



Народна банка Србије

2016
фебруар

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

2016
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 11. фебруара 2016. године.

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

Извршни одбор Народне банке Србије:

Јоргованка Табаковић, гувернер

Ана Глигоријевић, вицегувернер

Веселин Пјешчић, вицегувернер

Диана Драгутиновић, вицегувернер

Ђорђе Јевтић, директор Управе за надзор над финансијским институцијама

**СКРАЋЕНИЦЕ КОРИШЋЕНЕ
У ОВОМ ИЗВЕШТАЈУ**

ББДП – бруто домаћи производ

б.п. – базни поен

БРИКС – Бразил, Русија, Индија, Кина и Јужноафричка Република

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

ОПЕС – 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
<i>Осврт 1: Ниска инфлација у Србији и глобално</i>	11
<i>Осврт 2: Квалитативна инфлациона очекивања становништва</i>	15
IV. Детерминанте инфлације	17
1. Кретања на финансијском тржишту	17
<i>Осврт 3: Пад каматних стопа на кредите</i>	21
2. Новац и кредити	27
3. Тржиште непокретности	32
4. Агрегатна тражња	33
<i>Осврт 4: Инвестиције као покретач раста БДП-а Србије у 2015. години</i>	38
5. Економска активност	40
6. Кретања на тржишту рада	42
7. Међународно окружење	45
<i>Осврт 5: Актуелни ризици из међународног окружења</i>	53
V. Пројекција инфлације	57
Табела А. Индикатори екстерне позиције Србије	70
Табела Б. Основни макроекономски индикатори	71
Списак графикана и табела	72
Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе	75
Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије	76

I. Резиме

Инфлаторни притисци су и даље веома ниски, чему доприноси дезинфлаторни утицај већине домаћих фактора, наставак пада цене нафте и примарних пољопривредних производа на светском тржишту и ниска инфлација у међународном окружењу, посебно у зони евра, нашем најзначајнијем спољнотрговинском партнеру. На нивоу тромесечја забележен је пад цена, који је, посматрано по компонентама, у највећој мери био последица пада цена непрерађене хране и нафтних деривата.

Дужи период ниске текуће инфлације и очекивани ниски инфлаторни притисци и за наредни период стабилизovali су инфлациона очекивања у оквиру граница циља. Штавише, та очекивања су и код финансијског сектора и код привреде нижа од централне вредности циља за инфлацију (4,0%) и за једну и за две године унапред. Постигнута усидреност инфлационих очекивања потврђује поверење тржишних учесника у мере које предузима Народна банка Србије.

Кретања у међународном окружењу крајем прошле и почетком ове године обележили су лошији изгледи за глобални економски раст због вероватног успоравања раста појединих земаља у успону, наставак пада цена нафте и других примарних производа на светском тржишту, као и повећана неизвесност на међународном финансијском тржишту. Повећани екстерни ризици могли би довести у питање и брзину опоравка зоне евра, за чију се економску активност процењује да ће бити благо убрзана у 2016. и да ће порастаи за 1,7%. Повећана неизвесност на међународном финансијском тржишту последица је реакције тржишних учесника на започето смањење експанзивности монетарне политике Система федералних резерви, вести о успоравању раста у Кини и турбуленција на кинеском финансијском тржишту, које су поново интензивирале. С друге стране, ублажавању екстерних ризика требало би да допринесе монетарна политика Европске централне банке, која је додатно ублажена у децембру, уз најављену могућност увођења нових експанзивних мера у марту.

Током 2015. године кретање курса динара било је релативно стабилно. У већем делу године преовладавали су апрецијацијски, а крајем 2015. и почетком ове године депрецијацијски притисци.

Инфлаторни притисци су и у четвртом тромесечју 2015. били веома ниски.

Тржишни учесници очекују да ће стабилност цена бити очувана и у наредне две године.

Кретања у међународном окружењу крајем прошле и почетком ове године обележили су лошији изгледи за глобални економски раст, наставак пада светске цене нафте и других примарних производа, као и повећана неизвесност на међународном финансијском тржишту.

Повећана неизвесност на међународном финансијском тржишту, уз већу тражњу за девизама на домаћем тржишту због већих плаћања за увоз енергената и исплате добити иностраним

власницима, утицала је на јачање депрецијацијских притисака крајем године.

Након што је у октобру 2015. смањена на 4,5%, референтна каматна стопа није мењана до фебруара 2016, када је спуштена на 4,25%.

Знатно смањење фискалне неравнотеже доприноси одрживости јавних финансија и већој отпорности Србије на екстерне шокове...

Депрецијацијски притисци били су најизраженији у првој половини децембра, јер су страни инвеститори пред почетак поштравања монетарне политике Система федералних резерви смањивали своју изложеност према тржиштима у успону, а тиме и према Србији. Тражња за девизама на домаћем тржишту била је већа и због већих плаћања за увоз енергената и исплате добити иностраним власницима. Ублажавању тих притисака доприноси раст страних директних инвестиција, што сведочи о повољној перцепцији инвеститора о дугорочним улагањима у Србију, успешно завршена трећа ревизија аранжмана с Међународним монетарним фондом и побољшање изгледа кредитног рејтинга Србије.

Захваљујући знатном ублажавању монетарне политике током 2015. године, трошкови задуживања државе и приватног сектора наставили су да се смањују у току четвртог тромесечја, а кредитна активност банака да се опоравља како у сегменту становништва, тако и привреде. Знатан раст нових инвестиционих кредита привреди указује на то да се раст приватних инвестиција у већој мери него раније финансира кредитима банака. У фебруару ове године референтна каматна стопа је додатно снижена на 4,25%. Монетарна политика ће и у наредном периоду наставити да преко кредитне активности подстиче привредни раст, у мери у којој јој то дозволе кретања кључних фактора инфлације и ризици пре свега из међународног окружења.

Фискални дефицит је на нивоу године био знатно нижи од дозвољеног споразумом с Међународним монетарним фондом и износио је 3,7% бруто домаћег производа. Тиме је он смањен за готово 3,0 процентних поена у односу на 2014. годину, док је примарни дефицит износио свега 0,5% бруто домаћег производа. То представља веома значајан резултат економске политике, будући да доприноси одрживости јавних финансија и већој отпорности Србије на екстерне шокове. Највећи део уштеда у 2015. години остварен је по основу умањења плата у јавном сектору и пензија, али и побољшања пореске наплате. Имајући у виду да би даље смањење учешћа консолидованог фискалног дефицита у бруто домаћем производу требало да се већим делом ослања на уштеде које су резултат структурних мера, које иницијално прате и одређени трошкови, то учешће ће у наредним годинама, према нашој процени, наставити пад, али споријим темпом него у претходној години.

Поред смањења унутрашње неравнотеже, у 2015. је смањена и спољна неравнотежа – учешће дефицита текућег рачуна платног биланса у бруто домаћем производу износило је 4,8% и у поређењу са 2014. било је ниже за 1,2 процентна поена. За разлику од претходних година, у потпуности је био покривен нето приливом страних директних инвестиција, што доприноси јачању екстерне позиције Србије. Дефицит текућег рачуна платног биланса требало би да настави да се смањује и у наредним годинама, првенствено као резултат опоравка екстерне тражње, односно зоне евра, али и смањења учешћа потрошње у бруто домаћем производу услед мера фискалне консолидације, и поред очекиваног раста увоза инвестиционих добара. На раст извоза у кратком року утицаће повољни финансијски услови делимично подржани и ниским ценама нафте, а у средњем започете структурне реформе.

Опоравак индустријске производње и наставак позитивних кретања у грађевинарству подстакли су десезонирани раст бруто домаћег производа у току четвртог тромесечја од 0,2%, док је у супротном смеру деловао пад пољопривредне производње, за који се процењује да је на нивоу године износио око 8,0%. Релативно снажан раст бруто домаћег производа настављен је и на међугодишњем нивоу и, према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, износио је 1,3%.

Према процени Републичког завода за статистику, бруто домаћи производ је у 2015. порастао за 0,8%, што је било у складу с нашом пројекцијом у новембру. Посматрано с производне стране, нешто нижи раст индустријске производње од очекиваног компензован је мањим падом активности услужних сектора. Посматрано с расходне стране, приватне инвестиције су оствариле снажан раст, а у мањој мери и државне, чија је динамика раста знатно поправљена у другој половини године. Иако је опоравак екстерне тражње позитивно деловао на наш извоз, раст инвестиција водио је расту увоза опреме, тако да је допринос нето извоза био неутралан. Сходно очекивањима, доследна примена мера фискалне консолидације утицала је на негативан допринос финалне потрошње домаћинства и државе бруто домаћем производу. Ипак, тај ефекат је био нижи од очекиваног услед раста расположивог дохотка по основу нижих трошкова отплате кредита, већих дознака из иностранства и пада цене нафте.

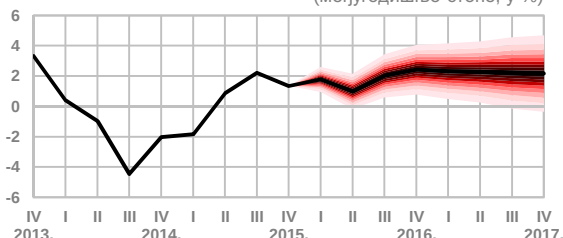
...и праћено је смањењем екстерне неравнотеже.

Раст бруто домаћег производа је и у четвртом тромесечју, посматрано с производне стране, био вођен позитивним кретањима у индустрији и грађевинарству.

Нижи трошкови пословања, наставак реализације инфраструктурних пројеката, уз унапређење пословног и инвестиционог амбијента, доприносе расту инвестиција, које су током 2015. биле главни покретач раста бруто домаћег производа.

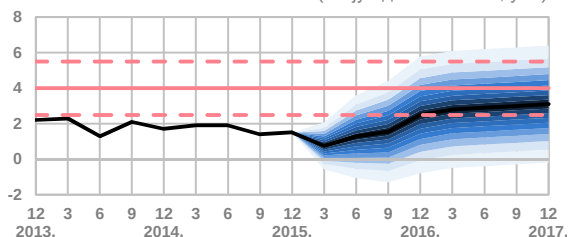
Опоравак економске активности, вођен инвестицијама, требало би да се убрза у овој години на 1,8%, а у 2017. на 2,2%.

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



Према нашој новој пројекцији, међугодишња инфлација би од средине године требало да отпочне умерен раст и врати се у границе циља крајем ове или почетком следеће године.

Пројектована инфлација
(међугодишње стопе, у %)



Нижа текућа пројекција инфлације у односу на претходну последица је пре свега новог пада цене нафте и примарних пољопривредних производа на светском тржишту, као и ниже пројекције инфлације у зони евра.

Карактер монетарне политике у наредном периоду одредиће пре свега дешавања у међународном окружењу.

Очекујемо да ће бруто домаћи производ ове године забележити раст од 1,8%, који ће у 2017. убрзати на око 2,2%. Раст би требало да буде вођен инвестицијама, док ће допринос нето извоза највероватније бити неутралан. Међутим, за разлику од 2015. године, када је потрошња домаћинства због спровођења фискалне консолидације деловала на смањење бруто домаћег производа, ове године очекујемо да њен допринос расту бруто домаћег производа буде позитиван.

Након што је дужи период била на силазној путањи, међугодишња инфлација би од средине године требало да отпочне раст и врати се у границе циља крајем ове или почетком следеће године. Процењујемо да ће раст наставити и у 2017, али знатно споријим темпом и у просеку ће се кретати на нивоу од око 3,0%. Пораст инфлације требало би да буде резултат постепеног слабљења дезинфлаторних притисака по основу очекиваног раста светских цена примарних производа, домаће тражње и инфлације у међународном окружењу. Ризици остварења пројекције инфлације односе се првенствено на факторе из екстерног окружења, тј. на даља кретања на међународном робном и финансијском тржишту.

Нова пројекција инфлације нижа је у односу на пројекцију објављену у новембарском Извештају о инфлацији, а распон пројекције је сада симетричан, услед процене да су у наредном периоду ризици навише и наниже уравнотежени. Нижа текућа пројекција последица је пре свега новог пада цене нафте на светском тржишту и ревидирања наниже претпоставке о расту те цене у периоду пројекције. Поред тога, на израженије дезинфлаторне притиске упућује и поновни пад цена примарних пољопривредних производа и њихов нешто нижи очекивани раст у наредном периоду, као и ревидирање наниже пројекције инфлације у зони евра.

С обзиром на то да ће и у наредном периоду бити присутни ниски инфлаторни притисци, требало би да монетарна политика Народне банке Србије остане експанзивна. Како у овом тренутку доминирају екстерни ризици у вези с кретањима на међународном финансијском и робном тржишту, степен експанзивности монетарне политике зависиће првенствено од процене њиховог потенцијалног инфлаторног утицаја.

II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији

Након што је у октобру 2015. смањена на 4,5%, референтна каматна стопа у наредним месецима није мењана све до фебруара 2016, када је спуштена на 4,25%.

Задржавање референтне каматне стопе било је пре свега опредељено досадашњим ублажавањем монетарне политике и све већом неизвесношћу у међународном окружењу услед нормализације монетарне политике ФЕД-а, турбуленција на кинеском финансијском тржишту и успоравања раста Кине.

Међутим, све извесније успоравање раста глобалне економије и поновни пад цене нафте и других примарних производа утицали су на одлуку Извршног одбора да у фебруару 2016. даље смањи референтну каматну стопу. Ублажавању екстерних ризика требало би да допринесе монетарна политика ЕЦБ-а, која је додатно ублажена у децембру, а могуће је да ће бити и у марту. Такође, нормализација монетарне политике ФЕД-а вероватно ће се одвијати споријом динамиком него што се очекивало. Ниским инфлаторним притисцима допринеће и рестриктивна фискална политика, ниска инфлациона очекивања и релативна стабилност девизног курса.

У периоду од новембарског Извештаја о инфлацији мг. инфлација је наставила да се креће испод доње границе дозвољеног одступања од циља. Пројекција је предвиђала да ће се инфлација постепено приближити циљу од 4,0% у П2 2016, а затим да ће се до краја периода пројекције кретати у оквиру граница циља. Очекивало се да пораст инфлације у кратком року буде вођен ниском базом из претходне године код цена нафтних деривата и цигарета, док се у средњем року очекивало слабљење дезинфлаторних притисака по основу постепеног раста агрегатне тражње и инфлације у међународном окружењу. Ризици остварења пројекције инфлације односили су се на неизвесност у погледу кретања цена примарних производа на светском тржишту, степен корекција регулисаних цена и економска дешавања у међународном окружењу. Када је у питању пројекција економске активности, очекивало се да БДП у 2015. забележи раст од 0,8%, који би у 2016. требало да убрза на 1,8%. Наведене стопе раста више су за по 0,3 п.п. у односу на пројекцију из августа услед бржег раста инвестиција од очекиваног.

Полазећи од такве пројекције инфлације и БДП-а и узимајући у обзир нове информације о кретањима у земљи и међународном окружењу, Извршни одбор Народне банке Србије **од новембра 2015. до фебруара 2016. није мењао висину референтне каматне стопе (4,5%)**. Такву одлуку Извршни одбор је донео узимајући у обзир пре свега повећану неизвесност у међународном окружењу, као и очекиване ефекте досадашњег смањења референтне каматне стопе и постепеног смањења стопе девизне обавезне резерве на кретање инфлације у наредном периоду.

Екстерни ризици су у највећој мери потицали од неизвесне реакције тржишних учесника на очекивано повећање референтне каматне стопе ФЕД-а и њених ефеката на робна и финансијска тржишта, посебно на токове капитала према земљама у успону, па и Србији. ФЕД је средином децембра започео нормализацију монетарне политике и повећао висину референтне стопе, па се она сада креће у интервалу 0,25–0,50%. Такву одлуку ФЕД-а тржишта су очекивала, али је неизвесан темпо и обим повећања референтне

каматне стопе током 2016, као и то у којој мери ће се одразити на токове капитала у земљама у успону, јер је ЕЦБ истовремено повећала степен експанзивности своје монетарне политике.

Успоравање привредног раста Кине и депрецијација њене валуте појачали су нестабилност на међународном финансијском тржишту. Инвеститори широм света постали су веома осетљиви на турбуленције на кинеским берзама, али и на вести о успоравању кинеске привреде због њеног ефекта на глобални раст и тражњу на тржиштима примарних производа. Поред тога, неизвесност у међународном окружењу изазвале су и геополитичке тензије, пре свега на Блиском истоку.

С друге стране, Извршни одбор је оценио да би ублажавању екстерних ризика требало да допринесе монетарна политика ЕЦБ-а, која је, у складу с најавама у октобру, додатно ублажена у децембру. Наиме, ЕЦБ је донела одлуку да продужи трајање програма квантитативних олакшица за пола године, до марта 2017, као и да смањи стопу на депозитне олакшице за 0,1 п.п., на -0,3%, што ће се повољно одразити на глобалну ликвидност.

Међутим, поновни пад цене нафте и других примарних производа крајем прошле и почетком ове године утицао је на корекције њиховог кретања наниже у наредном периоду и повећао изгледе да ће глобална инфлација још неко време бити изузетно ниска. Све извесније успоравање раста појединих земаља у успону, пре свега Кине, могло би имати негативне ефекте на глобалну тражњу и привредни раст, посебно на брзину опоравка зоне евра, нашег најзначајнијег трговинског партнера. Иако је монетарну политику додатно ублажила у децембру, ЕЦБ је већ у јануару најавила могућност увођења нових експанзивних мера у марту. У таквим околностима могуће је и да ће се нормализација монетарне политике ФЕД-а одвијати споријом динамиком него што се претходно очекивало.

Очекујући ниже трошковне притиске и притиске на страни тражње из међународног окружења, као и по основу већине домаћих фактора, Извршни одбор је у **фебруару 2016. одлучио да даље смањи референтну каматну стопу за 0,25 п.п., на 4,25%.** Истовремено, Извршни одбор је усвојио и измену Одлуке о

каматним стопама Народне банке Србије, којом је **коридор каматних стопа у односу на референтну каматну стопу смањен са $\pm 2,0\%$ на $\pm 1,75\%$.** Та мера је донета ради даље стабилизације каматних стопа на међубанкарском новчаном тржишту, постепеног смањења распона између референтне и просечне репо стопе и јачања трансмисије кроз канал каматних стопа.

Извршни одбор је оценио да ће до умереног раста мг. инфлације доћи од средине године и да би она крајем ове или почетком наредне године требало да се врати у границе дозвољеног одступања од циља. Инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде и даље се налазе испод централне вредности циља за инфлацију од 4,0%, не само за једну, већ и за две године унапред. На одржавање ниске инфлације деловаће и рестриктивна фискална политика, релативна стабилност динара, као и још увек ниска агрегатна тражња, на коју би могло да утиче и успоравање глобалног раста.

Народна банка Србије наставиће пажљиво да прати кретања у међународном окружењу и да, као и до сада, користи све расположиве мере како би инфлација остала ниска и стабилна, што је, уз очување стабилности финансијског система и релативно стабилан девизни курс, услов за убрзан, али одржив привредни раст. Ублажавању евентуалних екстерних шокова битно ће допринети и постигнути резултати у области фискалне консолидације и одрживости јавних финансија, унапређења пословног и инвестиционог амбијента и смањења спољне неравнотеже.

Народна банка Србије очекује да ће наставак ублажавања монетарне политике бити праћен даљим падом каматних стопа на кредите и наставком започетог опоравка кредитне активности, што ће допринети и већим инвестицијама.

По основу одлуке Извршног одбора да почев од септембра 2015. у наредних шест месеци смањи стопе девизне обавезне резерве за по 1 п.п.,¹ у току Т4 банкама је ослобођено 232 млн евра и 16 млрд динара, што доприноси расту кредитног потенцијала банака. Стопе динарске обавезне резерве су остале непромењене (5% на изворе до две године и 0% на изворе дужих рочности), тако да су банке и даље стимулисане да користе динарске изворе финансирања.

¹ Од фебруарског обрачунског периода 2016. године, стопе девизне обавезне резерве износиће 20% и 13%, зависно од рочности обавеза.

III. Кретање инфлације

У складу са очекивањима изнетим у новембарском Извештају о инфлацији, м.г. инфлација је и у Т4 2015. наставила да се креће испод доње границе дозвољеног одступања од циља. Ниски инфлаторни притисци били су резултат дезинфлаторног утицаја већине домаћих фактора, ниских трошковних притисака услед настављеног пада цене нафте и примарних пољопривредних производа на светском тржишту, али и, уопште, ниске инфлације у међународном окружењу, посебно у зони евра, нашем најзначајнијем спољнотрговинском партнеру. На нивоу тромесечја забележен је пад цена, који је, посматрано по компонентама, у највећој мери био последица пада цена непрерађене хране и нафтних деривата.

Резултати анкете о инфлационим очекивањима показују да сви сектори очекују да ће стабилност цена бити очувана и у наредне две године. У случају финансијског сектора и привреде, инфлациона очекивања се налазе у границама циља како за једну, тако и за две године унапред. Постигнута усидреност инфлационих очекивања потврђује поверење тржишних учесника у мере које предузима Народна банка Србије.

Кретање инфлације у Т4

Инфлаторни притисци остали су ниски и у Т4 2015. како по основу већине домаћих фактора, тако и по основу ниских цена примарних производа на светском тржишту и, уопште, ниске инфлације у међународном окружењу. Исти фактори имали су за последицу низак раст цена и у току целе године – просечна м.г. стопа инфлације у 2015. износила је 1,4%.² На њу је у највећој мери утицало поскупљење електричне енергије и цигарета.

Посматрано на м.г. нивоу, инфлација је и у току Т4, у складу са очекивањима изнетим у новембарском Извештају о инфлацији, наставила да се креће испод доње границе дозвољеног одступања од циља и у децембру је износила 1,5%. Допринос цена хране м.г. инфлацији наставио је да се смањује и у децембру је постао неутралан, пре свега захваљујући израженом паду цена непрерађене хране. На снижавање м.г. инфлације деловале су и цене нафтних деривата (допринос -0,3 п.п. у децембру), чему је допринео

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

	Учешће у ИПЦ	2015.			
		I	II	III	IV
Потрошачке цене (ИПЦ)	100,0	1,4	0,7	-0,1	-0,5
Непрерађена храна	12,0	8,6	-0,2	-6,3	-5,9
Прерађена храна	20,8	1,7	0,3	0,9	-0,3
Индустријски производи без хране и енергије	28,5	-0,1	0,9	0,5	1,7
Енергија	15,4	0,7	0,7	2,2	-2,0
Услуге	23,3	-0,5	1,5	0,4	0,7
Показатељи базне инфлације					
ИПЦ без енергије	84,6	1,5	0,7	-0,5	-0,2
ИПЦ без енергије и непрерађене хране	72,7	0,3	0,9	0,6	0,8
ИПЦ без енергије, хране, алкохола и цигарета	44,5	-0,5	1,0	0,2	0,9
Регулисане цене	19,8	-0,1	0,8	3,7	1,0

Извор: РЗС и прерачун НБС.

² Према подацима Републичког завода за статистику, просечна годишња стопа инфлације у 2015. била је нешто виша и износила је 1,9%.

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



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



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



даљи пад цене нафте на светском тржишту у Т4. С друге стране, на повећање мг. инфлације утицале су регулисане цене, пре свега августовско поскупљење електричне енергије и децембарско поскупљење цигарета (допринос од по 0,6 п.п. у децембру).

Иако смо у новембарском Извештају о инфлацији очекивали да потрошачке цене на нивоу тромесечја незнатно порасту, оне су у Т4 биле у паду (0,5%). Разлог томе био је првенствено пад цена непрерађене хране и нафтних деривата, који је био већи од очекиваног.

Допринос **цена хране и безалкохолних пића** инфлацији остао је негативан и у Т4 (−0,8 п.п.). Појефтињење **непрерађене хране** (5,9%, допринос инфлацији −0,7 п.п.) било је вођено ценама воћа (−30,9%, допринос −0,8 п.п.). Пад цена воћа је карактеристичан за Т4. Међутим, сада је био нешто већи од уобичајеног (око 25%). У истом смеру, али у нешто мањој мери, деловало је и појефтињење свежег меса (7,5%, допринос −0,3 п.п.). С друге стране, поврће је поскупело (10,1%, допринос инфлацији 0,4 п.п.). Незнатан пад забележиле су цене **прерађене хране** (0,3%, допринос −0,1 п.п.), због појефтињења млека, млечних производа и месних прерађевина.

Цене нафтних деривата на домаћем тржишту наставиле су да падају и у Т4 (5,3%, допринос инфлацији −0,3 п.п.), на шта је утицао знатан пад цене нафте на светском тржишту. Цене нафтних деривата су у децембру биле око 6% ниже него годину дана раније. Појефтињење ове групе производа, као и природног гаса (9,1%), резултирало је падом цена и у оквиру групе **енергија** (2,0%, допринос инфлацији −0,3 п.п.).

Цене индустријских производа без хране и енергије у Т4 су оствариле раст од 1,7% (допринос инфлацији 0,5 п.п.), који је претежно био опредељен децембарским поскупљењем цигарета (4,9%), делимично условљеним очекиваним повећањем акциза у јануару и растом цена фармацеутских производа (2,9%), а у мањој мери и сезонски уобичајеним поскупљењем одеће и обуће. Уопште, релативна стабилност курса динара и ниска домаћа тражња ограничавају раст цена производа у овој групи.

Благо повећање у Т4 забележиле су и **цене услуга** (0,7%, допринос инфлацији 0,2 п.п.). У оквиру ове групе поскупели су туристички пакет-аранжмани, а у

мањој мери и услуге закупа стана, док су саобраћајне услуге појефтиније. Раст цена осталих услуга био је незнатан, пре свега као последица и даље ниске домаће тражње.

Базна инфлација (мерена ИПЦ-ом по искључењу цена енергије, хране, алкохола и цигарета) у Т4 је износила 0,9%. Позитиван допринос овој компоненти инфлације дале су пре свега цене туристичких пакет-аранжмана и фармацеутских производа, али и цене мобилних телефона, аутомобила, одеће и обуће. Посматрано на мг. нивоу, базна инфлација се од августа 2014. креће испод доње границе дозвољеног одступања од циља и у децембру је износила 1,6%.

Регулисане цене су у Т4 оствариле знатно нижи раст него у Т3 (1,0%, допринос инфлацији 0,2 п.п.), који је био вођен поскупљењем цигарета, док је појефтињење природног гаса, комуналних услуга и услуга превоза путника деловало у супротном смеру. Раст регулисаних цена у току 2015. године износио је 5,5%.

Произвођачке и екстерне цене

Цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште незнатно су порасле (0,2%) у Т4. Највећи допринос том расту потиче од произвођача деривата нафте, чије цене су повећане за 7,6% (допринос 0,3 п.п.), и произвођача дуванских производа, чије цене су повећане за 10,3% (допринос 0,2 п.п.). С друге стране, највећи пад произвођачких цена забележен је у производњи пића и рударству (5,2%, односно 3,1%). Притом, у оквиру рударства пад је нарочито био изражен у области експлоатације сирове нафте и природног гаса (17,3%), а забележен је и у експлоатацији руда метала, што се вероватно може довести у везу с кретањем цене нафте и других примарних производа на светском тржишту.

Посматрано по намени, у Т4 су незнатно повећане произвођачке цене енергије и интермедијарних производа, док су цене произвођача капиталних, трајних и нетрајних производа широке потрошње остале непромењене.

Посматрано и на мг. нивоу, цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште у Т4 су благо порасле, тако да су у децембру 2015. биле за 0,7% више у односу на исти период претходне године.

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

	2015.			
	Март	Јун	Септ.	Дец.
Потрошачке цене	1,9	1,9	1,4	1,5
Цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште	0,7	1,2	-1,2	0,7
Цене произвођача пољопривредних производа	-3,0	-5,8	5,8	-2,2
Цене елемената и материјала за уграђивање у грађевинарству	0,7	1,0	-1,7	-1,6

Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Након раста у Т3, **цене произвођача пољопривредних производа**³ у Т4 су опале (8,4%). Такво кретање било је вођено падом цена произвођача живе стоке и индустријског биља, док су произвођачке цене сточних производа порасле. Посматрано на мг. нивоу, цене пољопривредних произвођача су, након уласка у позитивну зону у септембру, у наредним месецима успориле раст, да би од децембра поново биле у паду (2,2%).

Дефлаторни трошковни притисци настављени су у Т4 и у области грађевинарства, будући да су **цене елемената и материјала за уграђивање у грађевинарству** смањене за 0,2% на нивоу тромесечја. Посматрано на мг. нивоу, пад тих цена је незнатно ублажен у односу на крај Т3 и у децембру је износио 1,6%.

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



Извор: Destatis, ФАО, Блумберг и прерачун НБС.

Светске цене нафте наставиле су пад и у Т4 и, слично као током целе 2015, пресудно су утицале на кретање **екстерних цена**, које су, **исказано у еврима**, у Т4 смањене за 1,0%. Поред тога, ниже су биле и извозне цене Немачке, које користимо као апроксимацију екстерних цена репроматеријала и опреме. Ипак, номинална депрецијација динара према евр у Т4 утицала је на то да **екстерне цене исказане у динарима** забележе благ раст (0,3%). На мг. нивоу, пад екстерних цена је настављен и у децембру је износио 2,3%.

³ Цене произвођача у области пољопривреде и рибарства.

Осврт 1: Ниска инфлација у Србији и глобално

Један од важних фактора текуће ниске инфлације у Србији и глобално представља оштар пад цена примарних производа, пре свега нафте на светском тржишту. Цена нафте је од јуна 2014. до фебруара 2016. опала за преко 70% у највећој мери због слабије тражње узроковане спорим глобалним опоравком, али и прекомерне понуде. Ублажавањем монетарних политика у претходном периоду, пре свега ФЕД-а и ЕЦБ-а, како путем конвенционалних, тако и неконвенционалних мера, повећана је глобална ликвидност, али су светске цене остале на ниским нивоима.

Србија је отворена економија и ниске цене на светском тржишту одражавају се на кретање домаћих цена. Око једне трећине добара и услуга која се потроши у Србији увезена је из иностранства и то је директан канал утицаја на наше цене. Поред тога, пад светских цена има бројне индиректне утицаје на инфлацију, првенствено преко трошкова производње, платног биланса и финалне потрошње. Ниска инфлација у међународном окружењу и ниска цена нафте и других примарних производа на светском тржишту, између осталог, омогућиле су да ублажавање монетарне политике током протекле године буде настављено знатно бржим темпом.

Инфлација у Србији је већ две године ниска и стабилна на нивоу од око 2% м. Она је изузетно ниска и у већини других земаља, и у развијеним земљама, и у земљама у успону. Ако посматрамо европске земље, у 29 од укупно 45 земаља, укључујући и 19 земаља зоне евра, м. инфлација се у децембру 2015. налазила испод 1%. Притом, негативну стопу инфлације забележило је 15 европских земаља. С друге стране, код одређеног броја земаља забележена је висока инфлација, углавном због депрецијације националне валуте услед изложености геополитичким тензијама, макроекономским неравнотежама и колебљивим токовима капитала. Инфлацију вишу од 5% забележило је шест европских земаља (међу њима Русија и Турска).

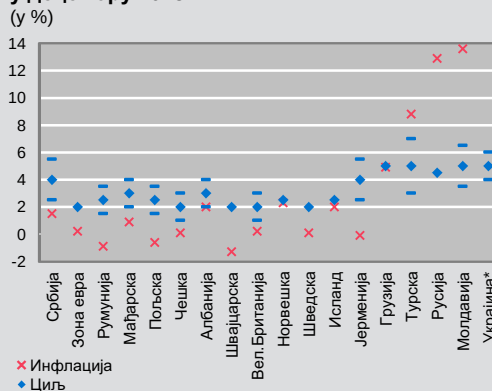
Од марта 2014. године инфлација у Србији се креће испод доње границе циља од $4 \pm 1,5\%$, што је последица и ниске инфлације у међународном окружењу. Од укупно 36 европских земаља које настоје да остваре циљану инфлацију, укључујући и 19 земаља зоне евра, број оних код којих се инфлација креће испод циља константно је растао последњих година. Почетком 2011. свега пет земаља је имало инфлацију испод циља, да би се почетком 2014. тај број попео на 30 и око тог нивоа остао до краја 2015. године.¹ У децембру 2015. године 30 од укупно 36 европских земаља које настоје да остваре циљану инфлацију, укључујући Србију, имало је инфлацију испод циља.

Графикон О.1.1. Број европских земаља чија инфлација је испод циља, од укупно 36 које настоје да остваре циљану инфлацију



Извор: EUROSTAT и веб-сајтови централних банака.

Графикон О.1.2. Инфлација и циљ по земљама у децембру 2015.



* Инфлација у Украјини није приказана на графикону (43,3%).

Извор: EUROSTAT и веб-сајтови централних банака.

¹ Одступања су рачуната од доње границе дозвољеног одступања од циља. У случају да је циљ дефинисан као тачка, одступањем се сматра разлика већа од 0,1 п.п.

Поновни пад цене нафте и других примарних производа крајем прошле и почетком ове године повећао је изгледе да ће глобална инфлација још неко време бити изузетно ниска. То је један од главних разлога зашто је Народна банка Србије кориговала наниже пројекцију инфлације у односу на претходну објављену у Извештају о инфлацији из новембра 2015. Повећана неизвесност у погледу кретања на светском тржишту нафте и примарних производа и у наредном периоду биће важан фактор при доношењу одлука монетарне политике и одржавању инфлације у границама циља у средњем року. Ипак, повољнија екстерна позиција Србије, којој доприносе фискална консолидација и структурне реформе, умањује ефекте евентуалних екстерних шокова на домаћу привреду, а мере макроекономске политике чини ефикаснијим.

Инфлациона очекивања

Захваљујући ниској оствареној инфлацији и ниским очекиваним инфлаторним притисцима, сви сектори очекују да ће инфлација како за годину дана, тако и у средњем року бити у границама циља Народне банке Србије. Постигнута усидреност инфлационих очекивања потврђује поверење тржишних учесника у мере које предузима Народна банка Србије.

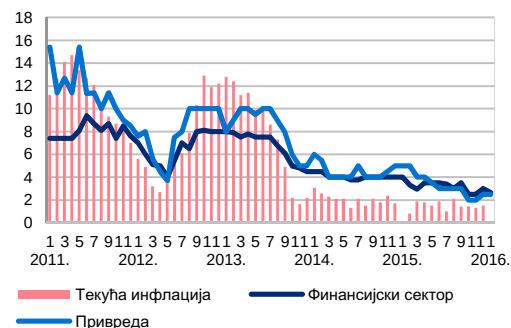
Инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред, према анкети агенције **Блумберг**, крећу се последњих месеци у распону од 3,2% до 3,7%. Према последњим расположивим подацима, финансијски сектор у фебруару 2017. очекује мг. инфлацију од 3,4%. Очекивања овог сектора налазе се у границама циља око две и по године. Према анкети агенције **Нинамедија**⁴, инфлациона очекивања финансијског сектора су нешто нижа – она се последњих месеци крећу у распону од 2,5% до 3,0%, а у јануару су износила 2,7%.

Последњих месеци најнижа су инфлациона очекивања привреде. Она су се у октобру и новембру спустила на 2,0%, тј. испод доње границе дозвољеног одступања од циља, а од децембра се налазе на доњој граници од 2,5%.

Иако су уобичајено виша, инфлациона очекивања становништва такође су стабилизована у границама циља. Она су у октобру пала на 5,0% и након тога се нису мењала. Према резултатима квалитативно исказаних инфлационих очекивања становништва⁵, један део становништва који има перцепцију да су цене повећане у претходних 12 месеци не очекује да ће се то наставити у наредних 12 месеци. Показатељ очекиване инфлације је, након раста у августу, највероватније због поскупљења електричне енергије, у наредним месецима био нижи, указујући на смањење броја анкетираних који очекују раст цена и повећање броја оних који очекују њихову стабилизацију или пад.

Средњорочна инфлациона очекивања свих сектора су релативно стабилна и крећу се у границама циља око годину дана. Финансијски сектор већ неколико месеци очекује да ће мг. инфлација за две године унапред бити на нивоу од око 3,5%. Средњорочна

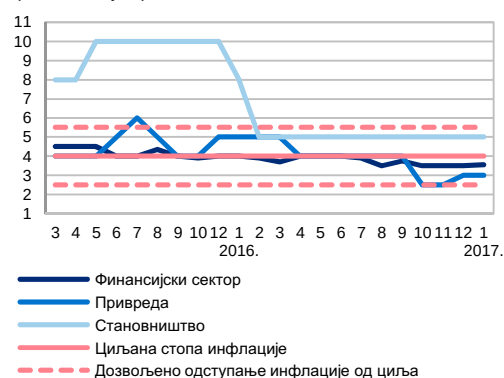
Графикон III.0.6. Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред* (мг. стопе, у %)



Извор: Галуп, Ипсос/Нинамедија и НБС.

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

Графикон III.0.7. Очекивана инфлација за две године унапред* (мг. стопе, у %)



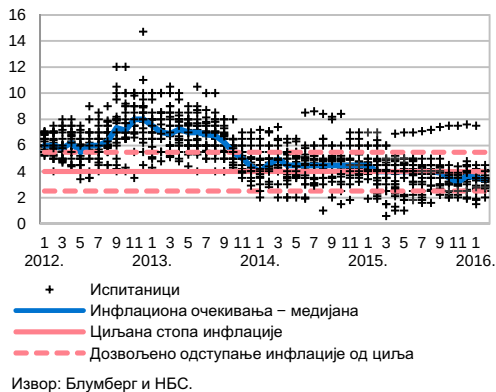
Извор: Ипсос/Нинамедија и НБС (Нинамедија од децембра 2014).

* Анкета није спроведена у новембру 2014.

⁴ Нинамедија клипинг д.о.о. Нови Сад од децембра 2014. спроводи анкету о очекивањима економских субјеката.

⁵ Видети Осврт 2, стр. 15.

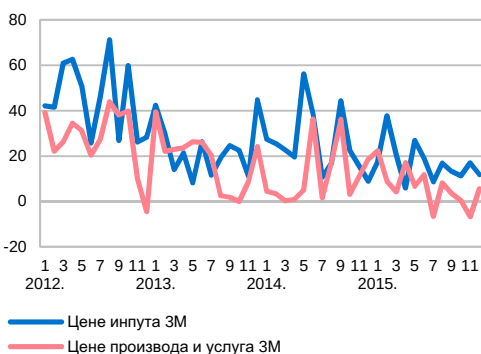
Графикон III.0.8. Циљана инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред – финансијски сектор (мг. стопе, у %)



инфлациона очекивања становништва су виша, али су од фебруара прошле године стабилна на нивоу од 5,0%, тј. унутар граница циља. И у овом случају најнижа су инфлациона очекивања привреде. Она су у октобру и новембру пала на доњу границу дозвољеног одступања од циља (2,5%), док су у децембру и јануару износила 3,0%.

Дисперзија одговора испитаника финансијског сектора, која је и даље најнижа од свих сектора, релативно је стабилна и у анкетама Блумберга и у анкетама Нинамедије. Истовремено, дисперзија одговора испитаника привреде је смањена захваљујући одсуству већих инфлаторних притисака. Дисперзија одговора становништва, након раста у септембру, највероватније због августовског повећања цене електричне енергије, бележи дужи период релативне стабилности.

Графикон III.0.9. Очекивања предузећа у погледу промене цена њихових инпута и производа и услуга (нето проценат, "+" = повећање, "-" = смањење)



Током Т4 је настављено смањење нето процента⁶ предузећа која у наредна три месеца очекују раст цена инпута на 11,9%, највероватније услед пада цена нафте, док је нето проценат предузећа која очекују раст цена својих производа повећан на 5,6%. Захваљујући постигнутој макроекономској стабилности, и даље је далеко највећи део предузећа који не очекује промене цена инпута (85,6%) нити цена својих производа (87,2%).

⁶ 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.

Осврт 2: Квалитативна инфлациона очекивања становништва

Очекивана будућа инфлација кључна је за одлучивање економских субјеката на свим тржиштима: добара, рада, новца, капитала и др. Међутим, информације о очекиваном будућем кретању цена тешко је прикупити због тога што инфлациона очекивања нису директно мерљива као што су то каматне стопе, монетарни агрегати, стопа незапослености и сл. Свесне важности инфлационих очекивања, централне банке данас користе различите приступе како би их што прецизније измериле.

Очигледан приступ мерењу инфлационих очекивања јесте да се економским субјектима постави питање колику инфлацију очекују у наредном периоду и централне банке управо то и раде. На месечном нивоу се анкетирају сви сектори економије: финансијски сектор, привреда, синдикати и становништво. Народна банка Србије је од јануара 2009. године, са званичним увођењем режима циљања инфлације, почела да прати и анализира инфлациона очекивања, спроводећи квантитативну анкету свих сектора.

Међутим, као и у другим централним банкама, посебан изазов представљају инфлациона очекивања становништва. У односу на остале секторе економије, који су боље информисани о макроекономским кретањима, квантитативна инфлациона очекивања становништва су, по правилу, виша и имају највећу дисперзију. Промена општег нивоа цена у земљи је макроекономска варијабла, која, посебно становништву, није једноставна за предвиђање, а неретко и за разумевање. Становништво има релативно слабији мотив и могућности да се упусти у скупо прикупљање информација и комплексне анализе неопходне за адекватно предвиђање инфлације. Лошија перформанса квантитативне анкете становништва може бити објашњена и чињеницом да испитаници имају различите потрошачке корпе, које нису нужно идентичне оној коју званична статистика користи за мерење индекса потрошачких цена.

Да би поузданије оценила инфлациона очекивања становништва, у складу с међународном праксом¹, Народна банка Србије увела је још један приступ – анкету становништва у којој се тражи њихова квалитативна оцена прошле и будуће инфлације. Анкета се спроводи месечно, од марта 2014, на узорку од 1.050 грађана. Притом, од испитаника се тражи да одговоре како су се, по њиховом мишљењу, кретале потрошачке цене у последњих 12 месеци и како мисле да ће се оне кретати у наредних 12 месеци. Понуђено је шест могућих одговора:

- 1) знатно повећање цена (AA);
- 2) умерено повећање цена (A);
- 3) благо повећање цена (O);
- 4) непромењене цене (B);
- 5) пад цена (BB);
- 6) не знам (N).

Да би се добиле агрегатне мере (показатељ перципиране и показатељ очекиване инфлације), одговори становништва се на та питања квантификују на следећи начин:

$$I = (AA + 0,5A) - (0,5B + BB)$$

Разлика се прави између интензитета одговора, тако што се екстремним и умереним одговорима додељују нумеричке вредности 1 и 0,5, респективно, а сам показатељ се теоријски може кретати од 100 (сви очекују знатно повећање цена) до -100 (сви очекују пад цена). При томе, показатељ који указује на то како је становништво оценило инфлацију у претходних 12 месеци, тј. показатељ перципиране инфлације, представља разлику између пондерисаног учешћа испитаника који мисле да су цене биле више него благо повећане и оних који мисле да се цене

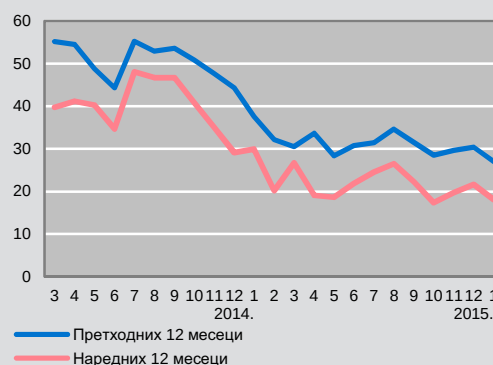
¹ Ови показатељи се прикупљају у земљама ЕУ, као део Анкете предузећа и потрошача (*Business and Consumer Survey*) Европске комисије.

нису повећале (већ да су остале исте или да су пале). Слично је с показатељем очекиване инфлације — он представља разлику између пондерисаног учешћа испитаника који очекују да ће цене у наредних 12 месеци бити више него благо повећане и оних који очекују да се оне неће мењати или да ће пасти. На основу тог показатеља и његовим поређењем с перципираном инфлацијом може се оценити да ли се повећава број становника који очекују раст инфлације.

На Графикону О.2.1. дате су временске серије показатеља перципиране и очекиване инфлације становништва у Србији. Може се видети да су и перципирана и очекивана инфлација становништва биле у паду од средине 2014. до средине 2015. године (за готово 30 индексних поена) и да су од тада обе релативно стабилне на знатно нижем нивоу.

Међутим, будући да је остварена инфлација већ дуже време изузетно ниска, перципирана инфлација становништва је, упркос знатном паду, и даље прецењена. Ипак, перципирана инфлација је виша од очекиване, што сигнализира да један део становништва који има осећај да су цене повећане у претходних 12 месеци не очекује да ће се то наставити, већ да ће оне бити стабилизоване или да ће пасти у наредних 12 месеци. Томе је допринела остварена ниска и стабилна инфлација и кредибилна монетарна политика Народне банке Србије.

Графикон О.2.1. Перципирана и очекивана инфлација становништва
(у индексним поенима)



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

IV. Детерминанте инфлације

1. Кретања на финансијском тржишту

Захваљујући ублажавању монетарне политике, каматне стопе на тржишту новца и трошкови задуживања државе и приватног сектора наставили су да се смањују и у Т4.

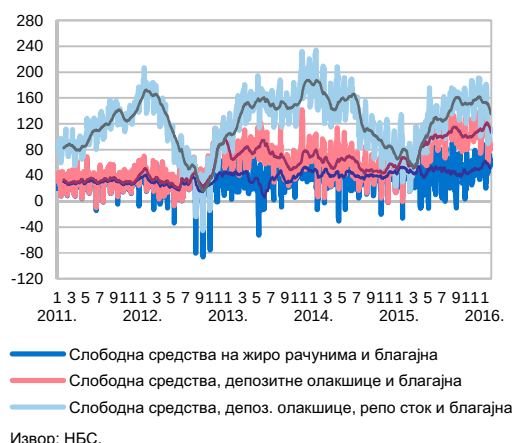
Током 2015. године кретање курса динара било је релативно стабилно. У већем делу године преовладавали су апрецијацијски, а крајем 2015. и почетком ове године депрецијацијски притисци. Депрецијацијски притисци су били најизраженији у првој половини децембра, јер су страни инвеститори пред почетак поопштравања монетарне политике ФЕД-а смањивали своју изложеност према тржиштима у успону, а тиме и према Србији. На ублажавање тих притисака утиче раст СДИ, што сведочи о повољној перцепцији инвеститора о дугорочним улагањима у Србију, као и успешан завршетак треће ревизије аранжмана с ММФ-ом и побољшање изгледа кредитног рејтинга Србије.

Каматне стопе

Смањење референтне стопе у потпуности се пренело и на просечну репо стопу⁷, која је крајем децембра износила 2,6%, или за 0,5 п.п. ниже него крајем септембра. Та стопа је током целог периода била готово изједначена са стопом на депозитне олакшице.

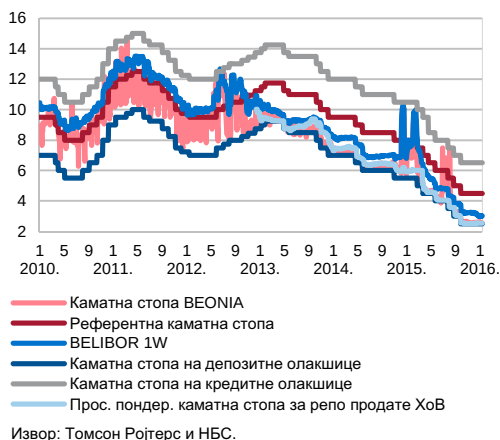
Иако је благо повећан у односу на Т3, промет на међубанкарском преконоћном тржишту новца наставио је током Т4 да бележи релативно ниске вредности. Просечан дневни промет на овом тржишту износио је 1,7 млрд динара, што је за 0,2 млрд динара више него у Т3. И кретање каматне стопе *BEONIA* указивало је на високу ликвидност на овом тржишту — током целог Т4 она се кретала близу стопе на депозитне олакшице. У децембру *BEONIA* је у просеку износила 2,6%, или за 1,0 п.п. ниже у односу на њену просечну вредност у септембру.

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

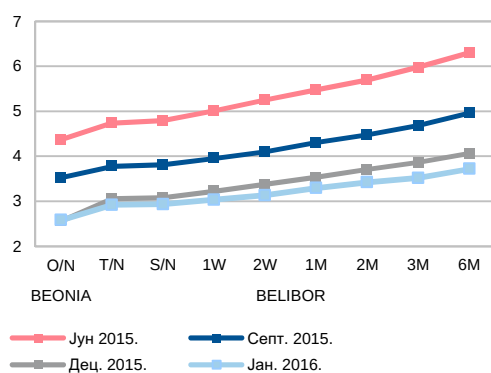


⁷ Стопа остварена на репо аукцијама пондерисана износом продатих ХоВ.

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



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



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



И каматне стопе *BELIBOR* су током Т4 биле у паду. Пад је био нешто израженији за дуже рочности, чему је допринела и ниска очекивана инфлација. У децембру су се просечне вредности стопа *BELIBOR* кретале у распону од 3,1% за најкраћу до 4,1% за рочност од шест месеци, што представља пад између 0,7 п.п. и 0,9 п.п. у односу на септембар.

Промет на преконоћном тржишту новца повећан је у јануару, док су стопе на међубанкарском тржишту новца даље смањене.

Даље ублажавање монетарне политике и знатно побољшана фискална и екстерна позиција Србије утицале су на то да каматне стопе на аукцијама динарских државних ХоВ у Т4 наставе пад. Тако су се стопе на ове ХоВ кретале у распону од 2,9% за рочност од три месеца до 6,5% за петогодишње ХоВ, чиме се динарска крива приноса крајем 2015. спустила на нови најнижи ниво. У односу на аукције одржане у Т3, те стопе су снижене између 0,9 п.п. и 1,8 п.п. Стопа на петогодишње ХоВ била је нижа за 4,3 п.п. у односу на претходну аукцију одржану у августу 2014, пре свега због снижења референтне каматне стопе, које је у истом периоду износило 4,0 п.п. То је била и једина аукција динарских ХоВ у Т4 на којој су, у ишчекивању одлуке о почетку повећања каматних стопа ФЕД-а, учествовали страни инвеститори. И на аукцији двогодишњих амортизационих обвезница с варијабилним купоном везаним за референтну каматну стопу фиксна маргина је додатно смањена (за 0,3 п.п., на 0,6%).

На аукцијама динарских државних ХоВ у јануару каматне стопе готово да нису промењене у односу на крај 2015.

Пад, али блажи у односу на динарске, забележиле су и каматне стопе на аукцијама државних ХоВ у еврима. Стопе на једногодишње ХоВ су готово непромењене, док су стопе за остале рочности у односу на Т3 снижене између 0,1 п.п. и 0,4 п.п. и крајем године кретале су се у распону од 1,6% за једногодишње до 4,4% за десетогодишње ХоВ. Учесће страних инвеститора у примарној куповини ових ХоВ било је мало.

Страни инвеститори били су активнији у секундарном трговању државним ХоВ, претежно на страни продаје, што је подстакло раст промета на овом тржишту. Укупан промет на овом тржишту повећан је за скоро 60%, на 103,9 млрд динара, а највише се трговало обвезницама иницијалне

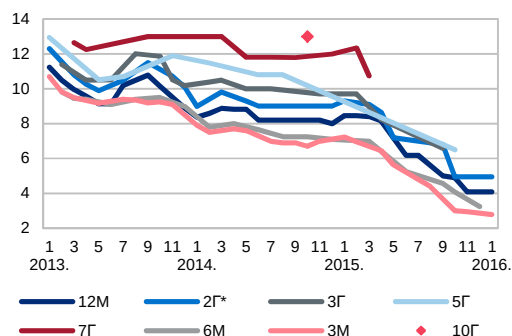
рочности од три и седам година. Стопе приноса пратиле су пад тих стопа на примарном тржишту и у децембру су се налазиле у распону од 2,9% за преосталу рочност од два месеца до 7,5% за преосталу рочност од 73 месеца.

Интензивније ублажавање монетарне политике током 2015. године кључно је определило то да пад активних каматних стопа буде настављен и у Т4. Крајем године каматне стопе на новоодобрене динарске кредите привреди и становништву достигле су најниже нивое откако се примењује важећа статистика каматних стопа.

Просечна пондерисана каматна стопа на динарске кредите привреди и становништву од новембра је једноцифрена. Током Т4 она је смањена за 2,9 п.п. и у децембру је износила 8,8%. Пад је био израженији код каматних стопа на кредите становништву, које су у односу на септембар у просеку снижене за 2,6 п.п., на 12,1%, док су каматне стопе на кредите привреди ниже за 2,1 п.п., на 6,2%. Просечна цена динарских кредита становништву највише је опала због смањења камата на готовинске кредите, које су снижене за 3,1 п.п., на 12,1%. Цена кредита за адаптацију стамбеног простора снижена је на 6,7%, а потрошачких и осталих на 11,0% и 12,0%, респективно. У паду су биле и каматне стопе на све врсте динарских кредита привреди, а смањење је било најизраженије код стопа на кредите за обртна средства (за 2,3 п.п., на 6,1%). Сличан пад (2,2 п.п.) имале су и камате на остале кредите, на 6,4%, док је цена инвестиционих кредита снижена у мањој мери и у децембру је износила 7,2%.

Нижа је и цена евро и евроиндексираног кредитирања, али је тај пад био мање изражен у односу на динарско. Просечна пондерисана каматна стопа на новоодобрене кредите у еврима и динарске евроиндексиране кредите је смањена за 0,3 п.п., на 4,4% у децембру. За толико је смањена просечна стопа на кредите привреди, која је у децембру износила 4,2%, док је цена кредита становништву минимално коригована, на 5,9%. Код девизно индексираних кредита привреди, и у Т4 су највише смањене стопе на инвестиционе кредите (за 0,4 п.п., на 4,4%), чиме су се изједначиле са стопом на кредите за обртна средства, док су стопе на остале кредите снижене на 3,6%. Код кредита становништву, као и код динарских, највише су смањене стопе на готовинске кредите (за 1,8 п.п., на 5,3%). У паду су биле и стопе на друге врсте кредита, које су се у децембру кретале у распону од 3,8% за стамбене до 7,9% за остале кредите.

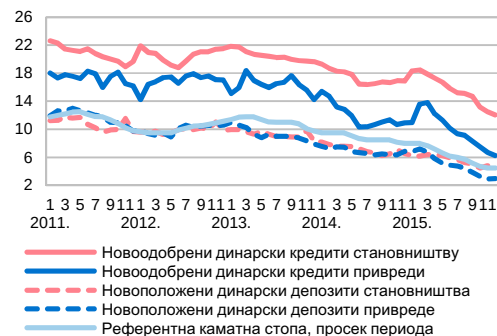
Графикон IV.1.5. Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ (на годишњем нивоу, у %)



Извор: Министарство финансија.

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

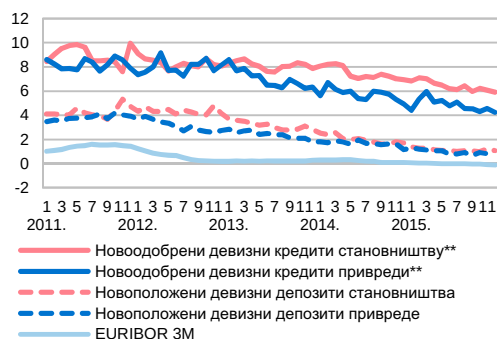
Графикон IV.1.6. Кретање каматних стопа на динарске кредите и депозите привреди и становништву* (просечне пондерисане вредности, на годишњем нивоу, у %)



Извор: НБС.

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

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



Извор: НБС и Европска банкарска федерација.

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

** У еврима и евроиндексирани.

Пад трошкова финансирања кредита и већа конкуренција међу банкама били су, према резултатима анкете о кредитној активности, главни фактори ублажавања кредитних стандарда. Пад каматних стопа био је израженији на новоположене депозите у динарима, које су у просеку смањене за 0,9 п.п., на 3,1% у децембру. За толико су смањене просечне стопе на динарске депозите и привреде и становништва, које су у децембру износиле 3,0% и 4,2%, респективно. Просечна пондерисана каматна стопа на новоположене депозите у еврима крајем године била је непромењена у односу на септембар (0,8%), пошто су стопе на новоположене депозите привреде смањене за 0,1 п.п., на 0,6%, док су стопе на штедњу грађана повећане са 1,0% на 1,1%. Банке нису ни ове, као ни претходне две године, нудиле повољније услове поводом Светског дана штедње, тако да је осетнији раст каматних стопа на штедњу становништва у овом периоду изостао.

Пад активних каматних стопа током Т4 био је израженији у односу на корекцију каматних стопа на депозите, што је допринело смањењу каматних маржи и у динарима и еврима. Притом је разлика у паду динарских стопа била нешто израженија, што је резултирало и већим падом динарске каматне марже.

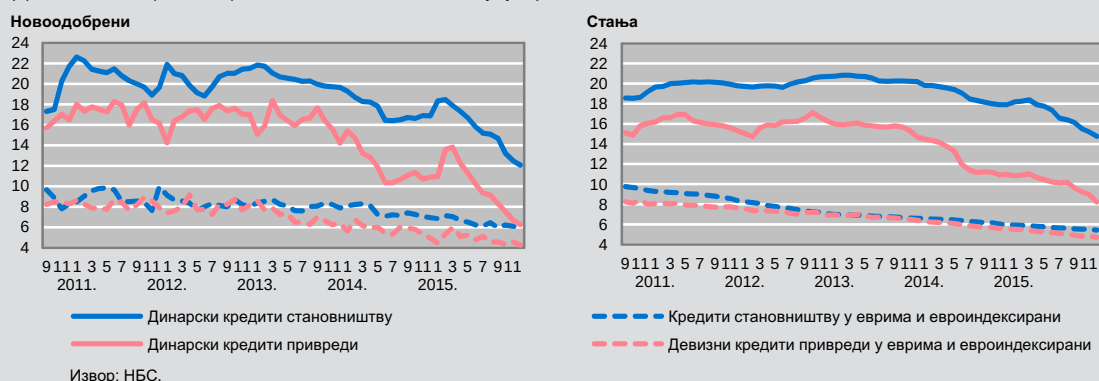
Осврт 3: Пад каматних стопа на кредите

Каматне стопе на динарске и евроиндексиране кредите приватном сектору тренутно се налазе на најнижим нивоима откако се примењује важећа статистика каматних стопа. Трошкови задуживања привреде и становништва у паду су већ три године, што је, пре свега, резултат ублажавања монетарне политике Народне банке Србије, као и ниских каматних стопа на међународном тржишту новца, а у последње време и повећане конкуренције банака на кредитном тржишту. Пад динарских каматних стопа започет је у септембру 2013, убрзо пошто је Народна банка Србије отпочела циклус смањења референтне каматне стопе у мају те године. Од тада је референтна каматна стопа снижена за 7,25 п.п., а просечна пондерисана каматна стопа на нове кредите приватном сектору у динарима за 10,1 п.п., на 8,8% крајем 2015. И стопе на евроиндексиране кредите и кредите у еврима су у истом периоду смањене, мада у мањој мери (за 2,8 п.п., на 4,4%) у односу на динарске, што се може довести у везу с мањим падом *EURIBOR*-а.

Захваљујући успешном спровођењу фискалне консолидације и побољшаним макроекономским перформансама земље, у 2015. омогућено је и интензивније ублажавање монетарне политике (за 3,5 п.п.), због чега су **динарске каматне стопе на новоодобрене кредите забележиле највећи пад управо у 2015. години** (за 4,8 п.п., на 12,1%, за становништво и за 4,7 п.п., на 6,2%, за привреду). И каматне стопе на кредите у еврима и евроиндексиране кредите у паду су већ дуже време услед пре свега пада каматних стопа на међународном тржишту новца, али и пада премије ризика земље. Крајем 2015. просечна цена нових евроиндексираних кредита и кредита у еврима привреди износила је 4,2%, а становништву 5,9%.

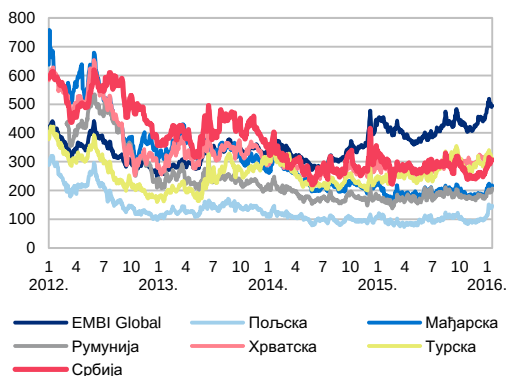
Пад каматних стопа на домаћем и међународном тржишту међубанкарских позајмица **одразио се и на ниже трошкове финансирања постојећих кредита** привреде и становништва. Каматне стопе на постојеће динарске кредите су крајем 2015. у односу на септембар 2013. снижене за 7,6 п.п., на 8,2%, за кредите привреди, а за 5,5 п.п., на 14,7%, за кредите становништву. У истом периоду каматне стопе на кредите у еврима и евроиндексиране кредите снижене су за 2,0 п.п., на 4,7%, за привреду, а за 1,3 п.п., на 5,4%, за становништво. Пад трошкова финансирања код привреде доприноси нижим трошковима пословања и побољшању пословног резултата, што би се могло искористити и за финансирање нових инвестиционих пројеката. Код становништва то повећава расположив доходак и умањује краткорочне негативне ефекте нижих зарада и пензија у условима фискалне консолидације.

Графикон О.3.1. Кретање каматних стопа на кредите становништву и привреди – новоодобрани послови и стања по постојећим пословима (просечне пондерисане вредности, на годишњем нивоу, у %)



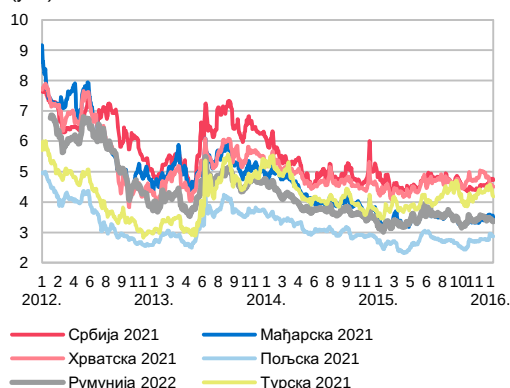
За разлику од грађана који се већ дуже време претежно задужују у динарима (у 2015. више од две трећине нових кредита становништву било је у динарима), код привреде је то учешће знатно мање (око 17%). Са своје стране Народна банка Србије је обезбедила предуслове за раст динаризације – ниску и стабилну инфлацију, уз релативну стабилност девизног курса, док путем политике обавезне резерве стимулише банке да користе динарске и дугорочније изворе финансирања. Истовремено, захваљујући развоју тржишта динарских државних ХоВ, динарска крива приноса је продужена до довољно дугих рочности (седам и десет година), које могу послужити као референтне приликом формирања каматних стопа на кредите дужих рочности. Очекујемо да ће се даљим опоравком економске активности и предузећа у већој мери ослањати на динарске кредите, а да ће грађани у већој мери користити дугорочније динарске кредите.

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



Извор: JP Morgan.

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



Извор: Блумберг.

Премија ризика

Након раста у Т3, изазваног турбуленцијама на међународном финансијском тржишту, премија ризика Србије, мерена EMBI, смањена је током октобра, а затим је до краја године била релативно стабилна, на нивоу од око 250 б.п. На крају године износила је 254 б.п., што је за 56 б.п. мање него на крају Т3. Пад премије ризика у Т4 забележиле су и друге земље региона, али у мањој мери. Захваљујући знатном паду, премија ризика Србије се током целог тромесечја кретала испод премије ризика Хрватске и Турске. EMBI је у Т4 смањен за Турску (55 б.п.), Мађарску (40 б.п.), Румунију (27 б.п.), Пољску (14 б.п.) и Хрватску (5 б.п.). Иако се вредност EMBI Global током целог тромесечја кретала изнад 400 б.п., на крају године је била за 28 б.п. мања у односу на крај Т3.

На смањење премије ризика Србије током Т4 у великој мери су утицали домаћи фактори, пре свега знатно смањење унутрашње и спољне неравнотеже, напори ка успостављању одрживог нивоа јавног дуга, побољшање макроекономске перспективе земље, јачање потенцијала за привредни раст, као и позитивне оцене ММФ-а о успешном спровођењу стендбај аранжмана из предострожности. То су уједно и фактори који су допринели повољнијим изгледима за побољшање кредитног рејтинга Србије према оцени агенција *Fitch* (у децембру 2015) и *Standard & Poor's* (у јануару 2016).

Значајан утицај на кретање премије ризика Србије и земаља у региону имало је и смиривање турбуленција на глобалном нивоу које су биле изазване потресима на кинеским берзама у августу и вестима о могућем успоравању раста Кине, а тиме и глобалног раста. Тако су током октобра, са ублажавањем монетарне политике кинеске централне банке и одлагањем подизања референтне стопе ФЕД-а, премије ризика земаља у успону биле у паду. У наредна два месеца екстерни ризици су расли, у највећој мери услед неизвесне реакције тржишних учесника на ефекте очекиваног повећања референтне каматне стопе ФЕД-а на робна и финансијска тржишта, посебно на токове капитала према земљама у успону, па и Србији. Поред тога, крајем децембра и почетком ове године дошло је до изразитог раста неизвесности на међународним финансијским и робним тржиштима услед све извеснијег успоравања привредног раста Кине и депрецијације њене валуте, бојазни да су изгледи за глобални раст лошији од очекиваних, новог пада цене нафте и других примарних производа. Стога су

премије ризика земаља у успону повећане током јануара. *EMBI Global* је забележио раст од 48 б.п., на 494 б.п., а *EMBI* за Србију за 52 б.п., на 306 б.п.

Прилив капитала из иностранства

Иако је дефицит текућих трансакција са иностранством повећан у односу на ТЗ, прилив капитала по основу СДИ био је довољан да покрије тај дефицит. Уз то, банке су држале и мање износе средстава на рачунима у иностранству. Одлив капитала је забележен по основу портфолио инвестиција и смањења кредитних обавеза резидената.

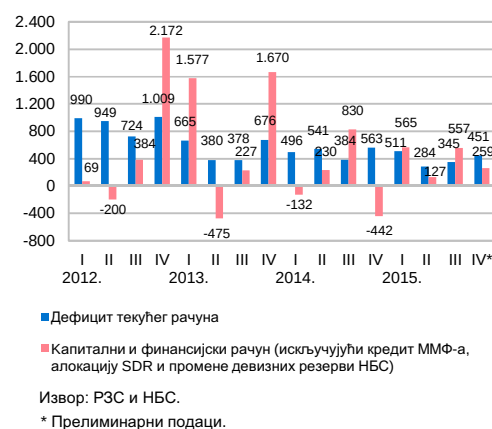
Стабилан прилив СДИ настављен је и у Т4 и, према прелиминарним подацима, износио је 512,6 млн евра. Од тога, 255,5 млн евра било је у облику улагања у власнички капитал, 107,1 млн евра у дужничке инструменте, а 150,0 млн евра односило се на реинвестирану добит. Истовремено, на име дивиденди и камата по основу СДИ извршена су нето плаћања према иностранству у износу од 108,2 млн евра и 24,6 млн евра, респективно.

Укупан нето прилив СДИ у 2015. износио је 1,8 млрд евра, према прелиминарним подацима, што је за 45,6% више у односу на претходну годину и изнад наших очекивања за ту годину. То је највиши прилив остварен по овом основу у последње четири године и у потпуности је покрио дефицит текућег рачуна. Инвестиције су биле усмерене претежно у извозно оријентисане секторе. При томе, та улагања су распоређена на бројне пројекте, што би требало да обезбеди одржив привредни раст. Висок ниво улагања страних инвеститора и прилив од око 1,8 млрд евра очекујемо и у 2016.

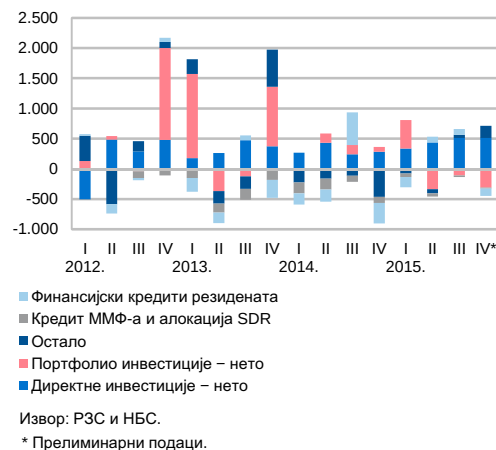
У Т4 је по основу **портфолио инвестиција** забележен нето одлив капитала од 313,9 млн евра, док је на име камата овим инвеститорима исплаћено 90,5 млн евра. У ишчекивању одлуке о повећању референтне стопе ФЕД-а, страни инвеститори су током 2015. смањивали своју изложеност према тржиштима у успону, што није заобишло ни Србију.

Обавезе резидената по основу **финансијских кредита** су током Т4 смањене за 132,0 млн евра. По том основу повећано је нето задужење државе (за 164,0 млн евра), а међу повученим кредитима (369,8 млн евра) налазе се кредити ЕИБ-а за Коридор 10 и зајмови Међународне банке за обнову и развој намењени Агенцији за осигурање депозита,

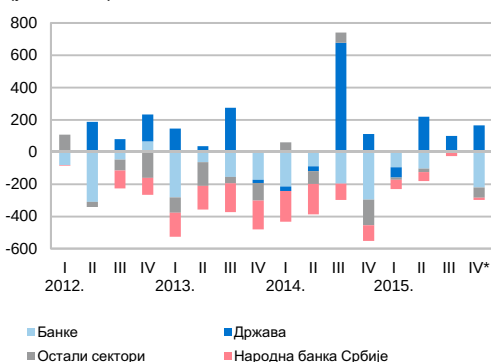
Графикон IV.1.10. Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала (у млн EUR)



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



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



Извор: НБС.

* Прелиминарни подаци.

унапређењу земљишне администрације и здравству. И поред тога што су банке пред крај године нешто интензивније сервисирале инообавезе (218,1 млн евра нето у Т4), њихово раздуживање према иностранству знатно је успорено током 2015. године – укупан нето одлив по овом основу износио је 404,4 млн евра, што је два пута мање него претходне године. Народна банка Србије је на име доспелих обавеза по основу стендбај аранжмана из 2009. у Т4 извршила плаћања према ММФ-у у износу од 14,7 млн евра, чиме је износ обавеза измиренних према овој институцији у 2015. достигао 144,9 млн евра. И раздуживање предузећа по прекограничним кредитима успорава – обавезе по овом основу смањене су за 63,2 млн евра у Т4, тј. за 101,9 млн евра у 2015, док су њихове обавезе по трговинским кредитима повећане за 145,2 млн евра у Т4, а за 219,1 млн евра од почетка године.

Кретања на девизном тржишту и курс динара

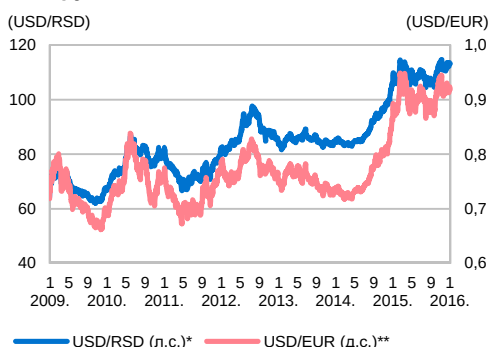
Током 2015. године кретање курса динара било је релативно стабилно. Посматрано крајем периода, динар је у 2015. ослабио према еврџу за 0,5%. У већем делу године преовладавали су апрецијацијски, а у Т4 депрецијацијски притисци. Динар је у току Т4, посматрано крајем периода, ослабио према еврџу за 1,5%, а на нивоу просека тромесечја за 0,5%.

Очекивања тржишта да ће ФЕД у децембру донети одлуку о повећању референтне каматне стопе утицала су на то да долар ојача према еврџу за 2,9%, тако да је динар, посматрано крајем периода, у Т4 ослабио према долару за 4,3%.

Притисцима на динар у Т4 доприносили су страни инвеститори, који су били нето купци девиза, највише у првој половини децембра уочи састанка ФЕД-а. Они су пред почетак пооштравања монетарне политике САД смањили своју изложеност према тржиштима у успону, па и Србији. Тражња за девизама на домаћем тржишту била је већа делом и због већих плаћања за увоз енергената и исплате добити иностраним власницима. Истовремено, банке и предузећа су, уобичајено пред крај године, измиривали кредитне обавезе према иностранству у нешто већем износу него у Т3.

С друге стране, релативно висок прилив дознака из иностранства у Т4 одразио се и на откуп ефективног страног новца од мењача, што је, уз раст валутно

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



Извор: НБС.

* 1 USD у RSD.

** 1 USD у EUR.

индексиране имовине банака⁸, повећавало понуду девиза и ублажило депрецијацијске притиске. Истовремено, настављен је раст СДИ, који је у 2015. био знатно већи у односу на претходну годину, што сведочи о повољној перцепцији инвеститора о дугорочним улагањима у Србију. Успешан завршетак треће ревизије аранжмана с ММФ-ом, напредак у процесу прикључивања ЕУ и побољшање изгледа кредитног рејтинга агенција *Fitch* и *Standard & Poor's* потврђују резултате остварене у постизању макроекономске стабилности и унапређењу пословног амбијента и дају основа за позитивна очекивања о наставку таквих тенденција. Захваљујући томе је и премија ризика, мерена *EMBI*, смањена током Т4.

Промет на МДТ-у је почео да се опоравља и у Т4 је у просеку дневно износио 32,8 млн евра, или за 9,9 млн евра више него у Т3.⁹ Највећи пораст промета забележен је у децембру, када је он у просеку износио 43,5 млн евра, што је и највиша месечна вредност у 2015. након фебруара. У складу с растом промета, умерено су повећане и осцилације курса динара према еврџу, мерене методама *EWMA*¹⁰ и *EGARCH*¹¹, али су и даље на релативно ниском нивоу.

Како би ублажила прекомерне дневне осцилације курса, Народна банка Србије је у Т4 интервенисала на МДТ-у и на страни куповине девиза (укупно са 110,0 млн евра) и на страни продаје (укупно са 320,0 млн евра), највише у децембру. Током 2015. Народна банка Србије је била нето купац 520,0 млн евра на МДТ-у.

Износ девизних свопова био је нешто нижи него у Т3. Тако је на редовним девизним своп аукцијама које организује Народна банка Србије укупно продато и купљено по 106,0 млн евра на двонедељним и по 26,0 млн евра на тромесечним аукцијама. Банке су међусобно закључиле девизне свопове у износу од 99,5 млн евра.

Почетком 2016. преовладавали су депрецијацијски притисци услед сезонски појачане тражње увозника

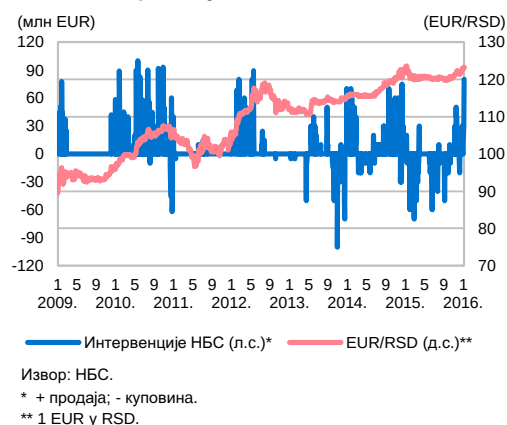
⁸ Ради усклађивања девизних позиција, банке су повећале понуду девиза на МДТ-у.

⁹ Без Народне банке Србије.

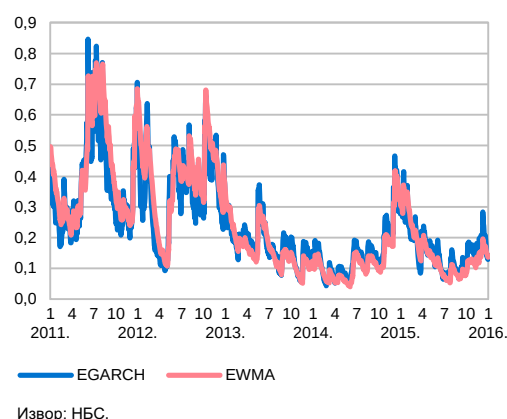
¹⁰ *EWMA* (*Exponentially Weighted Moving Average*) – метод пондерисаних покретних просека код кога се процентуалним дневним променама девизног курса додељују различити пондери за различите временске тренутке, при чему ти пондери експоненцијално опадају удаљавањем од садашњег момента.

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

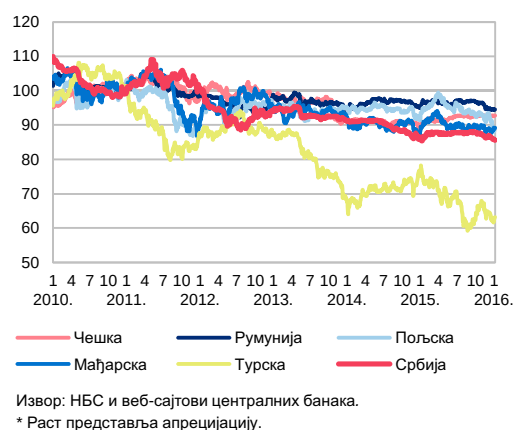
Графикон IV.1.14. Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту



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



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



енергената за девизама, а на њих су делимично утицале и турбуленције на међународном финансијском тржишту.

Иако се повлачење страних инвеститора у очекивању почетка заоштравања монетарне политике ФЕД у већој мери одразило на земље у успону у другим регионима, тај утицај осетио се и у земљама централне и источне Европе, нарочито у првој половини децембра. На нивоу тромесечја румунски леј и пољски злот ослабили су према еврџу за 2,4% и 0,5%, респективно. Вредност мађарске форинте готово да није промењена, док је чешка круна благо ојачала (за 0,6%). Знатнију промену вредности забележила је једино турска лира, која се са смиривањем политичке неизвесности привремено опоравила и у Т4 ојачала за 7,7%.

Кретања на берзи

Крајем децембра индекс најликвиднијих акција *BELEX15* износио је 644,1 индексни поен, а општи индекс акција 1.380,4, што је за 2,5% и 4,7%, респективно, више него на крају септембра. Ипак, опоравак индекса *BELEX15* у Т4 није био довољан да надокнади пад из претходних тромесечја, тако да је овај индекс у 2015. изгубио 3,4% вредности, за разлику од индекса *BELEXline*, који је повећан за 2,7%.

И поред тога што је благо повећано у односу на Т3 (за 0,3 млрд динара), трговање акцијама и даље бележи релативно ниске вредности. Укупан промет акцијама у Т4 износио је 4,1 млрд динара, при чему је највећа вредност остварена у новембру (2,6 млрд динара) и резултат је пре свега трговања на *open market* сегменту.

Раст бележи и промет обвезницама (за 1,5 млрд динара у односу на Т3), на 2,6 млрд динара у Т4, захваљујући укључењу дугорочних обвезница Републике Србије на листинг Београдске берзе у новембру. На трговање тим ХоВ током Т4 односило се 1,6 млрд динара. Промет преосталом серијом обвезница старе девизне штедње, А2016, био је нешто нижи него у Т3 и износио је 1,0 млрд динара, а у децембру се трговало и мунципалним обвезницама.

Дугорочне државне обвезнице биле су и предмет прве међубанкарске репо трансакције на домаћем финансијском тржишту, која је закључена у складу са стандардизованим Оквирним уговором о реоткупу ХоВ, у чијој изради је учествовала и Народна банка

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



Србије. То представља даљи корак у развоју домаћег финансијског тржишта, пошто је до сада репо трансакције обављала само Народна банка Србије с банкама у оквиру својих операција на отвореном тржишту. С обзиром на то да је предмет наведене репо трансакције динарска дугорочна државна обвезница, развој тих трансакција може допринети и унапређењу ликвидности секундарног тржишта ових ХоВ.

Тржишна капитализација Београдске берзе је крајем децембра износила 683,4 млрд динара и била је за 31,5 млрд динара нижа него крајем септембра. При томе, смањена је капитализација МТП сегмента¹² за 38,2 млрд динара, док је капитализација регулисаног сегмента повећана за 6,6 млрд динара, захваљујући расту капитализације *open market* сегмента. Учешће тржишне капитализације у оцењеном БДП-у смањено је за 1,0 п.п., на 17,1% на крају ТЗ.

И већина индекса на берзама региона током Т4 бележила је опоравак, који је био сличан или мањи у односу на београдске. Већи раст остварен је само на берзама у Будимпешти (14,5%) и Скопљу (7,6%). Једино је индекс на берзи у Бањалуци наставио пад (6,4%).

2. Новац и кредити

Понуда новца је повећана током Т4, при чему је раст био израженији код динарске компоненте. Томе доприноси и умерен опоравак кредитне активности, која је упркос доспећу субвенционисаних кредита одобрених претходне године остварила раст у 2015.

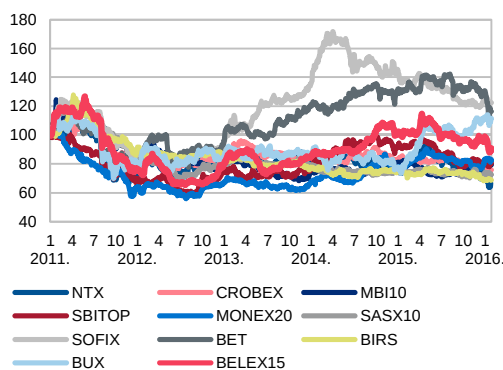
Монетарни агрегати

Динарски примарни новац је током Т4 номинално повећан за 9,6%, а реално за 10,1%. Уз то, банке су крајем године привремено држале знатно већи износ средстава на рачунима код Народне банке Србије од обрачунаог по основу обавезне резерве у девизама, због чега је укупан примарни новац у Т4 номинално повећан за 5,8%, а реално за 6,3%.

Током Т4 банке су смањиле пласмане у репо ХоВ за 29,4 млрд динара, што је, уз девизне трансакције

Графикон IV.1.18. Кретање берзанских индекса у региону

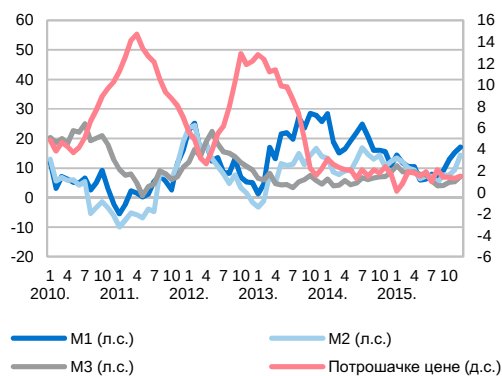
(у индексним поенима, нормализовано, 31. 12. 2010 = 100)



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

Графикон IV.2.1. Монетарни агрегати и потрошачке цене

(мг. стопе, у %)



Извор: РЗС и НБС.

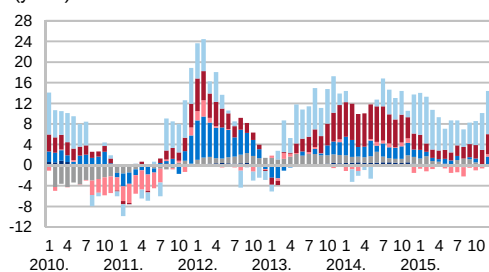
¹² МТП представља тржиште мултилатералне трговачке платформе. Организује га берза и на њему су тренутно листиране акције компанија које не испуњавају услове за листирање на регулисаном тржишту.

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

	2015.				Учешће у М3 дец. 2015. (у %)
	Март	Јун	Септ.	Дец.	
М3	6,5	5,8	2,7	5,6	100,0
Девизни депозити	5,9	6,1	1,0	2,1	64,9
М2	7,9	5,2	6,2	12,7	35,1
Динарски орочени и штедни депозити	6,7	7,5	3,0	6,4	9,9
М1	8,4	4,3	7,6	15,4	25,2
Депозити по виђењу	11,7	5,4	10,6	19,6	18,2
Готов новац у оптицају	1,1	1,7	0,4	5,6	7,0

Извор: НБС.

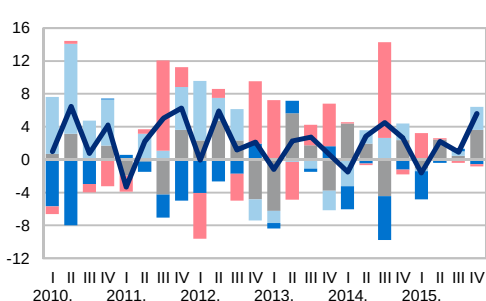
Графикон IV.2.2. **Доприноси мг. расту М2,
секторска структура**
(у п.п.)



■ Привреда
■ Становништво
■ ДФО
■ Готов новац у оптицају
■ Локални ниво власти
■ Непрофитне и друге организације

Извор: НБС.

Графикон IV.2.3. **Доприноси расту М3**
(у п.п.)



■ Нето инострана актива
■ Нето остала актива
■ Кредити немонетарним секторима
■ Нето потраживања од државе
■ Тромесечна стопа раста М3 (у %)

Извор: НБС.

платног промета с Косовом и Метохијом (12,1 млрд динара), највише утицало на раст динарског примарног новца. Раст ликвидности банака подстакао је и сезонски уобичајено трошење средстава с динарских депозита државе код Народне банке Србије крајем године са 8,9 млрд динара у Т4. С друге стране, део креиране ликвидности повучен је по основу интервенција Народне банке Србије на МДТ-у (19,8 млрд динара).

У структури динарског примарног новца, највећи раст (24,0 млрд динара) бележи износ преконоћних депозита које су банке држале код Народне банке Србије. Износ готовог новца у оптицају био је виши за 14,1 млрд динара, а средстава на жиро рачунима банака за 11,0 млрд динара. Обрачуната обавезна резерва која се издваја у динарима снижена је за 13,1 млрд динара због ублажавања регулативе о обавезној резерви. И средства на рачунима локалних органа власти и осталих сектора била су нижа за 1,4 млрд динара.

Новчана маса наставила је да расте и у Т4, и то нешто бржим темпом него у претходним тромесечјима. Сезонски уобичајено, све категорије депозита су повећане, при чему је раст био нешто израженији код динарских. Тако су М1 и М2 реално повећани за 11,8% и 11,7%, респективно, а М3 за 6,1%. Раст понуде новца убрзан је и на мг. нивоу – у децембру је у односу на исти период претходне године М1 био реално већи за 15,4%, М2 за 12,7%, а М3 за 5,6%.

Умерени опоравак кредитне активности је и у Т4 утицао на креирање М3. У истом смеру деловали су и раст улагања банака у државне ХоВ и трошење средстава с депозита државе код Народне банке Србије.

Посматрано по компонентама новчане масе М3, највећи раст у Т4 остварили су депозити по виђењу (36,6 млрд динара). Раст је остварен пре свега на рачунима предузећа из области прерађивачке индустрије, трговине, саобраћаја, пословања некретнинама и грађевинарства. Истовремено, повећана су средства на текућим рачунима грађана и на рачунима ДФО. Због раста на рачунима привреде, а у мањој мери и грађана, повећани су и динарски депозити дужих рочности за 19,5 млрд динара.

Динарска штедња становништва наставила је да расте и у Т4. То је постигнуто захваљујући дугом периоду ниске и стабилне инфлације, релативној стабилности девизног курса, као и повољнијим каматним стопама и пореским третманима у односу на девизну штедњу.

Крајем 2015. она је достигла свој нови највиши ниво – 45,4 млрд динара, а њен раст настављен је и у јануару 2016. У односу на септембар повећана је за 3,3 млрд динара, при чему су грађани предност давали штедни по виђењу и орочењима између једне и две године. Истовремено, девизна штедња грађана повећана је за 29,1 млн евра и крајем 2015. износила је 8,3 млрд евра. Њен раст од почетка године био је скроман и износио је 85,9 млн евра, што је у условима доследног спровођења фискалне консолидације и било очекивано.

Поред девизне штедне грађана, повећани су и девизни депозити предузећа, што је утицало на то да укупни девизни депозити у Т4 остваре раст од 130,4 млн евра.

Кредити

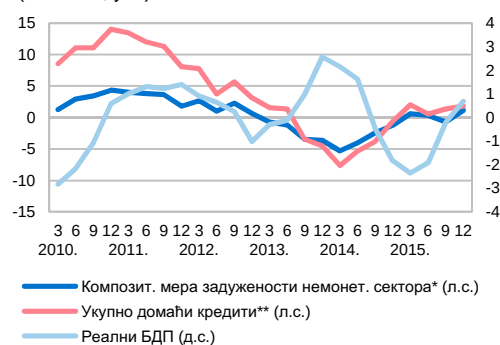
Умерен опоравак кредитне активности настављен је у Т4. Томе је допринело досадашње ублажавање монетарне политике и последични пад каматних стопа на динарске кредите, као и ниске каматне стопе на међународном тржишту новца. Такође, део кредитног потенцијала ослобођен је у новом циклусу смањења стопа обавезне резерве. У Т4 домаћи кредити су, по искључењу ефекта промене девизног курса¹³, повећани за 1,7%, а раст кредита остварен је и код привреде и код становништва.

Иако је у 2015. доспело око 110 млрд динара, тј. 80% субвенционисаних кредита одобрених претходне године, укупни домаћи кредити су без ефекта девизног курса у 2015. порасли за 1,8%. Од тога, кредити привреди су повећани за 1,2%, а становништву за 3,1%. Истовремено, учешће домаћих кредита у оцењеном БДП-у је у 2015. повећано за 0,5 п.п. и у децембру је износило 48,5%.

Очекујемо да ће се започети опоравак кредитне активности наставити у 2016, чему би требало да допринесу ефекти досадашњег ублажавања монетарне политике, и даље ниске каматне стопе у зони евра, као и очекивано убрзање домаће економске активности.

И поред тога што су највиши износи субвенционисаних кредита доспевали током П2,

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



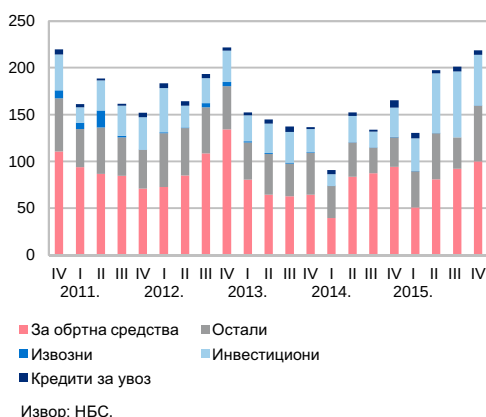
Извор: НБС и РЗС.

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

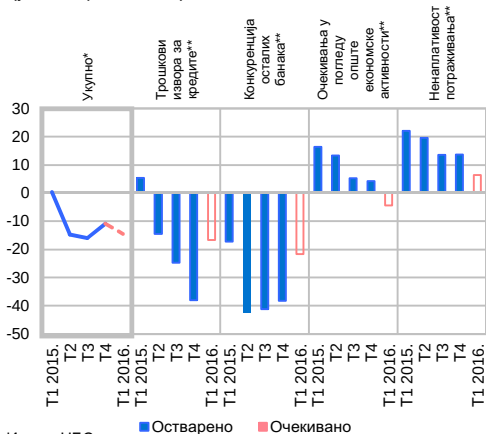
** Искључен ефекат промене девизног курса.

¹³ Обрачунато по курсу динара према евр, швајцарском франку и долару на дан 30. септембра 2014. (тзв. програмски курс који се користи за потребе праћења аранжмана с ММФ-ом), узимајући у обзир валутну структуру потраживања по основу кредита.

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



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



* Позитивне вредности указују на 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.

кредити привреди су у Т4 наставили раст. Искључујући ефекат промене девизног курса, кредити привреди су повећани за 2,4%, или за 26,4 млрд динара, као резултат раста кредита привредним друштвима (33,7 млрд динара), док су потраживања од јавних предузећа смањена за 7,3 млрд динара. При томе, највише су кредитирана предузећа из сектора трговине, енергетике и пољопривреде. Износ новоодобрених кредита привреди повећан је у односу на Т3, а међу њима најзаступљенији су били кредити за обртна средства и инвестициони кредити. Веће финансирање инвестиција из банкарских извора у 2015. резултирало је значајним повећањем нових инвестиционих кредита (за 150% мг., на 222,8 млрд динара), а тај раст је утицао на то да и износ новоодобрених кредита привреди буде за 38% виши него 2014. Присуство позитивних тенденција потврђује и чињеница да чак и ако се искључе кредити који су рефинансирани по повољнијим условима (око 25%), износ нових кредита привреди у 2015. је за 4% виши од укупних новоодобрених кредита у 2014, када је био на снази програм субвенционисаног кредитирања. Раст инвестиционих кредита допринео је и продужавању рочности кредитног портфолија – учешће кредита с рочношћу дужом од две године је у односу на 2014. повећано за 6,8 п.п., на 64,3%.

Према резултатима јануарске анкете Народне банке Србије о кредитној активности банака¹⁴, тренд ублажавања стандарда настављен је и у Т4, а слична очекивања изнета су и за Т1 2016. Према оцени банака, стандарди су ублажени и за динарске и за девизне кредите, и то и за мала, средња и велика предузећа. На ублажавање стандарда највише су утицали конкуренција међу банкама и нижи трошкови извора за кредите, док су ризици у погледу наплате потраживања и очекиваном привредном расту и даље били присутни. Банке очекују да ће, за разлику од Т4, на ублажавање стандарда у наредном периоду деловати убрзање економске активности. Банке су оцениле да су услови задуживања предузећа били повољнији по основу нижих маржи, пратећих трошкова, дужих рокова отплате, као и максималног износа кредита. И тражња свих категорија предузећа наставила је да расте и била је вођена потребом финансирања обртних средстава и реструктурирања дугова, а исти фактори требало би да буду главни покретачи њеног раста и у наредном периоду.

¹⁴ Поменути анкету Народна банка Србије спроводи од почетка 2014. године. Учешће у анкети је добровољно, а одзив готово 100%.

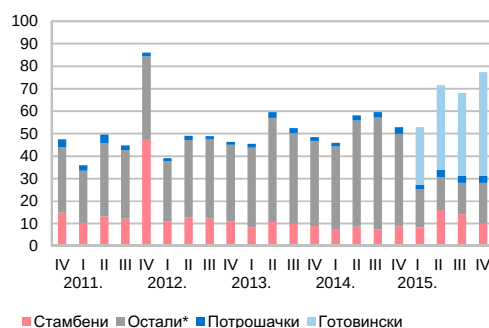
Кредити становништву наставили су раст и у Т4 и по искључењу ефекта промене курса повећани су за 0,8%, или за 5,2 млрд динара. За разлику од привреде, грађани су се претежно задуживали у динарима, при чему је обим новоодобрених кредита био нешто виши од оног у Т3. Као и у претходном периоду, грађани су највише користили готовинске кредите, који су чинили око 60% новоодобрених кредита, уз продужење рока на који су одобрени. Стамбени кредити одобрени су у нешто nižем, а остали кредити у нешто вишем износу него у Т3 и на њих се односило око 13% и 23% новоодобрених кредита, респективно. Задуживање грађана по скупљим категоријама кредита – кредитним картицама и прекорачењима по текућим рачунима – било је на нешто nižем нивоу.

Резултати јануарске анкете о кредитној активности потврдили су очекивања о наставку ублажавања стандарда и расту тражње становништва у Т4. Банке су, вођене истим разлозима као у случају привреде, ублажиле стандарде за све врсте кредита становништву, а ублажавање се очекује и у Т1 2016. Каматне марже, пратећи трошкови и захтеви у погледу колатерала додатно су смањени, док су остали услови били непромењени. Грађани су највише били заинтересовани за кредите за рефинансирање, готовинске и потрошачке кредите. Банке очекују да ће се раст тражње наставити, а требало би да буде вођен потребом рефинансирања обавеза, док ће ниска примања становништва и још увек висока незапосленост ограничавати грађане приликом новог задуживања.

Крајем децембра 28,6% пласмана банака привреди и становништву било је у динарима, што је за 2,6 п.п. мање него крајем 2014. При томе, степен динаризације пласмана привреди смањен је на 19,4% крајем Т4 због доспећа динарских субвенционисаних кредита и већег новог задуживања у девизним знаку. За разлику од привреде, грађани су се и даље претежно задуживали у динарима, тако да је динаризација пласмана становништву наставила раст и достигла 42,8% у децембру.

Током Т4 учешће *NPL* у укупним кредитима, рачунато по бруто принципу, повећано је за 0,3 п.п. и у новембру је износило 22,3%. У секторима привреде и становништва, где је лоциран највећи део кредитног портфолија, учешће *NPL* је наставило да се смањује, док је у секторима финансија и осигурања, страних лица и других комитената повећано. Код привреде је учешће *NPL* смањено за 0,4 п.п., на 23,7%, а код

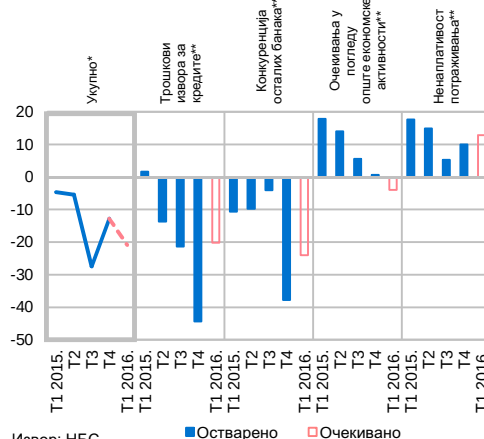
Графикон IV.2.7. Структура новоодобрених кредита становништву (у млрд RSD)



Извор: НБС.

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

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

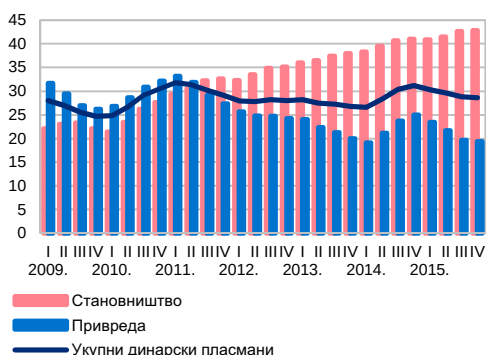


Извор: НБС.

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

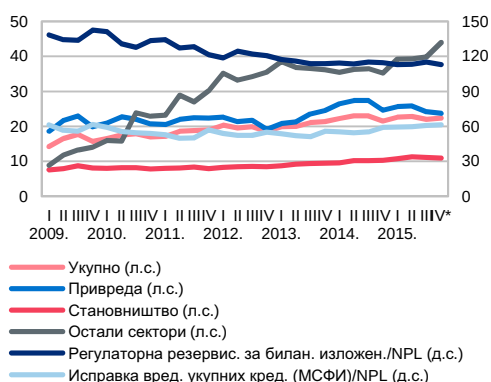
** Позитивне вредности указују на допринос датог фактора поопштравању, а негативне ублажавању кредитних стандарда.

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



Извор: НБС.

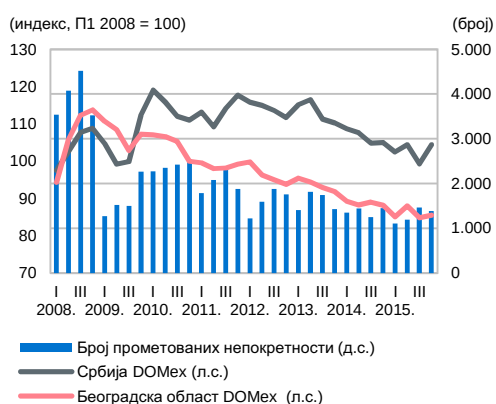
Графикон IV.2.10. Учешће *NPL* у укупним кредитима, бруто принцип (у %)



Извор: НБС.

* Новембар 2015.

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



Извор: НКОСК.

становништва за 0,2 п.п., на 10,9%¹⁵, услед опоравка кредитне активности, као и наплате, отписа и реструктурирања дела *NPL*.

И поред високог учешћа *NPL* у укупним кредитима, коефицијент адекватности капитала од око 20% указује на то да је домаћи банкарски сектор стабилан. Исправка вредности укупних кредита у новембру је износила 61,4% *NPL*, а регулаторна резервисања за билансну изложеност¹⁶ и даље у потпуности покривају износ бруто *NPL* и у новембру су износила 112,9%.

Високу капитализованост банкарског сектора потврдили су и резултати посебних дијагностичких испитивања биланса банака која су спроведена са стањем на дан 31. марта 2015. Та испитивања важан су део аранжмана закљученог с ММФ-ом у сегменту финансијског сектора. Иако су у овим испитивањима примењене конзервативне претпоставке, све обухваћене банке (14 банака са 88% активе банкарског сектора) задржале су показатељ адекватности капитала изнад регулаторног минимума (12%).¹⁷ Укупан нето ефекат корекција на капитал обухваћених банака резултирао би смањењем показатеља адекватности капитала – за 1,76 п.п., (са 20,21% на 18,45% након дијагностичких испитивања), што је и даље знатно изнад минимума прописаних домаћом и међународном регулативом.

3. Тржиште непокретности

Раст понуде некретнина настављен је и у Т4, што би, уз ниже трошкове финансирања, требало повољно да се одрази на тражњу за стамбеним кредитима. Ипак, благ раст цена некретнина праћен је нешто нижим прометом у поређењу с Т3.

Након пада у Т3, просечна цена некретнина у Србији, мерена индексом *DOMex*¹⁸, порасла је у Т4 за 5,1%. Тај раст био је у највећој мери вођен повећањем цена

¹⁵ Уколико се укључе предузетници и приватна домаћинства, учешће је смањено за 0,2 п.п., на 11,8%.

¹⁶ 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).

¹⁷ Извештај о посебним дијагностичким испитивањима банака налази се на следећој адреси http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/55/55_0/2015_aqr_PDI.pdf.

¹⁸ Овај индекс објављује Национална корпорација за осигурање стамбених кредита, а односи се само на непокретности чија је куповина финансирана осигурањем кредитима.

у региону Војводине од 12,5%, док су цене у осталим регионима у Србији забележиле блажи раст. Тромесечни раст цене некретнина утицао је и на успоравање њеног м.г. пада на 0,6% у Т4. Посматрано на нивоу године, цене некретнина у Србији су у 2015, трећу узастопну годину, биле у паду и у просеку су биле за 3,7% ниже него у 2014. години.

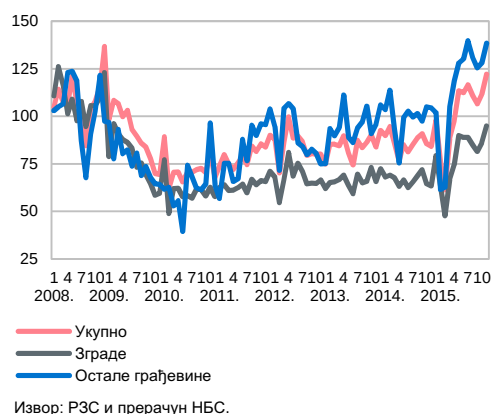
Просечна цена некретнине у Србији је у Т4 износила 865,3 евра по квадратном метру, што је нешто више у односу на просек у 2015. (850,3 евра по квадратном метру). Регионалне разлике у ценама некретнина наставиле су да се смањују у Т4, тако да је однос просечне цене у најскупљем региону (београдском) у односу на просек остатка Србије смањен на 1,71. Благ раст цена одразио се и на промет некретнина¹⁹, који је смањен 5,5% у Т4. При томе, повећана продаја некретнина забележена је у београдском региону, док је у осталим деловима Србије промет смањен.

Током Т4 настављен је пад каматних стопа на стамбене кредите, евроиндексиране и динарске, што се може одразити на благо повећање тражње становништва за овим кредитима у Т1 2016, које банке очекују према последњој анкети о кредитној активности. Такође, повећана је и понуда станова, будући да је број издатих грађевинских дозвола за изградњу станова у октобру и новембру повећан 61,0% м.г., а у првих 11 месеци 2015. 20,3% м.г. То у одређеној мери улива оптимизам када је реч о опоравку овог сегмента грађевинарства у наредном периоду, чему би додатно требало да допринесе и даље поједностављење процедуре прибављања грађевинске дозволе, које се од почетка 2016. године врши електронским путем.

4. Агрегатна тражња

Смањивање трошкова пословања и наставак реализације инфраструктурних пројеката настављено је и током Т4, што је, уз унапређење пословног и инвестиционог амбијента, допринело расту фиксних инвестиција, које су, слично као и у

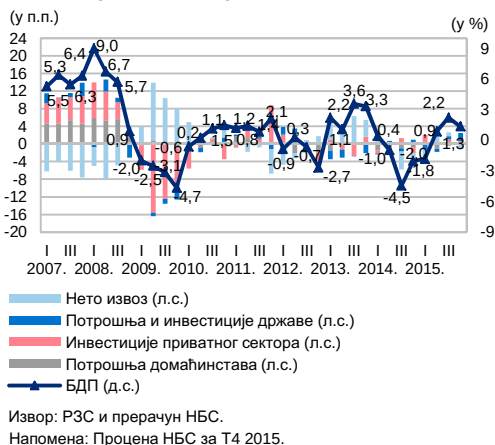
Графикон IV.3.2. Индекси броја издатих дозвола новоградње (дсз. подаци, П1 2008 = 100)



Иако поменути индекс не обухвата трансакције купопродаје некретнина финансиране сопственим средствима или неосигураним кредитима, имајући у виду високу незапосленост, ниске зараде и ниску кредитну активност, сматрамо да кретања на укупном тржишту некретнина прате кретања индекса *DOMex*.

¹⁹ И број прометованих непокретности и цена стана по квадратном метру такође се односе само на некретнине чија је куповина финансирана осигураним кредитима.

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



претходном тромесечју, биле главни покретач раста БДП-а. Позитиван допринос је у мањој мери потекао и од финалне потрошње домаћинстава и државе, док је, с друге стране, допринос нето извоза и у Т4 био благо негативан.

Према нашој процени, годишњи раст БДП-а од 0,8% резултат је пре свега снажног раста приватних, а у мањој мери и државних инвестиција, чија је динамика раста знатно поправљена у П2. Допринос нето извоза био је неутралан, с обзиром на то да је раст извозне тражње узрокован опоравком зоне евра неутрализован снажним растом увоза опреме. Сходно очекивањима, доследна примена мера фискалне консолидације утицала је на негативан допринос финалне потрошње домаћинстава и државе БДП-у. Ипак, тај ефекат је био нижи од очекиваног услед раста расположивог дохотка по основу нижих трошкова отплате кредита, раста дознака из иностранства и пада цене нафте.

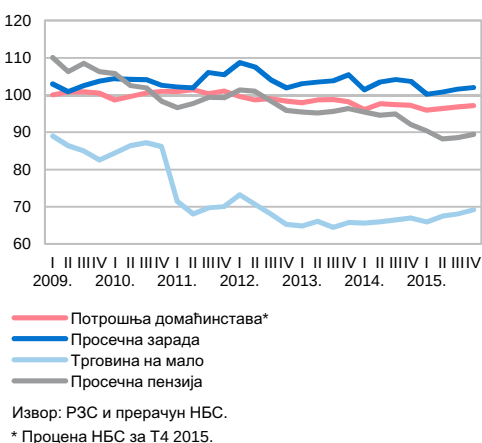
Домаћа тражња

Слично као у претходна два тромесечја, **потрошња домаћинстава** би, према нашој процени, и у Т4 требало да настави раст, на шта указује већина показатеља. Раст промета у трговини на мало износио је 1,6% дсз., док је увоз потрошних добара био за 2,1% дсз. виши у односу на Т3. Поред тога, и већина осталих гранских показатеља (промет у угоститељству и путничком саобраћају, поштанске и телекомуникационе активности) забележила је раст. Посматрано **на м.г. нивоу**, потрошња домаћинстава је наставила пад (0,2%), али је он знатно спорији у односу на претходна три тромесечја.

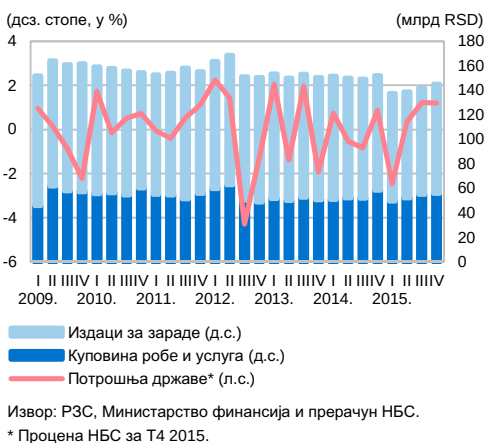
На раст потрошње домаћинстава указује и кретање главних извора потрошње. Реална маса зарада исплаћена ван јавног сектора благо је порасла, док је знатно већи раст забележен код трансфера социјалног осигурања (6,8% дсз.), који се може објаснити исплатом заосталог дуга војним пензионерима. Благ раст је забележен и код кредита становништву намењених потрошњи, као и код прилива дознака, који је и у Т4 наставио да бележи м.г. раст.

Приватне инвестиције су, према нашој процени, и у Т4 забележиле раст (0,4% дсз.) и позитивно допринеле расту БДП-а (0,1 п.п.).²⁰ На такво кретање

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



Графикон IV.4.3. Потрошња државе (реални износи)



²⁰ Видети Осврт 4, стр 38.

указује повећана домаћа производња капиталних производа (3,6% дсз.), као и раст производње грађевинског материјала (8,5% дсз.) и броја издатих грађевинских дозвола (7,2% дсз.). Раст приватних инвестиција настављен је и на мг. нивоу (3,1%), уз позитиван допринос расту БДП-а од 0,5 п.п.

Потврду о очекиваном расту инвестиција у Т4 пружа и кретање главних извора њиховог финансирања. Повољнији инвестициони амбијент имао је утицај на повећање нето прилива СДИ у Т4 од 78,9% мг., а на нивоу године од 45,6%. Поред тога, ниже каматне стопе на међународном и домаћем финансијском тржишту и пад цене нафте утицали су на побољшање финансијске позиције предузећа и већу могућност финансирања инвестиција из сопствених извора, али и на раст задуживања код банака.

Финална **потрошња државе** је, према нашој процени, у Т4 порасла за 1,2% дсз., уз позитиван допринос расту БДП-а од 0,2 п.п. Раст ове компоненте настављен је и на мг. нивоу (0,8%) и био је вођен повећањем издатака на куповину робе и услуга. С друге стране, расходи за зараде су седмо узастопно тромесечје били у паду и у просеку на нивоу године нижи за 9,7% мг.

Према нашој процени, и **државне инвестиције** су на тромесечном нивоу порасле (13,4% дсз.) и позитивно допринеле БДП-у са 0,4 п.п. На то указује реални раст консолидованих капиталних расхода државе, који је у П2 убрзан за потребе изградње и обнављања инфраструктурних објеката. Релативно снажан раст ове компоненте тражње настављен је и на мг. нивоу (50,3%).

Нето екстерна тражња

Захваљујући постепеном опоравку економског поверења у зони евра, у Т4 је настављен раст показатеља екстерне тражње за извозом Србије²¹, што се позитивно одразило на кретање реалног извоза робе и услуга, који је повећан 1,8% дсз. Повећан је и реални увоз робе и услуга (1,6% дсз.), тако да је допринос нето извоза БДП-у у Т4 био благо негативан (0,1 п.п.). На мг. нивоу, увоз и извоз робе и услуга остварили су исти реални раст, али је због већег

²¹ 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.

Табела IV.4.1. Показатељи кретања инвестиција

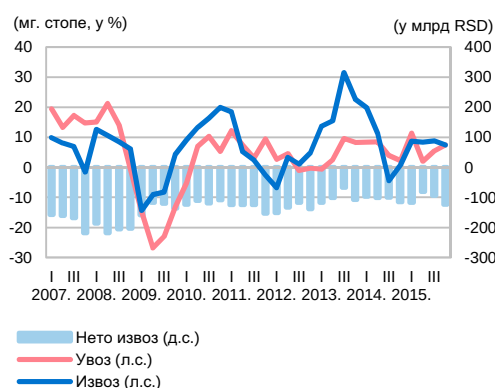
	2014.	2015.			
	IV	I	II	III	IV
Реални показатељи (дсз. подаци, тромесечни раст, у %)					
Залихе					
индустријских производа	-0,6	4,5	-0,5	0,8	-4,2
Индустријска производња капиталних производа	-0,8	11,4	-4,9	-10,1	3,6
Извоз					
средстава за рад*	-3,4	33,1	-6,1	5,7	1,7
Увоз					
средстава за рад*	3,8	4,7	1,9	-0,7	-2,5
Залихе					
капиталних производа	5,8	3,7	2,4	-5,1	2,0
Индустријска производња интермедијарних производа	-2,1	6,4	1,6	-0,8	2,5
Извоз					
интермедијарних производа*	1,7	3,0	4,6	1,6	4,3
Увоз					
интермедијарних производа*	0,9	7,0	1,8	0,8	3,5
Залихе					
интермедијарних производа	-0,7	-0,2	2,1	-0,7	0,5
Индустријска производња грађевинског материјала	1,1	-5,2	7,9	-1,6	8,5
Залихе грађевинског материјала	-1,9	-2,2	-5,2	-6,0	2,1
Инвестиције државе**	-6,4	-8,3	50,3	3,3	13,4

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Извоз и увоз су изражени у еврима.

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

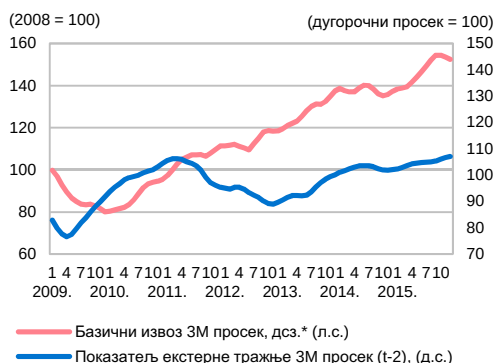
Графикон IV.4.4. Извоз и увоз робе и услуга
(у сталним ценама претходне године, реф. 2010)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Напомена: Т4 2015. је процена НБС.

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



учешћа увоза у БДП-у допринос нето извоза био негативан (1,0 п.п.).

Робни извоз изражен у еврима је у Т4, за разлику од претходног тромесечја, порастао 2,6% дсз., вођен опоравком извоза прерађивачке индустрије. Извоз моторних возила повећан је 3,8% дсз., што је било донекле и очекивано, с обзиром на низак ниво у Т3. Укупан извоз компаније „Фијат“ у 2015. износио је 1,2 млрд евра и био је нижи око 13% у односу на 2014. Ипак, моторна возила су и у 2015. остала најзначајнији извозни производ Србије, а компанија „Фијат“ највећи појединачни извозник.

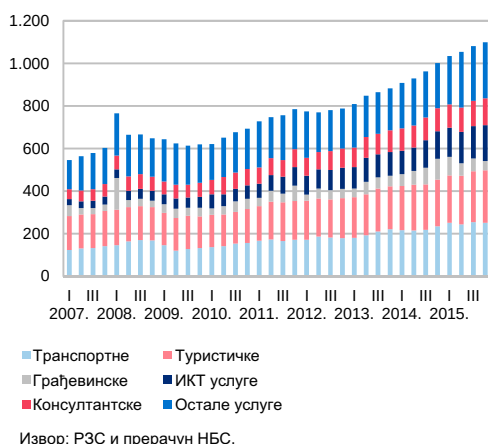
Поред моторних возила, у Т4 је забележен раст извоза металске индустрије, тј. основних метала (3,5% дсз.) и производа од метала (4,8% дсз.). То потврђује и податак да се међу петнаест највећих појединачних извозника у 2015. налази чак четири предузећа из ове две области прерађивачке индустрије. Најзначајније међу њима је смедеревска железара, која је у 2015. извезла робе у вредности од 319,0 млн евра, што представља раст од 55% мг.

Behi izvoz u odnosu na prethodno tromesečje zabeležen je i kod proizvoda od gume i plastike, mašina i opreme i odevnih predmeta. S druge strane, pad izvoza zabeležen je u prehrambenoj industriji, što je posledica nešto lošije poljoprivredne sezone, kao i kod naftnih derivata usled nastavka pada svetske cene nafte. Pored toga, niži je bio i izvoz električne opreme i duvanskih i hemijskih proizvoda.

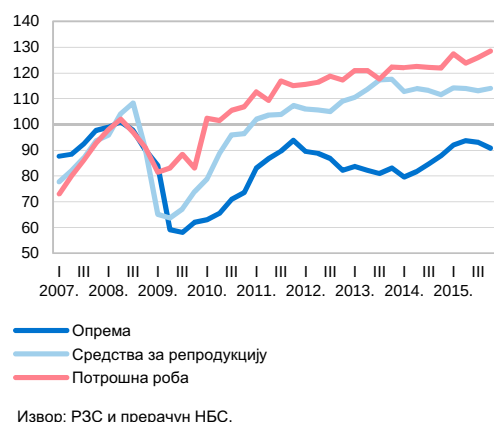
Пад извоза од 13,9% дсз. у Т4 забележен је и код пољопривредних производа, пре свега због успоравања извоза пшенице у односу на Т3 (око 20%). С доласком новог рода повећан је извоз кукуруза, али су због мање тражње за овом робом на глобалном нивоу услед добрих производних резултата извезене количине знатно мање него у Т4 2014. (око 70%). Извоз воћа и поврћа је задржао релативно висок ниво из Т3, тако да је током П2 у просеку извезено око 50% више ових производа у односу на П1.

Поред робног, у Т4 је настављен и раст извоза услуга (1,7% дсз.). При томе, највећи раст забележио је извоз компјутерских и информационих услуга (11,3% дсз.), а у нешто мањој мери и извоз консултантских (6,2% дсз.) и туристичких услуга (3,4% дсз.). Извоз саобраћајних услуга нижи је на тромесечном нивоу (1,4% дсз.), али и у Т4 наставља да бележи значајан м.г. раст (8,8%).

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



Графикон IV.4.7. Кретање главних компоненти
увоза
(дсз. подаци, П1 2008 = 100)



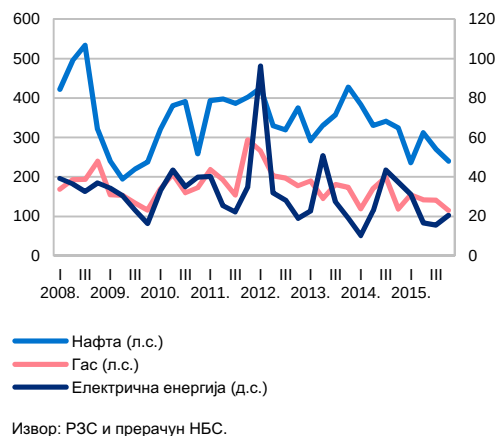
Робни увоз изражен у еврима је у Т4 порастао 3,0% дсз. и био је вођен већим увозом средстава за репродукцију (0,9% дсз.) и потрошних добара (2,1% дсз.). Увоз опреме је, за разлику од претходних тромесечја, благо смањен (2,5% дсз.). Ипак, треба имати у виду да је у Т4 знатно повећан и увоз неklasификованих производа, од којих се један део односи и на опрему, па би се након рекласификације могао очекивати и евентуални раст увоза опреме.

Посматрано по намени ЕУ, повећан је увоз интермедијарних производа и трајних потрошних добара. С друге стране, настављен је пад увоза енергената, који је као и током претходних тромесечја био последица ниже цене нафте на светском тржишту. При томе, увоз сирове нафте и нафтних деривата био је нижи за 11,1% дсз., а увоз природног гаса за 18,3% дсз. Увоз електричне енергије порастао је у Т4 због ремонта у појединим хидроелектранама у октобру. Поред енергената, настављен је пад увоза капиталних производа, који је као и у протеклом периоду последица нижег увоза моторних возила и компонената за ауто-индустрију.

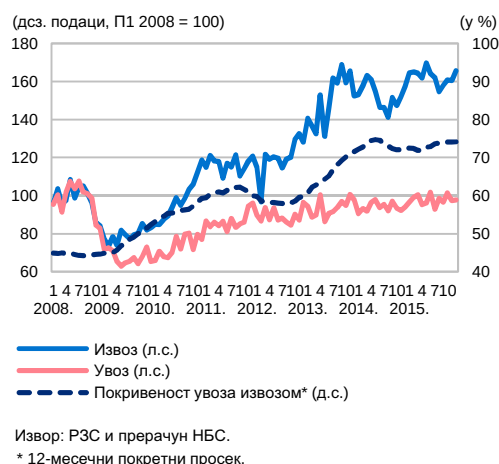
Током Т4 настављено је побољшање показатеља спољнотрговинске позиције Србије. Покривеност робног увоза извозом у децембру је износила 74,2% и била је за 0,1 п.п. виша у односу на септембар, што је близу највиших нивоа достигнутих средином 2014. Такође, извоз робе је наставио да расте у односу на свој преткризни ниво²² и децембру се налазио 65,7% изнад њега, док се увоз робе налазио 2,3% испод свог преткризног нивоа.

У Т4 побољшана је ценовна екстерна конкурентност, будући да је у том периоду забележена реална депрецијација ефективног девизног курса од 0,9%. С друге стране, раст јединичних трошкова рада у прерађивачкој индустрији (1,8% дсз.) утицао је на смањење трошковне екстерне конкурентности.

Графикон IV.4.8. Увоз енергената
(дсз. подаци, млн EUR)



Графикон IV.4.9. Робна размена у еврима



²² Ниво из П1 2008.

Осврт 4: Инвестиције као покретач раста БДП-а Србије у 2015. години

Избијање светске економске кризе јасно је указало на недостатке модела привредног раста заснованог на потрошњи и увозу, који је у условима смањеног прилива страног капитала довео до неодрживе спољнотрговинске позиције Србије. Због тога се прелазак на нови модел раста заснован на инвестицијама и извозу показао као неминовност. Тај модел раста обезбеђује смањивање екстерне неравнотеже на два начина. Прво, при недовољно високој домаћој акумулацији инвестиције се финансирају и приливом СДИ, што доприноси покрићу дефицита текућег рачуна, да би након тога активирање раније приспелих СДИ у извозно оријентисане секторе допринело расту извоза.

Први снажнији посткризни талас инвестиција у Србију је стигао током 2011. и 2012. Раст фиксних инвестиција у тим годинама је износио 4,6% и 13,2%, а њихов допринос расту БДП-а 0,8 п.п. и 2,5 п.п., респективно. Будући да је велики део инвестиција био концентрисан у извозно оријентисаним гранама, њихово активирање допринело је и снажном реалном расту извоза у 2013. од 21,3%, уз позитиван допринос нето извоза БДП-у од 4,8 п.п. Ипак, раст извоза био је вођен растом у свега неколико грана прерађивачке индустрије (пре свега аутомобилској и нафтној), што је утицало на то да након исцрпљивања иницијалних ефеката дође до успоравања раста укупног извоза (5,7% у 2014). У поређењу с тим, нови талас инвестиција који је стигао у Србију током 2015. знатно је повољнији како са становишта обезбеђивања потенцијала дугорочног раста, тако и по основу смањења цикличних флукуација привреде. На основу података о приливу СДИ у 2015. примећује се да доминира велики број инвеститора, чиме се ствара шири база за стабилнији раст извоза у наредним годинама. И дисперзија улагања по областима прерађивачке индустрије је шири, што обезбеђује лакше прилагођавање евентуалним осцилацијама привредних циклуса.

Захваљујући управо инвестицијама, привреда Србије је у 2015. остварила раст од 0,8%, и поред предузетих мера фискалне консолидације. Посматрано с производне стране, раст инвестиција одсликава се пре свега у снажном расту грађевинарства.

Табела О.4.1. Показатељи инвестиција у 2015.

(мг. стопе раста, у %)

Сектор грађевинарства (национални рачуни)*	10,4
Број издатих грађевинских дозвола	23,2
Производња грађевинског материјала	3,0
Вредност изведених радова (територија Србије)*	19,7
од чега: - зграде*	4,6
- остало (инфраструктура)*	25,8
Инвестиције у фиксне фондове (национални рачуни)*	7,8
Увоз опреме	12,3
Производња домаћих машина и опреме	19,1
Поправка и монтажа машина и опреме	6,6

Извор: РЗС и прерачун НБС.

*Јануар–септембар.

материјала, чији је физички обим у 2015. повећан за 3,0%. На наставак повољних кретања у грађевинарству указује и број издатих грађевинских дозвола, који је током 11 месеци 2015. повећан за 23,2% мг, уз раст предвиђене вредности радова од 60,0% у случају зграда и 120,7% у случају инфраструктуре. Поред инвестиција у грађевинарству, и инвестиције у опрему су током 2015. бележиле позитивна кретања. На то указује висок раст увоза опреме од 12,3%, као и домаће производње машина и опреме од 19,1%.

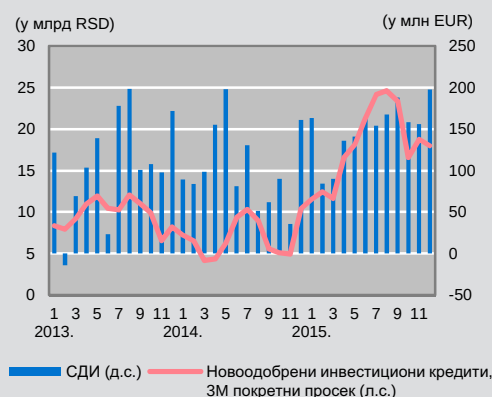
Према прелиминарној процени РЗС-а, грађевинарство је, први пут након три године, у 2015. остварило раст од око 10% и позитивно допринело расту БДП-а са 0,4 п.п., на шта указује кретање готово свих главних показатеља. Вредност изведених радова у грађевинарству је у прва три тромесечја 2015. забележила мг. раст од 19,7%, при чему је вредност у изградњи зграда порасла за 4,6%, а вредност изведених радова на инфраструктури за чак 25,8%. У истом периоду повећан је и број радника на градилиштима за 2,4%, као и ефективни часови рада на градилиштима за 3,3%. Позитивна кретања забележена су и у производњи грађевинског

Са становишта финансирања инвестиционе активности, највећи део потиче од прилива СДИ, док су у одређеној мери инвестиције финансиране и из добити предузећа и инвестиционих кредита. Према прелиминарној процени, укупан нето прилив СДИ у 2015. је износио 1,8 млрд евра, што је за 45,6% више у односу на претходну годину. При томе, прилив СДИ је повољнији и са становишта секторске структуре, будући да је учешће прилива СДИ у извозно оријентисане секторе (пољопривреда, прерађивачка индустрија, саобраћај и услуге смештаја и исхране) у укупном нето приливу порасло са 35% у 2014. на 42% у прва три тромесечја 2015. Такође, напредак је забележен и са становишта облика улагања, тако да је повећано улагање у власнички капитал и реинвестирана добит, док су међукомпанијски зајмови смањени. Када је у питању добит предузећа, треба истаћи да је, и поред негативног нето финансијског резултата укупне привреде у 2014, део привреде после изузимања јавних предузећа и привредних друштава у реструктурирању забележио позитиван резултат од 16,6 млрд динара. Томе је допринело и побољшање финансијске позиције предузећа по основу нижих каматних стопа на домаћем и међународном тржишту. Јефтиније задуживање допринело је и да се нови талас инвестиција у већој мери него раније финансира кредитима банака, на шта указује знатно виши износ нових инвестиционих кредита, који су током 2015. били за 150% виши него у 2014.

Велики допринос расту инвестиција пружио је и поправљање пословног и инвестиционог амбијента након усвајања више реформских закона од средине 2014. године. Усвајањем измена и допуна Закона о раду повећана је флексибилност на тржишту рада, чиме се пружа подршка инвестиционој активности. Такође, нова законска решења у области грађевинарства олакшала су и делимично убрзала процес изградње и легализације грађевинских објеката. Највећа новина у Закону о планирању и изградњи је прибављање грађевинске дозволе електронским путем, што би требало да скрати време и смањи трошкове њеног издавања. Бржем издавању грађевинских дозвола и убрзању изградње требало би да допринесе и нови Закон о претварању права коришћења у право својине на грађевинском земљишту уз накнаду, којим се инвеститорима олакшава стицање права својине над грађевинским земљиштем, које је услов за добијање грађевинске дозволе. Поправљању инвестиционог амбијента требало би да допринесе и нови Закон о улагањима, којим се изједначавају права домаћих и страних инвеститора и повећава ефикасност администрације у пружању услуга које се односе на улагања.

Значајан фактор подршке инвестицијама представља и макроекономска стабилност, за чије је постизање у домену ценовне и финансијске стабилности одговорна и Народна банка Србије. И на том плану је у 2015. постигнут велики напредак, што је потврђено с више страна – три успешне ревизије аранжмана с ММФ-ом, побољшање изгледа кредитног рејтинга земље, напредак на међународној листи конкурентности и сл. Упркос присутним изазовима из међународног окружења, инфлација је и током 2015. била ниска и стабилна, што је, уз релативно стабилан девизни курс и очување стабилности финансијског система, допринело предвидивости инвестиционог и пословног амбијента. Такав курс деловања Народна банка Србије задржаће и у наредном периоду, обезбеђујући са своје стране неопходне услове за убрзан, али одржив привредни раст.

Графикон О.4.1. Новоодобрени инвестициони кредити и СДИ



Извор: РЗС и прерачун НБС.

5. Економска активност

Опоравак индустријске производње и наставак позитивних кретања у грађевинарству допринели су расту БДП-а у Т4 од 0,2% дсз., док је у супротном смеру деловао пад пољопривредне производње, који се на нивоу године процењује на око 8,0%. Релативно снажан раст БДП-а настављен је на мг. нивоу и, према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, износи 1,3%.

Процена раста БДП-а за 2015. од 0,8% остала је непромењена у односу на нашу претходну пројекцију, при чему је нешто нижи раст индустријске производње од очекиваног компензован мањим падом активности услужних сектора.

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

	2013.		2014.		2015.*	
	%	п.п.	%	п.п.	%	п.п.
БДП	2,6	2,6	-1,8	-1,8	0,8	0,8
Пољопривреда	20,9	1,5	2,0	0,1	-8,0	-0,7
Индустрија	6,0	1,2	-7,4	-1,6	6,4	1,3
Прерађивачка индустрија	5,7	0,8	-2,1	-0,3	4,0	0,6
Рударство и енергетика	8,8	0,4	-27,0	-1,3	18,9	0,7
Грађевинарство	-3,9	-0,2	-1,5	-0,1	10,0	0,4
Услуге	0,3	0,1	-0,2	-0,1	-0,6	-0,2
Нето порези	-1,3	-0,2	-0,8	-0,1	0,2	0,0

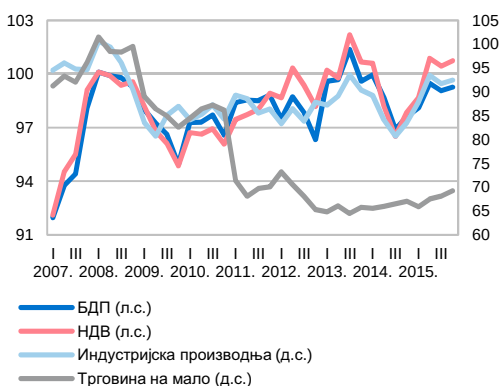
Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

Након благог пада у Т3, изазваног очекиваним смањењем индустријске производње²³, БДП је у Т4, према нашој процени, порастао за 0,2% дсз. Слично као и током П1, раст БДП-а је и у Т4 био вођен позитивним кретањима у индустрији и грађевинарству, док су у мањој мери позитиван допринос дали и поједини услужни сектори (трговина, саобраћај, услуге смештаја и исхране, информисање и комуникације). С друге стране, негативан допринос потекао је од пољопривреде, чији се пад на нивоу године процењује на око 8,0%, као и од дела услужних сектора повезаних с делатношћу државе (државна управа, образовање, здравствена и социјална заштита).

Раст БДП-а у Т4 забележен је и на мг. нивоу и, према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, износи 1,3%. Успоравање у односу на Т3 (2,2% мг.) последица је пре свега нешто споријег, али и даље снажног раста индустрије и грађевинарства. Позитиван допринос расту БДП-а у Т4 бележи се и од дела услужних сектора, док је највећи негативан допринос дала пољопривреда. С обзиром на ревидиране стопе раста у прва три тромесечја²⁴ и прелиминарну процену за Т4, процењујемо да је БДП у 2015. забележио раст од 0,8%, што је на нивоу пројектованог раста из новембарског Извештаја о инфлацији.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

²³ Током Т2 у рударству и енергетици је надмашен ниво производње који су ови сектори имали пре поплава, тако да је у Т3 био очекиван благ пад индустријске производње.

²⁴ Раст БДП-а је у Т1 и Т3 ревидиран за по 0,2 п.п. навише на -1,8% мг. и 2,2% мг., респективно, а у Т2 за 0,1 п.п. наниже на 0,9% мг.

Након очекиваног пада у Т3, физички обим индустријске производње је у Т4 порастао 0,5% дсз. Већи физички обим производње забележен је у сектору рударства (0,8% дсз.), при чему је повећана експлоатација угља, док је експлоатација сирове нафте и руда метала смањена због пада цена тих сировина на светском тржишту. Већа експлоатација угља одразила се и на повећање физичког обима производње у сектору снабдевања електричном енергијом, гасом и паром (3,6% дсз.), који је захваљујући модернизацији производних капацитета током ревитализације од последица поплава надмашио нивое производње које је остваривао пре поплава.

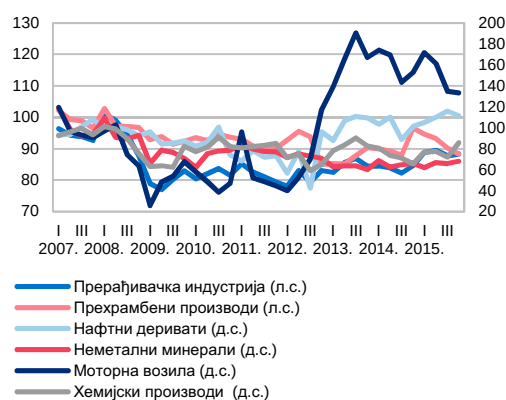
У прерађивачкој индустрији је и у Т4 настављен пад физичког обима производње (0,5% дсз.), али је он био мањи у односу на претходно тромесечје. Тај пад је у највећој мери последица смањења производње прехранбених производа, услед лошијих резултата у текућој пољопривредној сезони. Поред тога, ниска цена нафте на светском тржишту одразила се и на пад производње нафтних деривата.

С друге стране, већи број грана у оквиру прерађивачке индустрије забележио је дсз. раст физичког обима производње, при чему је највећи раст остварен у производњи производа од метала и у осталим прерађивачким делатностима²⁵. Раст је остварен и у хемијском комплексу, у оквиру кога су активирани раније затворени погони, који су због ниже цене природног гаса опет постали рентабилни. Позитивна кретања настављена су и у производњи основних метала, чији је физички обим производње у 2015. повећан 20,6%. Раст производње је, након два тромесечја, забележен и код моторних возила.

Активност у сектору грађевинарства је, према нашој процени, и у Т4 наставила позитивна кретања (1,9% дсз.), забележивши сличан раст као у претходном тромесечју. На то указује раст производње грађевинског материјала (8,5% дсз.) и других области индустрије повезаних с грађевинарством (прерада дрвета, производња намештаја), као и број издатих грађевинских дозвола, који је и у Т4 наставио да бележи снажан темпо раста на мг. нивоу.

Према најновијој процени Републичког завода за статистику, у 2015. је забележен пад физичког обима пољопривредне производње од 8,0%, уз негативан

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



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



Графикон IV.5.4. Доприноси мг. расту физичког обима индустријске производње (у п.п.)



²⁵ Ова област обухвата производњу накита, заштитне и спортске опреме, музичких инструмената, играчака, медицинског материјала и сл.

допринос БДП-у од 0,7 п.п. На такво кретање у највећој мери је утицао пад производње кукуруза (око 30%) и индустријског биља (око 20%), док је у супротном смеру деловао раст виноградарства (око 35%). Благ раст физичког обима забележен је и у сточарству, што се може довести у везу с нижом ценом житарица и сточне хране на светском и домаћем тржишту.

Позитивна кретања у појединим секторима услуга настављена су и у Т4. На раст активности у сектору трговине указује наставак раста промета у трговини на мало од 1,6% дсз. Поред тога, месечни показатељи (број ноћења туриста, индекс промета у угоститељству) указују и на наставак раста активности у сектору услуга смештаја и исхране, а сличне тенденције уочавају се и у секторима саобраћаја и информисања и комуникација. С обзиром на таква кретања, процењујемо да је допринос услужних сектора расту БДП-а на мг. нивоу у Т4 био позитиван.

6. Кретања на тржишту рада

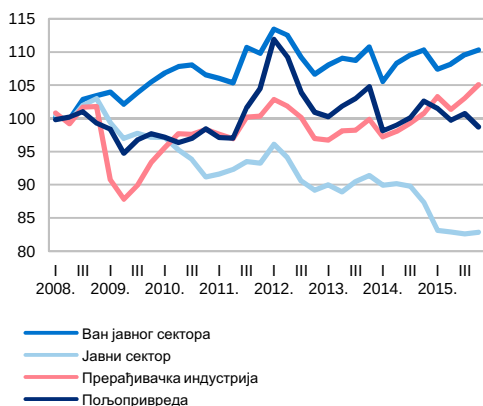
Реална нето зарада ван јавног сектора је порасла и у Т4 наставила да се приближава заради у јавном сектору. Опоравак економске активности допринео је повећању продуктивности, што је, и поред благоста раста реалне бруто зараде, утицало на побољшање трошковне конкурентности индустрије, мерено јединичним трошковима рада. Раст економске активности прелио се и на тржиште рада у 2015, тако да је запосленост повећана, а стопа незапослености смањена.

Зараде и продуктивност рада

Номинална нето зарада је у Т4 забележила благ раст, што је, уз пад цена на тромесечном нивоу, допринело расту **реалне нето зараде** од 0,4%. Реална нето зарада порасла је у већој мери услед повећања нето зарада ван јавног сектора, а након пет тромесечја повећана је и нето зарада у оквиру јавног сектора. Због таквог кретања настављено је смањење јаза зарада између јавног сектора и зарада ван њега на 3,7% у децембру.

Посматрано по делатностима, раст реалне зараде у Т4 забележен је у прерађивачкој индустрији и већини услужних сектора. За разлику од претходних тромесечја, реална нето зарада је виша и у секторима с доминантним учешћем државе (државној управи,

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

образовању, здравственој и социјалној заштити). С друге стране, ниже зараде у односу на претходно тромесечје забележене су у секторима пољопривреде и грађевинарства, рударству, снабдевању електричном енергијом и пословању некретностима.

Реална нето зарада је и у Т4 наставила м.г. пад (0,9%). Због и даље присутног базног ефекта смањивања плата у јавном сектору, тај пад је у највећој мери био вођен нижим зарадама у делатностима које се финансирају из буџета (државна управа, образовање, здравствена и социјална заштита) и у којима доминирају јавна предузећа (снабдевање електричном енергијом, гасом и паром и снабдевање водом и управљање отпадним водама). На другој страни, раст м.г. реалне нето зараде настављен је у прерађивачкој индустрији, рударству и грађевинарству, што је у складу с растом активности у поменутим секторима.

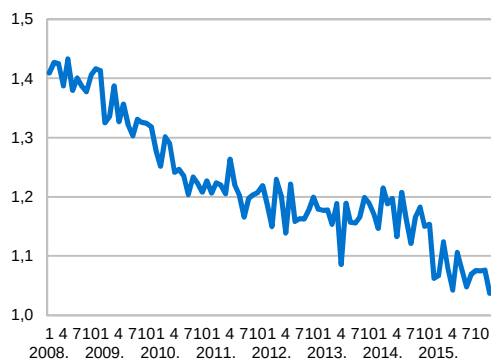
Просечна исплаћена номинална нето зарада у Републици Србији у Т4 је износила 46.585 динара и била је виша за 4,2% у односу на Т3, тј. 0,5% м.г. Раст је наставила да бележи и реална маса нето зарада (0,4% дсз.), мада нешто споријим темпом него у Т3. Слично као и у претходном тромесечју, раст реалне масе нето зарада био је вођен растом ван јавног сектора, док је у јавном сектору настављен њен пад.

Јединични трошкови рада у индустрији су у Т4 смањени (0,8% дсз.), што је поправило трошковну конкурентност домаће привреде. Томе је допринело повећање продуктивности (1,5% дсз.), као резултат раста економске активности и смањења запослености у индустрији, које је надмашило благ раст реалне бруто зараде (0,7% дсз.). Већа трошкова конкурентност је остварена посматрано и на нивоу године, с обзиром на то да су јединични трошкови рада били нижи 5,1% у односу на 2014. С друге стране, јединични трошкови рада у оквиру прерађивачке индустрије повећани су у Т4 (1,8% дсз.) због већег раста бруто реалних зарада у овом сектору у односу на продуктивност.

Запосленост

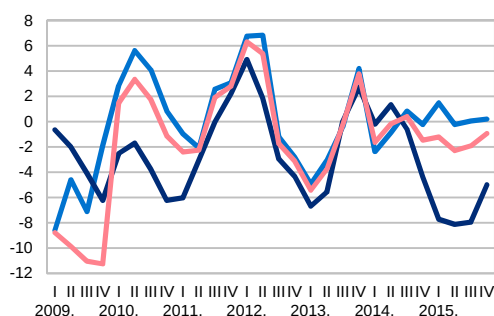
Ситуација на тржишту рада је, према подацима из **Анкете о радној снази**, наставила да се побољшава и у Т3. Стопа запослености и даље расте и у Т3 је била виша за 0,9 п.п., а м.г. нивоу за 0,4 п.п. Повећање запослености остварено је у условима раста стопе

Графикон IV.6.2. Однос просечне номиналне нето зараде у јавном сектору и ван јавног сектора



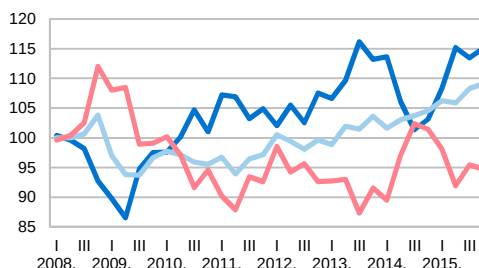
Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон IV.6.3. Кретање реалне нето зараде (м.г. раст, у %)



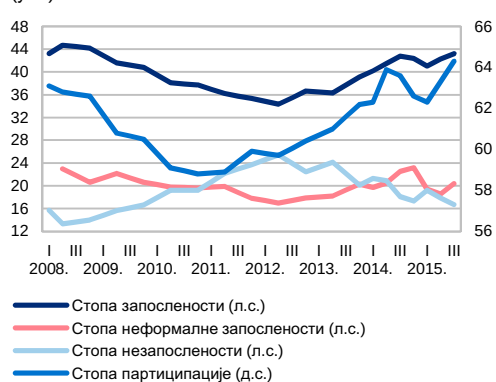
Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



Извор: РЗС.

партиципације²⁶, која је виша за 1,0 п.п., на 64,3%. И неформална запосленост је повећана за 1,9 п.п. у Т3, али је она ипак била нижа за 2,1 п.п. у односу на исти период претходне године. То се делом може објаснити повећаним сезонским ангажовањем радника у пољопривреди и грађевинарству, које се најчешће врши без склапања формалног радног односа. На присуство сезонске компоненте у повећању запослености указује и повећање броја запослених с непуним радним временом и веће ангажовање радника на одређено време. Посматрано по групама делатности, раст броја запослених у Т3 регистрован је у пољопривреди, индустрији и грађевинарству, док је запосленост у секторима услуга смањена.

Током Т3 настављено је и смањење стопе незапослености на 16,7%, што је за 1,2 п.п. ниже у односу на Т2 и за 1,4 п.п. м.г. То је постигнуто захваљујући пре свега смањењу незапослености међу младом популацијом, чија је стопа, први пут од почетка кризе, смањена на испод 40% (38,8% у Т3). Када је у питању дугорочна незапосленост, благо је повећано учешће незапослених лица која посао траже дуже од годину дана у укупном броју незапослених – за 2,0 п.п., на 67,3%.

Од септембра 2015. Републички завод за статистику прешао је на нову методологију праћења формалне запослености, која се уместо на подацима из истраживања РАД, заснива на подацима **Централног регистра обавезног социјалног осигурања** и Статистичког пословног регистра. Овај приступ требало би да побољша статистику формалне запослености у погледу обухвата података, с обзиром на то да у запослене укључује и лица ангажована по основу уговора о делу и уговора о обављању привремених и повремених послова, као и запослене у Министарству одбране, Министарству унутрашњих послова и Безбедносно-информативној агенцији. Будући да је реч о подацима из регистра, смањује се утицај статистичких и узорачких грешака до којих долази приликом оцењивања података добијених на основу истраживања.

Према овим подацима, формална запосленост је у Т4 смањена за 1,0% у највећој мери због пада запослености код правних лица, док је мањи допринос потекао и од смањења броја индивидуалних пољопривредника. С друге стране, број приватних предузетника и запослених код њих је порастао.

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

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

Извор: РЗС и Национална служба за запошљавање.

²⁶ Стопа партиципације мери учешће активног становништва у укупном становништву радног узраста (15–64 године).

Смањење запослености на тромесечном нивоу забележено је у свим делатностима. Ипак, треба имати у виду да се подаци добијени из овог извора воде као претходни резултати, тј. да су подложни корекцијама након додатне контроле.

Посматрано на нивоу године, формална запосленост је у 2015. повећана за 0,4%, захваљујући већем броју приватних предузетника и запослених код њих (4,7%). Запосленост код правних лица незнатно је била нижа у односу на крај 2014, док је нешто већи пад запослености забележен међу индивидуалним пољопривредницима (3,9%).

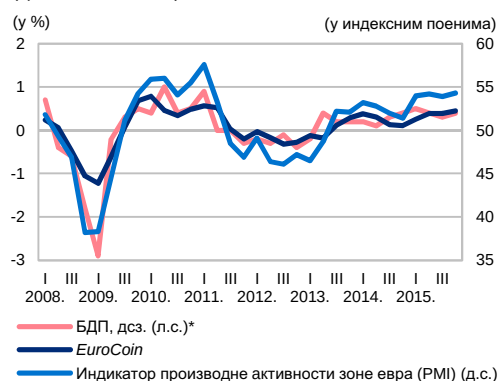
Према подацима **Националне службе за запошљавање**, број незапослених је наставио да се смањује и у Т4. Укупан број незапослених у децембру је износио 724.026 лица и у односу на септембар био је нижи за 11.862 лица, а од почетка године за 17.810 лица. Пад незапослености забележен је у свим групама занимања, а најизраженији је био у групама машинство и обрада метала и трговина, угоститељство и туризам. Током Т4 настављено је смањење броја лица која примају новчану накнаду за незапосленост (за 2.922 лица у односу на Т3) и крајем децембра износио је 45.162 лица.

7. Међународно окружење

Због вероватног успоравања раста појединих земаља у успону лошији су изгледи за глобални раст, па је он, према последњој процени ММФ-а, ревидиран наниже. Бојазан да глобални раст успорава одразила се на раст ризика по економске перформансе осталих привреда. Подаци о расту БДП-а зоне евра говоре да је он у Т3 био вођен домаћом тражњом, док је успоравање глобалног раста и јачање долара у случају САД утицало на негативан допринос нето извоза. Економска активност је убрзала свој раст у већини земаља централне и источне Европе захваљујући експанзивној монетарној политици ЕЦБ-а и ниској цени нафте.

Централне банке развијених земаља наставиле су борбу с ниском инфлацијом, пажљиво пратећи поновни пад цене нафте на светском тржишту, ефекте успоравања земаља у успону и кретање девизних курсева. ЕЦБ је у децембру додатно ублажила монетарну политику, а већ у јануару најавила могућност увођења нових експанзивних мера у марту. С почетком нормализације

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



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

* Прелиминарна процена Markit Group-а за Т4 2015.

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



Извор: Markit Group.

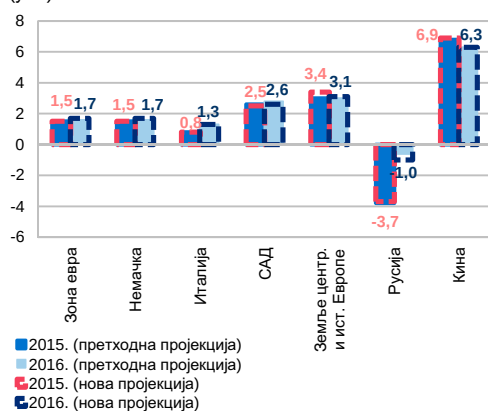
монетарне политике ФЕД-а крајем 2015. неизвесност се сада односи на темпо и обим повећања референтне каматне стопе током 2016. године, који ће у највећој мери одредити кретања на робним и финансијским тржиштима и токове капитала према земљама у успону. Неизвесност у међународном окружењу повећавају и турбуленције на финансијском тржишту и успоравање раста Кине, а присутне су и јаке геополитичке тензије.

Економска активност

Потрошња домаћинства је и у Т3 остала главни покретач раста **БДП-а зоне евра**, који је износио 0,3% дсз. Томе је допринело побољшање реалног расположивог дохотка домаћинства, подржано повољним кретањима на тржишту рада и падом цене нафте. С друге стране, допринос нето извоза био је негативан због успоравања раста на тржиштима у успону.

На основу кретања водећих показатеља економске активности процењује се да ће раст БДП-а зоне евра благо убрзати у Т4 (0,4% дсз. према децембарском *Consensus Forecast*-у и последњој процени *Markit Group*). Композитни индекс економске активности у зони евра (*PMI Composite*) у децембру је достигао највиши ниво од маја 2011. (54,3 поена), а раст током Т4 забележио је и показатељ економских очекивања (*Economic Sentiment Indicator*), који је у децембру износио 106,8 поена, највише од марта 2011. У Т4 је настављено и побољшање ситуације на тржишту рада, тако да је стопа незапослености смањена на 10,4% у децембру, тј. 1,0 п.п. мг. и 0,2 п.п. у односу на септембар.

Графикон IV.7.3. **Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2015. и 2016. ММФ-а** (у %)



Извор: ММФ *WEO* (октобар 2015) и ММФ *WEO Update* (јануар 2016).

Уз очекивани наставак раста у Т4, БДП зоне евра би у 2015. требало да порасте за 1,5%. Према процени ММФ-а, у 2016. очекује се благо убрзање раста на 1,7%, што је сагласно с проценама ЕЦБ-а и *Consensus Forecast*-а. Бржи раст очекује се по основу већег позитивног доприноса инвестиција подржаних повољним условима задуживања и опоравком профита компанија, а наставак снажног позитивног доприноса очекује се и од приватне потрошње, на коју ће се и даље позитивно одражавати исти фактори као и током 2015. Допринос нето извоза требало би да буде неутралан, на шта ће, с једне стране, деловати депрецијација евра и наставак раста у САД и другим развијеним привредама, а с друге стране, успорен раст на тржиштима у успону и раст увоза по основу веће финалне потрошње.

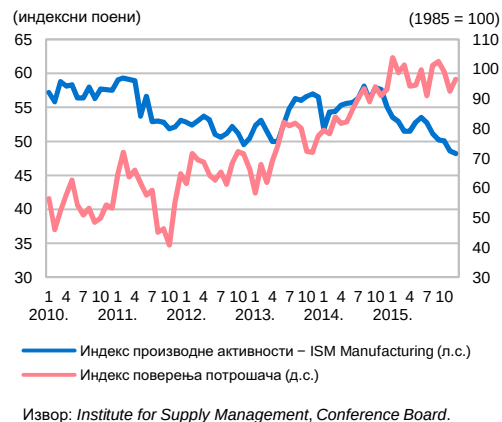
Економска активност у САД је у Т3 успорила раст на 0,5% дсз., пре свега због пада залиха и споријег раста извоза узрокованог јачањем долара и смањеном извозном тражњом. Највећи позитиван допринос расту наставила је да пружа финална потрошња домаћинства, а у мањој мери фиксне инвестиције и државна потрошња.

Према прелиминарној процени, БДП у САД је у Т4 додатно успорио раст на 0,2% дсз., уз наставак позитивног доприноса финалне потрошње домаћинства, али у мањој мери у односу на Т3. Поред тога, смањен је и позитиван допринос државне потрошње и фиксних инвестиција, док је због пада извоза допринос нето извоза био негативан. Подстицај потрошњи домаћинства потиче од опоравка на тржишту рада, на који указује пад стопе незапослености на 5,0% у децембру и просечан месечни раст броја новоотворених радних места ван пољопривреде од 220.000 у 2015. години. Поред тога, пад цене нафте, ниска инфлација, повољни услови задуживања и раст цена некретнина и берзанских индекса утицали су на раст индекса поверења потрошача, који је у 2015. био у просеку виши за око 10% у односу на 2014. Јачање долара у односу на остале светске валуте и успоравање глобалног раста негативно ће се одразити на нето извоз, док би ниска цена нафте могла да изазове пад активности и инвестиција у секторима експлоатације и прераде нафте. Због тога су и најновије пројекције раста БДП-а за 2016. благо кориговане наниже (за по 0,2 п.п.) и према ММФ-у износи 2,6%, а према јануарском *Consensus Forecast*-у 2,4%.

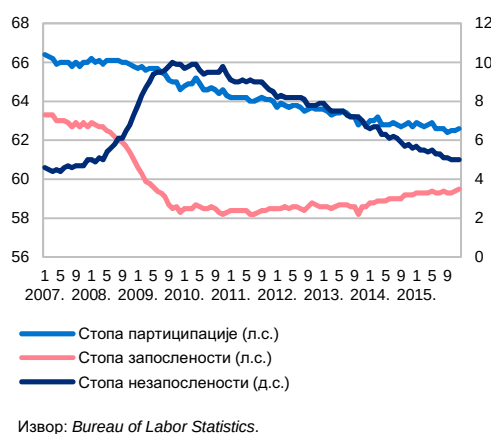
Раст БДП-а у региону централне и источне Европе и у Т3 је задржао релативно снажан темпо, пре свега захваљујући земљама централне Европе, чије су привреде највише повезане са зоном евра. У већини тих земаља раст је био вођен пре свега приватном потрошњом, која је, слично као у зони евра, била подстакнута растом реалног расположивог дохотка. Поред приватне потрошње, у Чешкој, Пољској и Румунији знатан допринос потиче и од инвестиција, тако да су ове земље у Т3 забележиле и највише стопе раста у региону (4,5% м.г., 3,7% м.г. и 3,6% м.г., респективно). У већини земаља југоисточне Европе раст БДП-а је убрзан у Т3, чему је, поред домаће тражње, допринео и нето извоз подстакнут падом цене нафте и наставком економског опоравка њиховог главног спољнотрговинског партнера (зоне евра).

Економска активност у Турској је, и поред политичке неизвесности и близине геополитичких конфликта, и

Графикон IV.7.4. Водећи економски показатељи у САД



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



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

	Consensus Forecast		ММФ	
	јануар 2016.		октобар 2015.	
	2015.	2016.	2015.	2016.
Пољска	3,5	3,5	3,5	3,5
Чешка	4,5	2,6	3,9	2,6
Мађарска	2,7	2,3	3,0	2,5
Албанија	2,7	3,3	2,7	3,4
Бугарска	2,8	2,6	1,7	1,9
БиХ	2,7	2,9	2,0	3,0
Македонија	3,3	3,8	3,2	3,2
Црна Гора	-	-	3,2	4,9
Румунија	3,7	4,0	3,4	3,9
Словенија	2,6	2,1	2,3	1,8
Хрватска	1,6	1,5	0,8	1,0

Извор: Consensus Forecast и ММФ.

у Т3 задржала релативно снажан раст (4,0% мг.), који је првенствено био вођен финалном потрошњом државе и домаћинстава. У Русији је, с друге стране, настављен пад БДП-а (4,1% мг. у Т3) због даљег смањења цене нафте и продужења економских санкција западних земаља, док су висока инфлација и пад буџетских прихода смањили простор за експанзивнију монетарну и фискалну политику. У таквим условима процењује се да ће БДП Русије и у текућој години пасти, што би се могло негативно одразити и на друге земље централне и источне Европе које имају развијене трговинске везе с њом.

Изгледи за раст БДП-а на нивоу региона за 2015, према *Consensus Forecast*-у, благо су побољшани у односу на октобарску пројекцију, тако да се сада очекује стагнација. Према најновијој процени ММФ-а, изгледи раста региона централне и источне Европе (без Русије, Украјине и земаља чланица зоне евра) кориговани су навише за 0,4 п.п., на 3,4%. Очекује се да тај регион задржи релативно стабилан раст и у 2016. (3,1% према ММФ-у), при чему се највећи изазови односе на заоштравање геополитичких тензија и даље смањење експанзивности монетарне политике ФЕД-а, које би могло да се одрази на приливе капитала.

Успоравање **кинеске привреде** услед прилагођавања новом моделу раста настављено је и у Т4, у коме је забележен раст БДП-а од 6,8% мг. Укупан раст БДП-а у 2015. био је најспорији у последњих 25 година и износио је 6,9%, што је у складу са званичним циљем кинеске владе од око 7%. Раст БДП-а био је вођен у највећој мери финалном потрошњом, што потврђује повећање промета у малопродаји, док је допринос фиксних инвестиција, иако позитиван, смањен у односу на претходну годину. Посматрано с производне стране, раст је био вођен сектором услуга, док је допринос сектора који су раније водили домаћи раст и имали знатан утицај на глобалну тражњу (индустрија и грађевинарство) био нижи. Спорији раст БДП-а очекује се и у 2016, с пројектованом стопом од 6,5%, што је близу процене ММФ-а (6,3%), будући да ће постојећи вишкови производних капацитета даље успоравати раст инвестиција и индустрије.

Спорији раст Кине и наставак пада цене нафте и друге берзанске робе одражава се и на успоравање привредног раста и рецесију у појединим земљама у развоју које су нето извозници нафте, основних метала и примарних пољопривредних производа. То

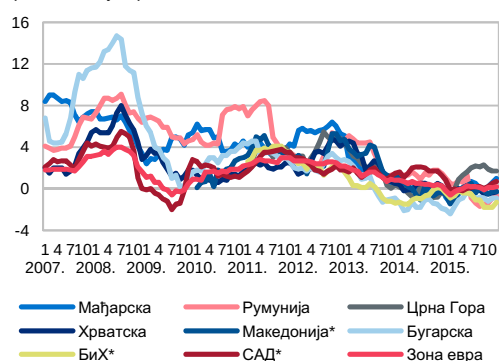
се, с друге стране, путем трговинских и финансијских канала, прелива и на глобална економска кретања, што је и главни разлог ревидирања наниже привредног раста на глобалном нивоу за 0,2 п.п., према последњој пројекцији ММФ-а.

Кретање инфлације

Динамика инфлације у **зони евра** и током Т4 била је слабија од очекиване. И поред стимулативних мера монетарне политике ЕЦБ-а, у децембру је забележен раст цена од 0,2% м.г., након 0,1% м.г. у претходна два месеца. Децембарска инфлација била је нижа од очекиване, првенствено због поновног пада цене нафте са ионако ниског нивоа, али и мањег раста цена хране и услуга. Ни кретања с почетка ове године нису оптимистична, јер је даљи пад цене нафте спречио раст инфлације до кога би дошло по основу ниског базног ефекта. На основу јануарских цена фјучерса за нафту, који су знатно испод оних с почетка децембра, ЕЦБ очекује нижу путању инфлације у 2016. години него што су њени изгледи били почетком децембра. Стопе инфлације ће вероватно остати веома ниске или негативне и у наредним месецима, с тим да би требало да се повећају касније у 2016. и 2017. години. Према резултатима тромесечне анкете стручних прогнозера²⁷, коју је ЕЦБ објавила у јануару, смањена су инфлациона очекивања за краће временске хоризонте, као и у претходној анкети објављеној у октобру, али су овај пут смањена и средњорочна и дугорочна инфлациона очекивања, која су у претходној анкети била непромењена. Такође, у јануару су на најнижи ниво у последњој години дана пала и дугорочна тржишна инфлациона очекивања која показују колику пројектовану инфлацију у зони евра тржиште очекује 2021. за пет година унапред, тј. 2026.²⁸

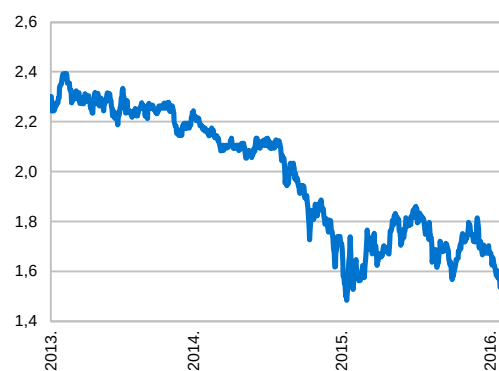
Ниске и негативне стопе инфлације настављене су и у већини земаља **централне и источне Европе**. Као и у претходном тромесечју, негативне стопе инфлације биле су најизраженије у Босни и Херцеговини, Румунији и Бугарској, која је већ више од две године у дефлацији. Пад цена током тромесечја забележен је и у Хрватској и Македонији. Потрошачке цене су умерено повећане у Мађарској и Црној Гори. Знатно виши раст цена и даље бележе Русија и Турска, услед знатне депрецијације валуте.

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



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

Графикон IV.7.7. Дугорочна тржишна инфлациона очекивања у зони евра (у %)



Извор: *Thomson Reuters*

²⁷ *ECB Survey of Professional Forecasters (SPF)*.

²⁸ *The five-year, five-year breakeven forward.*

Иако се инфлација у САД постепено повећавала током Т4, на 0,7% м.г. у децембру, она је и даље ниска и креће се испод дугорочног циља од 2%. Ниска инфлација резултат је пре свега пада цена енергије и апрецијације долара, која је смањила увозне цене. Према очекивањима ФЕД-а, инфлација ће остати ниска у кратком року, али ће се постепено повећавати како ефекти пада цена енергије и увозних цена буду ишчезавали и како се тржиште рада буде даље опорављало.

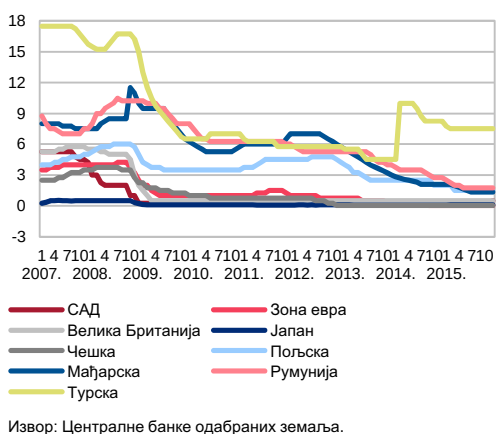
Монетарна политика

ЕЦБ је закључила да бројне конвенционалне и неконвенционалне мере монетарне политике које је спроводила од јуна 2014. нису у потпуности испуниле очекивања, нарочито на плану повећања инфлације. Стога је на састанку у децембру 2015. донела одлуку о смањењу стопе на депозитне олакшице за 0,1 п.п., на $-0,3\%$, и продужењу програма квантитативних олакшица најраније до марта 2017. (претходни рок је био септембар 2016). Информације које су биле расположиве на почетку 2016, пре свега о поновном паду цене нафте на светском тржишту и ефекту успоравања земаља у успону, навеле су ЕЦБ да већ у јануару најави могућност увођења нових експанзивних мера у марту како би се осигурао опоравак привреде и инфлација вратила на циљ.

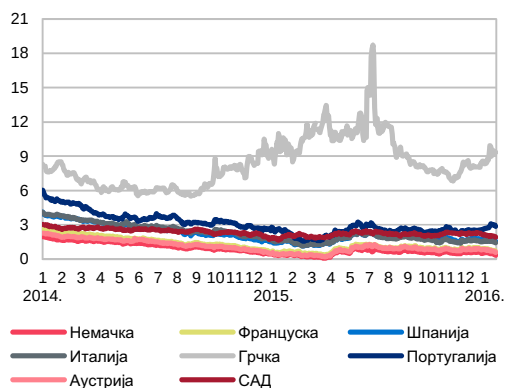
Иако су очекивани инфлаторни притисци ниски и у земљама **централне и источне Европе**, њихове централне банке углавном су завршиле са ублажавањем монетарне политике и током Т4 нису мењале висину својих референтних стопа.

Као што је већина тржишних учесника очекивала, **ФЕД** је средином децембра започео с нормализацијом монетарне политике и први пут од 2006. подигао референтну стопу за 0,25 п.п., па се она сада креће у интервалу 0,25–0,50%. Томе су највише допринели повољни подаци с тржишта рада, посебно о броју новоотворених радних места, који су били знатно изнад очекиваних. Иако је крајем прошле године дошло до успоравања привредног раста, ФЕД сматра да ће умерен раст бити настављен у 2016. и да ће на дуги рок инфлација порасти пре свега због повећања тражње. Због дешавања крајем прошле и почетком ове године, пре свега поновног пада цене нафте, тржиште је, према фјучерсима, драстично смањило вероватноћу повећања референтне стопе у марту и сада не верује да ће се то догодити пре јуна. О

Графикон IV.7.8. Кретање референтних стопа по земљама
(на годишњем нивоу, %)



**Графикон IV.7.9. Принос на десетогодишъне
обвезнице по земљама**
(дневни подаци, у %)



забринутости да ће економија и глобални услови бити слабији говори и јануарски пад приноса на десетогодишње државне хартије.

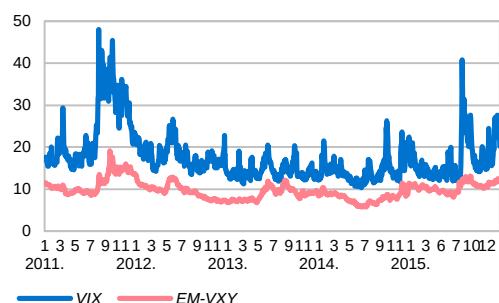
Финансијска и робна тржишта

Већа нестабилност на финансијским и робним тржиштима обележила је крај последњег тромесечја прошле и почетак ове године. Највећа пажња тржишних учесника била је усмерена на привреду **Кине**, због ефеката на глобалну тражњу и привредни раст. Неизвесност се односила пре свега на три кључна сегмента. Први је реални сектор Кине, чија су кретања била слабија од очекиваних, други је општа ситуација на девизном тржишту због депрецијације кинеске валуте, а трећи је ситуација на берзама не толико због њихове важности као извора финансирања, већ као показатеља за процену изгледа за привредни раст. Лошија кретања на сва три сегмента потресала су међународно финансијско тржиште. О неизвесности на финансијском тржишту сведочи осцилирање VIX, *Standard & Poor's 500* индекс опција, који се у посматраном периоду кретао у распону од 14% до 28%.

Пажња тржишних учесника током Т4 била је усмерена и на ФЕД, али се почетак повећања референтне каматне стопе очекивао, па је највећим делом био уграђен у одлуке тржишта. У складу с тим, **долар** је јачао према **евру**, али само до почетка децембра, када је ЕЦБ изненадила тржиште ублажавањем монетарне политике мањим од очекиваног, па је евро нагло ојачао према долару. Након тога однос ове две валуте био је релативно стабилан. У наредном периоду на кретање курса две валуте пресудно ће утицати различити карактери монетарних политика ФЕД-а и ЕЦБ-а.

Поновни пад цене **нафте** на светском тржишту последица је фактора тражње, али и понуде. Спуштању цене нафте на 27 долара за барел у јануару 2016. (у поређењу са 115 долара за барел јуна 2014) допринео је и вишак понуде првенствено земаља *OPEC*-а. Највећи извозник, Саудијска Арабија, не смањује производњу. Поред тога, и даље су високе залихе нафте у САД, које такође нису смањиле производњу, бар не у мери у којој би то могло да изврши притисак на раст цена. Са уласком Ирана на тржиште нафте, које је већ снабдевано рекордном количином од стране земаља *OPEC*-а, и уз смањену тражњу, низак ниво цене нафте очекује се и током 2016.

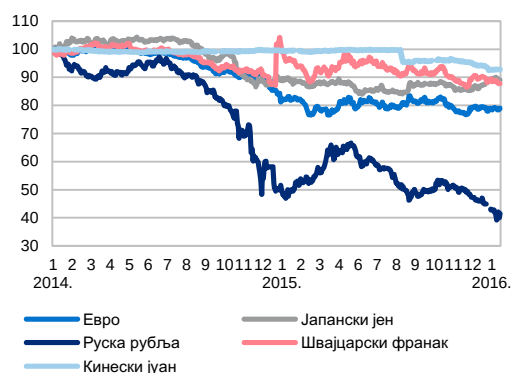
Графикон IV.7.10. Имплицитна волатилност међународног финансијског тржишта* (у %)



Извор: Блумберг.

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

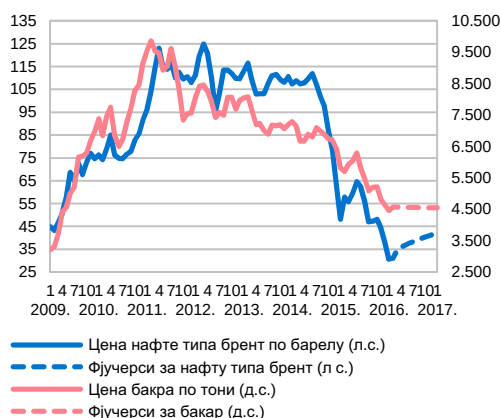
Графикон IV.7.11. Кретање курсова одређених националних валута према долару* (дневни подаци, 31. 12. 2013 = 100)



Извор: База података ММФ-а.

* Раст представља апрецијацију.

Графикон IV.7.12. Кретање цена нафте и бакра (просечне месечне цене, у USD)



Извор: Блумберг.

Графикон IV.7.13. **Индекс светских цена хране**
(реално, 2002 – 2004 = 100)



И цене других примарних производа, посебно **основних метала**, јесу мање. Још више него на тржишту нафте, економска активност Кине има улогу на тржишту метала. Учешће Кине у глобалној потрошњи ових метала повећало се последњих 15 година са 10% на преко 50%. С обзиром на то да би тражња за металима требало да остане слаба, не очекује се опоравак њихових цена у ближој будућности.

Након привременог раста у октобру, **светске цене хране, мерене ФАО индексом**, пале су у наредна два месеца, тако да су током Т4 реално смањене за 0,8% у односу на Т3. На нивоу 2015. године, која је четврта узастопна година пада, светске цене хране биле су реално ниже за 18,9% у односу на 2014. Скромна светска тражња у условима великих залиха и јачање америчког долара главни су разлози за низак ниво цена хране у 2015. години. Посматрано по врстама хране, током Т4 су смањене цене меса и житарица, док су цене млечних производа, уља, а пре свега шећера повећане. Међутим, посматрано на нивоу године, цене свих врста хране биле су знатно ниже него у 2014.

Осврт 5: Актуелни ризици из међународног окружења

Макроекономске пројекције централних банака у глобализованом свету увек су изложене екстерним ризицима. Међутим, екстерни ризици су крајем прошле и почетком ове године интензивирани, што додатно отежава економске пројекције и представља основни ризик њиховог остварења, посебно у малим и отвореним економијама као што је наша. Тренутна кретања на међународним финансијским и робним тржиштима изненађење су за већину тржишних учесника и говоре у прилог чињеници да је постало изузетно тешко предвидети не само интензитет промена већ чак и њихов смер. Поред економских, присутни су и геополитички ризици, што додатно повећава ризик изненадних, оштрих померања на готово свим тржиштима и упућује на опрезност приликом формулисања монетарне и уопште економске политике. Због тога Народна банка Србије, као и већина других централних банака, истиче да ће монетарна политика у наредном периоду првенствено зависити од дешавања у међународном окружењу и процене њиховог инфлаторног утицаја. Поставља се питање која то дешавања чине глобалне финансијске токове и конјунктуру толико неизвесним.

Као прво, неизвесно је **како ће се кретати економска активност Кине, али и других земаља у успону и какав ће то ефекат имати на глобалну економску активност**. Кинеска привреда, која је у претходним годинама деловала као противтежа рецесији у развијеним земљама, сада успорава раст. Осетљивост инвеститора на економска кретања у Кини произлази из чињенице да је њено учешће у глобалном БДП-у данас веће него што је било учешће свих азијских земаља заједно погођених кризом 1998. године. Бојазан да су изгледи за раст лошији уноси нестабилност и изазива потресе на кинеским берзама, одлив капитала, притиске у правцу слабења валуте и смањење девизних резерви (само у децембру 2015. за више од 100 млрд долара). Стимулисање кинеске привреде додатним мерама монетарне и фискалне експанзије ограничено је бојазношћу од даљег слабења девизног курса. Сама депрецијација валуте не би у већој мери стимулисала извоз због његове високе увозне зависности, а притом би додатно оптеретила већ натегнуте билансе предузећа с дугом деноминираним у доларима и део њих одвела у банкротство.

С обзиром на величину и интеграцију с глобалном економијом, синхронизовано успоравање и других великих земаља у успону, пре свега осталих земаља БРИКС-а (поред Кине, ту су Бразил и Русија, који су већ у рецесији, као и Индија и Јужна Африка), могло би да има значајне глобалне ефекте путем трговинских и финансијских токова. Према проценама Светске банке, током наредне две године смањење привредног раста земаља БРИКС-а за 1 п.п. смањило би раст у другим земљама у успону за 0,8 п.п., у „граничним тржиштима“ за 1,5 п.п., а раст глобалне економије за 0,4 п.п.¹ Очекујући успоравање земаља у успону, ММФ је у јануару кориговао наниже пројекције глобалног раста.

Тренутна ситуација, коју карактеришу ниске цене примарних производа и јачање америчког долара, не погодује расту земаља у успону. Међутим, тешко је проценити у којој мери ће доћи до успоравања њихових привреда. Многе од њих су оствариле значајна структурна побољшања последњих 15 година и постигла смањење унутрашње и спољне неравнотеже. Стога поједини аналитичари сматрају да би изненађење ове године могла да буде боља перформанса привреде ових земаља него што то инвеститори очекују. Лошије вести из земаља у успону су можда већ уграђене у одлуке тржишта и *MSCI* индекс земаља у успону², који је током протеклих шест година опао за 20% (док је *S&P 500*, који је релевантан за перформансу развијених земаља, порастао за 40%), можда би могао да започне раст. Када је у питању Кина, истичу да је она с трговинским суфицитом, приливом СДИ и девизним резервама од 3,3 билиона долара још далеко од кризе у правом смислу речи.

Крајем 2015. поново је почела да пада цена нафте, спуштајући се у јануару 2016. на испод 30 долара за барел (што је њен најнижи ниво од 2003). Такође, пале су и цене других примарних производа са ионако ниских нивоа. Нови пад је у великој мери изненадио тржиште и увео **додатну неизвесност око кретања цена примарних производа, пре свега нафте, у наредном периоду**. Када је у питању ситуација на страни понуде, чланице *OPEC*-а

¹ *Global Economic Prospects*, јануар 2016, Светска банка.

² *Morgan Stanley Capital International Emerging Market Index (MSCI EM)*.

су на децембарском састанку одбиле да поштују квоте, а непознаница је и колико ће Иран производити и извозити са укидањем санкција (иако је најавио максималну производњу, процењује се да ће бити потребно извесно време да увозом нове технологије замени застарелу технологију током санкција). Понуда на тржишту је већ прекомерна и прошле године је расла и код произвођача с великим трошковима, јер колико год да је цена нафте пала, и даље је виша од оперативних трошкова. Глобалне залихе нафте су на рекордно високом нивоу и њихово смањење се не очекује пре П2 2017. Поред тога, за цену нафте је можда важније питање како ће се кретати тражња. Очекивани успорен раст Кине могао би знатно да је обори, а додатни канал утицаја било би евентуално даље слабљење јуана, које би, поскупљујући увоз, даље смањило тражњу. Подаци већ показују да кинеска тражња за нафтом слаби од лета прошле године. Додатно, тражња за нафтом могла би да буде слабија и из других земаља, што повећава неизвесност о њеном кретању на глобалном нивоу, а тиме и о кретању цене нафте. О неизвесности говоре подаци из јануарских уговора о куповини нафте са испоруком у априлу у САД, у којима се цена креће од 25 до 56 долара за барел. Међународна агенција за енергију (IEA) предвиђа да до уравнотежења тражње и понуде неће доћи пре 2017. године. Имајући у виду ниску цену нафте и осталих примарних производа, као и успоравање глобалне економске активности, врло је вероватно да ће **глобална инфлација** и током 2016. остати изузетно ниска.

Поставља се и питање **како ће се у таквим условима одвијати нормализација монетарне политике ФЕД-а**. Као што је већина тржишних учесника очекивала, ФЕД је средином децембра започео процес нормализације монетарне политике и први пут од 2006. подигао референтну каматну стопу.³ Питање на коју се неизвесност односи јесте темпо и обим повећања референтне стопе ФЕД-а у наредном периоду. То је посебно важно за земље у успону, будући да ће у великој мери одредити глобалну ликвидност и токове капитала. Тржиште је према фјучерсима драстично смањило вероватноћу повећања референтне стопе у марту и сада не верује да ће до тога доћи пре јуна, због изгледа да ће економија и глобални услови бити слабији од очекиваних. Штавише, поједини аналитичари сматрају да је децембарско повећање референтне каматне стопе ФЕД-а било преурањено и не искључују могућност њеног враћања на претходни ниво, као што је то био случај са ЕЦБ-ом 2011. године. Наводе да је број новоотворених радних места у децембру премашео сва очекивања, али да је тржиште рада још слабо, као и производња (*PMI* је два узастопна месеца био испод 50, што указује на смањење). Изгледи успоравања привредног опоравка одразили су се на смањење **приноса на државне ХоВ**.

Повећани екстерни ризици могли би довести у питање и **брзину опоравка зоне евра**. Имајући у виду поновни пад цене нафте на светском тржишту, ефекте успоравања земаља у успону и кретање девизних курсева, ЕЦБ је у децембру додатно ублажила монетарну политику, а већ у јануару најавила могућност увођења нових експанзивних мера у марту, када буду расположиве нове пројекције, које ће обухватити и 2018. годину. Потези ЕЦБ-а су посебно важни за Србију с обзиром на то да је зона евра наш најзначајнији трговински партнер, као и чињеницу да експанзивне мере ЕЦБ-а ублажавају негативне ефекте нормализације монетарне политике ФЕД-а. Различит карактер монетарних политика ове две централне банке требало би у наредном периоду да одреди **кретање курса долара и евра**. Више каматне стопе у САД требало би да наведу инвеститоре да купују долар, посебно што ће ЕЦБ и централна банка Јапана задржати своје каматне стопе око нуле. Међутим, да ли је јачање долара толико извесно? Може ли се десити да долар слаби, а не јача у наредном периоду? Поједини аналитичари сматрају да је долар већ знатно ојачао у претходном периоду, па је могуће да су очекиване више каматне стопе већ уграђене у одлуке тржишта. Поред тога, питање је да ли ће степен експанзивности монетарне политике бити смањиван у складу с пројекцијама ФЕД-а или знатно блаже.

С обзиром на то да поменути екстерни ризици истовремено делују на инфлацију и економску активност Србије преко различитих канала, од чега неки у правцу раста, а други у правцу смањења, тешко је проценити њихов укупни ефекат. Лошији изгледи за глобални раст могу се прелити на нижу инфлацију и економску активност Србије преко трговинског канала. Такође, преко нижих цена примарних производа, пре свега нафте, могу додатно смањити трошковне притиске на инфлацију. С друге стране, пад цена нафте преко раста расположивог дохотка и

³ Процењује се да ће процес нормализације монетарне политике ФЕД-а трајати око седам година, а поред повећања референтне каматне стопе обухватиће окончање „реинвестирања“ и постепено смањење активе у ФЕД-овом билансу како ХоВ буду доспевале (за сада не постоји план продаје активе, мада та опција не може бити искључена).

тражње може допринети расту инфлације и економске активности. Нормализација монетарне политике ФЕД-а и отуда неповољнији глобални услови финансирања могу се негативно одразити на токове капитала према земљама у успону, па и Србији. Поред тога, евентуални изненадни раст глобалне аверзије инвеститора према ризику, без обзира на окидач, могао би утицати на ниже приливе капитала, раст премије ризика и девизни курс.

Због растућих екстерних ризика, Народна банка Србије наставиће пажљиво да прати кретања у међународном окружењу и мере монетарне политике доносиће у складу с проценом њиховог утицаја на нашу привреду. Као и до сада, користиће све расположиве мере како би инфлација остала ниска и стабилна, што је, уз очување стабилности финансијског система и релативно стабилан девизни курс, услов за убрзан, али одржив привредни раст. Ублажавању евентуалних екстерних шокова допринеће постигнути резултати у области фискалне консолидације и обезбеђења одрживости јавних финансија, унапређења пословног и инвестиционог амбијента и смањења спољне неравнотеже.

V. Пројекција инфлације

Након што је дужи период била на силазној путањи, мг. инфлација би од средине године требало да отпочне умерен раст и врати се у границе циља крајем ове или почетком следеће године. Процењујемо да ће раст наставити и у 2017, али знатно споријим темпом и у просеку ће се кретати на нивоу од око 3,0%. Пораст инфлације требало би да буде резултат постепеног слабљења дезинфлаторних притисака услед очекиваног раста светских цена примарних производа, агрегатне тражње у Србији и инфлације у међународном окружењу. Ризици остварења пројекције инфлације односе се првенствено на факторе из екстерног окружења, тј. на даља кретања на међународном робном и финансијском тржишту.

Раст БДП-а би требало да убрза са 0,8% у 2015. на 1,8% у 2016. и 2,2% у 2017. години. Очекујемо да ће, као и прошле године, у највећој мери бити опредељен инвестицијама.

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, мг. инфлација је у Т4 наставила да се креће испод доње границе дозвољеног одступања од циља ($4,0 \pm 1,5\%$) и у децембру је износила 1,5%. Као и у претходном периоду, ниски инфлаторни притисци били су присутни како по основу већине домаћих фактора, тако и по основу ниских цена примарних производа на светском тржишту и, уопште, ниске инфлације у међународном окружењу. Базна инфлација (мерена ИПЦ-ом по искључењу цена хране, енергије, алкохола и цигарета), која је од августа 2014. такође испод доње границе циља, у децембру је износила 1,6% мг.

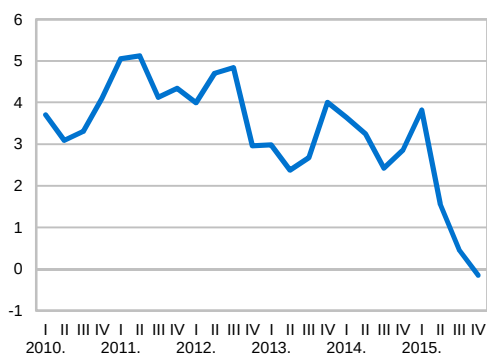
Посматрано на тромесечном нивоу, потрошачке цене су у Т4 опале за 0,5%. Тај пад је у највећој мери био последица пада цена непрерађене хране и нафтних деривата (допринос инфлацији $-0,7$ п.п., односно $-0,3$ п.п.), док су у супротном смеру деловале пре свега цене индустријских производа без хране и енергије (допринос инфлацији 0,5 п.п.).

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



Извор: НБС.

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



Извор: НБС.

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

Дужи период ниске текуће инфлације и очекивани ниски инфлаторни притисци и за наредни период стабилизовали су инфлациона очекивања у оквиру граница циља. Штавише, та очекивања су и код финансијског сектора и код привреде нижа од централне вредности циља за инфлацију (4,0%) и за једну и за две године унапред.

Током 2015. године кретање курса динара било је релативно стабилно. У већем делу године преовладавали су апрецијацијски, а у Т4 и почетком ове године депрецијацијски притисци. Депрецијацијски притисци били су најизраженији у првој половини децембра, јер су пред почетак поштравања монетарне политике ФЕД-а страни инвеститори смањивали своју изложеност према тржиштима у успону, а тиме и према Србији. С друге стране, раст СДИ, успешан завршетак треће ревизије аранжмана с ММФ-ом и побољшање изгледа кредитног рејтинга Србије од стране агенције *Fitch* допринели су томе да премија ризика земље, мерена индексом *EMBI*, током Т4 буде снижена. Притисци на динар у јануару били су изазвани сезонским факторима и турбуленцијама на међународном финансијском тржишту, које су се одразиле и на раст премије ризика. Како би ублажила прекомерне дневне осцилације курса, Народна банка Србије је у Т4 интервенисала на МДТ-у и на страни куповине (110,0 млн евра) и на страни продаје девиза (320,0 млн евра), а у јануару продајом девиза (290,0 млн евра).

Кретање индекса монетарних услова показује да монетарна политика већ више од годину дана има експанзиван карактер, што је у складу с присутним дезинфлаторним притисцима и отвореним негативним производним јазом. На експанзивност монетарних услова у Т4 указује задржавање, односно проширење депрецијацијског јаза реалног девизног курса услед номиналне депрецијације динара према евра, али и реална каматна стопа²⁹, будући да је снижење референтне каматне стопе условило да она у знатној мери падне испод свог неутралног нивоа и у Т4 први пут уђе у негативну зону.

Упркос повећаном консолидованом буџетском дефициту у Т4, које је делом било сезонски условљено, а делом последица коришћења фискалног простора да се изврше једнократни расходи којима се регулишу преузете обавезе државе из претходног

²⁹ Реална каматна стопа је добијена као разлика између једнонедељног *BELIBOR*-а и инфлационих очекивања финансијског сектора за наредну годину дана према анкети агенције Блумберг.

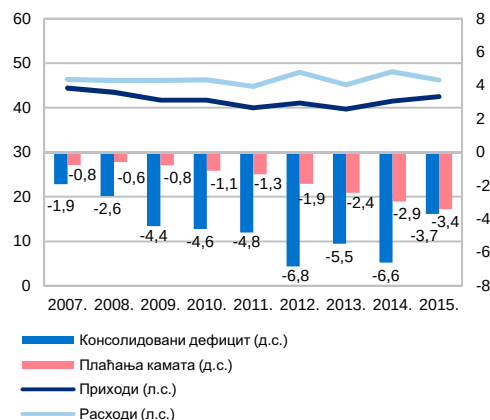
периода, тај дефицит је на нивоу године остао испод горње границе предвиђене споразумом с ММФ-ом (163,8 млрд динара)³⁰ и износио је 3,7% БДП-а. Тиме је он смањен за готово 3,0 п.п. у односу на 2014. годину, док је примарни дефицит износио свега 0,5% БДП-а. Највећи део уштеда у 2015. постигнут је због умањења плата у јавном сектору и пензија, али и побољшања пореске наплате. Имајући у виду да би даље смањење учешћа консолидованог фискалног дефицита у БДП-у требало да се већим делом ослања на уштеде које су резултат структурних мера, које иницијално прате и одређени трошкови, то учешће ће у 2016, према нашој процени, остати на приближном нивоу, а у наредним годинама наставити да се смањује.

Према процени Народне банке Србије, БДП је у Т4, под утицајем домаће тражње, а пре свега инвестиција, порастао 0,2% дсз. Истовремено, инвестиције су биле компонента која је подстакла раст БДП-а и на нивоу године. С друге стране, услед нешто бржег раста увоза интермедијарних добара, допринос нето извоза у Т4 био је негативан. Посматрано с производне стране, раст БДП-а био је вођен растом индустрије и грађевинарства. Притом, позитиван сигнал представља то што повећање активности у оквиру прерађивачке индустрије бележи већина грана.

Раст економске активности у Т4 утицао је на незнатно смањење негативног производног јаза³¹ у том тромесечју, тако да су дезинфлаторни притисци по основу агрегатне тражње остали сличне јачине као у Т3.

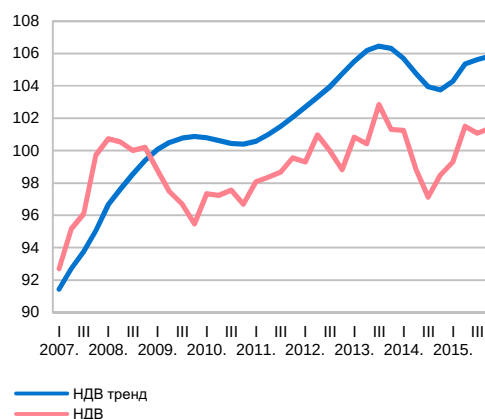
Након пораста од 0,3% дсз. у Т3, показатељи економске активности указују на то да је БДП зоне евра и у Т4 наставио да расте сличном динамиком. Економски опоравак зоне евра подржан је ниским ценама нафте и експанзивном монетарном политиком ЕЦБ-а, која је у децембру одлучила да додатно снизи каматну стопу на депозитне олакшице (на -0,3%) и продужи програм куповине ХоВ бар до марта 2017. С друге стране, ФЕД је истог месеца започео одраније најављивани циклус повећања референтне каматне стопе. Ипак, динамика њеног даљег повећања могла би бити спорија него што се раније очекивало, с

Графикон V.0.3. Фискална кретања
(у % БДП-а)



Извор: Министарство финансија.

Графикон V.0.4. Производни јаз
(Т3 2008 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

³⁰ Првобитно је било предвиђено да тај дефицит ове године износи 232,1 млрд динара, међутим касније је, у складу с текућим фискалним кретањима, ревидиран наниже.

³¹ 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.

обзиром на нестабилност финансијских тржишта, као и присутне притиске наниже на инфлацију у САД узроковане падом цене нафте и јачањем долара.

Претпоставке пројекције инфлације

Екстерне претпоставке

Претпоставка о расту БДП-а зоне евра у 2016. години у текућој пројекцији инфлације остала је непромењена у односу на новембарску пројекцију (1,7%), а слична стопа раста очекује се и у 2017.³² Домаћа тражња у зони евра остаће и даље подржана мерама монетарне политике и, сходно томе, повољнијим финансијским условима, напретком у спровођењу фискалне консолидације и структурних реформи и даљим падом цене нафте, који додатно позитивно утиче на реални расположиви доходак домаћинстава и смањење трошкова предузећа. С друге стране, ризици наниже су повећана неизвесност у погледу раста земаља у успону, која би могла да утиче на смањење тражње за извозом зоне евра, нестабилност финансијских тржишта и геополитичке тензије. Такође, зона евра је одраније суочена с потребом за билансним прилагођавањима у већем броју сектора и спорим темпом одвијања структурних реформи, што би додатно могло да успори брзину њеног опоравка у средњем року.

Након уласка у негативну зону у септембру, м.г. инфлација у зони евра је у Т4 поново била позитивна, али блиска нули и у децембру је износила 0,2%. И у наредним месецима требало би да остане врло ниска, након чега се, с обзиром на мере монетарне политике ЕЦБ-а и очекивани даљи економски опоравак зоне евра, претпоставља њен раст, који ће бити настављен и у 2017. У складу с најавама челника ЕЦБ-а и продужењем трајања програма квантитативних олакшица, тржишта (према *Consensus Forecast-у*) не очекују да ће ЕЦБ у наредној години дана мењати референтну каматну стопу.

Иако уз осцилације, светске цене примарних пољопривредних производа (кукуруза, пшенице, соје)³³ имале су у последња четири месеца благ силазни тренд. Као резултат тога, трошкови у производњи хране и даље су релативно ниски. Мада је претпоставка о кретању цена примарних

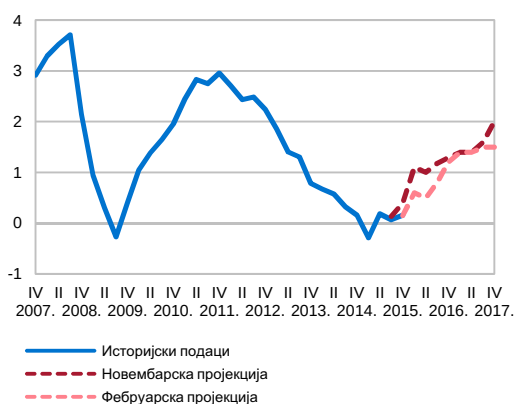
Табела V.0.1. Претпоставке пројекције

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

	2016.	2017.
Екстерне претпоставке		
Инфлација у зони евра	0,8% (-0,3)	1,5%
Референтна каматна стопа ЕЦБ-а (на крају године)	0,05% (-)	0,05%
Раст БДП-а у зони евра	1,7% (-)	1,7%
Цене примарних пољопривредних производа на светском тржишту (Т4 на Т4)*	3,0% (-3,0)	3,0%
Цена нафте типа брент по барелу (крај године, у USD)	40,0 (-15,0)	44,0
Интерне претпоставке		
Регулисана цена (дец. на дец.)	3,9% (-1,0)	4,0%
Трендови		
Апрецијацијски тренд реалног курса (просек)	0,7% (-0,6)	0,9%
Тренд реалне камате (просек)	1,8% (-0,7)	1,4%

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

Графикон V.0.5. Претпоставка о инфлацији у зони евра (м.г. раст у %)



Извор: *Consensus Forecast* и процена НБС.

³² Претпоставке о расту БДП-а зоне евра у 2016. и 2017. години у складу су са очекивањима изнетим у јануарском *Consensus Forecast-у*.

³³ Мерене као композитни индекс који садржи доларске цене кукуруза, пшенице и соје с референтних светских берзи.

пољопривредних производа на светском тржишту коригована наниже у односу на ону из новембарске пројекције, и даље претпостављамо, у складу с кретањем фјучерса, да ће те цене у наредном периоду бити благо повећане у односу на садашњи низак ниво.

Цена нафте³⁴ је од октобра опала за више од 40%, што је највеће одступање од претпоставки коришћених у новембарској пројекцији. Наиме, након привременог пораста почетком октобра, када је прешла 50 долара по барелу, сувише висока текућа и очекивана будућа понуда у односу на тражњу имале су за последицу њен нови пад. У јануару је забележила свој тринаестогодишњи минимум (око 27 долара по барелу), а почетком фебруара креће се испод 35 долара по барелу. У складу с тим, претпоставка о кретању цене нафте ревидирана је наниже у односу на прошлу пројекцију. На бази кретања фјучерса на нафту, очекујемо да ће цена нафте до краја ове године порастати на око 40 долара по барелу, а до краја 2017. на око 45 долара по барелу.

Интерне претпоставке

Имајући у виду очекивано кретање цена примарних пољопривредних производа на светском тржишту и њихову знатну повезаност са истим ценама на домаћем тржишту, претпоставили смо да ће домаће цене примарних пољопривредних производа ове и следеће године остварити умерен раст.

Раст регулисаних цена би ове године требало да износи око 4,0%. Ова претпоставка је ревидирана наниже у односу на новембарску пројекцију, будући да је до поскупљења цигарета (пре свега због очекиваног повећања акцизе у јануару 2016) дошло већ у децембру. Тиме је раст регулисаних цена у 2015. био нешто виши (5,5%), а у 2016. ће бити нешто нижи него што се претходно очекивало. Као и прошле године, највећи допринос расту тих цена у 2016. требало би да дају цена електричне енергије (претпоставка пројекције је поскупљење од 7%) и цене цигарета.

У складу са *Фискалном стратегијом за 2016. годину с пројекцијама за 2017. и 2018. годину*, претпоставили смо да ће у наредном периоду бити настављено доследно спровођење фискалне консолидације, које

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



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



³⁴ Цена нафте типа брент.

ће обезбедити одрживост јавних финансија и пад јавног дуга од 2017. године. Као резултат тога, и кретање премије ризика земље би у наредном периоду требало да буде стабилно. Поред тога, очекивано даље смањење дефицита текућег рачуна платног биланса у 2016, уз СДИ, које ће бити више него довољне да покрију тај дефицит, такође би требало да допринесе стабилним кретањима на девизном тржишту.

Претпоставка пројекције је и априоријацијски тренд реалног девизног курса, уобичајен за земље у транзицији и условљен отклањањем ценовних диспаритета пре свега у области регулисаних цена, као и Баласа–Семјуелсоновим ефектом³⁵.

Пројекција

Пројекција инфлације

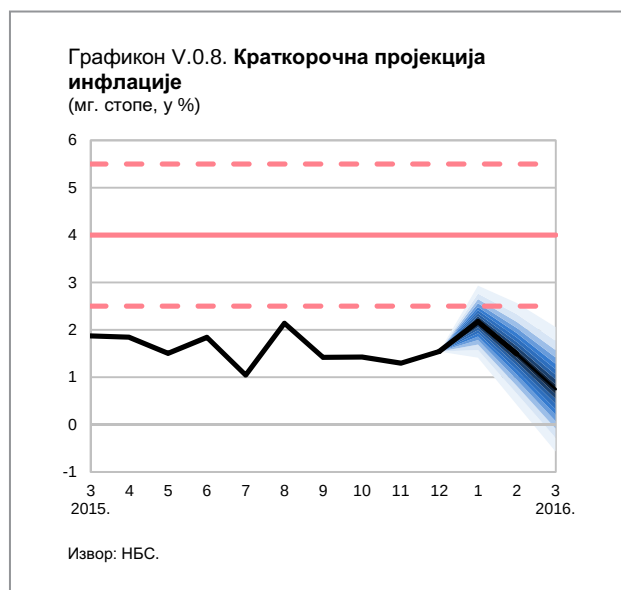
Под утицајем даљег пада цена примарних производа, м.г. инфлација ће и у наредних неколико месеци остати врло ниска. У П2 би требало да отпочне раст, који ће водити њеном повратку у границе циља крајем текуће или почетком следеће године, односно кретању на нивоу од око 3,0% у 2017.

Краткорочна пројекција инфлације

Према краткорочној пројекцији инфлације, м.г. инфлација ће у Т1 наставити да се креће испод доње границе дозвољеног одступања од циља. Иако би у јануару требало да забележи одређени пораст, због ниске прошлогодишње базе, у наредна два месеца биће у паду.

Посматрано на тромесечном нивоу, инфлација ће у Т1 бити вођена сезонским поскупљењем воћа и поврћа, док ће, с друге стране, раст потрошачких цена по том основу бити ублажен појефтинјењем енергије – нафтних деривата, имајући у виду даљи пад цене сирове нафте на светском тржишту.

Базна инфлација (тј. промена ИПЦ-а по искључењу цена хране, енергије, алкохола и цигарета) у Т1 такође би требало да настави кретање испод доње границе дозвољеног одступања од циља. Посматрано на тромесечном нивоу, она ће вероватно стагнирати, јер би сезонски условљен пад цена туристичких



³⁵ Код транзиционих привреда, конвергенција дохотка према дохотку развијеним привредама праћена је релативно бржим растом цена (конвергенција цена).

пакет-аранжмана, одеће и обуће могао бити компензован растом цена осталих непрехрамбених производа и услуга.

Средњорочна пројекција инфлације

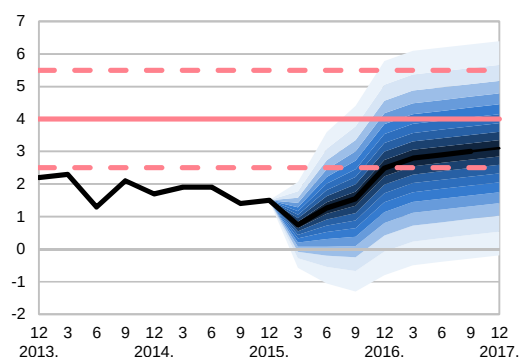
Након што је дужи период била на силазној путањи, очекује се да м.г. инфлација од средине године отпочне умерен раст и врати се у границе циља крајем ове или почетком следеће године. Процењујемо да ће раст наставити и у 2017, али знатно споријим темпом и у просеку ће се кретати на нивоу од око 3,0%. Највећи утицај на постепено повећање инфлације у периоду пројекције имаће слабљење дезинфлаторних притисака по основу очекиваног раста светских цена примарних производа, агрегатне тражње у Србији и инфлације у међународном окружењу.

М.г. инфлација ће у П1 остати ниска, у знатној мери због даљег пада светских цена примарних производа (пре свега нафте) у последњих неколико месеци. Међутим, како су ефекти по том основу, по правилу, привременог карактера, од П2 ће њихов дезинфлаторни утицај слабити.

Претпостављено повећање цене нафте на светском тржишту у периоду пројекције, уз ниску базу, требало би да води постепеном ишчезавању дезинфлаторног ефекта по основу цена домаћих нафтних деривата. Према нашој процени, то ће се дешавати од средине године, тако да ће негативан допринос наведених цена инфлацији постајати све мањи и крајем ове или почетком следеће године вероватно ће ући у позитивну зону. Међутим, уз учешће нафтних деривата у потрошачкој корпи од око 5% и очекивану релативно ниску цену нафте и следеће године, тај допринос у просеку не би требало да буде виши од 0,35 п.п.

Ниске цене примарних пољопривредних производа на светском и домаћем тржишту, тј. ниски трошкови сировина у производњи хране (негативан јаз РМТП³⁶), имали су за резултат кретање прехрамбене инфлације у просеку око нуле већ више од две године. С обзиром на то да очекујемо да ће цене примарних пољопривредних производа остати ниске у периоду пројекције, односно да ће се само умерено опоравити, м.г. прехрамбена инфлација би тек од следеће године требало да започне раст. Међутим, тај раст би и

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

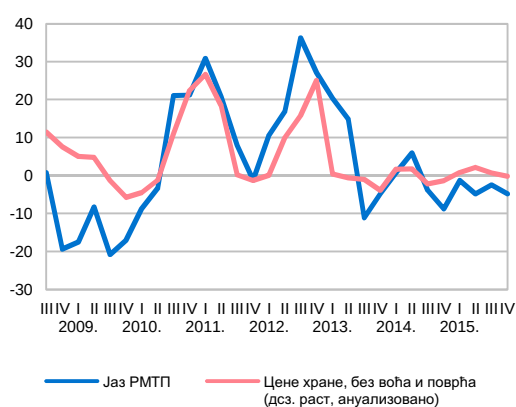


Графикон V.0.10. Пројекција компоненти
инфлације
(просечна м.г. стопа, у %)



³⁶ Реални маргинални трошкови произвођача прерађене хране (РМТП) рачунају се као однос цена примарних пољопривредних производа и цена хране. Када су ови трошкови нижи од нивоа тренда, отворен је негативан јаз РМТП.

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



Извор: НБС.

крајем периода пројекције био нижи од 3,0% м.г. Када је реч о ценама воћа и поврћа, оне се тренутно налазе испод свог „неутралног“ нивоа (тј. нивоа дугорочног тренда), пре свега услед врло добре сезоне за већину главних воћарских и повртарских култура прошле године, тако да се, под претпоставком просечне сезоне ове године, у наредном периоду може очекивати и њихово повећање. Међутим, процењујемо да оно неће бити веће од 4,0% м.г.

У складу с претпоставком пројекције, м.г. раст регулисаних цена ће ове и наредне године износити између 4% и 5% и пре свега ће бити вођен претпостављеним поскупљењем електричне енергије и цигарета. Тиме ће регулисане цене бити компонента која ће дати највећи позитиван допринос инфлацији (0,8–1,0 п.п.) у периоду пројекције.

Захваљујући релативно стабилном кретању курса динара према еврџу током већег дела 2015. и ниским инфлаторним притисцима у међународном окружењу, м.г. раст цена непрехрамбених производа и услуга већ дуже време је низак и креће се испод 3% м.г. Тако би требало да остане и у периоду пројекције, с тим што очекујемо да у 2017. буде незнатно бржи у односу на ову годину по основу отвореног депрецијацијског јаза реалног девизног курса и очекиваног раста инфлације у зони евра, с обзиром на експанзивну монетарну политику ЕЦБ-а.

Дезинфлаторни утицај агрегатне тражње требало би да све више слаби. Иако је негативан производни јаз отворен од 2008. године, као последица „преливања“ светске финансијске кризе на Србију, приметно је да се он у последњој години дана смањује. Наставак тог тренда очекујемо и у наредном периоду, с обзиром на досадашње ублажавање монетарне политике Народне банке Србије и експанзивну монетарну политику ЕЦБ-а, који би требало да допринесу даљем опоравку економске активности у Србији, односно зони евра. Такође, након пада у последње четири године, најпре због кризе, а затим и спровођења фискалне консолидације, процењујемо да ће потрошња домаћинства од ове године почети да се опоравља.

Последња расположива очекивања других релевантних институција у погледу инфлације у Србији нешто су виша у односу на наша, али и даље релативно ниска (испод 3,0% у 2016, односно испод

4,0% у 2017), док су пројекције економске активности врло сличне нашој. Поред тога, посматране институције очекују да дефицит текућег рачуна платног биланса у 2016. и 2017. износи између 4% и 5% БДП-а, а од 2017. очекују и даље смањење буџетског дефицита.

Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације односи се претежно на даља кретања на међународном робном и финансијском тржишту, а у одређеној мери и на брзину економског опоравка зоне евра.³⁷

У складу с тренутно расположивим информацијама с тржишта фјучерса, у периоду пројекције претпоставили смо благ пораст цена примарних производа (нафте и примарних пољопривредних производа) с текућих ниских нивоа. Међутим, како су те цене променљиве и под утицајем већег броја фактора, вероватноћа одступања стварног кретања од претпостављеног није занемарљива. Када је реч о цени нафте, на средњи рок је вероватније да ће она расти. Наиме, инвестиције у нафтну индустрију знатно су смањене од краја 2014. године, због чега би будући раст тражње могао бити већи од раста понуде, те тако извршити притисак навише на цену која је недавно била на свом тринаестогодишњем минимуму. С друге стране, под претпоставком да геополитичке тензије на Блиском истоку неће изазвати поремећај у понуди, у кратком року ће вероватно остати присутни притисци наниже на цену нафте. Разлог томе су текуће високе залихе нафте, успорен глобални опоравак, могућност бржег повратка Ирана на тржиште од раније очекиваног, као и евентуално појачање борбе за тржишно учешће између земаља ОПЕК-а. Дакле, иако смо претпоставили благ опоравак цене нафте у периоду пројекције, није искључено да би он могао изостати. Ниже цене нафте делују и на пад цена житарица (кукуруз, пшеница, соја), јер снижавају трошкове производње вештачког ђубрива и транспорта и слабе подстицај за производњу биогорива од житарица. Поред тога, залихе житарица су у последње две године достигле висок ниво, што би такође могло да смањи њихове цене у кратком року. Узимајући све наведено у обзир, процењујемо да су ризици у погледу остварења претпоставке о кретању цена примарних производа у кратком року асиметрични наниже.

Табела V.0.2. Пројекције главних макроекономских показатеља за Србију

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

Извор: ММФ (*Republic of Serbia: Second Review under the Stand-By Arrangement, Country Report No. 15/296* и *Republic of Serbia: Third Review under the Stand-By Arrangement, Country Report No. 15/347*), Европска комисија (*Autumn forecast 2015 и Winter forecast 2016*), *Consensus Forecast* (октобар 2015. и јануар 2016) и *Bloomberg Quarterly Survey* (октобар 2015. и јануар 2016).

* Израчунато на основу пројекције доларског БДП-а НБС из октобра 2015. и јануара 2016.

³⁶ За детаљније о ризицима, видети Осврт 5, стр. 53.

Ризик наниже односи се и на евентуално спорији опоравак зоне евра од очекиваног, упркос експанзивној монетарној политици ЕЦБ-а. Потенцијални разлози су успоравање раста земаља у успону, посебно кинеске привреде, које би се могло одразити на смањене тражње за извозом зоне евра, као и присутне геополитичке тензије. Уколико би се тај ризик остварио, то би продубило наш негативан производни јаз и значило спорије од очекиваног ублажавање дезинфлаторних притисака по основу агрегатне тражње.

С друге стране, ризици навише у погледу остварења пројекције инфлације односе се првенствено на кретања на међународном финансијском тржишту. То тржиште и даље карактерише повећана нестабилност и раст глобалне аверзије инвеститора према ризику, што се може довести у везу с повећањем референтне каматне стопе ФЕД-а и турбуленцијама на финансијском тржишту Кине. Наставак таквих кретања, уколико би водио мањем приливу капитала и у Србију, могао би имати за последицу депрецијацијске притиске и, у крајњем исходу, одређени притисак навише на домаће цене.

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

С обзиром на то да ће и у наредном периоду бити присутни ниски инфлаторни притисци, монетарна политика Народне банке Србије требало би да остане експанзивна. Како у овом тренутку доминирају екстерни ризици у вези с кретањима на међународном финансијском и робном тржишту, степен експанзивности монетарне политике зависиће пре свега од процене њиховог потенцијалног инфлаторног утицаја.

Пројекција БДП-а

Као резултат јачања домаће тражње, опоравак економске активности требало би да се убрза у наредном периоду. Након раста БДП-а од 0,8% у 2015, очекујемо да ће он у 2016. бити повећан на 1,8%, а у 2017. на 2,2%.

Као и прошле године, раст би и у 2016. требало да буде вођен инвестицијама, док ће допринос нето извоза

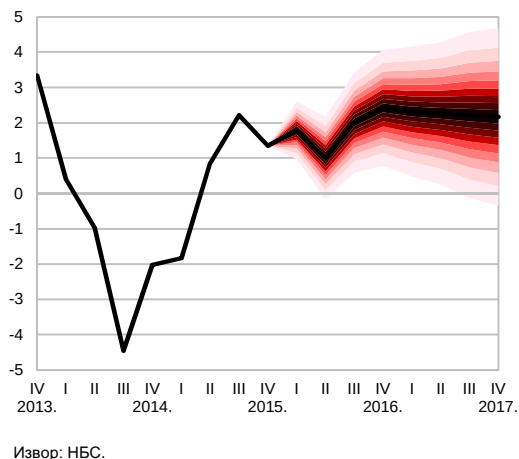
највероватније бити неутралан. Међутим, за разлику од 2015. године, када је потрошња домаћинстава због спровођења фискалне консолидације утицала на смањење БДП-а, ове године очекујемо да њен допринос расту БДП-а буде позитиван.

Веће инвестиције требало би да буду резултат већег броја фактора – досад извршених и очекиваних даљих структурних реформи, ниже цене нафте, која смањује трошкове пословања привреде, повољнијих услова кредитирања, повећања капиталних расхода државе, очекиваног даљег опоравка активности зоне евра и наставка стабилног прилива капитала по основу СДИ. Међутим, иако опоравак екстерне тражње позитивно утиче на наш извоз, раст инвестиција води и повећању увоза, будући да смо технолошки увозно зависна привреда, због чега процењујемо да ће допринос нето извоза и ове године бити неутралан. Поред већих инвестиција и извоза, који би требало да подрже већ присутну тенденцију реалног раста зарада у приватном сектору, на повећање потрошње домаћинстава деловаће и цена нафте, чији пад повећава расположиви доходак домаћинстава. Повећању потрошње могла би да допринесе и исплата отпремнина запосленима у јавном сектору, по основу његове рационализације.

Посматрано с производне стране, веће инвестиције требало би да се позитивно одразе, пре свега, на индустрију и грађевинарство. У оквиру индустрије, допринос расту БДП-а вероватно ће бити равномерно расподељен између прерађивачке индустрије и сектора рударства и енергетике, који ће у П1, због ниске прошлогодишње базе³⁸, наставити да бележи високе мг. стопе раста. Позитиван утицај на БДП очекујемо и по основу пољопривредне производње (раст од око 4%), где смо, након лошије сезоне прошле године, претпоставили да ће она ове године бити просечна.

Повољне тенденције из 2016. требало би да буду настављене и у 2017. години, тј. раст економске активности и даље би требало да буде вођен инвестицијама, уз наставак јачања потрошње домаћинстава. Већа домаћа тражња утицаће на раст увоза, због чега ће, и поред очекиваног раста извоза, допринос нето извоза БДП-у остати близу неутралног. С друге стране, у складу са очекиваним наставком

Графикон V.O.12. Пројекција раста БДП-а (мг. стопе, у %)



³⁸ Ти сектори су, након знатног, поплавама узрокованог оштећења капацитета 2014. године, средином прошле године достигли ниво активности од пре поплава.

спровођења фискалне консолидације, потрошња државе ће у 2017. забележити пад.

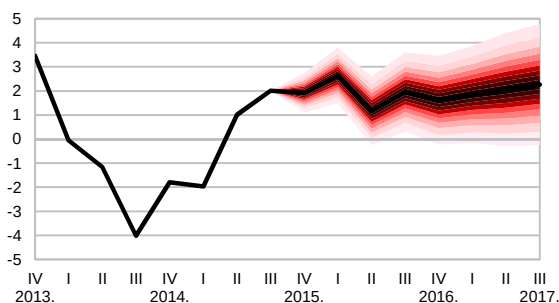
Неизвесност у погледу остварења пројекције БДП-а представљају, пре свега, брзина привредног опоравка зоне евра, кретање цена примарних производа на светском тржишту и даље одвијање структурних реформи у Србији.

Иако би задржавање цене нафте на ниском нивоу и неконвенционалне мере ЕЦБ-а могли утицати на убрзање опоравка зоне евра, он би могао бити успорен у случају да се успоравање привредног раста земаља у развоју, пре свега Кине, преко смањења њихове тражње за увозом, негативно одрази на извоз зоне евра. Опоравак те зоне могао би бити спорији и због присутних геополитичких тензија. Како је реч о нашем главном економском партнеру, то би за последицу вероватно имало и успоравање раста наших инвестиција и извоза, а тиме и БДП-а. Ризици наниже повезани су и с кретањем цена примарних производа на светском тржишту, пре свега примарних пољопривредних производа и основних метала, чији смо нето извозници. С друге стране, задржавање светске цене нафте на ниском нивоу деловало би подстицајно на наш БДП, преко већег расположивог дохотка домаћинства, тј. могуће веће потрошње, као и преко мањих трошкова за предузећа.

Када је реч о интерним факторима, даље спровођење структурних реформи и побољшање инвестиционог и пословног амбијента требало би да наставе да врше позитиван утицај на БДП и у наредном периоду. Штавише, очекивано повећање ефикасности јавног сектора и реформисање предузећа у државном власништву могли би резултирати и бржим растом економске активности од очекиваног. Узимајући све у обзир, процењујемо да су ризици у погледу остварења пројекције БДП-а симетрични.

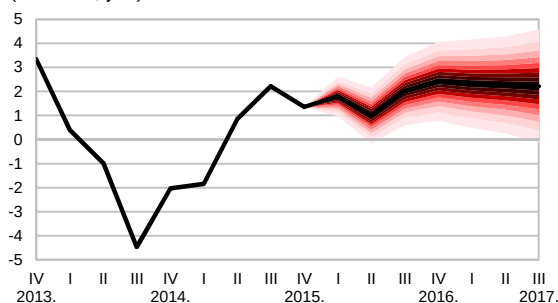
Графикон V.0.13. Поређење текуће с претходном пројекцијом раста БДП-а

Новембарска пројекција
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

Фебруарска пројекција
(мг. стопе, у %)

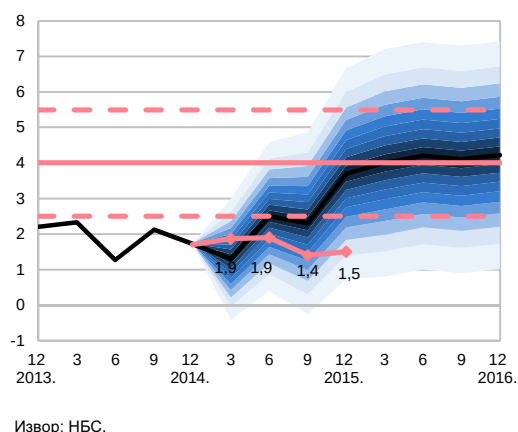


Поређење и остварење пројекција инфлације

Нова пројекција инфлације нижа је у односу на пројекцију објављену у новембарском Извештају о инфлацији, а распон пројекције је сада симетричан, услед процене да су у наредном периоду ризици навише и наниже уравнотежени. Нижа текућа пројекција последица је пре свега новог пада цене нафте на светском тржишту и ревидирања наниже претпоставке о расту те цене у периоду пројекције. Наиме, под утицајем сувише високе текуће и очекиване будуће понуде у односу на тражњу, цена нафте је снижена с преко 50 долара по барелу почетком октобра на испод 30 долара по барелу у јануару, што је смањење од преко 40%. Имајући то у виду, сада не очекујемо да ће цена нафте до краја 2017. прећи 45 долара по барелу, док смо раније предвиђали да би могла достићи близу 60 долара по барелу. На израженије дезинфлаторне притиске у односу на новембарску пројекцију упућује и поновни пад цена примарних пољопривредних производа и њихов нешто нижи очекивани раст у наредном периоду, као и ревидирање наниже пројекције инфлације у зони евра (просечна инфлација у 2016. коригована је са 1,1% на 0,8%). Ревидирали смо наниже и раст регулисаних цена у Србији за ову годину.

Мг. инфлација се у последњој години дана кретала у оквиру распона пројекције објављене у Извештају о инфлацији из фебруара 2015. године, али уз нешто веће одступање наниже од централне вредности пројекције у последња два тромесечја. Разлог томе су знатно ниже цене примарних производа (нафте и примарних пољопривредних производа) у последњој години дана у односу на тада претпостављене, а у мањој мери и нижи од очекиваног раст регулисаних цена у 2015. години.

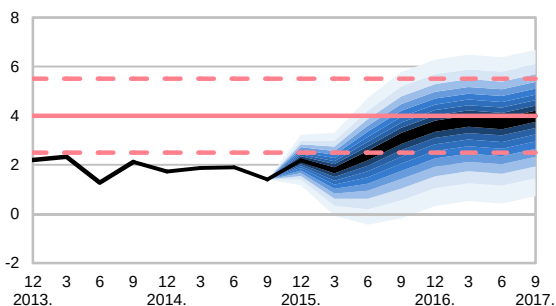
Графикон V.0.15. Остварење пројекције инфлације из фебруара 2015.
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

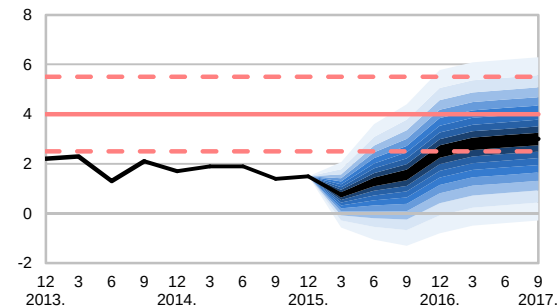
Графикон V.0.14. Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације

Новембарска пројекција
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

Фебруарска пројекција
(мг. стопе, у %)



Табела А
Индикатори екстерне позиције Србије

	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	I 2015.	II 2015.	III 2015.	IV 2015.	2015.
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ ЛИКВИДНОСТИ (у %)															
Девизне резерве/увоз робе и услуга (у месецима)	6,1	9,0	7,5	5,4	9,7	8,4	8,8	7,7	7,6	6,6	6,9	6,6	6,8	6,6 ^{а)}	6,6 ^{а)}
Девизне резерве/краткорочни дуг	177,0	265,1	250,6	162,6	220,6	191,2	299,8	240,2	269,7	316,3	339,5	325,6	335,5	303,4 ^{а)}	303,4 ^{а)}
Девизне резерве/БДП	23,3	36,9	32,7	24,2	34,6	33,6	36,1	34,5	32,7	29,7	32,0	31,5	32,1	31,4	31,4
Отплата дуга/БДП	5,0	10,3	10,3	10,7	12,8	12,0	12,4	13,0	13,2	14,1	12,3	10,6	11,5	11,6 ^{а)}	11,5 ^{а)}
Отплата дуга/извоз робе и услуга	19,8	36,2	37,5	37,5	48,8	37,5	37,3	36,0	32,6	32,6	25,1	21,7	24,5	25,8 ^{а)}	24,3 ^{а)}
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)															
Спољни дуг/БДП	59,3	58,5	59,0	62,3	72,7	79,0	72,2	80,9	75,1	77,3	81,2	81,1	80,2	80,3 ^{а)}	80,3 ^{а)}
Краткорочни дуг/БДП	13,2	13,9	13,1	14,9	15,7	17,6	12,0	14,3	12,1	9,4	9,4	9,7	9,6	10,4 ^{а)}	10,4 ^{а)}
Спољни дуг/извоз робе и услуга	234,9	205,7	214,3	218,9	276,9	247,1	216,5	223,6	184,7	178,1	181,9	176,5	171,3	169,8 ^{а)}	169,8 ^{а)}
ИНДИКАТОРИ ИЗПОЖЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКОМ РИЗИКУ (у %)															
Девизне резерве/М1	290,3	356,1	306,7	300,4	393,4	416,6	429,6	402,1	330,4	278,1	318,8	292,0	277,4	250,2	250,2
Девизне резерве/примарни новац	169,8	179,5	173,8	140,7	190,5	196,4	207,6	197,9	199,9	196,6	201,9	193,6	204,3	193,7	193,7
СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ)/БДП															
	70,8	77,4	80,1	82,6	69,0	79,8	82,7	89,8	92,6	97,7	110,1	106,9	102,1	100,0 ^{а)}	104,5 ^{а)}
МЕМОРАНДУМ: (у млн евра)															
БДП ^{а)}	21.103	24.435	29.452	33.705	30.655	29.766	33.424	31.683	34.263	33.319	7.234	8.178	8.595	9.030 ^{а)}	33.034 ^{а)}
Спољни дуг	12.520	14.291	17.382	20.982	22.272	23.509	24.123	25.645	25.738	25.741	26.689	26.494	26.292	26.513 ^{а)}	26.513 ^{а)}
Сервисирање спољног дуга	1.054	2.513	3.039	3.594	3.922	3.564	4.154	4.130	4.539	4.711	887	867	992	1.044 ^{а)}	3.790 ^{а)}
Девизне резерве НБС	4.922	9.020	9.634	8.162	10.602	10.002	12.058	10.915	11.189	9.907	10.515	10.293	10.511	10.378	10.378
Краткорочни дуг ^{а)}	951	968	1.044	1.832	1.843	1.752	601	455	196	102	164	185	220	301 ^{а)}	301 ^{а)}
Биланс текућих трансакција	-1.778	-2.356	-5.474	-7.126	-2.032	-2.037	-3.656	-3.671	-2.098	-1.985	-511	-284	-345	-451 ^{а)}	-1.590 ^{а)}

КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ (промена рејтинга и изгледа)	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.
	Јул/Мај	Феб.	Јул	Март/Дец.	Дец.	Нов.	Март	Авг.	Јул	Јан.	Дец.	Јан.
S&P	BB- /стабилан	BB- /позитиван	BB- /стабилан	BB- /негативан	BB- /стабилан		BB /стабилан	BB- /негативан				BB- /стабилан
Fitch	BB- /стабилан			BB- /негативан		BB- /стабилан	BB- /негативан		B+ /стабилан	B+ /позитиван		
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.

^{а)} Према методологији ЕСА 2010.

^{а)} Процена НБС.

^{а)} 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 (ВРМ6). Подаци за 2005. и 2006. приказани су према претходној методологији.

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

4. Од септембра 2010. измењена је методологија статистике спољног дуга тако да се у спољни дуг јавног сектора укључују обавезе по основу алокације SDR (492,6 млн евра), искоришћене у децембру 2009, док су из спољног дуга приватног сектора искључени кредити закључени пре 20. децембра 2000. по којима се не врше плаћања (996,2 млн евра, од чега се 431,1 млн евра односи на домаће банке, а 565,1 млн евра на домаћа предузећа).

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

Табела Б
Основни макроекономски индикатори

	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	I 2015.	II 2015.	III 2015.	IV 2015.	2015.
Реални раст БДП-а (у %) ¹⁾	5,5	4,9	5,9	5,4	-3,1	0,6	1,4	-1,0	2,6	-1,8	-1,8	0,9	2,2	1,3	0,8
Потрошачке цене (у % у односу на исти месец претходне године) ²⁾	17,7	6,6	11,0	8,6	6,6	10,3	7,0	12,2	2,2	1,7	1,9	1,9	1,4	1,5	1,5
Девизне резерве НБС (у млн евра)	4.922	9.020	9.634	8.162	10.602	10.002	12.058	10.915	11.189	9.907	10.515	10.293	10.511	10.378	10.378
Извоз робе и услуга (у млн евра) ³⁾	5.329	6.948	8.110	9.583	8.043	9.515	11.145	11.469	13.937	14.451	3.528	3.992	4.046	4.052 ⁶⁾	15.618 ⁶⁾
- стопа раста у % у односу на претходну годину	19,1	30,4	-	18,2	-16,1	18,3	17,1	2,9	21,5	3,7	6,8	9,2	9,1	7,1 ⁶⁾	8,1 ⁶⁾
Увоз робе и услуга (у млн евра) ³⁾	9.612	11.970	15.468	18.267	13.099	14.244	16.487	16.992	17.782	18.096	4.438	4.754	4.728	4.978 ⁶⁾	18.899 ⁶⁾
- стопа раста у % у односу на претходну годину	0,7	24,5	-	18,1	-28,3	8,7	15,7	3,1	4,7	1,8	7,2	3,9	1,9	5,0 ⁶⁾	4,4 ⁶⁾
Текући рачун платног биланса ³⁾ (у млн евра)	-1.778	-2.356	-5.474	-7.126	-2.032	-2.037	-3.656	-3.671	-2.098	-1.985	-511	-284	-345	-451 ⁶⁾	-1.590 ⁶⁾
у % БДП-а	-8,4	-9,6	-18,6	-21,1	-6,6	-6,8	-10,9	-11,6	-6,1	-6,0	-7,1	-3,5	-4,0	-5,0 ⁶⁾	-4,8 ⁶⁾
Незапосленост по Анкети (у %)	20,8	20,9	18,1	13,6	16,1	19,2	23,0	23,9	22,1	19,4 ⁷⁾	19,2	17,9	16,7		
Зараде (просечне за период, у еврима)	209,7	260,0	347,1	400,5	337,4	330,1	372,5	364,5	388,6	379,3	344,0	371,3	372,5	384,3	368,0
Републички буџетски суфицит/дефицит (у % БДП-а) ⁴⁾	0,5	-1,7	-1,6	-1,7	-3,2	-3,4	-4,0	-5,9	-5,2	-6,3	-2,4	-0,5	-0,8	-7,3	-2,9
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а) ⁴⁾	1,2	-1,5	-1,9	-2,6	-4,4	-4,6	-4,8	-6,8	-5,5	-6,6	-2,4	-1,4	-1,5	-8,9	-3,7
Јавни дуг Републике Србије (централни ниво државе, у % БДП-а)	50,2	35,9	29,9	28,3	32,8	41,8	45,4	56,2	59,6	70,4	74,6	73,2	72,9	75,6	75,6
Курс динара према долару (просек у периоду)	66,87	67,03	58,39	55,76	67,47	77,91	73,34	88,12	85,17	88,54	108,15	108,86	108,06	110,30	108,85
Курс динара према долару (крај периода)	72,22	59,98	53,73	62,90	66,73	79,28	80,87	86,18	83,13	99,46	111,42	107,73	106,49	111,25	111,25
Курс динара према евра (просек у периоду)	82,99	84,11	79,96	81,44	93,95	103,04	101,95	113,13	113,14	117,31	121,50	120,44	120,21	120,85	120,73
Курс динара према евра (крај периода)	85,50	79,00	79,24	88,60	95,89	105,50	104,64	113,72	114,64	120,96	120,22	120,60	119,75	121,63	121,63
МЕМОРАНДУМ:															
БДП (у млн евра) ⁵⁾	21.103	24.435	29.452	33.705	30.655	29.766	33.424	31.683	34.263	33.319	7.234	8.178	8.595	9.030 ⁶⁾	33.034 ⁶⁾

¹⁾ У сталним ценама претходне године.

²⁾ Цене на мало до 2006. године.

³⁾ Од 2007. подаци о извозу и увозу робе и услуга су усклађени са смерницама садржаним у Приручнику за израду платног биланса и међународне инвестиционе позиције бр. 6 ММФ-а (BPM6) 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 судате према специјалном систему трговине. Размена с Црном Гором регистрована је према припадајућим трансакцијама од 2003. године.

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

⁵⁾ Према методологији ЕСА 2010.

⁶⁾ Процена НБС.

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

Напомене:

1. Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.

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

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

Списак графика и табела

Графикони

III.0.1.	Кретање цена	8
III.0.2.	Допринос м. стопи раста потрошачких цена	8
III.0.3.	Допринос тромесечној стопи раста потрошачких цена	8
III.0.4.	Допринос тромесечној стопи раста произвођачких цена	10
III.0.5.	Домаћа инфлација и екстерне цене	10
III.0.6.	Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред	13
III.0.7.	Очекивана инфлација за две године унапред	13
III.0.8.	Циљана инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред – финансијски сектор	14
III.0.9.	Очекивања предузећа у погледу промене цена њихових инпута и производа и услуга	14
IV.1.1.	Динарска ликвидност	17
IV.1.2.	Кретање каматних стопа	18
IV.1.3.	Крива приноса на међубанкарском тржишту новца	18
IV.1.4.	Примарно тржиште државних ХоВ у динарима – коефицијент реализације и учешће страних инвеститора	18
IV.1.5.	Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ	19
IV.1.6.	Кретање каматних стопа на динарске кредите и депозите привреди и становништву	19
IV.1.7.	Кретање каматних стопа на девизне кредите и депозите привреди и становништву	19
IV.1.8.	Показатељ премије ризика – <i>EMBI</i> по земљама	22
IV.1.9.	Приноси на еврообвезнице земаља у региону	22
IV.1.10.	Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала	23
IV.1.11.	Структура финансијског биланса	23
IV.1.12.	Финансијски кредити резидената – промена нето задужења	24
IV.1.13.	Кретање курса динара према долару и међувалутни однос евра према долару	24
IV.1.14.	Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту	25
IV.1.15.	Краткорочна волатилност курса динара према евр	25
IV.1.16.	Кретање курсева одређених националних валута према евр	25
IV.1.17.	Индекс <i>BELEX15</i> и промет на Београдској берзи	26
IV.1.18.	Кретање берзанских индекса у региону	27
IV.2.1.	Монетарни агрегати и потрошачке цене	27
IV.2.2.	Доприноси м. расту M2, секторска структура	28
IV.2.3.	Доприноси расту M3	28
IV.2.4.	Кредитна активност и БДП	29
IV.2.5.	Структура новоодобрених кредита привреди	30
IV.2.6.	Утицај појединих фактора на промену кредитних стандарда у одобравању кредита и кредитних линија предузећима	30
IV.2.7.	Структура новоодобрених кредита становништву	31
IV.2.8.	Утицај појединих фактора на промену кредитних стандарда у одобравању кредита и кредитних линија становништву	31
IV.2.9.	Учешће динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву	32
IV.2.10.	Учешће <i>NPL</i> у укупним кредитима, бруто принцип	32
IV.3.1.	Индекси цена непокретности <i>DOMex</i> и број прометованих непокретности	32
IV.3.2.	Индекси броја издатих дозвола новоградње	33
IV.4.1.	Доприноси м. стопи раста БДП-а – расходна страна	34
IV.4.2.	Потрошња домаћинства	34
IV.4.3.	Потрошња државе	34
IV.4.4.	Извоз и увоз робе и услуга	35
IV.4.5.	Кретање показатеља екстерне тражње и базичног извоза Србије	36
IV.4.6.	Извоз услуга	36
IV.4.7.	Кретање главних компоненти увоза	36
IV.4.8.	Увоз енергената	37
IV.4.9.	Робна размена у еврима	37

IV.5.1.	Кретање показатеља економске активности	40
IV.5.2.	Физички обим производње по гранама прерађивачке индустрије	41
IV.5.3.	Физички обим производње у енергетици и рударству	41
IV.5.4.	Доприноси мг. расту физичког обима индустријске производње	41
IV.6.1.	Кретање реалне нето зараде	42
IV.6.2.	Однос просечне номиналне нето зараде у јавном сектору и ван јавног сектора	43
IV.6.3.	Кретање реалне нето зараде	43
IV.6.4.	Кретање продуктивности, бруто реалних зарада и јединичних трошкова рада у индустрији	43
IV.6.5.	Показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази	44
IV.7.1.	Кретање БДП-а и показатеља економске активности зоне евра	45
IV.7.2.	Водећи показатељи сектора производње по земљама – <i>PMI Manufacturing</i>	46
IV.7.3.	Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2015. и 2016. ММФ-а	46
IV.7.4.	Водећи економски показатељи у САД	47
IV.7.5.	Кретања на тржишту рада у САД	47
IV.7.6.	Кретање хармонизованог индекса потрошачких цена по земљама	49
IV.7.7.	Дугорочна тржишна инфлациона очекивања у зони евра	49
IV.7.8.	Кретање референтних стопа по земљама	50
IV.7.9.	Принос на десетогодишње обвезнице по земаљама	50
IV.7.10.	Имплицитна волатилност међународног финансијског тржишта	51
IV.7.11.	Кретање курсева одређених националних валута према долару	51
IV.7.12.	Кретање цена нафте и бакра	51
IV.7.13.	Индекс светских цена хране	52
V.0.1.	Индекс монетарних услова	58
V.0.2.	Реална каматна стопа	58
V.0.3.	Фискална кретања	59
V.0.4.	Производни јаз	59
V.0.5.	Претпоставка о инфлацији у зони евра	60
V.0.6.	Претпоставка о кретању светских цена примарних пољопривредних производа	61
V.0.7.	Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент	61
V.0.8.	Краткорочна пројекција инфлације	62
V.0.9.	Пројекција инфлације	63
V.0.10.	Пројекција компоненти инфлације	63
V.0.11.	Утицај РМТП на кретање цена хране	64
V.0.12.	Пројекција раста БДП-а	67
V.0.13.	Поређење текуће с претходном пројекцијом раста БДП-а	68
V.0.14.	Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације	69
V.0.15.	Остварење пројекције инфлације из фебруара 2015.	69

Табеле

III.0.1.	Раст потрошачких цена по компонентама	7
III.0.2.	Показатељи раста цена	9
IV.2.1.	Монетарни агрегати	28
IV.4.1.	Показатељи кретања инвестиција	35
IV.5.1.	Годишњи раст и доприноси расту БДП-а	40
IV.6.1.	Кретања формалне запослености и незапослености	44
IV.7.1.	Процена привредног раста по земљама	47
V.0.1.	Претпоставке пројекције	60
V.0.2.	Пројекције главних макроекономских показатеља за Србију	65

Табеле

Табела А. Индикатори екстерне позиције Србије	70
Табела Б. Основни макроекономски индикатори	71

Графикони у освртима

О.1.1. Број европских земаља чија инфлација је испод циља, од укупно 36 које су у режиму циљања инфлације	11
О.1.2. Инфлација и циљ по земљама у децембру 2015.	11
О.2.1. Перципирана и очекивана инфлација становништва	16
О.3.1. Кретање каматних стопа на кредите становништву и привреди – новоодобрени послови и стања по постојећим пословима	21
О.4.1. Новоодобрени инвестициони кредити и СДИ	39

Табеле у освртима

О.4.1. Показатељи инвестиција у 2015.	38
---------------------------------------	----

Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе

2015. година

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

2016. година

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

Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије

Саопштење са седнице Извршног одбора, 10. 12. 2015.

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је на данашњој седници да референтну каматну стопу задржи на постојећем нивоу од 4,5 одсто.

Доносећи одлуку о задржавању референтне стопе, Извршни одбор је имао у виду присутне неизвесности, које се у овом тренутку највише односе на међународно окружење. Пре свега је неизвесна реакција тржишних учесника на очекивано повећање референтне каматне стопе ФЕД-а и њени ефекти на робна и финансијска тржишта, посебно на токове капитала према земљама у успону. С друге стране, чињеница да је Европска централна банка у децембру додатно ублажила монетарну политику и продужила трајање нестандартних мера монетарне политике до марта 2017. допринеће ублажавању ових ефеката.

При доношењу одлуке, Извршни одбор је узео у обзир и могућ утицај сезонских фактора на кретање ликвидности у вези са увозом енергената у зимском периоду и динамиком извршења фискалних расхода. Међутим, напредак у фискалној консолидацији и смањење спољне неравнотеже, уз повољне екстерне услове финансирања, допринеће релативној стабилности динара у средњем року. Процењује се да ће ове године фискални дефицит бити нижи за око 40 одсто, а текући дефицит платног биланса за око четвртину у односу на прошлу годину и у целини покривен страним директним инвестицијама. Очекивано постепено смањење унутрашње и спољне неравнотеже у наредним годинама повећаће отпорност Србије на шокове у међународном окружењу.

Извршни одбор је оценио да ће инфлаторни притисци и у наредном периоду бити ниски услед домаћих и глобалних фактора. Међугодишња инфлација је испод циља Народне банке Србије и у октобру је износила 1,4 одсто, а инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде налазе се испод циља за инфлацију од 4,0 одсто и за једну и за две године унапред. Повратак инфлације у границе циља очекује се у другој половини наредне године.

С обзиром на то да доминирају ризици у вези с кретањима на међународном робном и финансијском тржишту, степен експанзивности монетарне политике Народне банке Србије у наредном периоду зависиће пре свега од процене њиховог потенцијалног инфлаторног утицаја.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће бити донета одлука о референтној каматној стопи одржаће се 12. јануара 2016.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 12. 1. 2016.

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је на данашњој седници да референтну каматну стопу задржи на постојећем нивоу од 4,5 одсто.

Доносећи одлуку о задржавању референтне каматне стопе, Извршни одбор је имао у виду присутне неизвесности у међународном окружењу. Са почетком нормализације монетарне политике ФЕД-а, неизвесност се сада односи на темпо и обим повећања референтне каматне стопе током 2016. године, који ће у највећој мери одредити кретања на робним и финансијским тржиштима и токове капитала према земљама у успону. С друге стране, ублажавању ових ефеката допринеће Европска централна банка која је у децембру додатно повећала експанзивност монетарне политике и продужила трајање нестандартних мера до марта 2017. године. Уз јаке геополитичке тензије, неизвесност у међународном окружењу повећавају и турбуленције на финансијском тржишту и успоравање раста у Кини.

Међутим, повећању отпорности домаће економије на присутне ризике из међународног окружења у великој мери доприносе постигнути резултати у области фискалне консолидације и обезбеђења одрживости јавних финансија, унапређења пословног и инвестиционог амбијента, као и смањење спољне неравнотеже.

Извршни одбор је оценио да ће инфлаторни притисци и у наредном периоду бити ниски. Међугодишња инфлација је испод циља Народне банке Србије, а инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде и даље се налазе испод његове централне вредности од 4%, не само за једну, већ и за две године унапред. У правцу одржавања ниске инфлације делују ниске цене примарних производа, нарочито нафте, генерално ниска инфлација у међународном окружењу, рестриктивна фискална политика, као и још увек ниска агрегатна тражња, на коју би могло да утиче и успоравање глобалног раста. И поред присутних ризика, очекујемо постепен раст инфлације и њен повратак у границе циља у другој половини ове године, чему ће допринети и досадашње ублажавање монетарне политике.

С обзиром да неизвесност у погледу кретања инфлације превасходно потиче из међународног окружења, степен експанзивности монетарне политике Народне банке Србије у наредном периоду зависиће пре свега од процене инфлаторног утицаја који би могла да имају дешавања на међународним робним и финансијским тржиштима.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће бити донета одлука о референтној каматној стопи одржаће се 11. фебруара 2016.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 11. 2. 2016.

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је на данашњој седници да референтну каматну стопу смањи за 0,25 процентних поена, тако да она од данас износи 4,25 одсто.

Истовремено, Извршни одбор је на данашњој седници усвојио и измену Одлуке о каматним стопама Народне банке Србије, којом је смањен коридор каматних стопа у односу на референтну каматну стопу са $\pm 2,0$ одсто на $\pm 1,75$ одсто. Та мера, по оцени Извршног одбора, допринеће даљој стабилизацији каматних стопа на међубанкарском новчаном тржишту, постепеном смањењу распона између извршне и репо стопе и јачању трансмисије кроз канал каматних стопа.

Одлука Извршног одбора да смањи референтну каматну стопу опредељена је очекиваним ниским инфлаторним притисцима по основу већине домаћих фактора, али и нижим трошковним притисцима и притисцима на страни тражње из међународног окружења. Све извесније успоравање раста појединих земаља у успону, пре свега Кине, могло би имати негативне ефекте на глобалну тражњу и привредни раст, посебно на брзину опоравка зоне евра, нашег најзначајнијег трговинског партнера. На смањење инфлаторних притисака делује и даљи пад светске цене нафте и других примарних производа и њихов нижи очекивани раст у наредном периоду. У таквим околностима могуће је и да ће се нормализација монетарне политике ФЕД-а одвијати споријом динамиком него што се претходно очекивало. Поред тога, монетарна политика Европске централне банке додатно је ублажена у децембру, а најављена је и могућност увођења нових експанзивних мера у марту.

Извршни одбор је оценио да ће до умереног раста међугодишње инфлације доћи од средине године и да би она крајем ове или почетком наредне године требало да се врати у границе дозвољеног одступања од циља.

Народна банка Србије ће наставити пажљиво да прати кретања у међународном окружењу и да, као и до сада, користи све расположиве мере како би инфлација остала ниска и стабилна, што је, уз очување стабилности финансијског система и релативно стабилан девизни курс, услов за убрзан, али одржив привредни раст. Ублажавању евентуалних екстерних шокова битно доприносе и постигнути резултати у области фискалне консолидације и одрживости јавних финансија, унапређења пословног и инвестиционог амбијента и смањења спољне неравнотеже.

Народна банка Србије очекује да ће наставак ублажавања монетарне политике бити праћен даљим падом каматних стопа на кредите и наставком започетог опоравка кредитне активности, што ће допринети и већим инвестицијама.

Извршни одбор је усвојио фебруарски Извештај о инфлацији, који ће бити представљен јавности у петак, 19. фебруара.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће бити донета одлука о референтној каматној стопи одржаће се 17. 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