Очекујемо да ће он бити настављен и ове године, али да ће, у складу с кретањем фјучерса и јачањем долара, бити знатно мањи него у новембарској пројекцији и да ће

Табела V.0.1. Претпоставке пројекције

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

	2015.	2016.
Екстерне претпоставке		
Инфлација у зони евра (Т4 на Т4)	0,5% (-0,5)	1,3% (-)
Референтна каматна стопа ЕЦБ-а (на крају године)	0,05% (-)	0,05% (-)
Раст БДП-а у зони евра	1,1% (-0,1)	1,6% (-)
Цене примарних пољопривредних производа на светском тржишту (Т4 на Т4)*	10,0% (-9,0)	3,0% (-)
Цена нафте типа брент по барелу (крај године, у USD)	60,0 (-28)	65,0 (-)
Интерне претпоставке		
Регулисане цене (дец. на дец.)	7,0% (-3,4)	7,0% (-)
Трендови		
Аpreciјацијски тренд реалног курса (просек)	1,5% (-0,1)	1,6% (-)
Тренд реалне камате (просек)	2,9% (-0,1)	2,8% (-)

* Композитни индекс цена соје, пшенице и кукуруза.

Извор: НБС.

износити око 10%. Међутим, и поред раста, ове цене ће остати на релативно ниском нивоу у односу на претходне године. Њихово веће повећање не очекујемо ни у 2016. години.

³⁵ Мерене као композитни индекс који садржи доларске цене кукуруза, пшенице и соје с референтних светских берзи.

С обзиром на актуелно кретање цене нафте³⁶, претпоставка о тој цени ревидирана је знатно наниже у односу на новембарску пројекцију. Претпоставили смо да ће цена нафте на крају ове године бити на нешто вишем нивоу у односу на тренутни, те да ће умерено порасти и у 2016. години, што је такође у складу с кретањем фјучерса.

Интерне претпоставке

У складу с претпоставком о кретању цена примарних пољопривредних производа на светском тржишту, у пројекцији се претпоставља да ће те цене на домаћем тржишту такође ове године забележити раст (иако нешто виши у односу на светске цене због слабљења динара према долару у претходним месецима), а следеће благ раст.

Након изузетно ниског раста у 2014. години, регулисане цене би ове године требало да порасту за око 7,0%. Због снажног пада светске цене нафте и чињенице да је нафта важна компонента у формирању појединих регулисаних цена (цена комуналних услуга, градског превоза, а делом и цене природног гаса), тај раст је сада нижи него што смо раније очекивали. Важан фактор остварења претпоставке о расту регулисаних цена јесте најављена корекција цене електричне енергије, чије смо повећање од 15% претпоставили у Т2 ове године. У складу с потребом да се настави са отклањањем ценовних диспаритета, претпоставили смо да ће и у 2016. раст регулисаних цена бити бржи него раст осталих цена и да ће, као и ове године, износити око 7%.

Претпоставка пројекције је и апрецијацијски тренд реалног девизног курса, уобичајен за земље у транзицији и условљен отклањањем ценовних диспаритета, пре свега у области регулисаних цена. Он је нешто спорији у односу на новембарску пројекцију, с обзиром на мању корекцију регулисаних цена од очекиване и успорену конвергенцију доходака Србије према зони евра.

Тakoђе смо претпоставили да ће, у складу с најавама из Владе, у наредном периоду бити настављено спровођење фискалне консолидације, које ће обезбедити одрживост јавних финансија и стабилизацију јавног дуга до 2017. године, а затим и његов пад. Претпоставка пројекције је и закључење аранжмана с ММФ-ом.

Пројекција

Пројекција инфлације

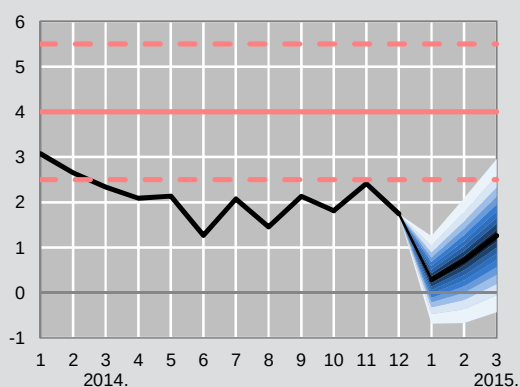
Према нашој централној пројекцији, м.г. инфлација ће се у границе циља ($4,0 \pm 1,5\%$) вратити средином године. До децембра она би требало да се приближи циљу и затим настави кретање око њега до краја периода пројекције.

Краткорочна пројекција инфлације

Краткорочна пројекција инфлације, тј. пројекција за Т1 2015, предвиђа наставак кретања м.г. инфлације испод доње границе дозвољеног одступања од циља. При томе, она ће у јануару, услед високе прошлогодишње базе узроковане повећањем стопе ПДВ-а, вероватно забележити свој нови 50-годишњи минимум. Први пут регулисане цене ће забележити м.г. пад.

Посматрано на тромесечном нивоу, потрошачке цене ће у Т1 остварити раст, вођен у највећој мери сезонски уобичајеним поскупљењем воћа и поврћа. У прилог таквом очекивању говоре и расположиве информације с тржишта. С друге стране, актуелни пад цене нафте на светском тржишту одразиће се на пад цена нафтних деривата на домаћем тржишту (иако у нешто мањој мери због слабљења динара према долару).

Графикон V.0.4. Краткорочна пројекција инфлације (м.г. стопе, у %)



Извор: НБС.

³⁶ Цена нафте типа брент.

Базна инфлација (тј. промена ИПЦ-а по искључењу цена хране, енергије, алкохола и цигарета), која се од августа креће испод доње границе дозвољеног одступања од циља, у Т1 би требало да се врати у границе циља. Посматрано на тромесечном нивоу, њен раст ће бити нижи у поређењу с Т4. Позитиван допринос очекује се по основу ефекта преноса депрецијације динара из Т4 2014. на цене.

Средњорочна пројекција инфлације

На повратак инфлације ка циљу у току 2015. године утицаће пре свега регулисане цене и цене непрехрамбених производа, а у другој половини године и цене хране (искључујући воће и поврће).

Имајући у виду да је поскупљење електричне енергије претпостављено у априлу, регулисане цене би од тог месеца требало да убрзају м.г. раст. Иако очекујемо да у 2015. њихов допринос инфлацији (око 1,5 п.п.) буде нижи него ранијих година, регулисане цене би ове године требало да буду категорија која ће највише утицати на очекивани раст цена.

Друга битна категорија која ће допринети повратку инфлације ка циљу биће непрехрамбени производи, на чије кретање утиче и кретање курса динара. Иако је краткорочни преносни ефекат промене курса на цене знатно нижи него раније, очекује се да ће слабење динара у претходном периоду проузроковати одређено повећање непрехрамбене инфлације. Тај утицај може се одвијати преко потенцијално виших цена увозних производа и непрехрамбених производа који садрже знатну увозну компоненту. Ипак, његова величина зависиће од могућности увозника, односно произвођача да повећају своје цене у условима врло ниске домаће тражње. Алтернатива би била да они који за то имају простора смање своје марже. Такође, врло ниска инфлација у међународном окружењу, пре свега у зони евра као нашем главном спољнотрговинском партнеру, требало би да додатно ограничи притисак на раст увозних цена у Србији.

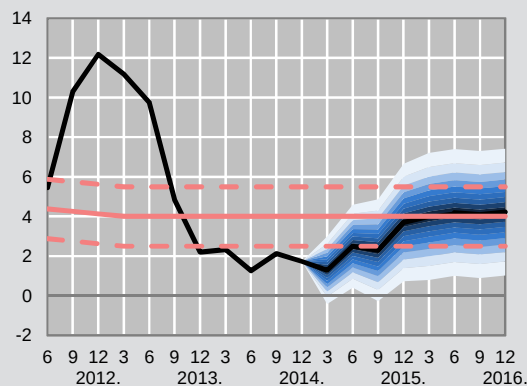
У оквиру цена хране, у наредном периоду очекујемо два различита тренда. С једне стране, цене воћа и поврћа требало би да убрзају м.г. раст у П1, а затим да га успоре у П2, док би цене остале хране требало да се крећу супротно од тога. Успоравање раста цена воћа и поврћа очекује се с наступањем нове пољопривредне сезоне, имајући у виду чињеницу да

је њихов снажан раст прошле године био вођен једнократним факторима (ниска база из 2013. године и мајске поплаве). Када је реч о ценама остале хране, њихово кретање је у великој мери повезано с кретањем цена примарних пољопривредних производа као најважнијих инпута у производњи хране. Мада су трошкови у производњи хране још увек ниски, са очекиваним даљим растом цена примарних пољопривредних производа, вероватан је и раст прехранбене инфлације по том основу. Очекујемо да ће до раста доћи у П2.

Главни дезинфлаторни фактор у средњем року остаје ниска домаћа тражња. Њен утицај биће појачан мерама фискалне консолидације, које ће се негативно одразити на потрошњу државе и домаћинстава. С друге стране, дезинфлаторни утицај домаће тражње могао би бити ублажен, у одређеној мери повећањем екстерне тражње уколико зона евра настави да се опоравља, као и у случају да депрецијација динара допринесе већој ценовној конкурентности извоза.

Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације односи се пре свега на кретања у међународном окружењу, укључујући кретање цена примарних производа, као и на одступање од претпоставке о регулисаним ценама.

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



Извор: НБС.

Ovaj tip grafikona prikazuje različite verovatnoće ostvarenja projekcije inflacije u narednih osam tromesečja. Centralna projekcija je u najtamnijem delu grafikona i verovatnoća da će pasti u ovaj raspon iznosi 10%. Svaka sledeća nijansa uključuje takođe 10% verovatnoće, tako da ceo raspon obuhvata 90% verovatnoće ostvarenja projekcije. Drugim rečima, verovatnoća da će inflacija u narednih osam tromesečja biti izvan raspona na grafikonu iznosi 10%.

Међународно окружење тренутно карактерише неизвесност у погледу развоја геополитичке ситуације, брзине економског опоравка зоне евра и ефеката различитих монетарних политика водећих централних банака (пре свега ФЕД-а и ЕЦБ-а) на финансијска тржишта земаља у успону.

У овом тренутку смер утицаја из међународног окружења није могуће једнозначно предвидети. Актуелне геополитичке тензије и „нормализација“ монетарне политике ФЕД-а могле би у наредном периоду имати утицај на колебаљивије кретање капитала према земљама у успону, генерално, а тиме и према Србији. Евентуални раст аверзије инвеститора према ризику на светским финансијским тржиштима вероватно би водио мањем приливу капитала и расту премије ризика земље и, последично, притисцима на домаће цене. У супротном смеру могла би деловати најновија одлука ЕЦБ-а о програму квантитативних олакшица. Такође, уколико би, упркос монетарном стимулансу ЕЦБ-а, опоравак економске активности зоне евра био спорији од очекиваног (нпр. услед евентуалног даљег заостравања геополитичких тензија), то би продубило наш негативни производни јаз и значило би веће дезинфлаторне притиске по основу агрегатне тражње.

Код цена примарних производа (нафте и примарних пољопривредних производа) претпоставили смо одређени раст у периоду пројекције. Ипак, одступања у кретању тих цена могућа су у оба смера, што би водило и другачијем кретању инфлације у односу на пројектовану путању.

Слично томе, ризик остварења пројекције представљају и регулисане цене. Одсуство транспарентног механизма и динамике њихове промене чини да примарни и секундарни ефекат (преко утицаја на друге цене) тих корекција на инфлацију буде мање предвидив.

Према нашој процени, ризици остварења пројекције инфлације су симетрични.

Ублажавање монетарне политике у наредном периоду зависиће првенствено од оцене потенцијалног утицаја фактора из међународног окружења на кретање капитала и премију ризика Србије, као и од кретања цена примарних производа на светском и домаћем тржишту и њиховог потенцијалног ефекта на остале цене. Захваљујући предузетим и најављеним додатним мерама фискалне консолидације, унутрашњи ризици сада су мањи него у претходном периоду.

Пројекција БДП-а

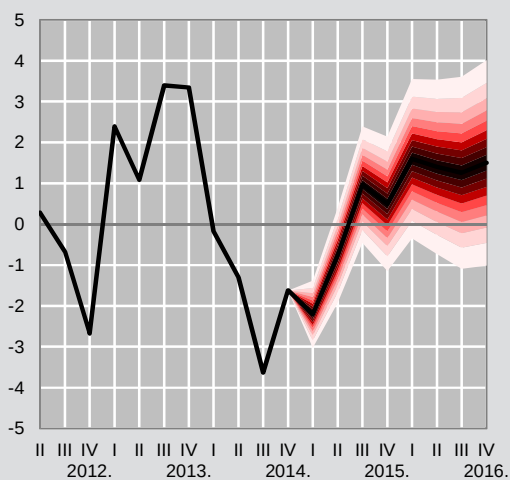
Спровођење фискалне консолидације највероватније ће утицати на то да БДП ове године забележи пад од око 0,5%. Ипак, њени негативни ефекти на БДП су по природи краткорочни, тако да од 2016. године очекујемо опоравак економске активности.

Посматрано с расходне стране, пад БДП-а у 2015. години биће последица мање финалне потрошње домаћинстава и државе услед наставка фискалне консолидације. Ипак, доследно фискално прилагођавање, праћено спровођењем структурних реформи, требало би да резултира већим инвестицијама и нето извозом. У складу с тим, очекујемо да ће њихов допринос БДП-у ове године бити позитиван. Такође, позитиван допринос нето извоза потећи ће од очекиваног снажнијег опоравка екстерне тражње у наредном периоду, а делом и од пада увоза због смањене финалне потрошње.

Посматрано с производне стране, очекује се да ће се мања финална потрошња негативно одразити на активност, пре свега, услужних сектора, од којих и очекујемо највећи негативан допринос овогодишњем БДП-у. Негативан допринос вероватно ће дати и прерађивачка индустрија, с обзиром на успорен опоравак зоне евра. Међутим, под претпоставком да ће производња у сектору рударства и енергетике – након знатног, поплавама узрокованог оштећења капацитета прошле године – средином ове године бити потпуно нормализована, допринос индустрије у целини требало би да буде позитиван. Такође, очекујемо да ће и грађевинска индустрија после три године остварити раст.

Опоравак економске активности у 2016. требало би да буде вођен инвестицијама, а позитиван допринос очекујемо и по основу нето извоза и опоравка потрошње домаћинстава. У складу са очекиваним наставком смањења буџетског дефицита, потрошња државе ће и следеће године исказати пад.

Неизвесност у погледу остварења пројекције БДП-а представља пре свега брзина привредног опоравка зоне евра, односно главних спољнотрговинских партнера Србије. Иако би задржавање цене нафте на текућем ниском нивоу и неконвенционалне мере ЕЦБ-а могле утицати на његово убрзање, оно би, с друге стране, могло бити у потпуности неутралисано у случају заостравања актуелних геополитичких тензија. У оквиру интерних фактора, ризик представља евентуално већи од процењеног

Графикон V.0.6. Пројекција раста БДП-а
(мг. стопе, у %)

Извор: НБС.

Табела V.0.2. Пројекције главних
макроекономских показатеља за Србију

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

Извор: ММФ WEO (октобар 2014), Европска комисија (Autumn forecast 2014 и Winter forecast 2015) и Consensus Forecast (октобар 2014. и јануар 2015).

* Израчунато на бази пројекције доларског БДП-а НБС из новембра 2014. и јануара 2015.

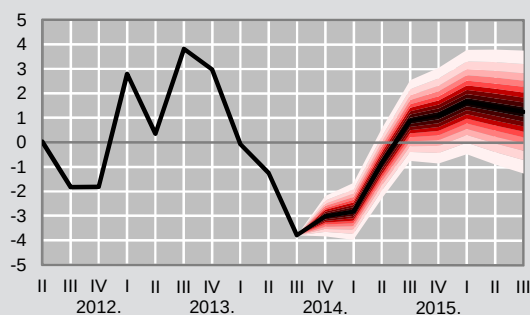
краткорочни негативан утицај фискалне консолидације и структурних реформи на БДП. Наиме, у случају да њихов темпо и интензитет буду спорији, односно слабији од најављених, то би се могло одразити на раст премије ризика земље и јачање депрецијацијских притисака, индиректно водећи већем реалном паду домаће потрошње. У супротном, утицај на БДП одвијао би се преко већег директног негативног ефекта на домаћу тражњу. Истовремено, не може се искључити ни могућност да ће фискална консолидација и започете структурне реформе резултирати бржим опоравком економске

активности од очекиваног. Ту, пре свега, имамо у виду да су и у кратком року могући позитивни ефекти на БДП по основу поновног покретања производње у железари у Смедереву и приватизационих и стечајних поступака који су у току.

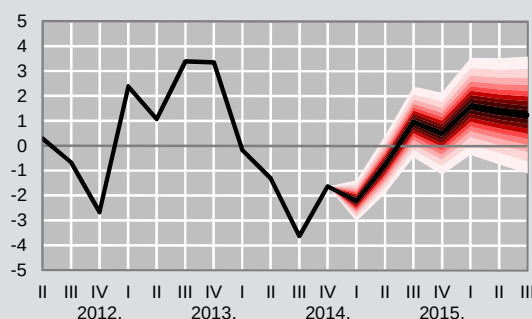
Поређење и остварење пројекција

Нова пројекција инфлације остала је непромењена у односу на пројекцију из новембарског Извештаја о инфлацији. Кретање инфлације у Т4 у складу је са

Графикон V.0.7. Поређење текуће с претходном пројекцијом раста БДП-а

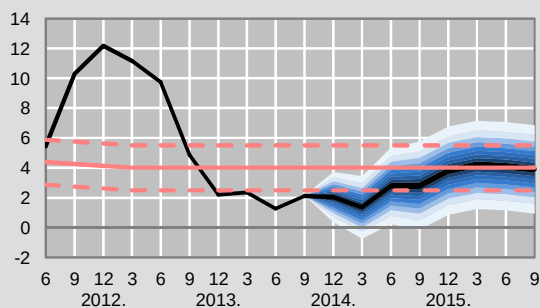
Новембарска пројекција
(мг. стопе, у %)

Извор: НБС.

Фебруарска пројекција
(мг. стопе, у %)

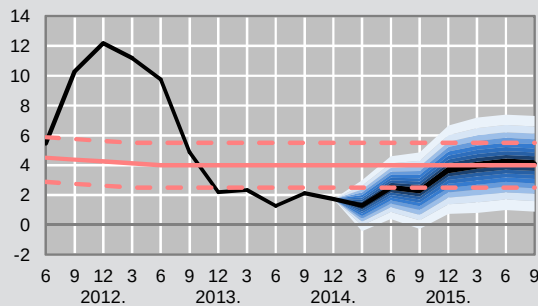
Графикон V.0.8. Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације

Новембарска пројекција
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

Фебруарска пројекција
(мг. стопе, у %)

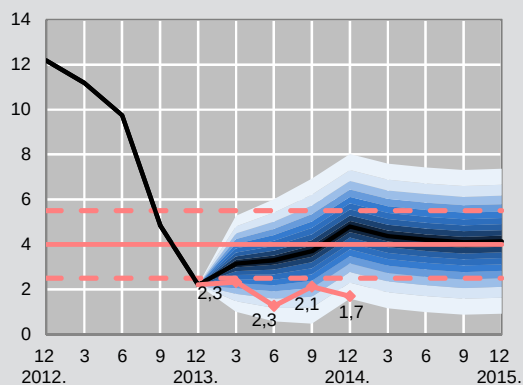


очекивањима изнетим у новембру, а и оцена у погледу јачине фактора инфлације у наредном периоду није се променила у односу на претпоставке изнете у новембарском Извештају о инфлацији.

Међугодишња инфлација се у последњој години дана кретала испод централне вредности пројекције објављене у Извештају о инфлацији из фебруара 2014. године. Одступање у односу на централну пројекцију у највећој мери је последица знатно мањег раста регулисаних цена од очекиваног (мањи допринос инфлацији по том основу за 1,4 п.п.) и снажног пада цена нафте и примарних пољопривредних производа.

Графикон V.0.9. Остварење пројекције инфлације из фебруара 2014.

(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

Табела А

Индикатори екстерне позиције Србије

	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	I 2014.	II 2014.	III 2014.	IV 2014.
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ ЛИКВИДНОСТИ (у %)													
Девизне резерве/увоз робе и услуга (у месецима)	6,1	9,0	7,5	5,4	9,7	8,4	8,8	7,7	7,5	7,0	6,7	7,2	6,6 ²⁾
Девизне резерве/краткорочни дуг	177,0	265,1	250,6	162,6	220,6	193,0	299,6	242,6	289,8	278,1	283,2	312,4	
Девизне резерве/БДП	23,3	36,9	32,7	24,2	34,6	33,6	36,1	34,5	32,7	30,6	30,0	32,5	29,8
Отплата дуга/БДП	5,0	10,3	10,3	10,7	12,8	12,0	12,5	13,1	13,4	12,7	13,6	10,6	17,5
Отплата дуга/извоз робе и услуга	19,8	36,2	37,5	37,5	48,8	37,4	37,5	36,2	32,9	30,3	30,2	24,0	41,1
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)													
Спољни дуг/БДП	59,3	58,5	59,0	62,3	72,7	79,0	72,2	80,9	75,2	75,2	74,9	78,9	78,3
Краткорочни дуг/БДП	13,2	13,9	13,1	14,9	15,7	17,4	12,0	14,2	11,3	11,0	10,6	10,4	
Спољни дуг/извоз робе и услуга	234,9	205,7	214,2	219,1	277,0	246,9	216,4	223,0	184,5	177,9	172,5	182,5	180,2
ИНДИКАТОРИ ИЗЛОЖНОСТИ ФИНАНСИЈСКОМ РИЗИКУ (у %)													
Девизне резерве/М1	290,3	356,1	306,7	300,4	393,4	416,6	429,6	402,1	330,4	335,3	293,1	310,8	278,0
Девизне резерве/примарни новац	169,8	179,5	173,8	140,7	190,5	196,4	207,6	197,9	199,9	192,8	191,8	199,8	195,7
СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ)/БДП													
	70,8	77,4	80,2	82,6	69,0	79,8	82,7	89,9	92,7	97,4	98,9	99,3	96,1 ²⁾
МЕМОРАНДУМ: (у млн евра)													
БДП ¹⁾	21.103	24.435	29.452	33.705	30.655	29.766	33.424	31.683	34.263	7.644	8.317	8.401	8.869
Спољни дуг	12.520	14.291	17.382	20.982	22.272	23.509	24.123	25.645	25.764	25.650	25.310	26.361	26.030
Сервисирање спољног дуга	1.054	2.513	3.039	3.594	3.922	3.564	4.178	4.159	4.591	1.001	1.105	902	1.553
Девизне резерве НБС	4.922	9.020	9.634	8.162	10.602	10.002	12.058	10.915	11.189	10.428	10.125	10.878	9.907
Краткорочни дуг ³⁾	951	968	1.044	1.832	1.843	1.752	601	455	197	141	155	129	110
Биланс текућих трансакција	-1.778	-2.356	-5.320	-7.135	-1.770	-2.082	-3.305	-3.640	-2.092	-540	-496	-508	-557 ²⁾

КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ (промена рејтинга и изгледа)	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.
	Јул/Мај	Феб.	Јул	Март/Дец.	Дец.	Нов.	Март	Авг.	Јул	Јан.
<i>S&P</i>	BB-/стабилан	BB-/позитиван	BB-/стабилан	BB-/негативан	BB-/стабилан		BB-/стабилан	BB-/негативан		
<i>Fitch</i>	BB-/стабилан			BB-/негативан		BB-/стабилан		BB-/негативан		B+/стабилан
Moody's									B1/стабилан	

Методолошка објашњења:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

¹⁾ Према методологији ESA 2010.²⁾ Процена НБС.³⁾ По оригиналној рочности.

Напомене:

1. Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.

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

Подаци за 2005. и 2006. приказани су према претходној методологији.

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

4. Од септембра 2010. измењена је методологија статистике спољног дуга тако да се у спољни дуг јавног сектора укључују обавезе по основу алокације SDR (455,0 млн евра), искоришћене у децембру 2009, док су из спољног дуга приватног сектора искључени кредити закључени пре 20. децембра 2000. по којима се не врше плаћања (859,6 млн евра, од чега се 382,0 млн евра односи на домаће банке, а 477,6 млн евра на домаћа предузећа).

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

Табела Б
Основни макроекономски индикатори

	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	I 2014.	II 2014.	III 2014.	IV 2014.
Реални раст БДП-а (у %)¹	5,5	4,9	5,9	5,4	-3,1	0,6	1,4	-1,0	2,6	-0,2	-1,3	-3,6	-1,6
Потрошачке цене (у % у односу на исти месец претходне године)²	17,7	6,6	11,0	8,6	6,6	10,3	7,0	12,2	2,2	2,3	1,3	2,1	1,7
Девизне резерве НБС (у млн евра)	4.922	9.020	9.634	8.162	10.602	10.002	12.058	10.915	11.189	10.428	10.125	10.878	9.907
Извоз робе и услуга (у млн евра)³	5.329	6.948	8.114	9.577	8.041	9.521	11.147	11.498	13.963	3.305	3.654	3.709	3.783⁵)
- стопа раста у % у односу на претходну годину	19,1	30,4	-	18,0	-16,0	18,4	17,1	3,2	21,4	16,0	7,3	-5,5	0,0⁶)
Увоз робе и услуга (у млн евра)³	9.612	11.970	15.503	18.267	13.098	14.243	16.497	16.993	17.796	4.139	4.576	4.640	4.741⁵)
- стопа раста у % у односу на претходну годину	0,7	24,5	-	17,8	-28,3	8,7	15,8	3,0	4,7	3,3	4,6	1,5	-2,1⁶)
Текући рачун платног биланса³ (у млн евра)	-1.778	-2.356	-5.320	-7.135	-1.770	-2.082	-3.305	-3.640	-2.092	-497	-543	-369	-557⁶)
у % БДП-а	-8,4	-9,6	-18,1	-21,2	-5,8	-7,0	-9,9	-11,5	-6,1	-6,5	-6,5	-4,4	-6,3⁶)
Незапосленост по Анкети (у %)	20,8	20,9	18,1	13,6	16,1	19,2	23,0	23,9	22,1	20,8	20,3	17,6	16,8
Зараде (просечне за период, у еврима)	209,7	260,0	347,1	400,5	337,4	330,1	372,5	364,5	388,6	361,4	388,7	381,4	385,7
Републички буџетски дефицит/суфицит (у % БДП-а)	0,5	-1,7	-1,6	-1,9	-3,1	-3,3	-3,9	-5,4	-4,5	-8,1	-4,7	-2,4	-3,4
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а)⁴	1,1	-1,4	-1,9	-2,7	-4,3	-4,7	-4,8	-7,1	-5,5	-7,7	-5,7	-3,8	-9,1
Јавни дуг Републике Србије (спољни + унутрашњи, у % БДП-а)	50,2	35,9	29,9	28,3	32,8	41,8	45,4	56,2	59,6	60,8	61,6	67,9	70,9
Курс динара према долару (просек у периоду)	66,87	67,03	58,39	55,76	67,47	77,91	73,34	88,12	85,17	84,47	84,30	88,53	96,29
Курс динара према долару (крај периода)	72,22	59,98	53,73	62,90	66,73	79,28	80,87	86,18	83,13	83,89	84,85	93,62	99,46
Курс динара према евра (просек у периоду)	82,99	84,11	79,96	81,44	93,95	103,04	101,95	113,13	113,14	115,75	115,58	117,37	120,31
Курс динара према евра (крај периода)	85,50	79,00	79,24	88,60	95,89	105,50	104,64	113,72	114,64	115,38	115,79	118,85	120,96
МЕМОРАНДУМ: БДП (у млн евра) ⁵)	21.103	24.435	29.452	33.705	30.655	29.766	33.424	31.683	34.263	7.644	8.317	8.401	8.869

¹) У сталним ценама претходне године.

²) Цене на мало до 2006. године.

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

⁴) Од 2008. консолидовани дефицит увећан за ванбуџетске трансакције (плаћање активираних гаранција, докапитализације банака и др.), према методологији ММФ-а.

⁵) Према методологији ESA 2010.

⁶) Прелиминарни подаци НБС

Напомене:

1. Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.

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

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

Списак графика и табела

Графикони

III.0.1.	Кретање цена	7
III.0.2.	Допринос тромесечној стопи раста потрошачких цена	8
III.0.3.	Допринос мг. стопи раста потрошачких цена	8
III.0.4.	Домаћа и увозна инфлација	9
III.0.5.	Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред	10
III.0.6.	Циљана инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред – финансијски сектор	10
III.0.7.	Очекивања предузећа у погледу промене цена њихових инпута и производа и услуга	11
IV.1.1.	Динарска ликвидност	13
IV.1.2.	Кретање каматних стопа	13
IV.1.3.	Крива приноса на међубанкарском тржишту новца	14
IV.1.4.	Примарно тржиште државних ХоВ у динарима – коефицијент реализације и учешће страних инвеститора	14
IV.1.5.	Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ	14
IV.1.6.	Кретање каматних стопа на динарске кредите и депозите привреди и становништву	15
IV.1.7.	Кретање каматних стопа на девизне кредите и депозите привреди и становништву	15
IV.1.8.	Показатељ премије ризика – <i>EMBI</i> по земљама	16
IV.1.9.	Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала	17
IV.1.10.	Структура финансијског биланса	17
IV.1.11.	Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту	18
IV.1.12.	Краткорочна волатилност курса динара према евр	19
IV.1.13.	Кретање курсева одређених националних валута према евр	19
IV.1.14.	Индекс <i>BELEX15</i> и промет на Београдској берзи	22
IV.1.15.	Кретање берзанских индекса у земљама у региону	22
IV.2.1.	Монетарни агрегати и потрошачке цене	23
IV.2.2.	Доприноси мг. расту М2, секторска структура	23
IV.2.3.	Кредитна активност и БДП	24
IV.2.4.	Структура новоодобрених кредита привреди	25
IV.2.5.	Утицај појединих фактора на промену кредитних стандарда у одобравању кредита и кредитних линија предузећима	26
IV.2.6.	Утицај појединих фактора на промену кредитних стандарда у одобравању кредита и кредитних линија становништву	26
IV.2.7.	Учешће динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву	26
IV.2.8.	Учешће <i>NPL</i> у укупним кредитима, бруто принцип	27
IV.3.1.	Индекси цена непокретности <i>DOMex</i> и број прометованих непокретности	27
IV.3.2.	Индекси броја издатих дозвола новоградње	28
IV.4.1.	Доприноси мг. стопи раста БДП-а – расходна страна	29
IV.4.2.	Потрошња домаћинства	29
IV.4.3.	Потрошња државе	30
IV.4.4.	Извоз и увоз робе и услуга	30
IV.4.5.	Кретање индикатора екстерне тражње и извоза Србије	31
IV.4.6.	Кретање главних компоненти увоза	31
IV.4.7.	Робна размена у еврима	31
IV.5.1.	Кретање индикатора економске активности	36
IV.5.2.	Физички обим производње по гранама прерађивачке индустрије	36
IV.5.3.	Физички обим производње у енергетици и рударству	37
IV.5.4.	Доприноси мг. расту физичког обима индустријске производње	37

IV.6.1.	Кретање реалне нето зараде (дсз. подаци)	38
IV.6.2.	Кретање реалне нето зараде (мг. раст, у %)	39
IV.6.3.	Кретање продуктивности, бруто реалних зарада и јединичних трошкова рада у индустрији	39
IV.6.4.	Индикатори тржишта рада према Анкети о радној снази	40
IV.6.5.	Просечна месечна новчана накнада за незапосленост	40
IV.7.1.	Кретање БДП-а и индикатора економске активности зоне евра	41
IV.7.2.	Водећи индикатори сектора производње по земљама – <i>PMI Manufacturing</i>	42
IV.7.3.	Водећи економски индикатори у САД	42
IV.7.4.	Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2014. и 2015. ММФ-а	43
IV.7.5.	Кретања на тржишту рада у САД	43
IV.7.6.	Кретање хармонизованог индекса потрошачких цена по земљама	44
IV.7.7.	Кретање референтних стопа по земљама	44
IV.7.8.	Принос на десетогодишње обвезнице по земљама	45
IV.7.9.	Кретање курсева одређених националних валута према долару	46
IV.7.10.	Кретање цена нафте и бакра	46
IV.7.11.	Индекс светских цена хране	47
IV.7.12.	Имплицитна волатилност глобалног финансијског тржишта	47
V.0.1.	Производни јаз	52
V.0.2.	Претпоставка о кретању светских цена примарних пољопривредних производа	53
V.0.3.	Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент	53
V.0.4.	Краткорочна пројекција инфлације	54
V.0.5.	Пројекција инфлације	55
V.0.6.	Пројекција раста БДП-а	57
V.0.7.	Поређење текуће с претходном пројекцијом раста БДП-а	57
V.0.8.	Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације	58
V.0.9.	Остварење пројекције инфлације из фебруара 2014.	58

Табеле

III.0.1.	Раст потрошачких цена по компонентама	7
III.0.2.	Показатељи раста цена	9
IV.2.1.	Монетарни агрегати	23
IV.4.1.	Индикатори кретања инвестиција	29
IV.5.1.	Годишњи раст и доприноси расту БДП-а	36
IV.6.1.	Кретања запослености и незапослености	40
V.0.1.	Претпоставке пројекције	53
V.0.2.	Пројекције главних макроекономских показатеља за Србију	57
Табела А.	Индикатори екстерне позиције Србије	59
Табела Б.	Основни макроекономски индикатори	60

Графикони у освртима

O.2.1.	Географска структура робне размене Србије према спољнотрговинским партнерима	33
O.2.2.	Кретање робног извоза по кључним гранама	34
O.3.1.	Производња и цена сирове нафте	48

Табеле у освртима

O.3.1.	Ефекти промене екстерних претпоставки на текући дефицит у 2015.	49
--------	---	----

Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе

2014. година

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

2015. година

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

Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије

Саопштење са седнице Извршног одбора, 11. 12. 2014.

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је на данашњој седници да референтну каматну стопу задржи на постојећем нивоу од 8 одсто.

Доносећи ову одлуку, Извршни одбор је имао у виду да се међугодишња инфлација и даље креће испод доње границе дозвољеног одступања од циља. Међутим, док ниска агрегатна тражња и ниска инфлација из међународног окружења у дужем року имају дезинфлаторни утицај, пад цена примарних производа и непромењене регулисане цене имају привремено дезинфлаторно дејство и у највећој мери су утицали на кретање инфлације испод доње границе циља ($4 \pm 1,5\%$).

Извршни одбор оцењује да ће, уз до сада предузете мере монетарне политике, постепено ишчезавање дезинфлаторних ефеката по основу ниских трошкова у производњи хране и очекивана корекција регулисаних цена допринети да се инфлација врати у границе циља до средине наредне године.

Поред тога, и даље је присутна неизвесност из међународног окружења која проистиче из деловања геополитичких фактора, као и неизвесност у погледу монетарне политике водећих светских економија и брзине економског опоравка наших најзначајнијих спољнотрговинских партнера.

Извршни одбор очекује да ће фискална консолидација предвиђена буџетом за наредну годину умањити негативни утицај ризика из међународног окружења и позитивно утицати на премију ризика земље, што ће допринети одржавању стабилно ниске инфлације.

Наредна седница Извршног одбора биће одржана 15. јануара 2015. године.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 15. 1. 2015.

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је на данашњој седници да референтну каматну стопу задржи на постојећем нивоу од 8 одсто.

Доносећи ову одлуку, Извршни одбор је имао у виду да се међугодишња инфлација и даље креће испод доње границе дозвољеног одступања од циља и да су на то у највећој мери утицали фактори с привременим дезинфлаторним дејством, као што су ниске цене примарних пољопривредних производа, снажан пад цена нафте и низак раст регулисаних цена. Кретање међугодишње базне инфлације, која је у децембру прошле године износила 2,3% и приближила се доњој граници дозвољеног одступања од циља, указује на краткорочни дезинфлаторни утицај поменутих фактора.

До сада предузете мере монетарне политике и постепено слабљење дезинфлаторних ефеката по основу ниских трошкова хране, уз очекиване корекције регулисаних цена, према оцени Извршног одбора, допринеће да се инфлација врати у границе циља ($4 \pm 1,5\%$) средином ове године. На одржање ниске и стабилне инфлације у средњем року утицаће ниска домаћа тражња и ниска инфлација у зони евра.

Извршни одбор је констатовао да и даље постоје ризици из међународног окружења, који су повећали осетљивост инвеститора према улагањима у растућа тржишта. Међународни токови капитала зависе од карактера монетарних политика највећих централних банака, пре свега ФЕД-а и Европске централне банке, као и од геополитичких дешавања.

Спровођење мера фискалне консолидације и структурних реформи, с друге стране, допринеће смањењу унутрашњих и спољних неравнотежа и мањој осетљивости на утицаје из међународног окружења, као и одржавању макроекономске стабилности, оценио је Извршни одбор.

Наредна седница Извршног одбора биће одржана 12. фебруара.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 12. 2. 2015.

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је на данашњој седници да референтну каматну стопу задржи на постојећем нивоу од 8 одсто.

Извршни одбор је констатовао да се међугодишња инфлација и даље креће испод доње границе дозвољеног одступања од циља, али да је то у највећој мери последица утицаја фактора с привременим дезинфлаторним дејством, као што су неочекивано низак раст регулисаних цена, пад цена нафте и ниске цене примарних пољопривредних производа. Такође, Извршни одбор је имао у виду да су изражене геополитичке тензије, као и присутне нестабилности на међународном робном и финансијском тржишту. То би могло за последицу да има повећање аверзије инвеститора према ризику, успоравање токова капитала и неизвеснији ефекат предузетих мера монетарне политике развијених земаља, посебно Европске централне банке на економски опоравак наших кључних спољнотрговинских партнера.

Извршни одбор је констатовао и да се негативни ефекти поплава постепено смањују, на шта упућује опоравак економске активности, посебно у индустрији и грађевинарству.

Детаљније о факторима који су определили одлуку о задржавању референтне каматне стопе биће речи на презентацији „Извештаја о инфлацији – фебруар 2015“, који је на данашњој седници усвојио Извршни одбор.

Наредна седница Извршног одбора биће одржана 12. марта.

CIP - Каталогизација у публикацији
Народна библиотека Србије, Београд

33

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

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