



Народна банка Србије

2016
мај

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

2016
мај

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.

Мајски *Извештај о инфлацији* размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 17. маја 2016. године.

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

Извршни одбор Народне банке Србије:

Јоргованка Табаковић, гувернер

Ана Глигоријевић, вицегувернер

Веселин Пјешчић, вицегувернер

Диана Драгутиновић, вицегувернер

Ђорђе Јевтић, директор Управе за надзор над финансијским институцијама

**СКРАЋЕНИЦЕ КОРИШЋЕНЕ
У ОВОМ ИЗВЕШТАЈУ**

БДП – бруто домаћи производ

б.п. – базни поен

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

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

П – полугодиште

п.п. – процентни поен

СДИ – стране директне инвестиције

SDR – специјална права вучења

Т – тромесечје

Не наводе се друге општепознате скраћенице.

Садржај

I. Резиме	1
II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији	5
III. Кретање инфлације	7
IV. Детерминанте инфлације	13
1. Кретања на финансијском тржишту	13
<i>Осврт 1: Прилив капитала у Србију и остале земље региона</i>	19
2. Новац и кредити	23
3. Тржиште непокретности	29
4. Агрегатна тражња	30
<i>Осврт 2: Прилив СДИ као ослонац раста робног извоза</i>	35
5. Економска активност	37
6. Кретања на тржишту рада	40
7. Међународно окружење	42
<i>Осврт 3: Утицај базног ефекта цена хране и енергије на међугодишњу инфлацију у наредном периоду</i>	50
V. Пројекција инфлације	53
Табела А. Индикатори екстерне позиције Србије	67
Табела Б. Основни макроекономски индикатори	68
Списак графикана и табела	69
Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе	72
Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије	73

I. Резиме

Као и у претходном периоду, инфлаторни притисци остали су ниски у првом тромесечју како по основу већине домаћих фактора, тако и по основу ниских трошковних притисака из међународног окружења услед снижене цене нафте и примарних пољопривредних производа на светском тржишту и генерално ниске инфлације у међународном окружењу. У складу са очекивањима изнетим у фебруарском Извештају о инфлацији, међугодишња инфлација је наставила да се креће испод доње границе дозвољеног одступања од циља. Иако је у јануару повећана на 2,4%, што је пре свега резултат ниске прошлогодишње базе, од фебруара је на силазној путањи и у априлу је износила 0,4%, што ће, по нашој процени, бити њен овогодишњи најнижи ниво.

Дешавања у међународном окружењу почетком године и даље је карактерисала неизвесност на међународном финансијском тржишту услед различитих монетарних политика водећих централних банака и ребалансирања кинеске привреде, као и на тржишту примарних производа. Лошији изгледи за глобални привредни раст и још нижа пројектована инфлација за наредни период утицали су на одлуку Европске централне банке да додатно ублажи монетарну политику у марту, а на Систем федералних резерви да најави спорију динамику повећања референтне каматне стопе, након чега је неизвесност на међународном финансијском тржишту смањена. Под утицајем поменутих глобалних фактора, премије ризика Србије и других земаља региона почетком године бележиле су раст, али је након реакције Европске централне банке и Система федералних резерви уследио њихов пад.

Депрецијацијски притисци на динар присутни су од краја 2015. На то је у највећој мери утицала повећана неизвесност на међународном финансијском тржишту, као и релативно висока тражња за девизама на домаћем тржишту због сезонски повећаног плаћања увоза енергената, а делом и због сервисирања кредитних обавеза према иностранству. С друге стране, бољи извозни резултати и прилив страних директних инвестиција, који сведочи о повољној перцепцији инвеститора о дугорочним улагањима у Србију, доприносили су ублажавању притисака на динар.

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

Кретања у међународном окружењу почетком ове године обележили су лошији изгледи за глобални привредни раст, повећана неизвесност на међународном финансијском и робном тржишту и последична реакција водећих централних банака у правцу наставка вођења експанзивне монетарне политике.

Депрецијацијски притисци започети крајем претходне године били су присутни и у првим месецима ове године.

Задржавање постојећег степена експанзивности монетарне политике било је пре свега опредељено досадашњим ублажавањем монетарне политике и дешавањима у међународном окружењу.

Након што је у фебруару смањена на 4,25%, референтна каматна стопа у наредним месецима није мењана. И поред ниских инфлаторних притисака, опрезност у вођењу монетарне политике наметала су дешавања у међународном окружењу. Такође, Извршни одбор Народне банке Србије је оценио да постојећи степен експанзивности монетарне политике обезбеђује ниску и стабилну инфлацију у средњем року, уз опоравак економске активности. Захваљујући ублажавању монетарне политике у претходном периоду, пад каматних стопа на тржишту новца и кредита настављен је током првог тромесечја, што би, уз очекивано убрзање привредног раста, требало да допринесе и наставку раста кредитне активности. 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 неизвесности из међународног окружења.

Смањење фискалне неравнотеже се наставља, што доприноси одрживости јавних финансија и већој отпорности Србије на екстерне потресе...

Побољшање фискалних изгледа настављено је почетком 2016, вођено углавном одрживим повећањем наплате пореских прихода. Консолидовани буџетски дефицит у првом тромесечју износио је око 1,7% бруто домаћег производа и био је за готово четвртину нижи него у истом периоду прошле године и знатно нижи од горње границе предвиђене споразумом с Међународним монетарним фондом. Имајући у виду повољна фискална кретања од почетка године, процењујемо да ће консолидовани буџетски дефицит у 2016. бити нижи него у 2015.

...и праћено је наставком смањења екстерне неравнотеже.

Спољнотрговинска неравнотежа је наставила да се смањује и у току ове године, пре свега захваљујући инвестицијама у разменљиве секторе током 2015, нижој цени нафте на светском тржишту и опоравку екстерне тражње. Због знатно бржег раста извоза од увоза робе и услуга, дефицит текућег рачуна за прво тромесечје више него упола је нижи у односу на исти период претходне године и износи 3,3% бруто домаћег производа. Ниже учешће дефицита текућег рачуна у поређењу с претходном годином и пуна покривеност нето приливом страних директних инвестиција очекују се и у наредном периоду. Наставак смањења екстерне и интерне неравнотеже, према оцени агенције *Moody's*, која је у марту поправила изгледе за побољшање кредитног рејтинга, могао би да у наредном периоду резултира и поправљањем кредитног рејтинга.

Позитивна кретања у индустрији из претходне године настављена су и у текућој години, на шта су повољно утицале инвестиције у разменљиве секторе током 2015. и повећана екстерна тражња. О томе сведочи наставак раста активности и извоза у преко три четвртине области прерађивачке индустрије. То је, уз наставак раста у грађевинарству, у највећој мери убрзало десезонирани раст бруто домаћег производа на 1,7% у првом тромесечју. Према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, снажан раст од 3,5% забележен је и на међугодишњем нивоу.

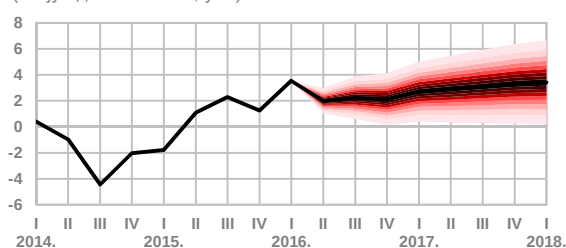
Према нашој процени, бруто домаћи производ ће у 2016. убрзати раст на 2,25–2,5%, што је ревизија навише у односу на претходну пројекцију, захваљујући првенствено повољнијим кретањима у прерађивачкој индустрији, грађевинарству и појединим услужним секторима. Посматрано с расходне стране, кретања у спољнотрговинској активности од почетка године повољнија су од очекиваних, што би требало да резултира и позитивним уместо неутралним доприносом нето извоза у 2016. Даљи снажан раст очекује се и код инвестиција услед наставка интензивне реализације инфраструктурних пројеката и повољнијег инвестиционог амбијента, којем доприносе и нижи трошкови пословања по основу камата за кредите и ниже цене енергената. Поред тога, кретања од почетка године указују и на то да би допринос потрошње домаћинства могао бити нешто виши у односу на раније очекивани.

Међугодишња инфлација би од маја требало да започне раст и врати се у границе циља почетком следеће године. Након тога, очекујемо да ће се стабилизovati на нивоу који је нешто виши од 3,0%. На такво кретање инфлације утицаће ниска база код цена нафтних деривата и воћа и поврћа, очекивани даљи опоравак светских цена примарних производа, раст агрегатне тражње у Србији, као и постепено повећање инфлације у међународном окружењу, тј. зони евра. Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације односи се пре свега на кретање цена нафте и примарних пољопривредних производа на светском тржишту, као и на даља дешавања на међународном финансијском тржишту. У одређеној мери, ризик у погледу остварења пројекције представља и раст регулисаних цена ове године, као и успешност овогодишње пољопривредне сезоне.

Раст бруто домаћег производа је и у првом тромесечју знатно убрзан и, посматрано с производне стране, био је вођен позитивним кретањима у индустрији и грађевинарству, а с расходне нето извозом.

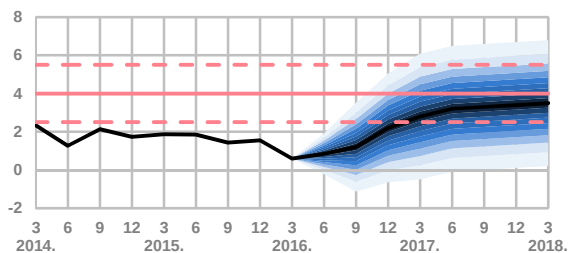
Опоравак економске активности требало би да се убрза у овој години на 2,25–2,5%, а у 2017. на око 3,0% и да буде вођен инвестицијама и извозом.

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



Према нашој новој пројекцији, међугодишња инфлација би од маја требало да отпочне умерен раст и врати се у границе циља почетком следеће године, након чега ће се до краја периода пројекције кретати на нивоу који је нешто виши од 3,0%.

Пројектована инфлација
(међугодишње стопе, у %)



Нижа текућа пројекција инфлације за 2016. годину у односу на претходну последица је пре свега ниже пројекције инфлације у зони евра, додатног пада цена примарних пољопривредних производа на светском тржишту током првог тромесечја, као и споријег од очекиваног раста цена воћа и поврћа од почетка године.

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

Нова пројекција инфлације благо је нижа у 2016. и благо виша у 2017. у односу на пројекцију објављену у фебруарском Извештају о инфлацији, док је распон пројекције остао симетричан. Нижа очекивана инфлација ове године последица је пре свега ревизије наниже инфлације у зони евра у 2016. години, додатног пада цена примарних пољопривредних производа на светском тржишту у току првог тромесечја и споријег од очекиваног раста цена воћа и поврћа од почетка године. Разлог благе ревизије навише инфлације у 2017. години је у највећој мери бржи раст светских цена примарних производа од претходно очекиваног и убрзанији опоравак економске активности, који за собом повлачи брже затварање негативног производног јаза и смањење дезинфлаторних притисака по том основу.

С обзиром на то да ће и у наредном периоду инфлаторни притисци бити релативно ниски, монетарна политика Народне банке Србије требало би да остане експанзивна. Даље ублажавање монетарне политике зависиће од процене Извршног одбора у погледу јачине инфлаторних, односно дезинфлаторних ефеката фактора инфлације, пре свега кретања на међународном робном и финансијском тржишту.

II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији

Након што је у фебруару 2016. смањена на 4,25%, референтна каматна стопа у наредним месецима није мењана.

Задржавање референтне каматне стопе било је опредељено дешавањима у међународном окружењу, које и даље карактерише неизвесност на финансијском и робном тржишту. Неизвесност је посебно изражена у погледу кретања цена нафте и других примарних производа на светском тржишту, геополитичких ризика, као и различитих монетарних политика водећих централних банака. Такође, оцењено је да постојећи степен експанзивности монетарне политике обезбеђује ниску и стабилну инфлацију у средњем року, уз постепен опоравак економске активности.

Успоравање светске привреде и постепена нормализација монетарне политике ФЕД-а могли би да се одразе на смањену спремност инвеститора да преузимају ризик, а тиме и на токове капитала према земљама у успону, па и Србији. С друге стране, побољшани макроекономски фундаменти Србије, захваљујући смањењу унутрашње и спољне неравнотеже, као и експанзивна монетарна политика ЕЦБ-а, која је додатно ублажена у марту, требало би да смање ризике из међународног окружења.

У периоду од фебруарског Извештаја о инфлацији м.г. инфлација је остала ниска и кретала се испод доње границе дозвољеног одступања од циља, док је раст економске активности убрзан. Фебруарска пројекција је предвиђала нешто спорији повратак инфлације у границе циља у односу на претходно очекивани, пре свега због пада цена примарних производа на светском тржишту. Инфлација је, према тој пројекцији, требало да се врати у границе циља крајем ове или почетком наредне године, а затим да настави кретање на нивоу од око 3%. Постепен пораст инфлације током 2017. године очекивао се као резултат слабљења дезинфлаторних притисака услед очекиваног раста светских цена примарних производа, постепеног раста домаће тражње и инфлације у међународном окружењу. Ризици остварења пројекције инфлације односили су се првенствено на факторе из екстерног окружења, тј. на даља кретања на међународном робном и финансијском тржишту. Када је у питању пројекција економске активности, очекивало се да БДП у 2016. убрза раст на 1,8%, а у 2017. на 2,2% и да у највећој мери буде подстакнут инвестицијама.

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 фебруара 2016, када је одлучио да је смањи за 25 б.п. (на 4,25%), није мењао висину референтне каматне стопе. Такве одлуке Извршни одбор је доносио имајући у виду пре свега неизвесност у међународном окружењу и очекиване ефекте досадашњег смањења референтне каматне стопе на кретање инфлације у наредном периоду.

Међународно окружење је карактерисала неизвесност у погледу кретања цена примарних производа, пре свега нафте. Иако је цена нафте на светском тржишту, услед велике понуде и слабе тражње, и даље била на релативно ниском нивоу, њено колебање је повећано, претежно због различитих најава да би средином априла могао бити постигнут споразум земаља произвођача о ограничавању производње. Истовремено, кретање цене нафте и других примарних производа било је у великој мери под утицајем вести о успоравању привредног раста Кине и појединих земаља у успону

и ефекта тог успоравања на раст светске привреде. Неизвесност у међународном окружењу изазвале су и геополитичке тензије, пре свега на Блиском истоку.

Успоравање светске привреде и повећање референтне каматне стопе ФЕД-а могли би да се одразе на смањену спремност инвеститора да преузимају ризик, а тиме и на токове капитала према земљама у успону, па и Србији. Иницијални корак ФЕД-а ка нормализацији монетарне политике у децембру уздрмао је финансијска тржишта, али није знатније погоршао финансијске услове за земље у успону. Иако је ФЕД у марту сигнализирao спорију нормализацију монетарне политике у односу на најаву из децембра, извесно је да ће у наредном периоду наставити постепено да повећава референтну каматну стопу у зависности од

економских кретања која тржишни учесници не могу да предвиде. Зато би њихова реакција и прилагођавање глобалног финансијског система на нормализацију финансијских услова могли бити нагли и као такви представљати изазов за земље у успону. У случају Србије, побољшани макроекономски фундаменти, захваљујући смањењу унутрашње и спољне неравнотеже, као и експанзивна монетарна политика ЕЦБ-а, која је додатно ублажена у марту, требало би да смање ризике из међународног окружења.

Извршни одбор је оценио да постојећи степен експанзивности монетарне политике обезбеђује ниску и стабилну инфлацију у средњем року, уз постепен опоравак економске активности. Стога је Народна банка Србија задржала опрезну монетарну политику.

III. Кретање инфлације

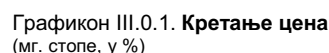
Kao i u prethodnom periodu, inflatorni pritisci ostali su niski u T1 kako po osnovu većine domaćih faktora, tako i po osnovu snižene cene nafte i primarnih poljoprivrednih proizvoda na svetском тржишту, kao i генерално ниске инфлације у међународном окружењу, посебно у зони евра, нашем најзначајнијем спољнотрговинском партнеру. На нивоу тромесечја забележен је раст цена, који је, посматрано по компонентама, у највећој мери био резултат сезонског поскупљења непрерађене хране.

Захваљујући ниској инфлацији и ниским очекиваним инфлаторним притисцима, инфлациона очекивања свих сектора и даље се крећу у границама циља, осим у случају привреде, која очекује да ће инфлација у априлу 2017. бити испод доње границе циља.

Кретање инфлације у Т1

У складу са очекивањима изнетим у фебруарском Извештају о инфлацији, м.г. инфлација је у Т1 наставила да се креће испод доње границе дозвољеног одступања од циља. Иако је у јануару забележила раст на 2,4%, што је пре свега резултат ниске прошлогодишње базе,¹ м.г. инфлација је од фебруара поново опала и тромесечје завршила на нивоу од 0,6%.

Кретање инфлације испод доње границе дозвољеног одступања од циља у највећој мери је условљено ниским ценама примарних производа, на шта указује пад цена нафтних деривата у претходној години дана (допринос м.г. инфлацији у марту $-0,5$ п.п.), као и стагнација цена индустријско-прехрамбених производа ($0,0$ п.п.), услед ниских цена сировина, тј. примарних пољопривредних производа. На снижавање м.г. инфлације у Т1 утицале су и цене воћа и поврћа (са $-0,7$ п.п. у марту). У претходном периоду дезинфлаторно су деловале и инфлација у зони евра и



Извор: РЗС и прерачун НБС.

¹ Видети Осврт 3, стр. 50.

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

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

Извор: РЗС и прерачун НБС.

агрегатна тражња, што се одражава у релативно ниској базној инфлацији (1,7% м. у марту, допринос 0,7 п.п.). С друге стране, као последица ранијег поскупљења електричне енергије и цигарета, допринос регулисаних цена м. инфлацији износио је 1,1 п.п. у марту.

Посматрано на тримесечном нивоу, потрошачке цене су у Т1 порасле 0,4%, што је било незнатно ниже од наших очекивања. Тај раст је, у складу с нашим очекивањима, био одређен ценама хране, претежно сезонским поскупљењем непрерађене хране, док су цене енергије, услуга и индустријских производа без хране и енергије смањене.

Након што је у П2 2015. био негативан, допринос цена хране и безалкохолних пића тримесечној инфлацији постао је у Т1 позитиван (0,8 п.п.). **Непрерађена храна** је поскупела 5,5% (допринос инфлацији 0,6 п.п.), првенствено због сезонског поскупљења поврћа (15,5%, допринос 0,6 п.п.). И цене воћа су порасле, али у мањој мери (6,9%, допринос 0,1 п.п.), док је свеже месо појефтињило (3,6%, допринос -0,1 п.п.). Поскупљење **прерађене хране** износило је 0,9% (допринос 0,2 п.п.) и било је подстакнуто растом цене млека и млечних производа.

Као последица даљег пада цене нафте на светском тржишту крајем прошле и почетком ове године, цене нафтних деривата на домаћем тржишту у Т1 наставиле су да падају треће тримесечје заредом (4,1%, допринос инфлацији -0,2 п.п.). Отуда су у марту биле 10% ниже него годину дана раније. Појефтињење **нафтних деривата**, уз релативно непромењене цене електричне енергије, гаса и огрева, резултирало је падом цена и у оквиру групе **енергија** (1,4%, допринос инфлацији -0,2 п.п.).

Цене услуга су у Т1 снижене 0,5% (допринос инфлацији -0,1 п.п.). Таквим ценовним кретањима највише је допринело сезонско појефтињење туристичких пакет-аранжмана (21,5%, допринос -0,2 п.п.), док је у супротном смеру деловало поскупљење претплате за кабловску телевизију (5,3%, допринос 0,1 п.п.). Промене цена осталих услуга биле су незнатне.

У Т1 су опале и цене **индустријских производа без хране и енергије** (0,2%, допринос инфлацији -0,1 п.п.), највише услед сезонског појефтињења одеће и обуће.

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



Базна инфлација (мерена ИПЦ-ом по искључењу цена енергије, хране, алкохола и цигарета) у Т1 је исказала пад од 0,4%. На тај пад су утицала смањења цена туристичких пакет-аранжмана и одеће и обуће, док је у супротном смеру деловало поскупљење претплате за кабловску телевизију. Посматрано на мг. нивоу, базна инфлација се од августа 2014. креће испод доње границе дозвољеног одступања од циља и у марту је износила 1,7%.

Регулисане цене су у Т1 остале готово непромењене. Оне су порасле свега 0,1%, чиме је њихов допринос тромесечној инфлацији био неутралан. На крају Т1 биле су за 5,6% више него годину дана раније (допринос мг. инфлацији 1,1 п.п.), што је првенствено последица поскупљења електричне енергије и цигарета у последњој години дана (по 0,6 п.п.).

Произвођачке и екстерне цене

Цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште незнатно су опале у Т1 (0,3%). На такво њихово кретање највише су утицале цене произвођача деривата нафте. Оне су ниже за 8,6% (допринос промени произвођачких цена -0,5 п.п.), због пада цене нафте на светском тржишту у претходном периоду. У мањој мери, на пад су утицале и цене произвођача дуванских производа, које су опале 7,4% (допринос -0,2 п.п.). С друге стране, раст произвођачких цена забележен је у производњи прехрамбених производа, чије су цене више за 1,0% (допринос 0,2 п.п.), и у производњи папира и производа од папира, чије су цене више за 2,8% (допринос 0,1 п.п.).

Посматрано по намени, у Т1 су опале произвођачке цене енергије и интермедијарних производа, док су цене произвођача капиталних и нетрајних производа широке потрошње порасле. Цене произвођача трајних производа широке потрошње остале су исте.

Посматрано на мг. нивоу, цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште у Т1 су смањене, тако да су у марту биле за 1,5% ниже него у истом периоду прошле године.

Након пада у Т4, цене **произвођача пољопривредних производа**² у Т1 су порасле 1,4%. Њихов раст био је вођен повећањем цена воћа и поврћа, док су произвођачке цене пшенице, кукуруза, живе стоке и индустријског биља забележиле пад.

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



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



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

	2015.			2016.
	Јун	Септ.	Дец.	Март
Потрошачке цене	1,9	1,4	1,5	0,6
Цене произвођача индустријских произв. за домаће тржиште	1,2	-1,2	0,7	-1,5
Цене произвођача пољопривредних произв.	-5,8	5,8	-2,2	-0,4
Цене елемената и материјала за уграђивање у грађевинарству	1,0	-1,7	-1,6	-1,5

Извор: РЗС и прерачун НБС.

² Цене произвођача у области пољопривреде и рибарства.

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



Посматрано на мг. нивоу, цене пољопривредних произвођача су ублажиле пад, који је у марту износио 0,4%.

Дефлаторни трошковни притисци настављени су и у области грађевинарства, будући да су **цене елемената и материјала за уграђивање у грађевинарству** на нивоу тромесечја смањене за 0,7%. Посматрано на мг. нивоу, пад тих цена је незнатно ублажен у односу на децембар 2015. и у марту је износио 1,5%.

Након стагнације у Т4, екстерне цене исказане у динарима у Т1 су забележиле благ раст на тромесечном нивоу (0,6%). На раст екстерних цена утицало је повећање цене нафте у марту, а у мањој мери и слабљење динара према евр. С друге стране, немачке извозне цене, које користимо као апроксимацију екстерних цена репроматеријала и опреме, наставиле су пад и у Т1, а смањене су и цене хране. Посматрано на мг. нивоу, екстерне цене су продубиле пад и у марту су биле 2,7% ниже у односу на исти период претходне године.

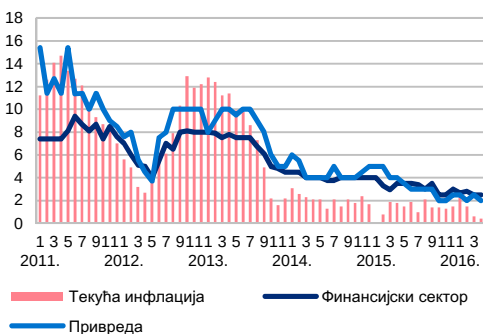
Инфлациона очекивања

Захваљујући ниској инфлацији готово три године и ниским очекиваним инфлаторним притисцима, краткорочна и средњорочна инфлациона очекивања и даље су ниска и релативно стабилна.

Инфлациона очекивања финансијског сектора **за годину дана унапред**, према анкети агенције **Блумберг**, крећу се у границама циља више од две и по године, а последњих месеци у распону од 3,3% до 3,5%, да би у мају била спуштена још ниже, на 2,8%. Према анкети агенције **Нинамедија**,³ инфлациона очекивања финансијског сектора су се од почетка године смањивала – са 2,7% у јануару на 2,5% у априлу. Очекујући да ће инфлација у априлу 2017. износити 2,0%, привреда има најнижа инфлациона очекивања од свих сектора.

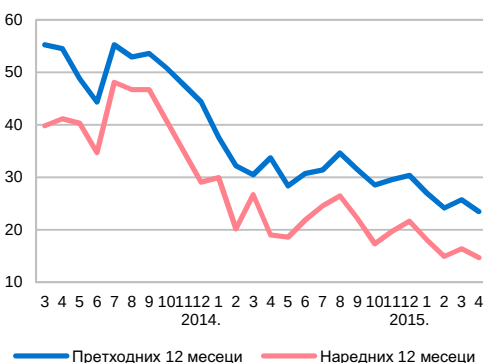
Уобичајено виша у односу на друге секторе, инфлациона очекивања становништва стабилизувала су се на нивоу од 5,0% од октобра 2015. до априла

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



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

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



* Анкета није спроведена у новембру 2014.

³ Нинамедија клипинг д.о.о. Нови Сад од децембра 2014. спроводи анкету о очекивањима економских субјеката.

2016, уз привремено повећање у марту на 6,0%. На позитивна кретања указује и квалитативна анкета становништва, према којој се инфлациона очекивања становништва и перципирана инфлација смањују. Притом, становништво у просеку и даље сматра да су цене у протеклих 12 месеци расле више него што је заиста била инфлација. Очекивана инфлација нижа је од перципиране, што упућује на то да део становништва који сматра да су цене повећане у претходних 12 месеци не очекује да ће се то наставити и у наредних 12 месеци.

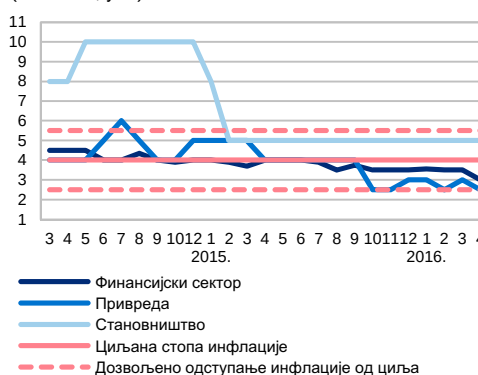
Средњорочна инфлациона очекивања свих сектора су релативно стабилна и крећу се у границама циља више од годину дана. Финансијски сектор већ неколико месеци очекује да ће мг. инфлација за две године унапред бити на нивоу од око 3,5%, а у априлу је смањено своја очекивања на 3,0%. Још нижу инфлацију у првим месецима 2017. очекује привреда (2,5–3,0%). Средњорочна инфлациона очекивања становништва су виша, али су од фебруара прошле године стабилна и на нивоу од 5,0%.

Дисперзија одговора испитаника финансијског сектора, која је најнижа од свих сектора, и даље је релативно стабилна и у анкетама Блумберга и у анкетама Нинамедије. Дисперзија одговора испитаника привреде повећана је у прва два месеца ове године, али се у марту смањила, док дисперзија одговора становништва благо расте од почетка године.

Након што су у претходном периоду смањивани, нето проценат⁴ предузећа која у наредна три месеца очекују раст цена инпута и нето проценат предузећа која очекују раст цена својих производа били су релативно стабилни током Т1 (у марту 14,0% и 4,6%, респективно). Захваљујући постигнутој макроекономској стабилности, повећан је део предузећа који не очекује да ће мењати цене својих производа са 87,2% на крају Т4 2015. на 89,7% на крају Т1.

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

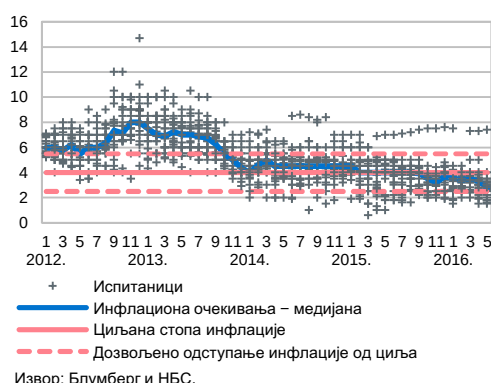
Графикон III.0.8. Очекивана инфлација за две године унапред* (мг. стопе, у %)



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

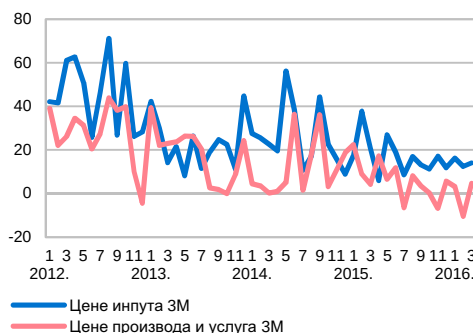
* Анкета није спроведена у новембру 2014.

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



Извор: Блумберг и НБС.

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



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

IV. Детерминанте инфлације

1. Кретања на финансијском тржишту

С даљим ублажавањем монетарне политике додатно су снижене и каматне стопе на међубанкарском тржишту новца и државних ХоВ. Становништво се задуживало по повољнијим условима него крајем 2015, док је цена динарских кредита привреди бележила пад до марта, када је повећана и када се нашла незнатно изнад нивоа с краја 2015. године.

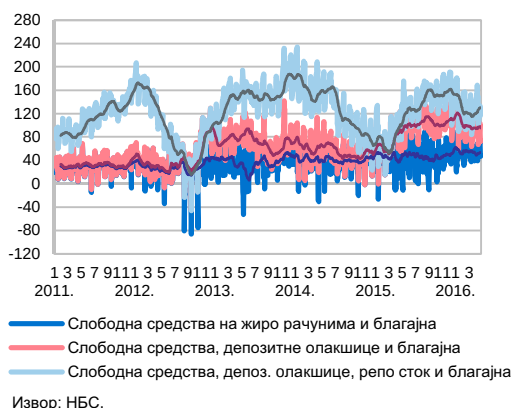
Депрецијацијски притисци започети крајем претходне године били су присутни и у првим месецима 2016, а највише су их изазивали повећана неизвесност на међународном финансијском тржишту и сезонски већа тражња увозника енергената за девизама. На њихово ублажавање деловали су бољи извозни резултати и прилив СДИ, који сведочи о повољној перцепцији инвеститора о дугорочним улагањима у Србију. Побољшане макроекономске перспективе земље и остварени резултати на пољу смањења интерне и екстерне неравнотеже додатно су потврђени новим побољшањем изгледа кредитног рејтинга.

Каматне стопе

Разлика између просечне репо стопе⁵ и референтне каматне стопе смањена је у фебруару, након што је Извршни одбор Народне банке Србије донео одлуку о смањењу коридора каматних стопа у односу на референтну стопу са $\pm 2,0$ п.п. на $\pm 1,75$ п.п. Просечна репо стопа је током целог Т1 била готово изједначена са стопом на депозитне олакшице и крајем марта је износила 2,5%.

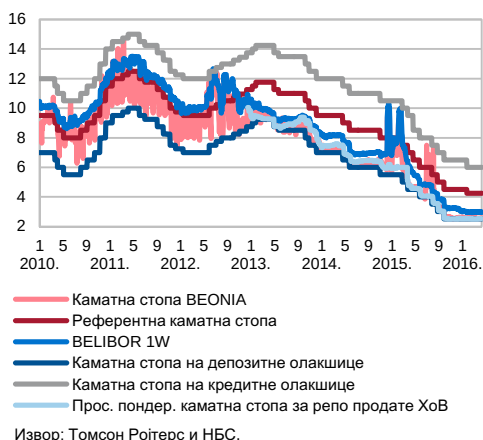
Промет на међубанкарском преконоћном тржишту новца повећан је у Т1 и у просеку је износио 2,8 млрд динара, што је за 1,1 млрд динара више него у Т4

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

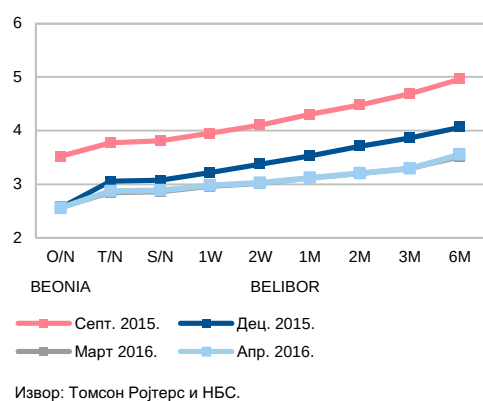


⁵ Стопа остварена на репо аукцијама пондерисана износом продатих ХоВ.

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 %)



2015. Међутим, смањење вишкова динарске ликвидности банака, карактеристично за почетак године, није се одразило на кретање каматне стопе *BEONIA*, која се током целог T1 кретала близу стопе на депозитне олакшице. У марту је та стопа у просеку износила 2,6%, што је једнако њеној просечној вредности из децембра 2015.

Каматне стопе *BELIBOR* наставиле су пад и током T1. Пад је био нешто израженији за дуже рочности, чему је допринела и ниска очекивана инфлација. У марту су се просечне вредности стопа *BELIBOR* кретале у распону од 2,8% за најкраћу до 3,5% за рочност од шест месеци, што представља пад између 0,2 п.п. и 0,6 п.п. у односу на децембар 2015.

Током априла промет на међубанкарском тржишту новца био је нешто нижи, док су каматне стопе остале непромењене у односу на март.

Ублажавање монетарне политике допринело је даљем паду трошкова задуживања државе. Каматне стопе на динарске државне ХоВ благо су смањене у T1 и кретале су се у распону од 2,8% за рочност од три месеца до 6,0% за трогодишње ХоВ, чиме се динарска крива приноса спустила на нови најнижи ниво. У односу на аукције одржане у T4 2015, стопа на тромесечне ХоВ је снижена за 0,2 п.п., а на једногодишње за 0,1 п.п., док су стопе на шестомесечне и двогодишње ХоВ остале непромењене. Стопа на трогодишње ХоВ била је нижа за 0,6 п.п. у односу на претходну аукцију одржану у октобру 2015. На јединој аукцији, која је одржана у априлу, стопе на трогодишње државне ХоВ даље су снижене за 0,6 п.п., на 5,4%. И на аукцији двогодишњих амортизационих обвезница с варијабилним купоном везаним за референтну каматну стопу фиксна маргина је додатно смањена (за 0,1 п.п., на 0,5%).

Страни инвеститори су, након почетка нормализације монетарне политике ФЕД-а, почели да смањују своју изложеност према земљама у успону, па и Србији. Они су у T1 учествовали само на аукцијама двогодишњих и трогодишњих динарских ХоВ, при чему су купили знатно мањи износ ХоВ од износа који им је доспео. Ипак, на последњој аукцији одржаној у априлу приметно је повећано присуство страних инвеститора (37,1%).

И каматне стопе на аукцијама државних ХоВ у еврима биле су у паду, који је износио између 0,2 п.п. и 0,5 п.п. Крајем T1 стопе на ове ХоВ кретале су се у

распону од 1,1% за једногодишње до 3,5% за петогодишње ХоВ.

Укупан промет на секундарном тржишту државних ХоВ у Т1 је износио 79,4 млрд динара, што је скоро за четвртину мање него у Т4 2015. Страни инвеститори су и у Т1 били активнији на страни продаје, мада у мањој мери него у претходном тромесечју. Највише се трговало ХоВ иницијалне рочности од две и три године. Стопе приноса углавном су пратиле кретање стопа на примарном тржишту и у марту су се налазиле у распону од 3,2% за преосталу рочност од шест месеци до 7,8% за преосталу рочност од 71 месец.

И већина каматних стопа на кредите приватном сектору наставила је пад током Т1, спутивши се на нове најниже нивое откако се примењује важећа статистика каматних стопа. Цена нових динарских кредита привреди такође је падала током јануара и фебруара, да би услед раста у марту била нешто виша него крајем 2015.

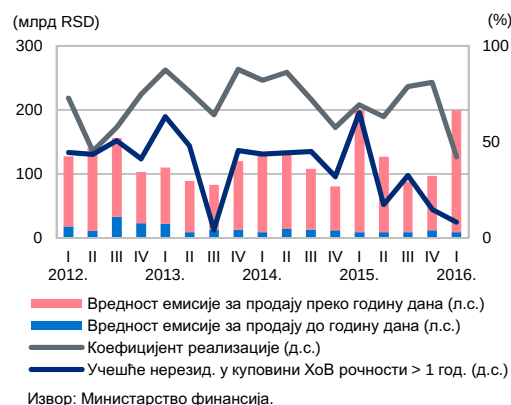
Просечна цена динарских кредита становништву је у односу на крај 2015. смањена за 0,5 п.п., на 11,6% у марту. Међу динарским кредитима грађанима, највећи пад исказале су стопе на потрошачке (за 1,0 п.п.) и остале кредите (за 1,4 п.п.) и у марту су износиле 10,0% и 10,7%, респективно. Цена најзаступљенијих, готовинских кредита, снижена је за 0,2 п.п., на 11,9%. Каматне стопе на кредите за адаптацију стамбеног простора повећане су за 0,7 п.п., на 7,4%.

Просечна пондерисана каматна стопа на новоодобрене динарске кредите привреди снижена је у прва два месеца 2016. за 0,5 п.п., на 5,7% у фебруару, да би у марту порасла на 6,6%. Каматне стопе на извозне кредите су даље снижене (на 4,4% у марту), кредити за обртна средства одобравани су по истој стопи као и крајем 2015. (6,1%), док је цена инвестиционих и осталих кредита повећана – на 8,1% и 7,2%, респективно.

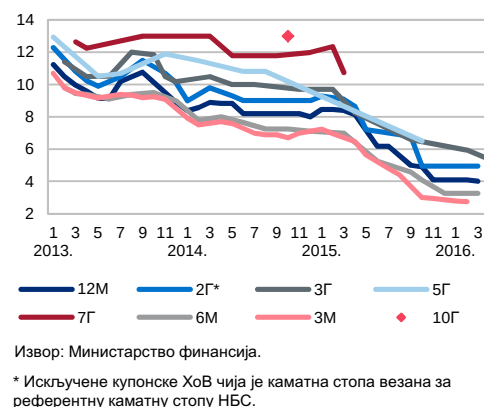
Како је у структури укупних новоодобраних кредита у динарима повећано учешће кредита становништву, који су скупљи него кредити привреди, просечна пондерисана каматна стопа на динарске кредите привреди и грађанима у Т1 је повећана за 0,7 п.п., на 9,5%.

Наставак пада стопа на тржишту новца у зони евра допринео је даљем паду каматних стопа на евроиндексиране кредите и кредите у еврима.

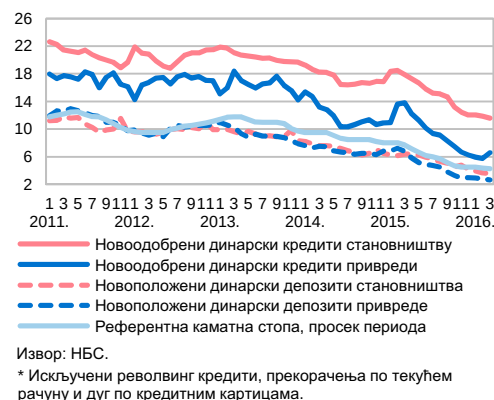
Графикон IV.1.4. Примарно тржиште државних ХоВ у динарима – коефицијент реализације и учешће страних инвеститора



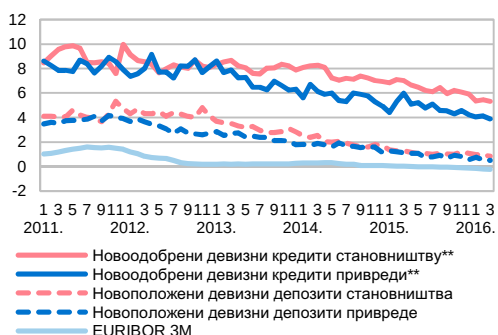
Графикон IV.1.5. Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ (на годишњем нивоу, у %)



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



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



Извор: Европска банкарска федерација и НБС.

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

** У еврима и евроиндексирани.

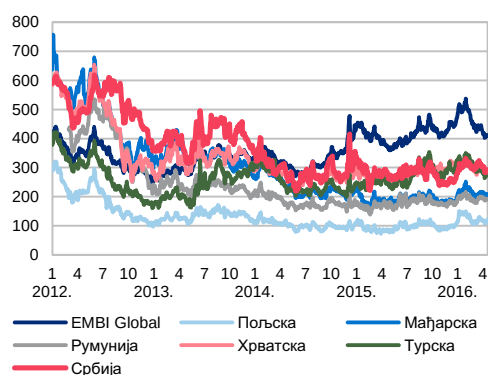
Просечна пондерисана каматна стопа на новоодобрене кредите у еврима и динарске евроиндексиране кредите смањена је за 0,3 п.п., на 4,1% у марту. За толико је смањена и просечна стопа на кредите привреди, која је у марту износила 3,9%, док је цена кредита становништву снижена за 0,6 п.п., на 5,3%. На пад цене девизно индексираних кредита привреди утицао је даљи пад стопа на инвестиционе кредите, које су у просеку снижене на 4,3%. Тиме су се стопе на ове кредите спустиле испод цене кредита за обртна средства (4,5%), која је била незнатно више (0,1 п.п.) него крајем 2015. За толико (0,1 п.п.) повећане су и стопе на остале кредите, које су у марту у просеку износиле 3,7%. Код кредита становништву, као и код динарских, смањене су стопе на готовинске (на 4,9%), потрошачке (на 6,1%) и остале кредите (на 6,8%). Цена стамбеног кредитирања била је иста као и крајем 2015. и износила је у просеку 3,8%.

Каматне стопе на новоположене депозите привреде и грађана додатно су смањене од почетка године. Пад је био израженији код стопа на динарске депозите, које су смањене у просеку за 0,3 п.п., на 2,7% у марту. Толико је износила просечна стопа на динарске депозите привреде, док је стопа на динарске депозите грађана снижена за 0,6 п.п., на 3,6%. Просечна пондерисана каматна стопа на новоположене депозите у еврима у марту је износила 0,7% и била је за 0,1 п.п. нижа него крајем 2015. При томе, стопе на новоположене депозите привреде смањене су у просеку за 0,1 п.п., на 0,5%, а стопе на штедњу грађана за 0,2 п.п., на 0,9%.

Премија ризика

Кретање премије ризика Србије у Т1, мерене *EMBI*, тј. разлике у приносима на доларске еврообвезнице Србије у односу на америчке државне хартије, било је под доминантним утицајем глобалних фактора. Прву половину тромесечја карактерисала је повећана неизвесност на међународном финансијском и робном тржишту услед успоравања привредног раста Кине и депрецијације њене валуте, бојазни да су изгледи за глобални раст лошији од очекиваних, као и новог пада цене нафте и других примарних производа. То су били главни покретачи раста премије ризика земаља у успону. Међутим, у другој половини тромесечја цене примарних производа су се опоравиле, а нове експанзивне мере ЕЦБ-а и најава спорије нормализације монетарне политике ФЕД-а позитивно су се одразили на сентимент и склоност инвеститора ка преузимању ризика, а тиме и на улагања и премије ризика земаља у успону. Србија,

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



Извор: JP Morgan.

као и већина других европских земаља у успону које су нето увознице нафте, није забележила нижу премију ризика на крају Т1 у односу на крај претходне године. На нивоу Т1 премија ризика Србије повећана је за 70 б.п., на 324 б.п.

Раст премије ризика током Т1 забележен је и у већини других земаља региона: Мађарској, Пољској, Румунији и Турској. Међу земљама региона, једино је премија ризика Хрватске опала за 14 б.п. Сличан пад забележио је и *EMBI Global* (12 б.п.), с тим да је у јануару и до средине фебруара прелазио 500 б.п., али се до краја марта спустио за скоро 100 б.п. (на 434 б.п.), тј. на ниво сличан оном с краја прошле године.

Са смирењем неизвесности на међународном финансијском тржишту, премија ризика Србије је током априла смањена за 34 б.п., на 290 б.п. Смањење је забележио и *EMBI Global* за 24 б.п., на 410 б.п.

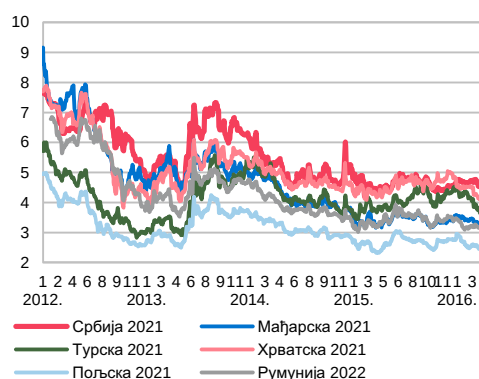
Прилив капитала из иностранства

Дефицит текућих трансакција са иностранством знатно је смањен у Т1, на 3,3% БДП-а. Он је двоструко нижи него у истом периоду претходне године, пре свега захваљујући смањењу спољнотрговинског дефицита. У финансијском билансу забележен је нето одлив капитала по основу портфолио инвестиција и смањења кредитних обавеза резидената према иностранству, док је прилив остварен по основу СДИ. Уз то, банке су повећале износе средстава на рачунима у иностранству.

Стабилан нето прилив **СДИ** настављен је и у 2016. и, према прелиминарним подацима, у Т1 је износио 330,0 млн евра, што је блиско нивоу оствареном у истом периоду претходне године. СДИ су углавном потицале из земаља ЕУ, а највећи износи били су усмерени у финансијски сектор, прерађивачку индустрију и телекомуникације. Истовремено, на име дивиденди и камата по основу СДИ извршена су нето плаћања према иностранству у износу од 29,3 млн евра и 8,8 млн евра, респективно.

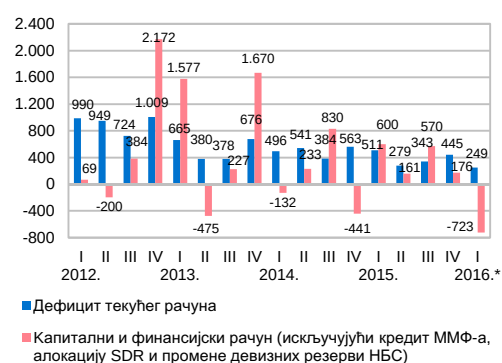
У 2016. очекујемо укупан нето прилив СДИ од око 1,6 млрд евра, који би у потпуности требало да покрије дефицит текућег рачуна. Улагања би и ове године требало да буду распоређена на бројне пројекте, што ће допринети одрживом привредном расту. Наставак структурних реформи, даље унапређење пословног и инвестиционог амбијента, опоравак зоне евра и наставак процеса евроинтеграција требало би да дају кључан допринос приливу СДИ.

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



Извор: Блумберг.

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



Извор: РЗС и НБС.

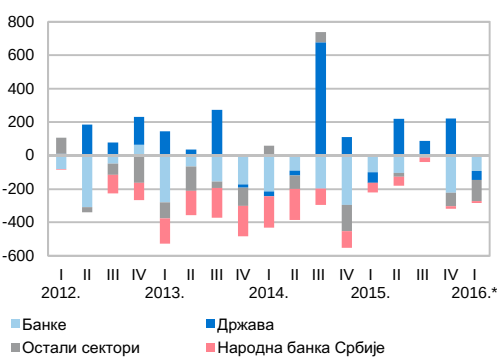
* Прелиминарни подаци.

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



Страни инвеститори смањили су своја улагања у државне ХоВ током Т1, тако да је по основу **портфолио инвестиција** забележен нето одлив капитала од 357,2 млн евра, док је на име камата овим инвеститорима исплаћено 196,9 млн евра. На мању спремност страних инвеститора да преузимају ризик приликом улагања на тржиштима у успону утицала је неизвесност на међународном финансијском тржишту, која се повећала с почетком нормализације монетарне политике ФЕД-а. Ипак, ти утицаји су ублажени након доношења додатних мера експанзивне монетарне политике ЕЦБ-а и најаве спорије нормализације монетарне политике ФЕД-а. И домаћи фактори, пре свега даље очекивано смањење унутрашње и спољашње неравнотеже, требало би да се позитивно одразе на сентимент страних инвеститора према улагањима у Србију.

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



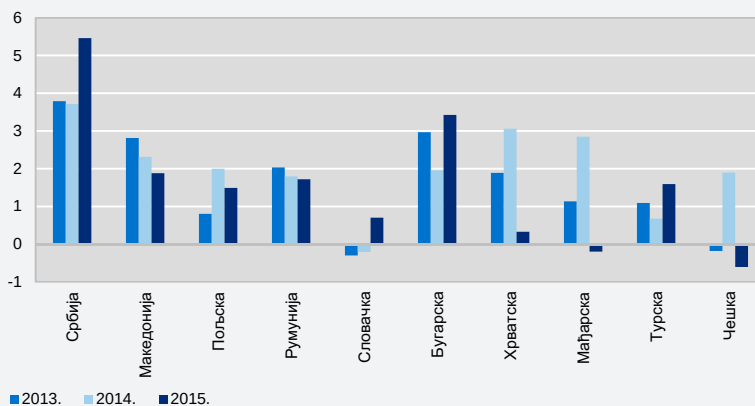
Обавезе резидената по основу **финансијских кредита** у Т1 су смањене за 284,3 млн евра. Од тога, банке су се нето раздужиле за 92,6 млн евра, а држава за 53,8 млн евра. На сервисирање доспелих обавеза државе односило се 201,7 млн евра, док је међу повученим кредитима (147,9 млн евра) био и кредит ЕИБ-а за Коридор 10. Народна банка Србије је на име доспелих обавеза према инокредиторима извршила плаћања у износу од 11,7 млн евра, од чега се 7,4 млн евра односило на плаћање по основу стендбај аранжмана из 2009. Према инокредиторима у Т1 су се највише раздужила предузећа, чије су обавезе по прекограничним кредитима смањене за 126,2 млн евра. Нето одлив (106,7 млн евра) забележен је и по трговинским кредитима, чему је допринело веће кредитирање инопартнера у пословима робне размене.

Осврт 1: Прилив капитала у Србију и остале земље региона

Прилив капитала у Србију, као и у друге земље региона, карактерише пре свега повећана волатилност и промењена композиција у односу на период пре почетка светске економске кризе. На то су првенствено утицали потреси на међународном финансијском тржишту и спор глобални опоравак, преко трговинског канала и погоршаног сентимента за улагања. Негативни ефекти на прилив капитала били су ублажени експанзивним монетарним политикама ЕЦБ-а и ФЕД-а.

Поред веће волатилности прилива капитала, промењена је и њихова структура. Пад бележе прекогранични међубанкарски кредити и СДИ, док је финансирање дужничким инструментима повећано. Таква промена структуре прилива капитала одражава пре свега опрезност инвеститора због спорог глобалног опоравка, посебно при дугорочном инвестирању у иностранство. Имајући то у виду, прилив СДИ које остварује Србија последњих неколико година посебно је значајан и знак је да је побољшање макроекономских перформанси земље, пословног амбијента и инвестиционе климе дало резултате. Србија је привукла СДИ у последње три године у укупном нето износу од 4,3 млрд евра, или просечно 1,4 млрд евра годишње (4,3% БДП-а). Према њиховом учешћу у БДП-у, Србија је била на првом месту међу земљама региона. Прошле године је нето прилив СДИ повећан на 1,8 млрд евра, или 5,5% БДП-а. Инвестиције су биле усмерене великим делом у извозно оријентисане секторе. При томе, улагања су била распоређена на бројне пројекте, што би требало да допринесе одрживом привредном расту. У структури прилива очекујемо да и даље доминирају СДИ, као најпожељније инвестиције са становишта одрживог привредног раста, са 4,7% учешћа у БДП-у ове године. Међу земљама региона, знатнији нето прилив СДИ у прошлој години оствариле су Бугарска (3,4% БДП-а), Македонија (1,9% БДП-а) и Румунија (1,7% БДП-а), док је Чешка забележила нето одлив, јер је и сама постала значајан директни инвеститор у иностранство.

Графикон О.1.1. Стране директне инвестиције, нето (у % БДП-а)

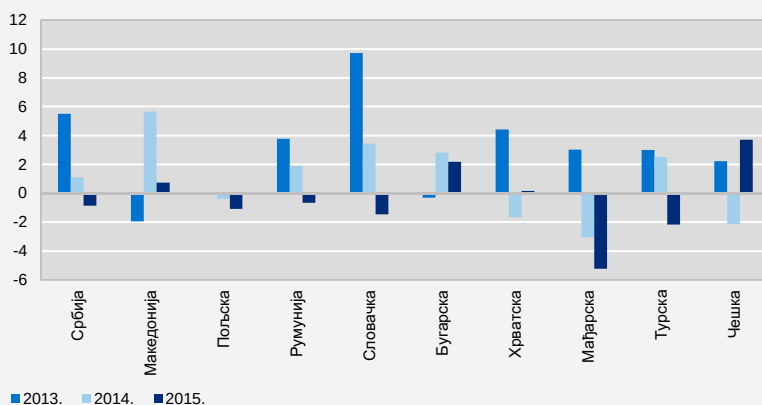


Извор: Веб-сајтови централних банака за платне билансе (BPM6) и Eurostat за БДП, осим за Турску, за коју је извор национална институција за статистику.

У ишчекивању одлуке о почетку нормализације монетарне политике ФЕД-а, страни инвеститори су током 2015. смањивали портфолио инвестиције у земље у успону. Током Т3 2015, када је дошло до потреса на међународном финансијском тржишту услед сигнала о успоравања раста Кине и неизвесних последица по глобални раст, земље у успону као целина забележиле су највећи одлив портфолио инвестиција од 2008. године. Он је пре свега био вођен одливом портфолио инвестиција из земаља БРИКС-а. Одлив тих инвестиција забележила је и већина земаља нашег региона, али у знатно мањој мери, посебно ако се има у виду висина прилива по овом основу који је остварен у претходном периоду. Србија је у 2015. забележила умерен нето одлив портфолио инвестиција од 0,9% БДП-а, с тим да је претходних година остваривала релативно високе нето приливе – 5,5% БДП-а у 2013. години. Поред тога, поменути одлив по основу портфолио инвестиција надокнађен је задуживањем државе по основу финансијских

кредита. Портфолио репозиционирање страних инвеститора довело је до знатнијег нето одлива у Мађарској (5,2% БДП-а) и Турској (2,2%). Супротно регионалном тренду, већи прилив портфолио инвестиција оствариле су Чешка (3,7%) и Бугарска (2,2%).

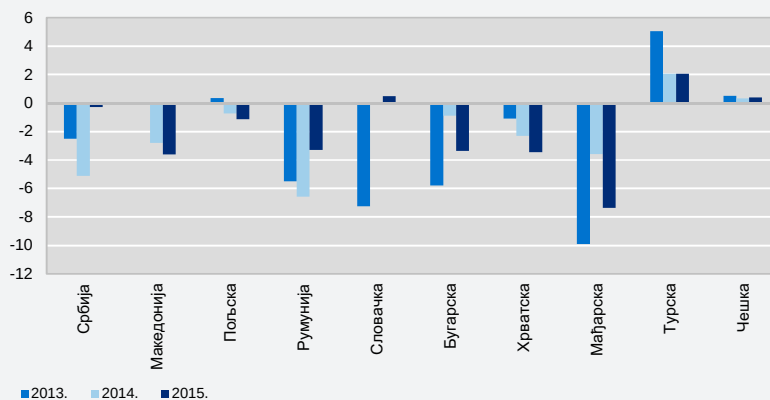
Графикон О.1.2. Портфолио инвестиције, нето
(у % БДП-а)



Извор: Веб-сајтови централних банака за платне билансе (BPM6) и Eurostat за БДП, осим за Турску, за коју је извор национална институција за статистику.

Као и већину земаља региона, Србију последњих година карактерише прекогранично раздуживање банака и предузећа по основу финансијских кредита. Ипак, прошле године је забележен знатно мањи нето одлив по том основу него претходних година. Раздуживање банака према иностранству било је два пута мање него 2014. године, а и раздуживање предузећа је било успорено. Стога је Србија прошле године забележила знатно мањи нето одлив по основу осталих инвестиција (0,4% БДП-а) него у претходном периоду. Од посматраних земаља, тренд задуживања у иностранству по основу осталих инвестиција задржала је једино Турска и у знатно мањој мери Чешка. Све остале земље раздуживале су се по овом основу.

Графикон О.1.3. Остале инвестиције, нето
(у % БДП-а)



Извор: Веб-сајтови централних банака за платне билансе (BPM6) и Eurostat за БДП, осим за Турску, за коју је извор национална институција за статистику.

Захваљујући побољшању макроекономских перформанси Србије и спровођењу структурних реформи, очекујемо да структура прилива капитала Србије задржи успостављен позитиван тренд. У структури прилива очекујемо да и даље доминирају СДИ, што и потврђују кретања у T1.

Кретања на девизном тржишту и курс динара

Депрецијацијски притисци започети у последњем тромесечју претходне године настављени су и у првим месецима ове године, што је пре свега последица повећане неизвесности на међународном финансијском тржишту и сезонски веће тражње за девизама, пре свега увозника енергената. Динар је у Т1, посматрано крајем периода, ослабио према еврју за 1,1%, а на нивоу просека тромесечја за 1,6%.

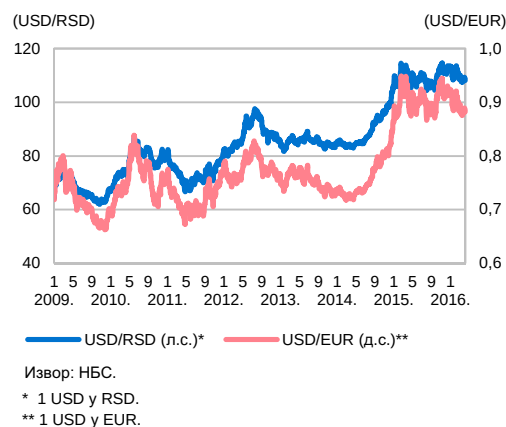
Током Т1 постало је извесније да ће смањење експанзивности монетарне политике ФЕД-а бити спорије од раније очекиваног. То је, уз мартовску изјаву званичника ЕЦБ-а да се не очекује даље смањење референтне каматне стопе у зони евра, највише утицало на то да евро ојача према долару за 3,4%, тако да је и динар, посматрано крајем периода, у Т1 ојачао према долару за 2,4%.

Тражња домаћих предузећа за девизама била је релативно висока у Т1, пре свега због сезонски већих плаћања за увоз енергената, а делом и сервисирања кредитних обавеза према иностранству. Притисцима у правцу слабљења динара доприносили су и страни инвеститори, који су, под утицајем присутне неизвесности на међународном тржишту новца у условима поштравања монетарне политике ФЕД-а, наставили да смањују свој портфељ у државне ХоВ. И банке су креирале тражњу за девизама ради усклађивања девизних позиција, будући да је њихова девизно индексирана актива смањена.

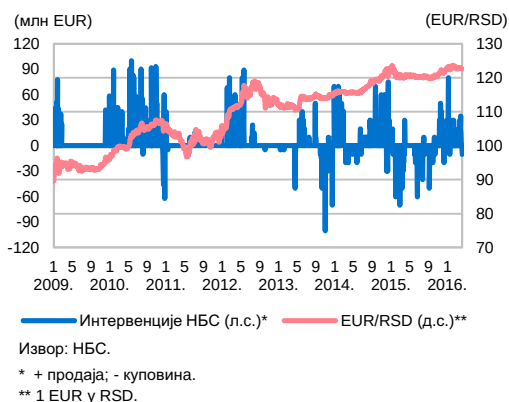
С друге стране, спољнотрговински дефицит наставио је да се смањује, а депрецијацијски притисци били су ублажени и приливом дознака из иностранства, који се одразио и на откуп ефективног страног новца од мењача. Настављен је прилив СДИ, што сведочи о повољној перцепцији инвеститора о дугорочним улагањима у Србију. Потврда о поправљању макроекономске перспективе Србије и резултатима оствареним на пољу смањења интерне и екстерне неравнотеже, што доприноси и стабилнијим кретањима на девизном тржишту, дошла је и од агенције *Moody's*, која је након агенција *Fitch* и *Standard & Poor's* такође поправила изгледе за побољшање кредитног рејтинга Србије са стабилних на позитивне.

Смањена изложеност страних инвеститора према државним ХоВ емитованим на домаћем тржишту доприносила је депрецијацијским притисцима и у априлу, док су их повећан откуп по основу мењачких

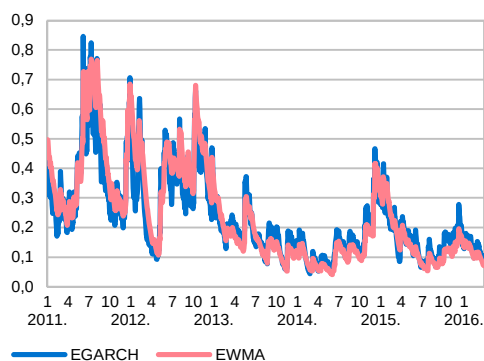
Графикон IV.1.13. Кретање курса динара и евра према долару



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

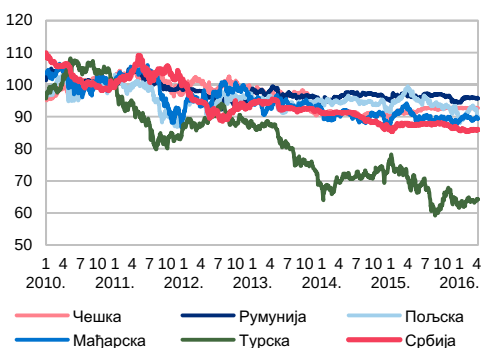


Графикон IV.1.15. Краткорочна волатилност курса динара према еврџу (у %)



Извор: НБС.

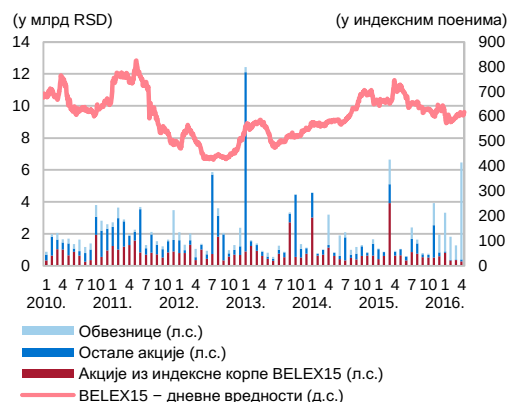
Графикон IV.1.16. Кретање курсова одређених националних валута према еврџу* (дневни подаци, 31. 12. 2010 = 100)



Извор: НБС и веб-сајтови централних банака.

* Раст представља апријацију.

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



Извор: Београдска берза.

послова и мања тражња резидената за девизама ублажавали. Динар је у априлу према еврџу, посматрано крајем периода, ојачао за 0,2%.

Осцилације курса динара према еврџу, мерене методама *EWMA*⁶ и *EGARCH*⁷, које су крајем прошле године повећане, у току Т1 су смањене. Просечан дневни промет на МДТ-у био је незнатно нижи у односу на претходно тромесечје (за 0,3 млн евра) и у Т1 је износио 32,5 млн евра. Највећи просечни дневни промет забележен је у јануару (36,1 млн евра), а најнижи у марту (27,1 млн евра).

Како би ублажила прекомерне краткорочне осцилације курса, Народна банка Србије је у прва четири месеца интервенисала на МДТ-у нето продајом девиза у износу од 705,0 млн евра, а највише у јануару. На страни куповине девиза интервенисала је по једном, у фебруару и априлу, са по 10,0 млн евра.

Износ девизних свопова био је нешто нижи него у Т4 2015. Тако је на редовним девизним своп аукцијама које организује Народна банка Србије укупно продато и купљено по 89,0 млн евра на двонедељним и по 30,0 млн евра на тромесечним аукцијама. И износ девизних свопова које су банке закључиле међусобно у Т1 (48,0 млн евра) био је нижи него у претходном тромесечју.

И већина валута осталих земаља региона са сличним режимом девизног курса благо је ослабила током Т1.

Кретања на берзи

Опоравак индекса Београдске берзе започет је у марту и крајем месеца индекс најликвиднијих акција износио је 606,1 индексни поен, а општи индекс акција 1.330,3. Ипак, тај раст (око 3%) није био довољан да надокнади пад из прва два месеца 2016, тако да је на нивоу тромесечја индекс *BELEX15* изгубио 5,9%, а *BELEXline* 3,6% своје вредности.

Укупан промет акцијама у Т1 био је нижи за 2,4 млрд динара у односу на претходно тромесечје и износио је

⁶ *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.

⁷ *EGARCH* (Exponential General Autoregressive Conditional Heteroskedasticity) – метод оцене условне варијансе који приказује асиметричан ефекат позитивних и негативних шокова на оцмену условне варијансе.

1,7 млрд динара. При томе, преко 90% тог промета односило се на трговање акцијама из индексне корпе *BELEX15*, а највећи износ трговања остварен је у јануару (0,9 млрд динара).

За разлику од акција, трговање обвезницама наставило је да расте. Укупан промет обвезницама у Т1 износио је 4,7 млрд динара, што је за 2,2, млрд динара више него у Т4 2015. Највећи део тог промета (4,2 млрд динара) односило се на трговање дугорочним обвезницама Републике Србије. Промет преосталом серијом обвезница старе девизне штедње, А2016, био је нешто нижи него у Т4 и износио је 0,6 млрд динара. Стопе приноса за ову серију повећане су на 3,9% крајем Т1.

Муниципалним обвезницама општине Стара Пазова трговало се само у јануару. Ове обвезнице и обвезнице града Шапца су крајем 2015. због недовољне ликвидности пребачене са *open market* сегмента на МТП сегмент.⁸

Тржишна капитализација Београдске берзе је крајем марта износила 654,2 млрд динара и била је за 29,2 млрд динара нижа него крајем 2015. При томе, капитализација регулисаног сегмента је смањена за 57,8 млрд динара, док је капитализација МТП сегмента повећана за 28,6 млрд динара. Учешће тржишне капитализације у оцењеном БДП-у смањено је за 0,9 п.п., на 16,3% на крају Т1.

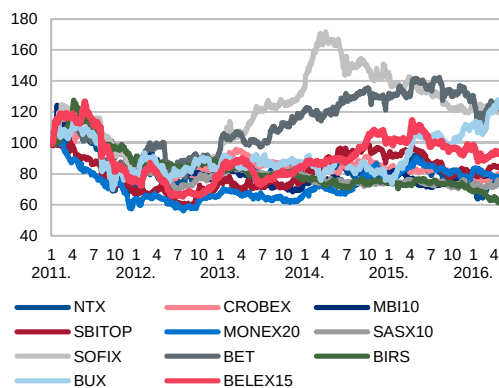
И већина индекса на берзама региона била је током Т1 у паду, при чему је највише смањена вредност индекса на берзи у Бањалуци (6,8%). Једино су повећани индекси на берзама у Будимпешти (10,6%) и Љубљани (4,3%).

2. Новац и кредити

Понуда новца је смањена током Т1, и то пре свега њена динарска компонента. Сезонски уобичајено, највише су смањени динарски депозити предузећа, док је раст штедње становништва настављен. Паду понуде новца допринело је и мање

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.

⁸ 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

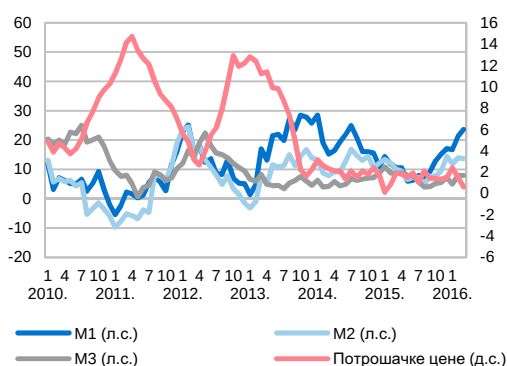
(реалне мг. стопе, у %)

	2015.				Учешће у М3 март 2016. (у %)
	Јун	Септ.	Дец.	Март	
М3	5,8	2,7	5,6	7,2	100,0
Девизни депозити	6,1	1,0	2,1	4,6	67,4
М2	5,2	6,2	12,7	13,0	32,6
Динарски орочени и штедни депозити	7,5	3,0	6,4	-9,6	7,9
М1	4,3	7,6	15,3	22,8	24,7
Депозити по виђењу	5,4	10,6	19,6	26,3	18,1
Готов новац у оптицају	1,7	0,4	5,6	14,2	6,6

Извор: НБС.

Графикон IV.2.1. Монетарни агрегати и
потрошачке цене

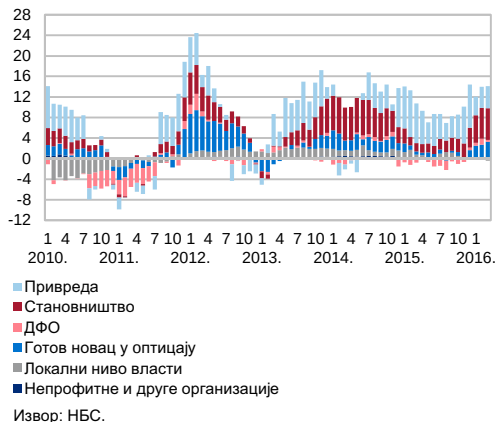
(мг. стопе, у %)



Извор: РЗС и НБС.

Графикон IV.2.2. Доприноси мг. расту М2,
секторска структура

(у п.п.)



Извор: НБС.

кредитирање приватног сектора, уобичајено за почетак године.

Монетарни агрегати

Динарски примарни новац је у Т1 номинално смањен за 12,8%, а реално за 13,1%. Уз то, у складу с наставком смањења општих стопа девизне обавезне резерве, у јануару и фебруару смањен је износ девизних депозита банака код Народне банке Србије, што је допринело да укупан примарни новац у Т1 буде номинално смањен за 14,1%, а реално за 14,5%.

Нето продаја девиза Народне банке Србије на МДТ-у утицала је у највећој мери на смањење динарског примарног новца у Т1 и по том основу је повучено 65,8 млрд динара. Поред тога, држава је од Народне банке Србије куповала девизе ради регулисања девизних обавеза, због чега је у Т1 деловала на повлачење ликвидности банака са 4,2 млрд динара. С друге стране, девизне трансакције платног промета с Косовом и Метохијом (10,9 млрд динара) и нешто мања улагања банака у репо ХоВ (за 0,6 млрд динара) деловали су на раст динарског примарног новца.

У структури динарског примарног новца, највећи пад (22,0 млрд динара) бележи износ преконоћних депозита које су банке држале код Народне банке Србије, док су слободна средства на жиро рачунима банака снижена за 12,4 млрд динара. Обрачуната обавезна резерва која се издваја у динарима нижа је за 8,7 млрд динара због смањења општих стопа обавезне девизне резерве и последично дела те обавезне резерве који се издваја у динарима. Смањен је и готов новац у оптицају (за 8,4 млрд динара), што је уобичајено за почетак године. И средства на рачунима локалних органа власти и осталих сектора била су нижа за 1,7 млрд динара, као и готовина у благајни за 0,6 млрд динара.

И шири монетарни агрегати смањени су у Т1. Сезонски уобичајено, све категорије динарских депозита биле су у паду, тако да су М1 и М2 реално смањени за 3,1% и 8,5%, респективно. Таква кретања утицала су да, и поред раста девизних депозита, и М3 забележи реални пад од 1,4%.

Посматрано по компонентама новчане масе М3, најизраженији пад у Т1 имала су средства на динарским депозитима дужих рочности (42,3 млрд динара). Тај пад последица је смањења средстава на рачунима предузећа, и то пре свега из области трговине и прерађивачке индустрије, а у мањој мери и

смањења средстава на рачунима ДФО. Истовремено, нижа су и средства на жиро рачунима привреде и текућим рачунима грађана, што се највише одразило на пад депозита по виђењу (6,4 млрд динара).

Штедња становништва наставила је да расте и у 2016. и повећана је за 1,4 млрд динара, тако да је у марту износила 46,8 млрд динара. Иако је учешће динарске штедње у укупној штедњи грађана и даље ниско, валутна структура штедње се константно побољшава и у марту је то учешће достигло 4,4%. У истом периоду девизна штедња је повећана за 19,0 млн евра и крајем Т1 је износила 8,4 млрд евра.

За разлику од динарских, средства на девизним депозитима привреде су повећана, чему су допринели и бољи извозни резултати. Захваљујући томе и расту депозита ДФО и девизне штедње грађана, укупни девизни депозити су у Т1 порасли за 188,9 млн евра.

Посматрано на мг. нивоу, раст монетарних агрегата наставио је да убрзава – у марту је М1 био реално већи за 22,8%, М2 за 13,0%, а М3 за 7,2%. Томе је допринео и остварени економски опоравак у последњој години дана подржан, између осталог, и кредитима банака.

Кредити

Почетак године обележио је уобичајено нижи обим кредитне активности. По искључењу ефекта промене девизног курса,⁹ домаћи кредити су у марту смањени за 1,7% у односу на децембар 2015, док је њихово учешће у оцењеном БДП-у смањено за 1,1 п.п., на 47,6%. Посматрано по секторима, кредити становништву и непрофитним организацијама повећани су у односу на почетак године, док се код осталих сектора бележи смањење.

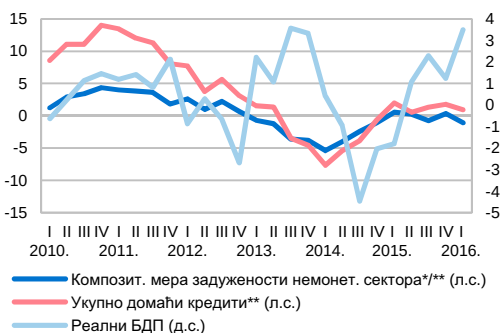
Посматрано на мг. нивоу, домаћи кредити су у првим месецима 2016. године успорили раст, који је у марту износио 1,0%. Раст кредита становништву је убрзан на 5,1%, док су кредити привреди у фебруару ушли у негативну зону и у марту су опали за 1,7% мг.

Очекујемо да ће се опоравак кредитне активности започет у 2015. наставити и у 2016. захваљујући

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

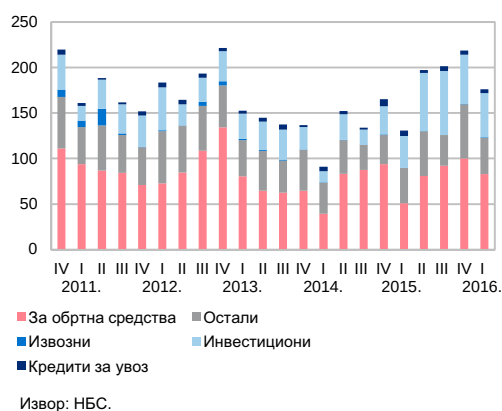


Графикон IV.2.4. Кредитна активност и БДП (мг. стопе, у %)

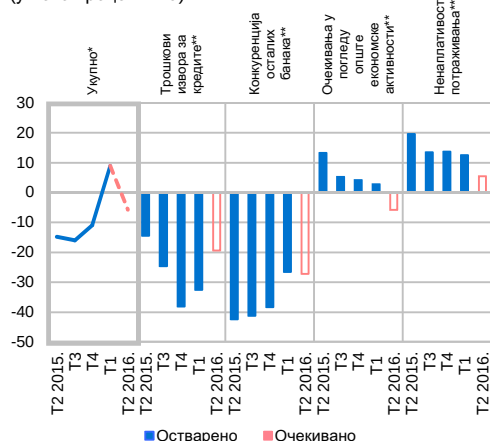


⁹ Обрачунато по курсу динара према евр, швајцарском франку и долару на дан 30. септембра 2014. (тзв. програмски курс који се користи за потребе праћења аранжмана с ММФ-ом), узимајући у обзир валутну структуру потраживања по основу кредита.

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 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.

ефектима досадашњег ублажавања монетарне политике, очекиваном убрзању домаће економске активности и још увек ниским каматним стопама у зони евра. Такође, додатни кредитни потенцијал ослобођен је током прва два месеца 2016, у циклусу смањења стопа обавезне девизне резерве, који је започет у септембру 2015.

Кредити привреди су у марту смањени за 4,0%, или за 46,4 млрд динара, у односу на децембар 2015, без ефекта промене девизног курса. На такво кретање утицали су уобичајено нижи обим кредитне активности у овом периоду године, али и доспеће субвенционисаних кредита. Ипак, износи доспећа субвенционисаних кредита од почетка године опадају, тако да ће негативан утицај на стање потраживања по овом основу слабити све до јуна, када ће доспети и последњи кредити одобрени у оквиру програма кредитне подршке привреди у 2014. На пад потраживања по основу кредита делом су утицале и активности банака усмерене на решавање *NPL*, кроз отпис и продају дела тих потраживања лицима ван банкарског сектора.

Укупан износ новоодобрених кредита привреди у Т1 (176,1 млрд динара) био је за 35% виши него у истом периоду претходне године, при чему се 24% тог износа односило на постојеће кредите код исте банке чији су услови коришћења измењени. Предузећа и даље највише користе кредите за обрtna средства, који су чинили око 46% новоодобрених кредита привреди. Позитивна кретања настављена су на тржишту инвестиционих кредита, потврђујући већи значај кредита у финансирању инвестиција. Учешће тих кредита у укупним новим кредитима привреди од почетка године износило је око 28%, што је на нивоу прошлогодишњег просека. То је допринело да учешће ове категорије кредита у стању потраживања од привреде буде у 2016. повећано за додатних 1,6 п.п. и у марту су ови кредити чинили једну трећину (33,2%) потраживања банака по основу кредита привреди. И рочност кредитног портфолија је додатно продужена – учешће кредита с рочношћу дужом од две године у Т1 је повећано за 0,9 п.п., на 65,2%.

Према резултатима априлске анкете Народне банке Србије о кредитној активности банака,¹⁰ банке су, супротно очекивањима из претходне анкете,

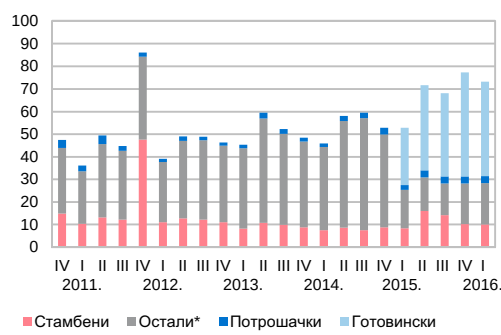
¹⁰ Поменућу анкету Народна банка Србије спроводи од почетка 2014. године. Учешће у анкети је добровољно, а одзив готово 100%.

пооштриле кредитне стандарде привреди. Након три узастопна тромесечја ублажавања, стандарди су пооштрени и за динарске и за девизне кредите. Такву одлуку банака у највећој мери су определили ризици у погледу наплате потраживања и мања спремност за преузимање ризика, док су нижи трошкови извора за кредите и међусобна конкуренција деловали у супротном смеру. У наредном периоду банке очекују ублажавање стандарда, а томе би требало да допринесе и очекивано убрзање економске активности. Услови задуживања предузећа у Т1 били су повољнији по основу нижих маржи и пратећих трошкова, док су захтеви у погледу колатерала и максималног износа кредита пооштрени. С друге стране, тражња предузећа за кредитима је наставила да расте и била је вођена потребом финансирања обртних средстава и реструктурирања дугова. Исти фактори, али и финансирање инвестиција, требало би да буду покретачи њеног раста у Т2.

Кредити становништву наставили су раст и у Т1 и када се искључи ефекат промене курса, повећани су за 1,6%, или за 11,3 млрд динара. Грађани су се претежно задуживали у динарима, при чему је обим новоодобрених кредита у Т1 (73,3 млрд динара) био нешто нижи у поређењу с месецима који им непосредно претходе, али за 20,4 млрд динара виши него у истом периоду 2015. Банке су највише одобравале готовинске кредите, који су чинили 57% новоодобрених кредита, и били су готово у потпуности у динарима (99%), од чега две трећине на рок отплате дужи од пет година. Кретања на сегменту стамбених кредита била су повољнија – износ нових стамбених кредита био је сличан оном из претходних месеци, а не нижи, као што је уобичајено за почетак године. Од скупљих категорија кредита, повећан је износ прекорачења по текућим рачунима, док је задуживање по кредитним картицама било на нешто нижем нивоу.

За разлику од привреде, банке су, према резултатима априлске анкете о кредитној активности, и у Т1 наставиле да ублажавају кредитне стандарде становништву. Стандарди су били ублажени за динарске кредите, и то због нижих трошкова извора, међусобне конкуренције банака, али и веће спремности за преузимање ризика. Каматне марже су

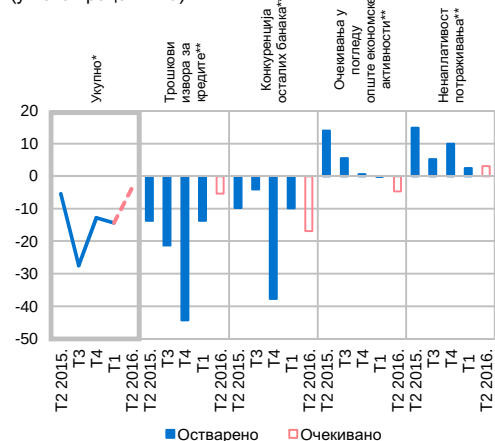
Графикон IV.2.7. Структура новоодобрених кредита становништву (у млрд RSD)



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)

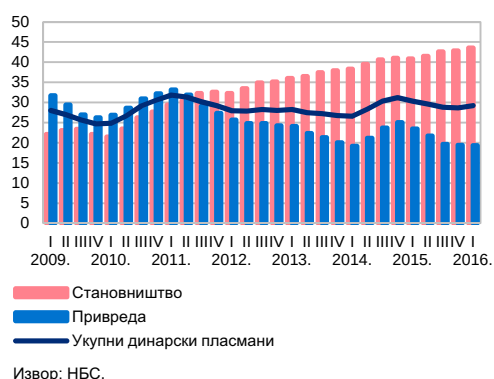


Извор: НБС.

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

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

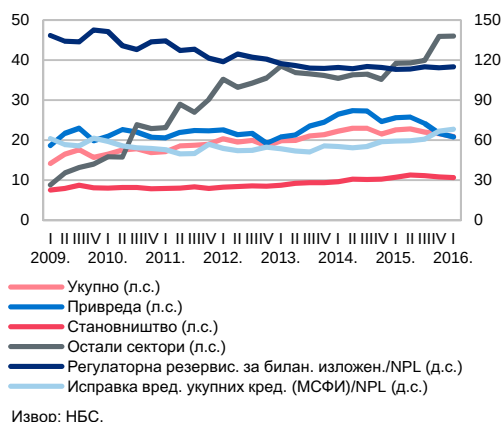
Графикон IV.2.9. Учешће динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву (у %)



додатно смањене, а грађанима су нуђени и повољнији рокови отплате кредита. У складу са очекивањима изнетим у претходној анкети, тражња грађана је наставила да расте. При томе, иако су и даље готовински кредити и кредити за рефинансирање били најтраженији, евидентиран је и већи раст тражње за стамбеним кредитима. Наставак раста тражње очекује се и у наредном периоду и требало би да буде подстакнут рефинансирањем постојећих обавеза и куповином непокретности.

Крајем марта 29,2% пласмана банака привреди и становништву било је у динарима, што је за 0,6 п.п. више него крајем 2015. Расту тог учешћа допринели су грађани, који су наставили да се претежно задужују у динарима – у Т1 у просеку је 73% нових пласмана становништву било у динарима. Тако је динаризација пласмана становништву у Т1 повећана за 0,7 п.п. и у марту је достигла 43,5%. Насупрот томе, степен динаризације пласмана привреди (19,3%) био је непромењен у односу на крај 2015. Ипак, у последња два тромесечја повећано је ново задужење привреде у динарима – учешће динарских кредита у новим кредитима привреди износило је у просеку 22%, што је за 7 п.п. више у односу на просек у првих девет месеци 2015.

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



Током Т1 учешће *NPL* у укупним кредитима, рачунато по бруто принципу, смањено је за 0,7 п.п. и у марту је износило 20,9%. Учешће *NPL* у сектору привреде је смањено за 0,9 п.п., на 20,8%, а код становништва за 0,2 п.п., на 10,7%¹¹. Паду *NPL* код привреде доприноси наплата, реструктурирање, отпис и продаја дела *NPL*, а код становништва раст нових кредита.

И поред релативно високог учешћа *NPL* у укупним кредитима, коефицијент адекватности капитала од око 21% указује на то да је домаћи банкарски сектор стабилан. Исправка вредности укупних кредита у марту је износила 68,1% *NPL* (што је за 8,8 п.п. више него пре годину дана), а регулаторна резервисања за билансну изложеност¹² и даље у потпуности покривају износ бруто *NPL* и у марту су износила 115,0%.

¹¹ Уколико се укључе предузетници и приватна домаћинства, то учешће је такође смањено за 0,2 п.п., на 11,5%.

¹² 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).

3. Тржиште непокретности

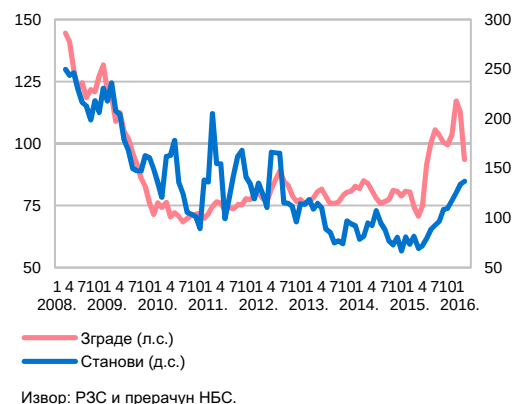
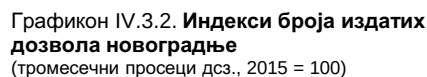
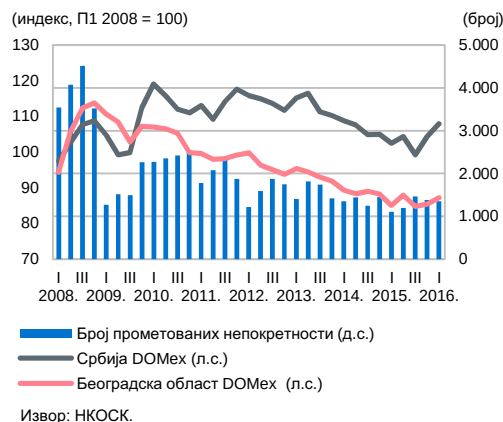
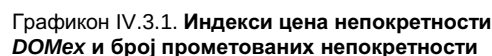
Ниже каматне стопе на стамбене кредите и унапређење законских прописа у области промета некретнина омогућили су постепен опоравак тражње и понуде на тржишту некретнина. Већа тражња одrazила се и на раст просечне цене некретнина, док је сезонски убичајени пад промета у Т1 знатно нижи у односу на претходне године.

Вођена растом цена некретнина у Београду, просечна цена некретнина у Србији је, мерено индексом *DOMex*,¹³ porasla 3,5% у T1 у односу на T4. Цене некретнина у Војводини и западној Србији су у истом периоду остале готово непромењене, док је просечна цена некретнина у јужној и источној Србији смањена. Раст цене некретнина је после две и по године забележен и на мг. нивоу (5,4%), што указује на благ опоравак тражње на овом тржишту.

Просечна цена некретнине у Србији је у Т1 износила 895,3 евра по квадратном метру. За разлику од претходног тромесечја, у Т1 су благо повећане регионалне разлике у просечној цени некретнина, па је тако однос цене у најскупљем, београдском региону, у односу на просек осталог дела земље повећан на 1.75.

Пад броја прометованих непокретности¹⁴ у Т1 од 1,9%, иако сезонски карактеристичан за Т1, знатно је мањи у поређењу с претходним годинама. Пад промета некретнина забележен је у свим регионима изузев београдског, што је утицало и на повећање учешћа тог региона у укупном промету, које је износило 50,2%. Посматрано на мг. нивоу, број прометованих непокретности био је виши за 23,0%, што би такође могло да буде знак постепеног опоравка тржишта непокретности.

На даљи раст тражње за некретнинама могли би утицати и повољнији услови финансирања, с обзиром на то да су каматне стопе за стамбене кредите и у Т1 наставиле да падају. Такође, подаци из анкете о кредитној активности банака потврђују повећану



¹³ Овај индекс објављује Национална корпорација за осигурање стамбених кредита, а односи се само на непокретности чија је куповина финансирана осигураним кредитима. Иако поменути индекс не обухвата трансакције купопродаје некретнина финансиране сопственим средствима или неосигураним кредитима, имајући у виду високу незапосленост, ниске зараде и ниску кредитну активност, сматрамо да кретања на укупном тржишту некретнина прате кретања индекса *DOMex*.

¹⁴ И број прометованих непокретности и цена стана по квадратном метру такође се односе само на некретнине чија је куповина финансирана осигураним кредитима.

тражњу за овим видом задуживања. Поред тога, примена Закона о посредовању у промету и закупу непокретности додатно је регулисала тржиште некретнина у смислу повећања сигурности учесника и транспарентности понуде.

Позитивна кретања на тржишту некретнина у Т1 су настављена и на страни понуде. Захваљујући унапређењу законских прописа у овој области, издавање грађевинске дозволе врши се електронским путем и у року до месец дана од подношења захтева. Поједностављење процедуре утицало је на повећање броја издатих грађевинских дозвола за изградњу зграда од 7,5% мг., уз раст предвиђене вредности радова од чак 105,2%. Такође, још већи раст је забележен у случају броја издатих дозвола за изградњу станова (92,1% мг.) и њихове корисне површине (108,0% мг.).

4. Агрегатна тражња

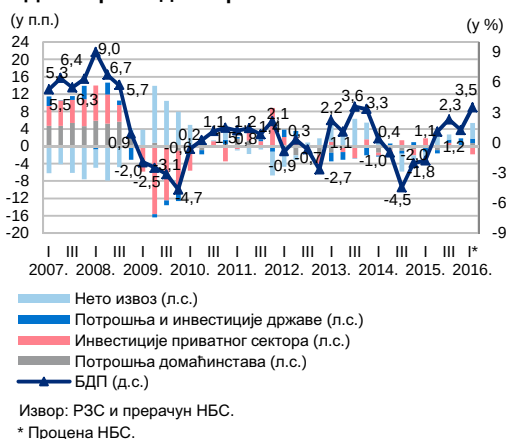
Високе инвестиције у разменљиве секторе претходне године, брзи раст економске активности у зони евра и повољни односи размене допринели су снажном расту нашег извоза, тако да је нето извоз био главни покретач раста БДП-а у Т1. Поред тога, опоравак је остварен и код потрошње домаћинстава, захваљујући расту зарада и запослености у приватном сектору, нижим трошковима отплате постојећих кредита и новом задуживању. Такође, процењујемо да су фиксне инвестиције наставиле раст.

Према нашој процени, у 2016. се очекује убрзање раста БДП-а на 2,25–2,5%, што је ревизија навише у односу на претходну пројекцију. Главни разлог ревизије су знатно повољнија кретања у спољнотрговинској размени од почетка године, која би требало да резултирају и позитивним доприносом нето извоза у 2016. Наставак снажног раста очекује се и код инвестиција услед даљег унапређења инвестиционог амбијента и наставка интензивне реализације инфраструктурних пројеката. Поред тога, кретања од почетка године указују на то да би и допринос потрошње домаћинстава могао бити нешто виши у односу на раније очекивани.

Домаћа тражња

Према нашој процени, раст **потрошње домаћинстава** започет у П2 2015. настављен је и у Т1 (0,3% дсз.), тако да је ова компонента тражње

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



позитивно допринела кретању БДП-а са 0,3 п.п. На то указује пре свега промет у трговини на мало, који бележи раст четврто узастопно тромесечје и који је у Т1 повећан за 4,8% дсз. Поред тога, позитивна кретања су, судећи према показатељима, забележена и у сектору услуга смештаја и исхране. Након две и по године раст ове компоненте тражње је забележен и на мг. нивоу (0,9%).

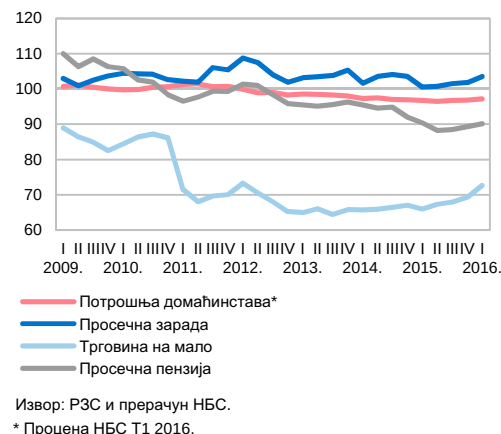
Опоравку потрошње домаћинстава у последњој години дана допринео је раст економске активности, који се повољно одразио и на раст зарада и запослености у приватном сектору, као и нижи трошкови отплате постојећих кредита. Поред тога, у Т1 је дошло и до раста нових готовинских и потрошачких кредита. С друге стране, остали извори потрошње (прилив дознака из иностранства и трансфери социјалног осигурања) у Т1 су смањени. При томе, смањење трансфера социјалног осигурања последица је њиховог једнократног раста у Т4 2015,¹⁵ док је на мг. нивоу забележен њихов раст.

Највећи позитиван допринос кретању БДП-а међу компонентама домаће тражње потиче од **приватних инвестиција** (0,4 п.п.), које су у Т1 порасле 2,2% дсз. На наставак повољних тенденција у кретању ове компоненте тражње указује раст домаће производње машина и опреме од 10,7% дсз., као и даљи раст увоза опреме од 1,0% дсз. Поред опреме, на раст инвестиција упућују и позитивна кретања показатеља у грађевинарству, тј. реалан раст вредности изведених грађевинских радова (20,2% мг.), као и наставак мг. раста производње грађевинског материјала (13,7%) и броја издатих грађевинских дозвола (11,1% у прва два месеца 2016). Висок ниво инвестиција у претходној години успорио је њихов мг. раст, који је у Т1 износио 0,6%.

Повољан инвестициони амбијент наставио је позитивно да се одражава на нето прилив СДИ, који је у Т1 био на сличном нивоу као пре годину дана. Поред СДИ, значајан извор финансирања инвестиција били су и новоодобрени инвестициони кредити банака, који су у Т1 порасли 39,2% мг., чему је допринео и даљи пад каматних стопа.

Негативан допринос кретању БДП-а у Т1 од компоненти домаће тражње, према нашој процени,

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



Табела IV.4.1. Показатељи кретања инвестиција

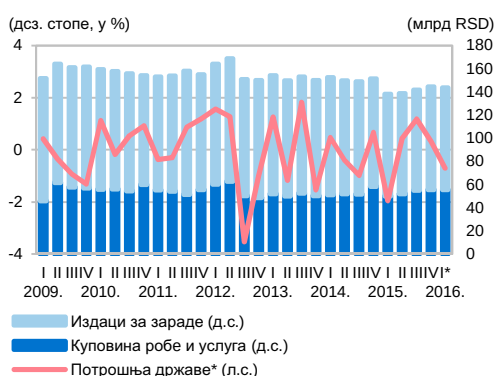
	2015.				2016.
	I	II	III	IV	I
Реални показатељи (дсз. подаци, тромесечни раст, у %)					
Залихе					
индустијских производа	4,5	-0,3	0,8	-1,9	-0,7
Индустријска производња					
капиталних производа	4,2	-3,4	-8,3	8,4	1,6
Извоз					
средстава за рад*	20,6	1,0	4,8	6,4	22,3
Увоз					
средстава за рад*	4,4	1,1	0,4	-0,2	1,0
Залихе					
капиталних производа	3,2	2,5	-6,0	4,3	5,2
Индустријска производња					
интермедијарних производа	3,3	3,5	0,8	2,1	4,2
Извоз					
интермедијарних производа*	3,0	5,0	3,1	2,4	1,4
Увоз					
интермедијарних производа*	3,1	0,8	0,7	4,9	-1,3
Залихе					
интермедијарних производа	0,8	1,0	-1,3	2,2	2,5
Индустријска производња					
грађевинског материјала	-5,1	6,2	-1,1	10,3	-0,1
Залихе грађевинског материјала	-3,5	-4,0	-5,8	2,3	9,9
Инвестиције државе**	-3,7	19,3	16,0	4,1	3,0

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Извоз и увоз су изражени у еврима.

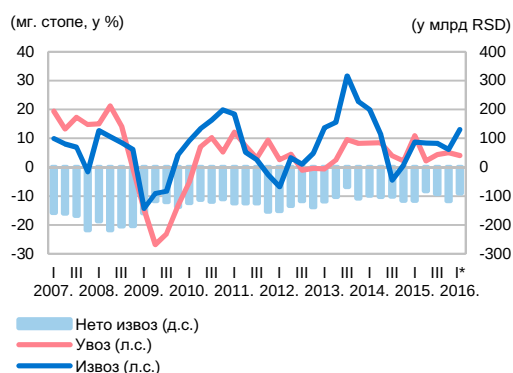
** Инвестиције државе су дефлациониране индексом цена произвођача индустријских производа.

¹⁵ Раст ове компоненте од чак 7,1% дсз. у највећој мери је последица једнократне исплате заосталог дуга војним пензионерима.

Графикон IV.4.3. Потрошња државе
(реални износи)

Извор: РЗС, Министарство финансија и прерачун НБС.

* Процена НБС.

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

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

потиче од **промена у залихама** (0,9 п.п.). На то указује дсз. пад залиха у укупној индустрији од 0,7%. Пад залиха био је изражен у производњи угља, као и у више од половине области прерађивачке индустрије, међу којима је највеће смањење регистровано код моторних возила, нафтних деривата, производа од гуме и пластике и прехранбених и текстилних производа. Поред тога, већи извоз житарица у односу на претходно тромесечје знак је и смањења залиха пољопривредних производа.

Поред промена у залихама, негативан допринос кретању БДП-а дала је и финална **потрошња државе** (0,1 п.п.), која је, према нашој процени, у Т1 исказала пад од 0,7% дсз. Смањење ове компоненте тражње последица је нижих расхода за зараде у јавном сектору, док су издаци за куповину робе и услуга благо порасли. Посматрано на мг. нивоу, потрошња државе је наставила раст (1,6%), уз позитиван допринос кретању БДП-а (0,3 п.п.).

Наставак раста у Т1, према нашој процени, забележен је и код **државних инвестиција** (3,0% дсз.), које су позитивно допринеле кретању БДП-а са 0,1 п.п. Такво кретање остварено је захваљујући наставку убрзане реализације инфраструктурних пројеката који се финансирају из буџета, што потврђује и реални раст консолидованих капиталних расхода државе од 67,9% на мг. нивоу.

Нето екстерна тражња

Високе инвестиције у разменљиве секторе у претходној години постепено су почеле у Т1 да се остварују у виду снажног реалног раста извоза робе и услуга (10,4% дсз.). Расту извоза допринео је и бржи привредни раст зоне евра (0,5% дсз.), док је показатељ екстерне тражње за извозом Србије,¹⁶ и поред благог пада у односу на Т4, наставио да бележи мг. раст. Раст од 4,8% дсз. у Т1 је забележио и реални увоз робе и услуга, који је, као и у претходном периоду, био вођен увозом опреме. Виши раст реалног извоза од увоза робе и услуга резултирао је позитивним доприносом нето извоза кретању БДП-а са 2,0 п.п.

Знатно убрзање раста реалног извоза робе и услуга у Т1 је забележено и на мг. нивоу (13,0%), док је реални увоз успорио раст на 4,0%, тако да је, за разлику од

¹⁶ 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.

претходног тромесечја, допринос нето извоза БДП-у био позитиван (3,6 п.п.).

Поред веће извозне тражње, повољним кретањима у спољној трговини допринели су и односи размене, који су побољшани захваљујући нижем паду извозних цена у односу на увозне цене. Такође, на додатно побољшање ценовне конкурентности утицала је депрецијација реалног ефективног курса динара према евр у и долару од 0,4%.

Кретање робног извоза исказаног у еврима у Т1 обележили су снажан раст (12,3% дсз.) и његова широка дисперзија (18 од 23 области прерађивачке индустрије). Највећи допринос расту дао је извоз моторних возила (3,7 п.п.), при чему је извоз компаније „Фијат аутомобили Србија“ у прва три месеца био нижи за око 15% м.г., што указује на све већи допринос производњи и извозу великог броја мањих произвођача у области аутомобилске индустрије.

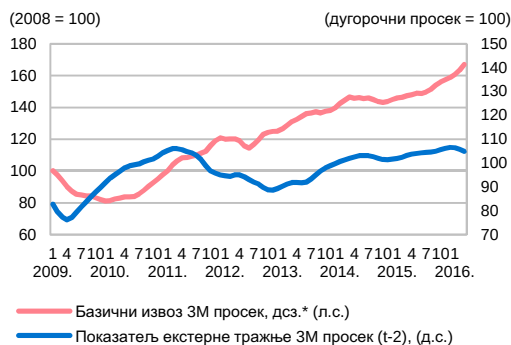
Висок раст извоза забележен је и у оквиру прехранбене и дуванске индустрије, које су велики део раста производње у Т1 пласирале у извоз. Повољна извозна кретања настављена су и у металској и хемијској индустрији, којима погодују ниске цене основних сировина на светском тржишту. И остале извозно оријентисане области прерађивачке индустрије (производња електричне опреме, гуме и пластике, фармацеутских производа, текстила, одеће и обуће) извезле су више производа у односу на претходно тромесечје.

С друге стране, пад робног извоза у еврима настављен је код нафтних деривата, на које и даље негативно утиче ниска цена нафте на светском тржишту. Нижи извоз забележен је и код основних метала, пре свега због смањеног извоза челика, док је извоз обојених метала повећан.

За око трећину виши раст у односу на претходно тромесечје забележен је код извоза пољопривредних производа, захваљујући пре свега повећаном извозу житарица. На раст извоза кукуруза и пшенице повољно је утицао раст цена ових производа на регионалним берзама од марта, као и потреба за смањењем њихових високих залиха пред нову пољопривредну сезону.

Позитивна кретања у Т1 настављена су и када је у питању извоз услуга, који је порастао 3,8% дсз. Посматрано по врстама, највећи раст је забележен у извозу туристичких услуга (7,5% дсз.), на шта указује

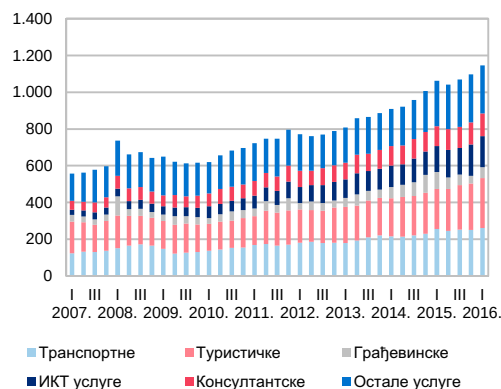
Графикон IV.4.5. Кретање показатеља екстерне тражње и базичног извоза Србије



Извор: Европска комисија, РЗС и НБС.

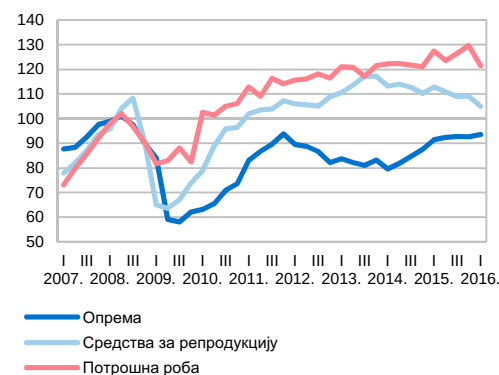
* Без пољопривреде, енергената, моторних возила и основних метала.

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

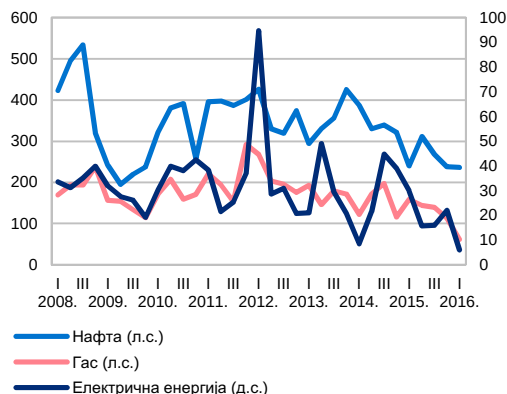


Извор: РЗС и прерачун НБС.

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

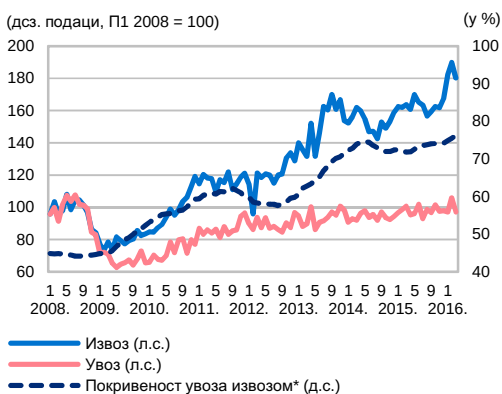


Извор: РЗС и прерачун НБС.

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

Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон IV.4.9. Робна размена у еврима



Извор: РЗС и прерачун НБС.

* 12-месечни покретни просек.

и кретање показатеља из области туризма на почетку године. У нешто мањој мери порастао је и извоз транспортних (4,3% дсз.) и консултантских услуга (2,6% дсз.), док је извоз компјутерских и информационих услуга, након снажног раста у Т4, стагнирао. Раст извоза услуга у Т1 је забележен и на мг. нивоу и износио је 7,7%.

Робни увоз изражен у еврима повећан је у Т1 1,0% дсз. и, слично као у претходном периоду, био је вођен растом увоза опреме коришћене за потребе растућих инвестиција. Поред тога, знатан део увоза (близу 20%) и у Т1 се односио на неklasификовану робу, у оквиру које се вероватно налази део увезене опреме, па би се након рекласификације могао очекивати и додатан раст увоза опреме. Нижи увоз је, с друге стране, регистрован код средстава за репродукцију, што се делом може објаснити нижим ценама индустријских сировина и енергената на светском тржишту. Такође, нижи је и увоз потрошних добара. Ипак, и код ових компонената увоза могуће су промене тренда кретања након рекласификације.

Посматрано по намени ЕУ, раст робног увоза остварен је по основу повећаног увоза капиталних производа, који се може објаснити већим увозом компонената за ауто-индустрију. С друге стране, пад је настављен код увоза енергената, у највећој мери због ниже вредности увезеног природног гаса изазване падом његове цене. Увоз нафтних деривата је био на сличном нивоу као у претходном тромесечју. Поред енергената, опао је увоз и код интермедијарних и трајних и нетрајних потрошних добара. У одређеној мери допринос расту потиче и од повећаног увоза неklasификованих производа.

Снажан раст извоза у Т1 повољно се одразио и на кретање показатеља спољнотрговинске позиције Србије. Тако је покривеност робног увоза извозом повећана за 2,1 п.п. и у марту је достигла рекордан ниво од 76,3%. Такође, робни извоз је на крају Т1 био виши за чак 80,1% у односу на преткризни ниво,¹⁷ док је робни увоз био за 2,8% нижи од свог преткризног нивоа.

¹⁷ Ниво из П1 2008.

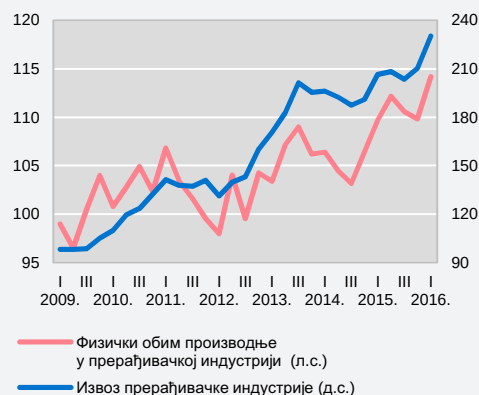
Осврт 2: Прилив СДИ као ослонац раста робног извоза

Један од главних фактора раста извоза Србије у последњих неколико година биле су СДИ. На њихов прилив највише су утицали постигнута макроекономска стабилност и побољшање пословног и инвестиционог окружења, захваљујући изменама законодавства у области рада, грађевинарства и улагања, што је и потврђено напретком на међународној листи конкурентности Светске банке у 2015. Значајну улогу у томе имали су и државни подстицаји за отварање нових радних места у произвођачким делатностима, који су, поред секторске, у знатној мери побољшали и регионалну структуру производње и извоза. Додатан подстицај дао је и почетак преговора о приступању ЕУ, које захтева усаглашавање домаћег законодавства са европским законодавством и стварање предвидивих услова пословања и инвестирања, на које су страни инвеститори навикли.

Реални извоз робе и услуга је од 2010. године константно растао. Тај раст је био највиши у 2013. години (21,3%), а допринеле су му и СДИ из претходног периода. Кључан допринос тако високој стопи раста извоза у 2013. дала је експанзија нето извоза у две индустријске области (аутомобилској и нафтној). После покретања производње новог модела у компанији „Фијат аутомобили Србија“ у јулу 2012, стопа раста извоза моторних возила је повећана 109,5% у тој и чак 181,7% у 2013. години. Значајан допринос дао је и повећан извоз нафтних деривата (51,2% у 2013), након завршетка инвестиционог циклуса ради модернизације и повећања капацитета производње у рафинерији нафте у Панчеву.

За разлику од првог таласа СДИ, који је био концентрисан на мали број пројеката, други талас, остварен у току 2014. године (1,2 млрд евра нето) и 2015. године (1,8 млрд евра нето), био је разноврснији са становишта секторске структуре и обухватао је велики број мањих пројеката. У обе године највећи део укупних прилива завршио је у сектору прерађивачке индустрије (око 35%) и у великој мери утицао на раст извоза овог сектора у 2015. (8,1%). При томе, раст извоза забележен је у чак 20 од 23 области прерађивачке индустрије. Поред основних метала, расту робног извоза у великој мери је позитивно допринео и извоз производа од метала и машина и опреме, па су међу 15 највећих извозника Србије биле заступљене пре свега компаније из ових области. Највећи прилив СДИ у 2014. и 2015. приспео је у област производње гуме и пластике, која је такође пружила висок допринос расту извоза. Веома висок раст извоза у 2015. (84,4%) забележила је и дуванска индустрија, што је последица одлуке компаније „Филип Морис“ да због повољнијих услова део производње намењене извозу пресели из производних капацитета у другим земљама у Србију. Раст извоза настављен је и у прехранбеној индустрији, производњи електричне опреме, папира, текстила, одеће, обуће, намештаја и грађевинског материјала. Опоравак је забележен и у хемијској индустрији због пада цене природног гаса, који се користи као главна сировина.

Графикон О.2.1. Производња и извоз прерађивачке индустрије (2009 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон О.2.2. Стопе и структура раста робног извоза по областима индустрије (у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

С друге стране, благ пад робног извоза у 2015. регистрован је у производњи моторних возила (3,5%), при чему је компанија „Фијат“ остала највећи појединачни извозник са 1,2 млрд евра укупног извоза, што је за 13,6% ниже него у 2014. Ипак, и у овој области присутан је позитиван тренд, који се огледа у растућем доприносу осталих компанија које су претходних година отварале производне погоне, а чија је производња највећим делом намењена извозу и чији је извоз са око 500 млн евра у 2014. порастао на око 620 млн евра у 2015. У овој области се и у наредном периоду очекују нове инвестиције, које би требало да надокнаде постепено смањење извоза „Фијата“ и да област производње моторних возила учине једном од носилаца раста извоза и у будућности. Пад робног извоза у 2015. забележен је и код нафтних деривата, при чему је он у потпуности последица пада њихових цена, јер је количински остао на готово непромењеном нивоу у односу на 2014. То показује да је и у условима ниских цена сачувана тржишна позиција у земљама региона која су главна извозна тржишта, тако да би са евентуалним будућим растом светске цене сирове нафте и нафтних деривата допринос ове области индустрије расту робног извоза поново могао постати позитиван.

Позитивна кретања у извозу настављена су и на почетку 2016, уз знатно убрзање раста робног извоза на 12,3% дсз. у Т1 у односу на Т4 2015. При томе, у условима смањења извоза „Фијата“, изузетно висок раст остварио је извоз моторних возила (26,1% дсз.), што потврђује претходни закључак о све већем доприносу мањих произвођача расту извоза ове области. Поред моторних возила, раст извоза је остварен у још 17 области прерађивачке индустрије, чиме је настављен тренд његовог широко дисперзованог раста.

Раст извоза у 2015. и на почетку 2016. наставио је да доприноси смањењу спољне неравнотеже привреде Србије. Дефицит текућег рачуна, који је у 2015. смањен на 4,8% БДП-а и који је у потпуности био покривен нето приливом СДИ, наставио је да се смањује и у Т1, у којем је више него преполовљен у односу на исти период претходне године. Потврде позитивних макроекономских кретања стижу и од ММФ-а, с којим су до сада успешно завршене три ревизије актуелног аранжмана, као и од међународних агенција за процену кредитног рејтинга, које су поправиле изгледе кредитног рејтинга Србије. Наставак структурних реформи и даље приближавање ЕУ требало би додатно да повећају атрактивност Србије у привлачењу СДИ, за које се и у будућности очекује да буду главни покретачи раста заснованог на извозу.

5. Економска активност

Позитивна кретања у индустрији из претходне године настављена су и у текућој години, на шта су повољно утицале инвестиције у размењиве секторе из 2015, као и повећана екстерна тражња. То је, уз наставак раста у грађевинарству, у највећој мери допринело убрзању раста БДП-а на 1,7% дсз. у Т1. Снажан раст БДП-а је, према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, забележен и на мг. нивоу (3,5%) услед наставка повољних кретања у индустрији и грађевинарству.

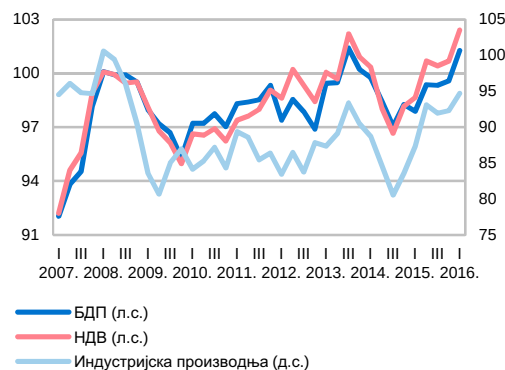
Пројекција раста БДП-а за 2016. коригована је навише у односу на претходни Извештај о инфлацији са 1,8% на 2,25–2,5%, захваљујући првенствено повољнијим кретањима у прерађивачкој индустрији, грађевинарству и појединим услужним секторима. Поред тога, позитиван допринос очекује се и од опоравка пољопривредне производње.

Појачана екстерна тражња и високе инвестиције у претходној години позитивно су утицали на раст индустрије, а поправљање инвестиционог амбијента и наставак реализације инфраструктурних пројеката на раст грађевинарства. Та два сектора су у највећој мери и подстакла раст БДП-а, који је у Т1 износио 1,7% дсз. Поред тога, економска активност је порасла и у већем броју услужних сектора. Према нашој процени, економска активност, мерена НДВ-ом, такође је порасла 1,7% дсз. и на крају Т1 се налазила 2,4% изнад преткризног нивоа¹⁸.

Према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, БДП је у Т1 знатно убрзао раст, на 3,5% мг. Према нашој процени, раст БДП-а је био вођен пре свега бржим растом индустрије (1,8 п.п.) и грађевинарства (0,5 п.п.), а позитиван допринос у нешто мањој мери дали су и сектори трговине, саобраћаја и угоститељства (0,4 п.п.).

Позитивна кретања у индустрији, која су преовладала у већем делу 2015, настављена су и почетком текуће године. Раст физичког обима укупне индустрије у Т1 је износио 2,6% дсз. и у потпуности је био одређен растом прерађивачке индустрије, која је у истом периоду порасла 4,0% дсз. Пад физичког обима производње забележен је у рударству (2,2% дсз.) и последица је смањене експлоатације угља, док се експлоатација руда метала опоравила после пада из

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон IV.5.3. Физички обим производње по гранама прерађивачке индустрије (дсз. подаци, П1 2008 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

¹⁸ Ниво из П1 2008.

Графикон IV.5.4. Доприноси м.г. расту физичког обима индустријске производње



T4. Притом, нижа производња угља надокнађена је смањењем његових залиха. Физички обим производње у сектору снабдевања електричном енергијом, гасом и паром је стагнирао у T1.

У оквиру прерађивачке индустрије, дсз. раст физичког обима у T1 забележен је у више од три четвртине области. Највећи позитиван допринос дала је прехранбена индустрија, која се у T1 опоравила од пада забележеног у П2 2015, а висок раст остварен је и у дуванској индустрији. Раст је остварен и у великом броју извозно оријентисаних области (производња електричне опреме, гуме и пластике, нафтних деривата, машина и опреме), што указује на то да је раст производње био вођен екстерном тражњом и инвестицијама у извозно оријентисане секторе у претходном периоду. Раст производње у аутомобилској индустрији у T1 био је скроман (0,8% дсз.), али је постигнут у условима смањења производње у компанији „Фијат аутомобили Србија“, што показује да мањи произвођачи из ове области пружају све већи допринос и да би они и у наредном периоду могли да надоместе негативне ефекте мање производње „Фијата“.

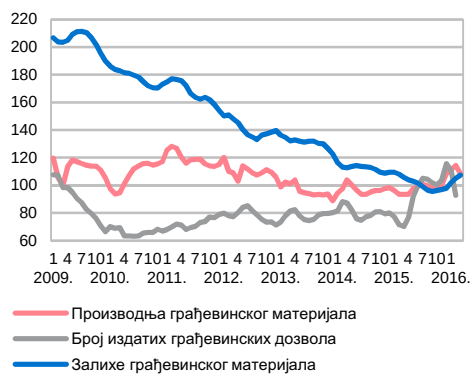
Највећи пад физичког обима производње регистрован је у производњи основних метала, пре свега због ниске цене челика на светском тржишту. Ипак, приватизација Железаре Смедерево и најављене инвестиције у производњу производа веће додате вредности требало би да у наредном периоду обезбеде позитиван допринос ове области кретању индустријске производње и БДП-а.

Посматрано на м.г. нивоу, укупна индустријска производња је у T1 убрзала раст на 10,5%, уз висок позитиван допринос сектора снабдевања електричном енергијом, гасом и паром (4,9 п.п.) и прерађивачке индустрије (4,5 п.п.), а нешто мање изражен био је допринос рударства (1,0 п.п.). Треба напоменути да је T1 2016. последње тромесечје са израженим деловањем базног ефекта у секторима рударства и производње електричне енергије, јер је током T2 2015. достигнут ниво производње пре поплава.

Поред индустрије, наставак позитивних кретања у T1 забележен је и у грађевинарству, на шта указује реалан раст вредности изведених радова од 20,2%, већи број издатих грађевинских дозвола (11,1% м.г. у прва два месеца 2016) и раст производње грађевинског материјала (13,7% м.г.).

Графикон IV.5.5. Показатељи грађевинске активности

(тримесечни просеци дсз., 2015 = 100)



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

	2015.				2016.
	T1	T2	T3	T4	T1*
БДП (у %, дсз.)	-0,4	1,5	0,0	0,2	1,7
Пољопривреда	-0,7	0,0	0,1	0,0	0,1
Индустрија	0,7	1,2	-0,4	0,2	0,9
Грађевинарство	0,0	0,3	0,1	0,0	0,2
Услуге	-0,4	0,3	0,1	0,0	0,5
Нето порези	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0

Извор: РЗС и прерачун НБС.

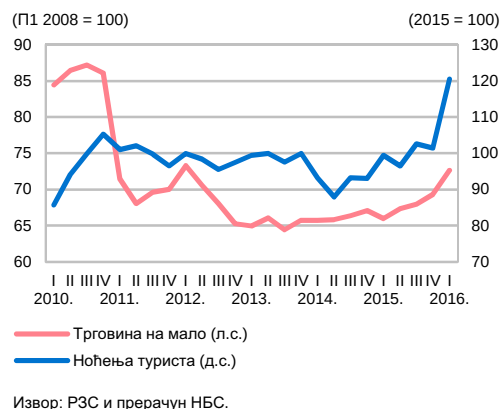
* Процена НБС.

Процењујемо да су и сектори услуга, укупно посматрано, позитивно допринели кретању БДП-а у Т1. Према кретању доступних показатеља, процењује се да је активност повећана у секторима трговине и услугама смештаја и исхране. Промет у трговини на мало је у Т1 реално порастао за 4,8% дсз., а у односу на исти период претходне године за чак 10,2%. Такође, број ноћења туриста је у Т1 био виши за 20,6% мг., а процењени реални промет услуга у угоститељству у прва два месеца за 2,0% мг. Раст активности процењује се и за финансијски сектор, с обзиром на то да је захваљујући нижим каматама и већој тражњи износ новоодобрених кредита привреди и становништву у Т1 знатно виши него у истом периоду прошле године.

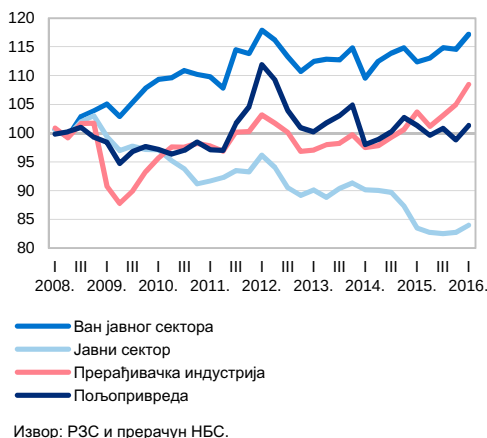
Како је пољопривредна сезона тек на самом почетку, тешко је у овом тренутку проценити раст овог сектора у 2016. Стога се наша процена заснива на просечним десетогодишњим приносима главних ратарских култура, на основу којих се очекује раст пољопривреде од око 3%, с доприносом расту БДП-а од 0,2 п.п. Према тренутној ситуацији, та процена се чини реалном јер је стање зимских усева задовољавајуће, а пролећна сетва је углавном обављена у оптималном временском року. Такође, киша која је падала крајем априла и почетком маја погодовала је свим пољопривредним културама и донекле је надокнадила мањак падавина у зимском периоду.

Пројекција раста БДП-а за 2016. коригована је навише у односу на последњи Извештај о инфлацији и износи 2,25–2,5%. Главни разлог корекције је виши од очекиваног раст прерађивачке индустрије, на коју би требало да се повољно одразе инвестиције из претходне године, као и наставак привредног раста у зони евра, нашег најзначајнијег трговинског партнера. Поред тога, нешто виши раст од предвиђеног очекује се у грађевинарству захваљујући унапређењу законских прописа и убрзаној реализацији инфраструктурних радова, што потврђује висок раст консолидованих капиталних расхода у Т1. Такође, ниска база узрокована лошијом прошлогодишњом сезоном утицаће и на позитиван допринос пољопривреде БДП-у.

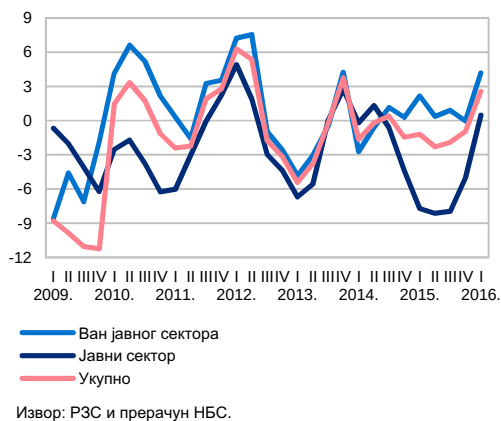
Графикон IV.5.6. Показатељи активности сектора услуга (дсз. подаци)



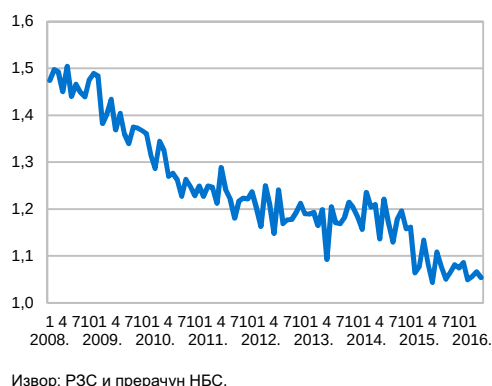
Графикон IV.6.1. Кретање реалне нето зараде (дсз. подаци, П1 2008 = 100)



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



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



6. Кретања на тржишту рада

Током Т1 настављен је дсз. раст реалне нето зараде и прекинут тренд њеног мг. пада. У истом периоду раст бруто реалне зараде надмашио је раст продуктивности, који је остварен делом и по основу смањења запослености, што је утицало на благо погоршање трошковне конкурентности, мерене јединичним трошковима рада.

Зараде и продуктивност рада

Раст номиналне зараде у Т1 (2,0% дсз.) надмашио је благ раст цена на тромесечном нивоу, тако да је **реална нето зарада** била виша (1,6% дсз.) у односу на претходно тромесечје. Раст реалне нето зараде био је претежно вођен повећањем зараде ван јавног сектора, а раст је у мањој мери забележен и код зараде у јавном сектору. Просечна зарада ван јавног сектора је крајем Т1 била нижа за 5,4% у односу на јавни сектор, чиме је настављено њихово постепено приближавање.

Посматрано по делатностима, зарада је највише порасла у оквиру појединих сектора услуга, а у мањој мери и у свим секторима индустрије, пољопривреди и грађевинарству. У секторима у којима је у претходном тромесечју забележен висок дсз. раст (саобраћај, информисање и комуникације) током Т1 је дошло до пада реалне зараде. Пад реалне нето зараде забележен је и у појединим секторима у којима доминирају државна предузећа и институције.

Након пет узастопних тромесечја пада, реална нето зарада је порасла и на мг. нивоу, што је у одређеној мери резултат престанка деловања базног ефекта смањења зарада у јавном сектору. Реална нето зарада ван јавног сектора је наставила да бележи позитивне стопе раста, које су биле највише у угоститељству, финансијском сектору, рударству и прерађивачкој индустрији. Такође, реална нето зарада у јавном сектору је после шест тромесечја остварила мг. раст.

Током Т1 настављен је и дсз. раст реалне масе нето зарада, који је, као и у претходном периоду, био израженији ван јавног сектора него у јавном сектору.

Просечна исплаћена номинална нето зарада у Т1 је износила 43.596 динара и била је нижа за 6,4% у односу на Т4, али и виша за 4,5% у односу на Т1 2015. године.

Раст продуктивности у индустрији у Т1, који је делимично постигнут по основу смањења запослености, био је нижи од раста бруто зараде, па је по том основу дошло до повећања **јединичних трошкова рада** (2,1% дсз.) и благог погоршања трошковне конкурентности домаће привреде. У нешто мањој мери повећани су и јединични трошкови рада у прерађивачкој индустрији (0,5% дсз.).

Запосленост

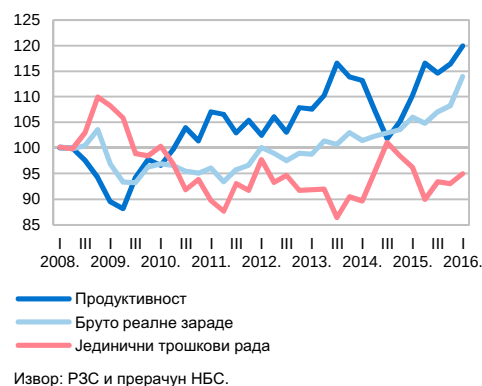
Будући да нису доступни подаци из Анкете о радној снази за Т1, анализа тржишта рада у овом тромесечју рађена је на основу података из административних извора које објављују Републички завод за статистику и Национална служба за запошљавање. На основу тих података, кретања на тржишту рада на почетку 2016. нешто су неповољнија у односу на кретања у 2015, током које је повећана запосленост и смањена незапосленост.

Према подацима **Републичког завода за статистику** добијених из базе Централног регистра обавезног социјалног осигурања, укупна формална запосленост је у марту остала готово непромењена у односу на крај 2015. Томе је допринело повећање броја запослених код правних лица (0,1%), која обухватају највећи део формалне запослености, док је смањен број приватних предузетника и запослених код њих (0,5%), као и број индивидуалних пољопривредника (0,6%). Посматрано по делатностима, запосленост је повећана у већини услужних сектора и грађевинарству, а смањена у индустрији, трговини и пољопривреди.

Према подацима **Националне службе за запошљавање**, укупан број незапослених повећан је у Т1 за 24.842 лица. При томе, знатно већи раст незапослености забележен је код лица која су већ имала запослење, што се може повезати са завршетком процеса приватизације друштвених предузећа и гашењем или одласком у стечај већег дела њих. На то упућује и раст броја лица која примају накнаду за незапосленост, који је први пут након дужег времена порастао на тромесечном нивоу (за 1.682 лица) и на крају Т1 је износио 46.844 лица.

Последњи расположиви подаци из **Анкете о радној снази** односе се на Т4 и указују на неповољнија кретања на тржишту рада у односу на остатак године. Стопа запослености (42,7%) незнатно је смањена (0,7 п.п.) у односу на Т3, али је била на сличном нивоу као

Графикон IV.6.4. Кретање продуктивности, бруто реалних зарада и јединичних трошкова рада у индустрији (дсз. подаци, Т1 2008 = 100)



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

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

Извор: РЗС и Национална служба за запошљавање.

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



пре годину дана, док је стопа незапослености благо повећана на 17,7% како у односу на Т3 (1,1 п.п.), тако и у односу на Т4 2014. (0,7 п.п.). Смањење је забележено и у случају неформалне запослености, која је у односу на Т3 смањена 1,1 п.п., на 20,4%. Стопа активности, иако у благом паду у односу на Т3, била је више него на крају 2014. године.

Највећи пад запослености током Т4 исказан је у услужним секторима и у области пољопривреде. Позитивна кретања остварена су у области индустрије и грађевинарства, у којима је повећан број запослених, што је у складу и с кретањем економске активности у овим областима привреде. Посматрано према радном статусу, повећан је број радника који раде на неодређено и одређено време, док је знатно смањен број сезонских радника и оних који обављају повремене послове, што се може довести у везу са смањењем неформалног рада, које је омогућено изменом радног законодавства и појачаним инспекцијским надзором.

7. Међународно окружење

Према последњој процени ММФ-а, глобални привредни раст је додатно ревидиран наниже као последица првенствено негативних ефеката ребалансирања привреде Кине и ниских цена нафте и осталих примарних производа на светске трговинске и финансијске токове. Економска активност у Европи и САД и у Т4 је наставила раст, који је, као и током целе 2015, био доминантно вођен домаћом тражњом. У појединим земљама региона централне и источне Европе расту БДП-а позитивно је допринео и опоравак екстерне тражње.

Због релативно слабог глобалног раста и ниских цена примарних производа, ионако ниска инфлација у међународном окружењу је од почетка године додатно смањена. Реакција централних банака није изостала, пре свега ЕЦБ-а, која је пакетом мера додатно ублажила монетарну политику, и ФЕД-а, који је најавио спорију динамику повећања референтне каматне стопе од претходно очекиване. Такве одлуке утицале су на побољшање тржишног сентимента и ублажавање неизвесности на међународном финансијском тржишту у наставку посматраног периода, што би требало да има позитивне ефекте и на Србију.

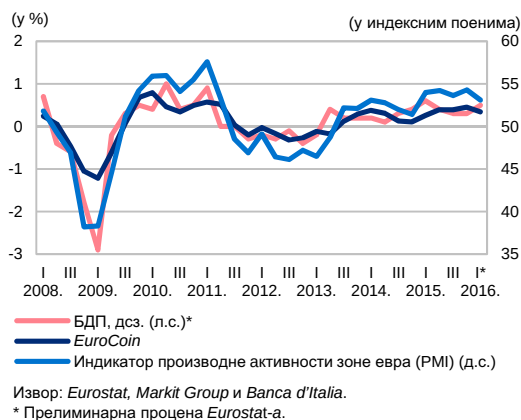
Економска активност

БДП у зони евра и у Т4 расте непромењеним темпом (0,3% дсз.), уз позитиван допринос потрошње домаћинства и инвестиција и негативан допринос нето извоза. Потрошња домаћинства је наставила раст захваљујући позитивним кретањима на тржишту рада, ниским ценама нафте и побољшаној финансијској позицији домаћинства. Међутим, њен допринос био је мањи него у остатку године, делом и због безбедносних проблема у појединим земљама чланицама. С друге стране, инвестиције су у већини земаља чланица убрзале раст, што се може објаснити већом искоришћеношћу постојећих капацитета у индустрији, већом профитабилношћу компанија, повољнијим условима финансирања и већом тражњом на тржишту некретнина. Нето извоз је наставио да пружа негативан допринос БДП-у, јер је у земљама БРИКС-а, важним извозним тржиштима, дошло до успоравања раста. Ипак, ти негативни ефекти делимично су ублажени повећаном трговином међу земљама чланицама.

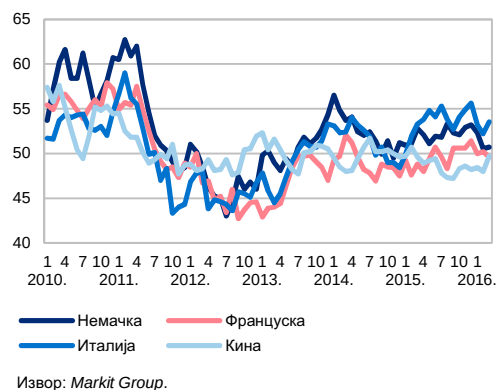
Посматрано по земљама, раст БДП-а у Немачкој и Шпанији у Т4 је остао на истом нивоу као у Т3 (0,3% и 0,8% дсз., респективно), док је у Француској и Италији благо успорен (на 0,3% и 0,1% дсз., респективно). У Немачкој је, поред потрошње домаћинства и инвестиција, значајан допринос расту БДП-а дала и државна потрошња због прихватања великог броја избеглица, док је допринос нето извоза био негативан услед успоравања економске активности у земљама у развоју. Економска активност у Италији у Т4 је благо успорила раст због смањења залиха, док су позитиван допринос наставиле да дају потрошња домаћинства и инвестиције.

Према прелиминарној процени *Eurostat*-а, БДП у зони евра је у Т1 порастао 0,5% дес., односно 1,5% у поређењу са истим периодом претходне године. Као и у претходном периоду, очекује се позитиван допринос потрошње домаћинстава, којој погодује наставак смањења стопе незапослености (за 0,2 п.п. током Т1 на 10,2% у марту) и кретање показатеља економских очекивања (*Economic Sentiment Indicator*), који је, иако нижи у односу на претходно тромесечје, и даље виши у поређењу с дугорочним просеком. Поред тога, повољни услови задуживања и раст профита компанија требало би да се одразе и на веће инвестиције, упркос очекиваном успоравању раста нових наруџбина, на шта указује пад индекса

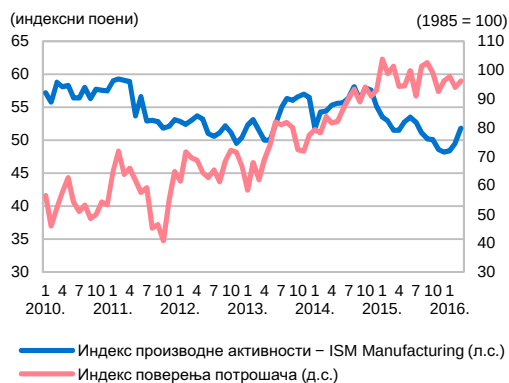
Графикон IV.7.1. Кретање БДП-а и показатеља економске активности зоне евра (тримесечне стопе)



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



Графикон IV.7.3. Водећи економски показатељи у САД



Извор: *Institute for Supply Management, Conference Board.*

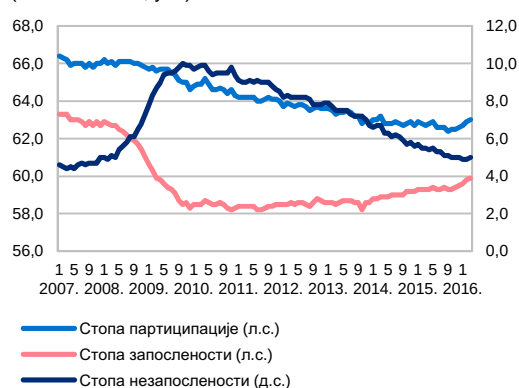
композитне aktivnosti (*PMI Composite*), koji je u T1 u proseku bio niži nego u T4.

Према процени ЕЦБ-а, економска активност у зони евра би у 2016. требало да порасте за 1,4%, што је за 0,3 п.п. ниже у односу на ранију пројекцију, док се нешто виши раст очекује према прогнозама ММФ-а и *Consensus Forecast*-а (1,5%). Ревизија наниже последица је већег од очекиваног смањења екстерне тражње и апрецијације реалног ефективног курса евра од почетка године, као и повећане неизвесности на финансијском тржишту.

Раст БДП-а, мада нешто споријим темпом (0,4% дсз.), у Т4 је настављен и у САД. Највећи допринос расту потиче од потрошње домаћинстава, док су позитиван допринос, иако нижи него у Т3, дале и инвестиције у грађевинарству и федерална државна потрошња. Према прелиминарној процени, у Т1 је забележено даље успоравање раста (0,1% дсз.) услед споријег раста приватне потрошње и наставка негативног доприноса укупних инвестиција и нето извоза. Ипак, кретање водећих показатеља током Т1 указује на постепено попуштање негативних трендова, будући да су у марту и индекс производне активности (*ISM Manufacturing*) и индекс потрошачког поверења (*Consumer Confidence Index*) достигли највише вредности у тромесечју. Позитивна кретања на тржишту рада настављена су у јануару и фебруару, уз пад стопе незапослености на најнижи ниво од избијања кризе (4,9%) и просечан раст броја новоотворених радних места ван пољопривреде од преко 200.000. У марту је стопа незапослености благо повећана на ниво с краја 2015. (5,0%), а исти ниво је задржала и у априлу.

Очекује се да БДП у САД у 2016. забележи даљи раст (2,4%, према прогнози ММФ-а) захваљујући опоравку тржишта некретнина, још увек преовлађујућим позитивним доприносом потрошње домаћинстава по основу раста расположивих прихода у претходном периоду и смањеној фискалној рестриктивности. С друге стране, нето извоз би и у 2016. требало да настави да пружа негативан допринос БДП-у по основу споријег раста главних трговинских партнера и апрецијације долара. Негативан допринос могао би се очекивати и од инвестиција у енергетском сектору, који је погођен ниским ценама нафте и гаса и отежаним финансирањем постојећих финансијских обавеза.

Графикон IV.7.4. Кретања на тржишту рада
у САД
(месечне стопе, у %)



Извор: *Bureau of Labor Statistics.*

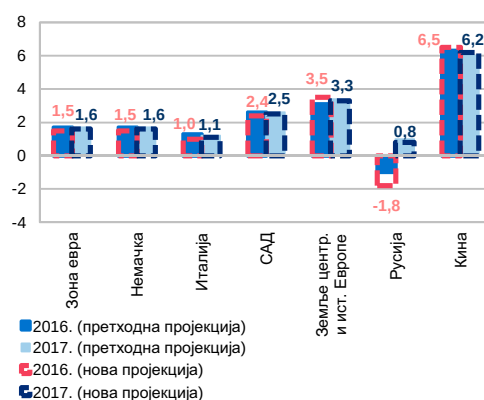
Домаћа тражња остала је и у Т4 главни покретач раста БДП-а у већини земаља централне и источне Европе (3,5% у 2015. према процени ММФ-а), неутралишући тако негативне ефекте смањења екстерне тражње у условима споријег глобалног раста. Земље централне Европе још бележе релативно високе стопе раста (преко 3% м.г.), чему су допринеле приватна потрошња потпомогнута здравим кретањима на тржишту рада и ниском инфлацијом, као и инвестиције, на које се позитивно одражава ублажавање монетарних услова ЕЦБ-а и већине централних банака у региону. Позитивна кретања присутна су и у већини земаља југоисточне Европе, код којих се углавном региструје убрзање привредног раста по основу и даље преовлађујућих позитивних ефеката ниске цене нафте на домаћу тражњу и раста у зони евра као извора екстерне тражње. Руска привреда је у 2015. исказала пад БДП-а од 3,7%, а наставак рецесије очекује се и у 2016. (пад од 1,8% према процени ММФ-а) услед ниске цене нафте и ограниченог приступа финансијским средствима.

БДП Кине је у Т1 додатно успорио раст на 6,7% м.г., али кретање показатеља од почетка године су повољнија од претходно очекиваних. Наиме, захваљујући раније предузетим стимулативним мерама кинеских власти, индустријска производња, промет у трговини на мало, фиксне инвестиције и новоодобрени зајмови порасли су у Т1 више него што је било очекивано, указујући на то да је у наредном периоду могуће постепено убрзање привредног раста. То, донекле, потврђује и ММФ, који је у најновијој пројекцији ревидирао навише раст БДП-а за 0,2 п.п., на 6,5% у 2016.

Кретање инфлације

Упркос благом опоравку привредне активности, програм квантитативних олакшица у **зони евра** није дао очекиване резултате у погледу инфлације. Она се и током Т1 кретала око нуле (0,3% у јануару, 0,2% у фебруару и 0% у марту м.г.). Такво кретање инфлације било је узроковано пре свега падом цена енергије. Уколико се те цене искључе, инфлација се током Т1 кретала око 1,0%. У наредним месецима, на основу априлских фјучерса за енергенте, ЕЦБ очекује да би укупна инфлација поново могла бити негативна, а да би у П2 требало постепено да расте, претежно услед базног ефекта цена енергије. Раст инфлације очекује се и у 2017. и 2018. захваљујући мерама монетарне политике и очекиваном

Графикон IV.7.5. Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2016. и 2017. ММФ-а (у %)



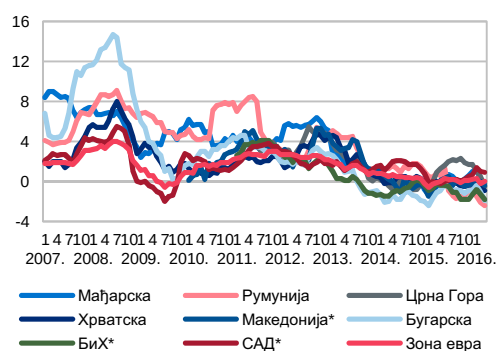
Извор: ММФ WEO Update (јануар 2016) и ММФ WEO (април 2016).

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

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

Извор: Consensus Forecast и ММФ.

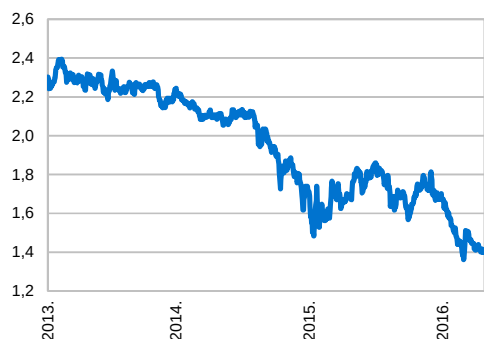
Графикон IV.7.6. Кретање хармонизованог индекса потрошачких цена по земљама (м.г. стопе, у %)



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

* ИПЦ.

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



Извор: Thomson Reuters.

економском опоравку. Међутим, према последњим пројекцијама ЕЦБ-а из марта, инфлација ни у 2018. години неће достићи циљани ниво. Пројекције инфлације су смањене у односу на децембар, тако да се за 2016. предвиђа инфлација од свега 0,1% у односу на претходних 1,0%, а за 2017. годину 1,3% уместо 1,6%, колика је прогноза и за 2018. Нешто више стопе инфлације очекују се према ЕЦБ-овој априлској анкети стручних прогнозера,¹⁹ иако су и оне кориговане наниже у односу на јануар, пре свега због кретања цене нафте. Такође, настављен је пад дугорочних тржишних инфлационих очекивања, па су се она још више удаљила од циља за инфлацију – у априлу је тржиште очекивало да ће пројектована инфлација у зони евра 2021. године за пет година унапред, тј. 2026, бити 1,4%.²⁰

Дефлаторни притисци и ниска инфлација постоје и у највећем броју земаља **централне и источне Европе**. Негативне стопе инфлације биле су најизраженије у Румунији, делом због смањења стопе ПДВ-а од почетка ове године, али и у Босни и Херцеговини, Бугарској и Хрватској. Инфлација је у марту прешла у негативну зону и у Мађарској, Македонији и Црној Гори. С друге стране, Турска и Русија, због депрецијације валуте, бележе релативно високе стопе инфлације.

Подржана привредним растом, инфлација је у САД била на знатно вишем нивоу у Т1 него у претходном периоду. Ипак, она се са 1,4% у јануару спустила на 0,9% у марту, на шта је пре свега утицао пад цена нафте и гаса, па остаје да се види да ли су више стопе инфлације одрживе. На опрезност упућује и податак из марта о најмањем месечном расту базне инфлације (искључујући цене хране и енергије) од августа прошле године. Поред тога, инфлациона очекивања заснована на анкетама близу су историјских минимума, а ниска су и очекивања заснована на тржишној компензацији за инфлацију. ФЕД ипак очекује да ће инфлација постепено расти како ефекти пада цена енергије и апрецијације долара у претходном периоду буду ишчезавали и како се тржиште рада буде даље опорављало. Повратак на циљ очекује у наредне две-три године.

¹⁹ ECB Survey of Professional Forecasters (SPF).

²⁰ The five-year, five-year breakeven forward.

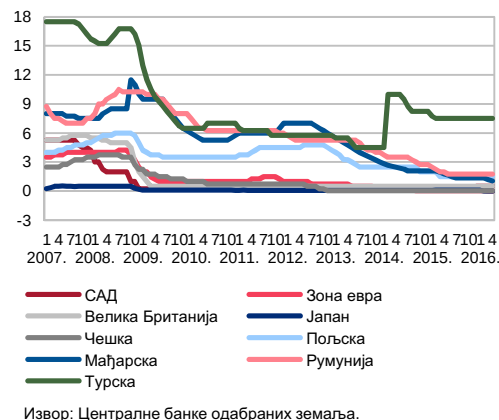
Монетарна политика

Бројне конвенционалне и неконвенционалне мере монетарне политике, које спроводи од јуна 2014, ЕЦБ је допунила у марту новим – референтна каматна стопа смањена је за 5 б.п., на 0,0%, а нижа је и стопа на кредитне олакшице за 5 б.п., на 0,25%, и стопа на депозитне олакшице за 10 б.п., на –0,4%. Поред тога, повећан је месечни ниво куповине aktive са 60,0 млрд евра на 80,0 млрд евра. У откуп су, поред државних, укључене и корпоративне обвезнице небанкарског сектора. Ради додатног подстицаја банкама да кредитирају реалну привреду, уведен је и нови програм циљаних дугорочних операција рефинансирања (*TLTRO II*)²¹, рочности од четири године, чије ће спровођење почети од јуна 2016. ЕЦБ очекује да ће овај пакет мера додатно ублажити финансијске услове, стимулисати нову кредитну активност и тиме подстаћи привредни раст и повратак инфлације на циљ.

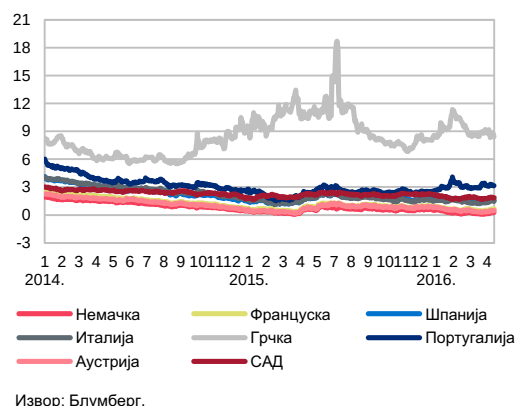
Када су у питању земље **централне и источне Европе**, осим у Србији, до новог попуштања монетарне политике дошло је и у Мађарској. Због дезинфлаторних притисака и инфлације која је дуже време испод циља, централна банка Мађарске је у марту и априлу смањила референтну каматну стопу за по 15 б.п., на 1,05%. Такође, први пут је у марту увела негативну стопу на депозитне олакшице, смањујући је на –0,05%. Централне банке других земаља нису мењале своје референтне стопе.

Након што је у децембру повећао референтну каматну стопу, на састанцима од почетка ове године ФЕД није мењао монетарну политику, као што се и очекивало. Међутим, пажња тржишних учесника и те како је била усмерена на састанке ФЕД-а и његове оцене актуелних економских кретања не би ли се извукли закључци о вероватном кретању референтне стопе у преосталом делу године. С обзиром на неповољне околности на финансијском тржишту, спорији раст Кине и неизвесност у погледу перспективе раста инфлације, ФЕД је истицао да је неопходна опрезност у даљем повећању референтне стопе. Значајно је то да је ревидирао наниже очекивану динамику повећања референтне стопе у 2016. с четири (колико је износила у децембру) на два пута. Средња вредност њихове пројекције

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

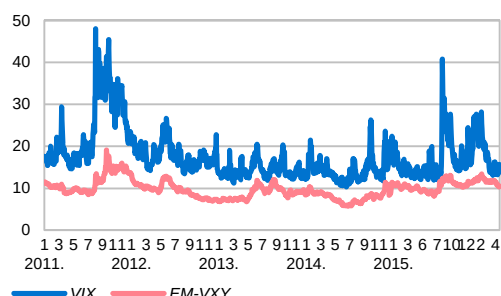


Графикон IV.7.9. Принос на десетогодишње обвезнице по земљама
(дневни подаци, у %)



²¹ Targeted longer-term refinancing operations.

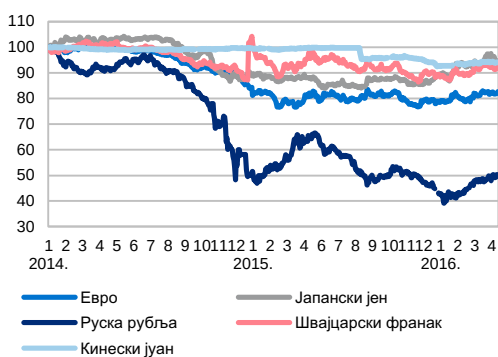
Графикон IV.7.10. Имплицитна волатилност међународног финансијског тржишта* (у %)



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.

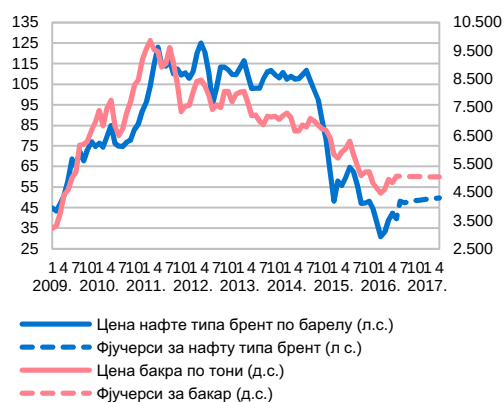
Графикон IV.7.11. Кретање курсева одређених националних валута према долару* (дневни подаци, 31. 12. 2013 = 100)



Извор: База података ММФ-а.

* Раст представља апрецијацију.

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



Извор: Блумберг.

референтне стопе за децембар 2016. износи 0,875%, за 2017. годину 1,875%, а за 2018. годину 3,0%.

Финансијска и робна тржишта

Финансијска тржишта је карактерисала израженија нестабилност у првој половини тромесечја, одражавајући повлачење инвеститора из ризичније активе због лошијих изгледа за глобални привредни раст, али и почетка нормализације монетарне политике ФЕД-а. Након тога, с побољшањем тржишног сентимента услед нових експанзивних мера ЕЦБ-а и централне банке Јапана, као и очекиване спорије нормализације монетарне политике ФЕД-а, неизвесност на финансијским тржиштима је донекле смањена. На то указује и кретање *VIX-a*, *Standard & Poor's 500* индекса опција, који је у фебруару достигао 28%, а у априлу се спустио на 13%. Такође, раст цене злата у првој половини тромесечја и њена стабилизација након тога иду у прилог тези о извесном смирењу неизвесности. На то указују и приноси на петогодишње и десетогодишње америчке државне ХоВ, који су од средине фебруара почели да расту. Међутим, ти приноси су и даље на nižем нивоу него што су били у протеклих неколико тромесечја.

Након знатног повећања у протеклом периоду, вредност **долара** у односу на друге светске валуте смањена је од почетка године у највећој мери захваљујући прилагођавању тржишта споријој динамици нормализације монетарне политике ФЕД-а. Стога је депрецијација долара током фебруара и марта била његова највећа двомесечна депрецијација од 2011. године. С друге стране, упркос новим експанзивним мерама монетарне политике ЕЦБ-а, **евро** је био отпоран и ојачао је у односу на долар за 3,6% од почетка године до краја априла. Подршку евр у дала је и изјава званичника ЕЦБ-а у марту да даље снижавање референтне каматне стопе вероватно неће бити потребно. На кретање курса две валуте и у наредном периоду пресудно ће утицати различити карактери монетарних политика ФЕД-а и ЕЦБ-а.

Слабљење долара, заједно са договором Саудијске Арабије, Русије, Венецуеле и Катара о замрзавању производње на јануарском нивоу и изгледима да је он основа за постизање договора међу главним произвођачима нафте у априлу, као и информације о паду залиха и производње из нафтних шкриљаца у САД, били су главни фактори раста светске цене **нафте**, након што се средином јануара спустила на 26,4 долара по барелу. Нафта је током Т1 на светском тржишту поскупела за 8,3%, а само у априлу за 19,7%. Цена нафте типа брент прешла је у априлу ниво од 45

долара по барелу. Међутим, оцењује се да тај раст још није стабилан и да ће и наредни период карактерисати нестабилност цене. Иако се може очекивати даљи пад производње из нафтних шкриљаца, он би могао бити надокнађен повећањем производње у Ирану. Кретање нафтних фјучерса у наредном периоду упућује на постепен раст цене нафте до краја 2016. и у 2017. години. Према подацима с тржишта, предвиђа се да ће цена нафте типа брент у децембру 2016. достићи 49 долара за барел, а у децембру 2017. године 52 долара за барел.

Светске цене хране, мерене ФАО индексом, реално су смањене током Т1 за 3,0% због пада цена млечних производа на светском тржишту, који је више него неутралисао раст цена уља и шећера. Цене млечних производа су за само три месеца реално пале за 14,1%, на ниво који није био нижи од нивоа у јуну 2009. године, услед нагомиланих залиха у земљама главним извозницама. У односу на март прошле године, цене млечних производа су биле ниже за 30,5%. Истовремено, повећане су цене уља за 11,3%, достижући највиши ниво у последњој години и по дана. Цене шећера наставиле су раст започет у претходном тромесечју, у највећој мери као последица лошијих изгледа за овогодишњу производњу услед обилних падавина у Бразилу, највећем светском произвођачу шећера. Цене осталих врста хране нису се током Т1 знатније мењале.

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



Извор: ФАО, УН.

Осврт 3: Утицај базног ефекта цена хране и енергије на међугодишњу инфлацију у наредном периоду

Након што је у јануару порасла на 2,4% и приближила се доњој граници дозвољеног одступања од циља, мг. инфлација је у фебруару поново опала, вративши се на ниво из децембра 2015. године (1,5%). Пад је наставила у марту (0,6%) и априлу (0,4%). Једнократни раст инфлације у јануару био је у знатној мери последица тзв. базног ефекта. Иако због самог начина израчунавања мг. инфлације базни ефекат увек постоји, он је економски важан и на њега се посебно указује онда када се мг. инфлација у одређеном месецу (или периоду) знатније промени због неуобичајено високе или ниске стопе инфлације у истом месецу (периоду) претходне године. Другим речима, базни ефекат је изражен када се промена цена у одређеном месецу претходне године у већој мери разликује од промене цена која је уобичајена за тај месец. То може бити последица повећања акциза и ПДВ-а, знатнијег поскупљења или појефтињења одређених производа (нпр. хране и енергије) које није последица сезоне и сл.

Да би се боље разумео базни ефекат, корисно је најпре подсетити се начина рачунања мг. инфлације. Мг. инфлација (π_t) добија се као процентуална промена ИПЦ-а у посматраном месецу у односу на исти месец претходне године:

$$\pi_t = \left(\frac{P_t - P_{t-12}}{P_{t-12}} \right) \times 100$$

где је P_t ниво ИПЦ-а у посматраном месецу, а P_{t-12} ниво ИПЦ-а у истом месецу претходне године.

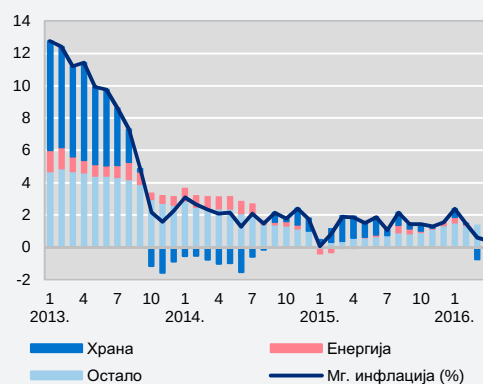
Одавде произлази да промена мг. инфлације у текућем месецу у односу на претходни представља разлику између месечне стопе инфлације у текућем месецу (p_t) и месечне стопе инфлације у истом месецу претходне године (p_{t-12}):

$$\pi_t - \pi_{t-1} \approx p_t - p_{t-12}$$

У нашем случају, база у јануару 2015. била је ниска – месечна инфлација износила је -0,2%, а у јануару 2016. године +0,6%, што је резултирало растом мг. инфлације са 1,5% у децембру 2015. на 2,4% у јануару 2016. Будући да се мг. инфлација може апроксимирати збиром месечних стопа инфлације у последњих 12 месеци, можемо рећи и да је јануарски раст мг. инфлације био резултат изласка из обрачуна појефтињења из јануара 2015. и уласка у обрачун поскупљења из јануара 2016.

У наредној години дана базни ефекат би требало да буде изражен управо код цена хране и енергије, имајући у виду да су светске цене примарних производа у претходном периоду биле на силазној путањи. Тако је цена нафте данас за око 65% нижа него пре две године, а цене примарних пољопривредних производа за око 30%. Знатан и дуготрајан пад тих цена допринео је томе да велики број земаља, укључујући Србију (Графикон О.3.1), буде суочен са снажним дезинфлаторним притисцима по основу цена хране и енергије и кретањем инфлације испод циља. Истовремено, то значи да је база за обрачун мг. инфлације ниска и да ће с почетком раста наведених цена деловати у смеру бржег повратка инфлације ка циљу. Покушали смо да проценимо колико би базни ефекат по основу цена хране и енергије износио у нашем случају.

Графикон О.3.1. Доприноси компоненти ИПЦ-а мг. инфлацији у Србији (у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Базни ефекат је оцењен одузимањем остварене месечне стопе промене цена хране и енергије у претходних 12 месеци од просечне месечне стопе по којој су те цене расле у последњих пет година¹ увећане за ефекат сезонских фактора. Он ће бити позитиван уколико су цене хране (енергије) у одређеном месецу прошле године опале или порасле мање него у последњих пет година у том истом месецу и обрнуто – биће негативан када је раст цена хране (енергије) у одређеном месецу прошле године био виши од просечног у последњих пет година. Позитиван базни ефекат деловаће у смеру повећања, а негативан у смеру снижења м.г. инфлације.

На Графикону О.3.2. може се видети на који начин би промене цена хране и енергије у протеклој години дана могле утицати на путању м.г. инфлације у периоду мај 2016 – април 2017. Као што видимо, допринос претходних промена цена енергије промени м.г. инфлације би у већини месеци требало да буде позитиван. Већи негативан допринос у августу последица је повећања цене електричне енергије у августу 2015. године за 12,2%. Будући да базни ефекат посматра промену цена у базном, а не и у текућем месецу, приликом израчунавања тог доприноса у обзир није узето претпостављено повећање цене електричне енергије у 2016. години, које се користи у изради средњорочне пројекције инфлације. Имајући у виду кретање цена примарних пољопривредних производа у претходном периоду и уопште хране, базни ефекат цена хране требало би исто да буде позитиван у већини месеци у наредној години дана. Притом, приметно је да је он знатно израженији код цена непрерађене хране него код цена прерађене хране. Такође, код цена непрерађене хране требало би да буде највећи у мају и јулу, због знатног појевљења поврћа у тим месецима 2015, док би цене прерађене хране у смеру раста м.г. инфлације требало да делују од септембра. Збирно посматрано, м.г. инфлација би по основу базног ефекта цена хране и енергије у свим месецима у периоду мај 2016 – април 2017. требало да буде повећана, осим у августу ове и јануару 2017. године.

Дакле, претходне промене цена хране и енергије требало би да делују у смеру раста м.г. инфлације у наредном периоду и помогну њен повратак у границе циља. Уколико саберемо поменуте доприносе у следећих 12 месеци (Графикон О.3.3), видимо да би м.г. инфлација само по основу базног ефекта цена хране и енергије у априлу 2017. могла бити за око 1,8 п.п. виша него данас. Међутим, како ће се она заиста кретати и колико ће износити, зависиће не само од претходног већ и од будућег кретања цена хране и енергије и промене осталих цена. Због тога се приликом израде пројекције инфлације у обзир узимају и наведени базни ефекат и фактори релевантни за кретање инфлације у наредном периоду, попут тражње, трошковних притисака, увозних цена и сл.

Графикон О.3.2. Допринос базног ефекта цена хране и енергије месечним променама м.г. инфлације у наредној години дана (у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон О.3.3. Кумулативни утицај базног ефекта цена хране и енергије на м.г. инфлацију у наредној години дана (у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

¹ Допринос базног ефекта промени м.г. инфлације може варирати у зависности од периода у којем се посматра просечна месечна промена цена. У овој анализи одредили смо се за последњих пет година, будући да је просечна месечна стопа инфлације у том периоду, када се подигне на годишњи ниво, била блиска циљаној стопи инфлације.

V. Пројекција инфлације

Након дужег периода кретања испод доње границе дозвољеног одступања од циља, м.г. инфлација би од маја требало да отпочне раст и врати се у границе циља почетком следеће године. Очекујемо да ће се потом стабилизovati на нивоу који је нешто виши од 3,0%. На такво кретање инфлације утицаће ниска база код цена нафтних деривата и воћа и поврћа, очекивани даљи опоравак светских цена примарних производа, раст агрегатне тражње у Србији, као и постепено повећање инфлације у међународном окружењу. Ризици остварења пројекције инфлације су симетрични и односе се пре свега на даље кретање светских цена примарних производа и дешавања на међународном финансијском тржишту, а у одређеној мери и на домаћу пољопривредну сезону и раст регулисаних цена ове године.

Захваљујући знатном побољшању извозних перформанси домаће привреде од почетка године, за које процењујемо да ће бити настављено, пројекцију раста БДП-а за ову и следећу годину ревидирали смо навише. Очекујемо да ће раст БДП-а у 2016. износити 2,25–2,5%, а у 2017. години око 3,0%.

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 фебруарском Извештају о инфлацији, м.г. инфлација је у прва четири месеца текуће године наставила да се креће испод доње границе дозвољеног одступања од циља ($4,0 \pm 1,5\%$) и у априлу је износила 0,4%. 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 генерално 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 априлу је износила 1,7% м.г.

Посматрано на тромесечном нивоу, потрошачке цене су у Т1 порасле 0,4%. Тај раст је био вођен ценама хране, пре свега сезонским поскупљењем непрерађене хране (допринос инфлацији 0,6 п.п.), док су у супротном смеру највише деловале цене енергије (допринос инфлацији -0,2 п.п.).

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



Захваљујући дужем периоду ниске текуће инфлације и очекиваним ниским инфлаторним притисцима и за наредни период, инфлациона очекивања су ниска и стабилна. Штавише, та очекивања су и код финансијског сектора и код привреде и даље нижа од централне вредности циља за инфлацију (4,0%) и за једну и за две године унапред.

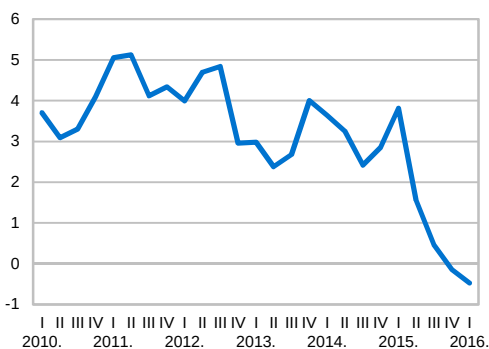
Као последица повећане неизвесности на међународном финансијском тржишту и сезонски веће тражње за девизама, пре свега увозника енергената, депрецијацијски притисци на динар настављени су и у Т1. Њима је допринело и измиривање кредитних обавеза резидената према иностранству. С друге стране, на ублажавање тих притисака деловала су повољна платнобилансна кретања (мањи спољнотрговински дефицит, прилив дознака из иностранства и СДИ), као и побољшање изгледа за кредитни рејтинг Србије са стабилних на позитивне од стране агенције *Moody's*.

Према индексу монетарних услова, монетарна политика већ годину и по дана има експанзиван карактер, што је у складу с присутним дезинфлаторним притисцима и отвореним негативним производним јазом. Притом, њена експанзивност је повећана у Т1, на шта указује и продубљивање депрецијацијског јаза реалног девизног курса услед номиналне депрецијације динара према евр и реална каматна стопа²², која је додатно снижена у односу на неутрални ниво, тако да је остала у негативној зони.

Фискално прилагођавање настављено је и у Т1. Консолидовани буџетски дефицит износио је 16,0 млрд динара (око 1,7% БДП-а) и био је за готово четвртину нижи него у истом периоду прошле године. Притом, био је знатно нижи и од горње границе предвиђене споразумом с ММФ-ом (53,9 млрд динара). На смањење дефицита утицали су пре свега већи приходи по основу акциза и ПДВ-а. Имајући у виду повољна фискална кретања од почетка године, процењујемо да ће консолидовани буџетски дефицит у 2016. бити нижи него у 2015.

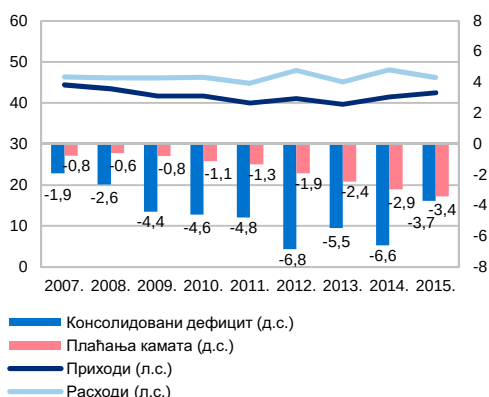
Према процени Народне банке Србије, БДП је у Т1, захваљујући расту нето извоза, тј. већој екстерној

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



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

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



²² Реална каматна стопа је добијена као разлика између једнонедељног *BELIBOR*-а и инфлационих очекивања финансијског сектора за наредну годину дана према анкети агенције Блумберг.

тражњи, забележио изражен раст (1,7% дсз.). Потрошња домаћинства наставила је да се опоравља, а приватне и државне инвестиције да расту. Посматрано с производне стране, раст БДП-а био је вођен индустријском производњом и активношћу у сектору услуга и грађевинарства. Позитиван сигнал представља то што повећање активности у оквиру прерађивачке индустрије наставља да бележи више од три четвртине области.

Изражен раст економске активности у Т1 допринео је знатнијем смањењу негативног производног јаз²³. Тиме су дезинфлаторни притисци по основу агрегатне тражње снижени у односу на претходно тромесечје.

Након раста од 0,3% дсз. у Т4, прелиминарна процена *Eurostat*-а показује да је БДП зоне евра у Т1 убрзао раст на 0,5% дсз. Економски опоравак те зоне подржан је ниским ценама нафте и експанзивном монетарном политиком ЕЦБ-а, која је у марту одлучила да додатно снизи референтну каматну стопу (на 0,0%), као и каматне стопе на кредитне и депозитне олакшице, те да повећа месечне куповине aktive (са 60,0 млрд евра на 80,0 млрд евра) и од јуна 2016. отпочне нови програм циљаних дугорочних операција рефинансирања (*TLTRO II*). Насупрот ЕЦБ-у, ФЕД је крајем прошле године отпочео циклус повећања референтне каматне стопе. Међутим, од почетка ове године није мењао ту стопу и најавио је да ће динамика њеног повећања бити спорија од претходно очекиване због неповољних околности на међународном финансијском тржишту, споријег раста Кине и неизвесности у погледу перспективе раста инфлације у САД.

Претпоставке пројекције инфлације

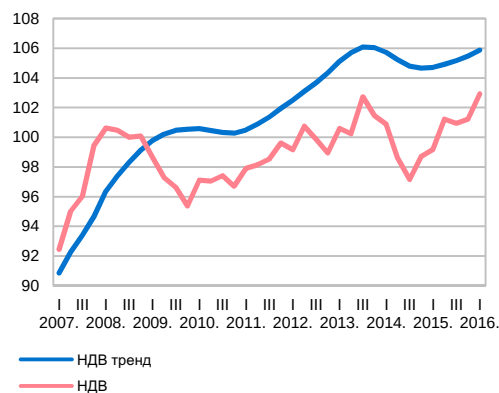
Екстерне претпоставке

У текућој пројекцији инфлације претпоставка о расту БДП-а зоне евра у 2016. и 2017. години ревидирана је благо наниже у односу на фебруарску пројекцију. Претпоставили смо да ће тај раст ове године износити 1,5%, а следеће 1,6%.²⁴ Домаћа тражња у зони евра остаће и даље подржана мерама монетарне политике

²³ 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.

²⁴ Претпоставке о расту БДП-а зоне евра у 2016. и 2017. години у складу су са очекивањима изнетим у априлском *Consensus Forecast*-у.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Табела V.0.1. Претпоставке пројекције

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

	2016.	2017.
Екстерне претпоставке		
Инфлација у зони евра	0,2% (-0,6)	1,4% (-0,1)
Референтна каматна стопа ЕЦБ-а (на крају године)	0,00% (-0,05)	0,00% (-0,05)
Раст БДП-а у зони евра	1,5% (-0,2)	1,6% (-0,1)
Цене примарних пољопривредних производа на светском тржишту (Т4 на Т4)*	7,3% (+4,3)	4,0% (+1,0)
Цена нафте типа брент по барелу (крај године, у USD)	49,0 (+9,0)	52,0 (+8,0)
Интерне претпоставке		
Регулисане цене (дец. на дец.)	3,8% (-0,1)	4,0% (-)
Трендови		
Апрецијацијски тренд реалног курса (просек)	0,7% (-)	0,9% (-)
Тренд реалне камате (просек)	2,0% (+0,2)	1,4% (-)

* Композитни индекс цена соје, пшенице и кукуруза.

Извор: НБС.

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



Извор: Consensus Forecast и процена НБС.

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



Извор: BSE, CBOT и НБС.

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



Извор: Блумберг и НБС.

и, сходно томе, повољнијим финансијским условима, који погодују инвестицијама, као и још увек ниском ценом нафте, која позитивно утиче на реални расположиви доходак домаћинстава и приватну потрошњу. С друге стране, зона евра је одраније суочена с потребом за билансним прилагођавањима у већем броју сектора и недовољно брзим темпом одвијања структурних реформи, што би додатно могло да успори брзину њеног опоравка у средњем року. У истом смеру делују и неповољнији изгледи за раст земаља у успону.

Мг. инфлација у зони евра у Т1 је остала ниска и кретала се око 0%, пре свега због пада цена енергије. У наредним месецима могла би поново постати негативна, а од П2 се очекује њен раст, који би требало да буде настављен и у 2017. У складу с тим, претпоставка о инфлацији у зони евра ревидирана је наниже у 2016. години (са 0,8% на 0,2%), док је за 2017. незнатно снижена (на 1,4%). Очекивани раст инфлације биће подржан мерама ЕЦБ-а и даљим економским опоравком зоне евра. Имајући у виду изјаве челника ЕЦБ-а и мере монетарне политике које је ЕЦБ предузела у марту, тржишта (према Consensus Forecast-у) очекују да ће у наредној години дана референтна каматна стопа ЕЦБ-а бити задржана на садашњих 0,0%.

Светске цене примарних пољопривредних производа (кукуруза, пшенице, соје)²⁵ биле су у паду у Т1, да би у априлу забележиле одређени опоравак. Кретање фјучерса показује да ће те цене и у наредном периоду имати тренд благог повећања. У складу с тим, претпоставка о кретању цена примарних пољопривредних производа на светском тржишту коригована је благо навише у односу на ону из фебруарске пројекције.

Након пада од око 75% од средине 2014. до јануара ове године, цена нафте²⁶ у последња три месеца бележи одређени опоравак. Наиме, она је порасла с тринаестогодишњег минимума од 27 долара по барелу средином јануара на око 45 долара по барелу у априлу. То је и главни разлог ревизије навише претпоставке о кретању цене нафте у односу на прошлу пројекцију. С обзиром на кретање фјучерса на нафту, очекујемо да ће раст цене нафте бити настављен, али споријим темпом, тако да би она на крају ове године требало да

²⁵ Мерене као композитни индекс који садржи доларске цене кукуруза, пшенице и соје с референтних светских берзи.

²⁶ Цена нафте типа брент.

износи 49 долара по барелу, а на крају 2017. године 52 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, очекујемо да ће и домаће цене примарних пољопривредних производа ове и следеће године остварити одређен раст.

Претпоставка о расту регулисаних цена у 2016. незнатно је снижена у односу на фебруарску пројекцију, тако да је он сада нешто нижи од 4,0%. Око половине тог раста требало би да буде последица претпостављеног поскупљења електричне енергије (7%, допринос инфлацији 0,4 п.п.). У овом тренутку није познато да ли ће се то поскупљење и десити, али смо га због опрезности претпоставили у пројекцији. Нешто мањи позитиван допринос инфлацији у 2016. требало би да дају и цене цигарета (0,2 п.п.). Раст регулисаних цена од око 4% претпоставили смо и у 2017. години.

У складу са Фискалном стратегијом за 2016. годину с пројекцијама за 2017. и 2018. годину, очекујемо да ће у наредном периоду бити настављено доследно спровођење фискалне консолидације, које 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 релативно 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 допринесу 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 ефектом.²⁷

²⁷ Код транзиционих привреда, конвергенција дохотка према доходу развијених привреда праћена је релативно бржим растом цена (конвергенција цена).

Пројекција

Пројекција инфлације

Према нашој централној пројекцији, мг. инфлација ће у мају отпочети раст који ће водити њеном повратку у границе циља почетком следеће године. Након тога, требало би да се стабилизује на нивоу који је нешто виши од 3,0%.

Краткорочна пројекција инфлације

Према краткорочној пројекцији инфлације, мг. инфлација ће до краја Т2 наставити да се креће испод доње границе дозвољеног одступања од циља. Процењујемо да ће у јуну износити око 1%.

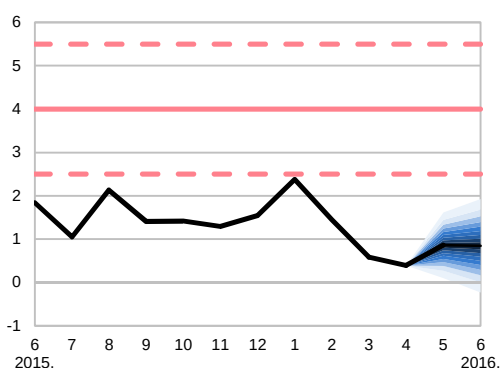
Посматрано на тромесечном нивоу, цене ће у Т2 забележити раст. На тај раст ће утицати поскупљење непрехрамбених производа и услуга, нафтних деривата и воћа и поврћа, док ће, с друге стране, допринос цена хране (искључујући воће и поврће) и регулисаних цена бити неутралан.

Базна инфлација (тј. промена ИПЦ-а по искључењу цена хране, енергије, алкохола и цигарета) до краја Т2 такође би требало да настави кретање испод доње границе дозвољеног одступања од циља. Посматрано на тромесечном нивоу, она ће забележити раст који ће бити вођен повећањем цена услуга (пре свега туристичких пакет-аранжмана) и индустријских производа.

Средњорочна пројекција инфлације

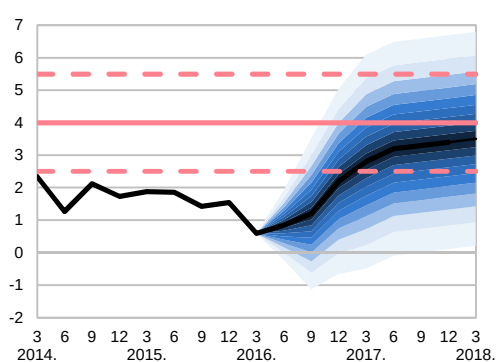
Мг. инфлација би од маја требало да започне раст и врати се у границе циља почетком следеће године. Након тога, очекујемо да ће се стабилизovati на нивоу који је нешто виши од 3,0%. На такво кретање инфлације утицаће ниска база (тј. излазак из обрачуна мг. инфлације прошлогодишњих појефтињења²⁸) код цена нафтних деривата и воћа и поврћа, очекивани даљи опоравак светских цена примарних производа, раст агрегатне тражње у Србији, као и постепено повећање инфлације у међународном окружењу, тј. зони евра. Притом, утицај ниске базе више ће бити изражен ове, а утицај осталих фактора — следеће године.

Графикон V.0.8. Краткорочна пројекција инфлације
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

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



Извор: НБС.

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

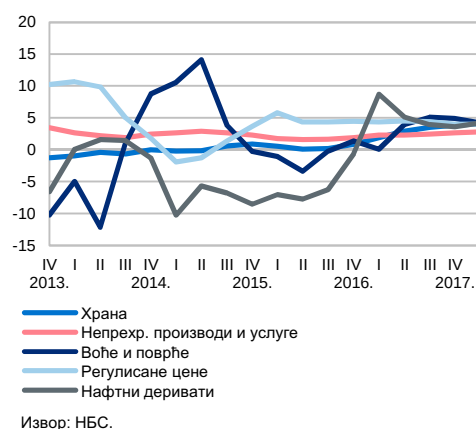
²⁸ За детаљније о базном ефекту видети Осврт 3, стр. 50.

У складу с падом светске цене нафте, и цене домаћих нафтних деривата су претходних месеци бележиле пад. Они су у периоду август 2015 – фебруар 2016. појевтинили за укупно 14%, чиме је инфлација снижена за око 0,8 п.п. Средином јануара цена нафте на светском тржишту је почела да се опоравља. Претпостављени даљи раст цене нафте, уз поменути ниску базу, требало би да води постепеном ишчежавању дезинфлаторног утицаја цена нафтних деривата. Ипак, према нашој процени, њихов м.г. раст у 2016. остаће негативан, а у позитивну зону ће ући почетком 2017.

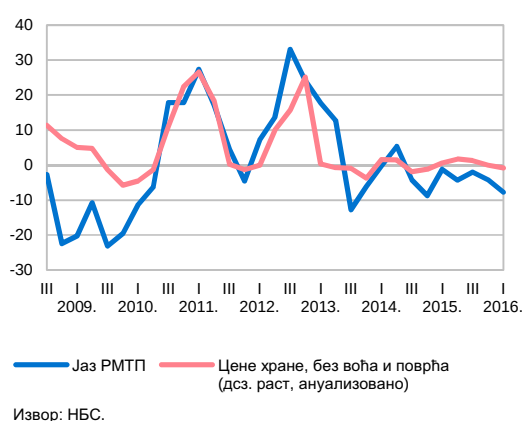
Захваљујући врло доброј сезони за већину главних воћарских и повртарских култура, цене воћа и поврћа су прошле године такође биле у паду. Тај пад је у периоду мај–децембар 2015. износио готово 15% (допринос инфлацији –1,1 п.п.). Као резултат, цене воћа и поврћа су и даље испод свог „неутралног“ нивоа (тј. нивоа дугорочног тренда) и, под претпоставком просечне сезоне ове године, у наредном периоду може се очекивати њихово повећање. Као и код нафтних деривата, смањење дезинфлаторног утицаја цена воћа и поврћа очекујемо од средине ове године, с тим да би њихов допринос инфлацији могао постати позитиван и крајем године.

Раст цена остале хране, тј. прехранбена инфлација, креће се у просеку око нуле већ две и по године. Разлог томе су ниски трошкови сировина у производњи хране (негативан јаз РМТП²⁹), захваљујући ниским ценама примарних пољопривредних производа на светском, а тиме и домаћем тржишту у претходном периоду. У априлу су те цене порасле, чиме су у одређеној мери повећани и трошкови у производњи хране. Међутим, они су и даље ниски, с обзиром на то да су цене примарних пољопривредних производа још увек ниже него крајем прошле године. Имајући у виду да најновији фјучерси указују на то да ће њихов опоравак бити настављен и нешто бржи од претходно очекиваног, м.г. прехранбена инфлација би могла да отпочне раст раније него што смо претходно очекивали, тј. крајем ове уместо почетком следеће године. Крајем периода пројекције она би могла достићи близу 4%, док смо у претходној пројекцији очекивали да ће остати испод 3%.

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



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



²⁹ 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.

Захваљујући ниским инфлаторним притисцима у међународном окружењу, али и агрегатној тражњи, м.г. раст цена непрехрамбених производа и услуга већ дуже време је низак, а посебно у последња четири месеца, када је у просеку износио свега 1,8%. Имајући у виду ревизију наниже инфлације у зони евра у 2016, он ће до краја ове године вероватно остати испод 2%, док у 2017. очекујемо да се врати на ниво просека у последње две и по године (2,5%), по основу отвореног депрецијацијског јаза реалног девизног курса, очекиваног повећања инфлације у зони евра и очекиваног раста агрегатне тражње.

У току ове године требало би да дође до знатнијег опоравка агрегатне тражње и, последично, слабљења дезинфлаторних притисака по основу негативног производног јаза. Иако је тај јаз отворен од 2008. године, као последица преливања светске финансијске кризе на Србију, он се већ више од годину дана смањује. Притом, захваљујући снажном расту БДП-а, његово смањење је нарочито било изражено у Т1 ове године. Наставак тог тренда очекујемо и у наредном периоду, будући да би досадашње ублажавање монетарне политике Народне банке Србије и експанзивна монетарна политика ЕЦБ-а требало да допринесу даљем опоравку економске активности у Србији, односно зони евра. Осим преко канала веће екстерне тражње за нашим извозом, монетарна политика ЕЦБ-а доприноси расту наше економске активности и преко канала каматних стопа на евроиндексирани кредити, будући да ниске каматне стопе подстичу кредитну активност. Такође, и даље процењујемо да ће потрошња домаћинства од ове године почети да се опоравља.

У пројекцији смо претпоставили да ће раст регулисаних цена ове године бити нешто нижи од 4% и да ће пре свега бити вођен претпостављеним поскупљењем електричне енергије и цигарета. У складу с том претпоставком, њихов допринос м.г. инфлацији на крају ове године износио би 0,7 п.п. и био би нижи за 0,4 п.п. у односу на март. Посматрано у целом периоду пројекције, допринос регулисаних цена м.г. инфлацији износио би највише 1,0 п.п.

Према последњим расположивим подацима, друге релевантне институције ревидирале су наниже своја

Табела V.0.2. Пројекције главних макроекономских показатеља за Србију

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

Извор: ММФ (*Republic of Serbia: Third Review under the Stand-By Arrangement, Country Report No. 15/34* и *World Economic Outlook*, април 2016), Европска комисија (*Winter Forecast* и *Spring Forecast 2016*), *Consensus Forecast* (јануар и април 2016) и *Bloomberg Quarterly Survey* (јануар и април 2016).

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

очекивања у погледу инфлације у Србији, а пројекције економске активности навише. У просеку, оне очекују инфлацију до 2% ове године, односно око 3% следеће, док код БДП-а предвиђају раст до 2% ове и до 2,5% следеће године.³⁰ Поред тога, и даље процењују да ће дефицит текућег рачуна платног биланса у овој и наредној години износити између 4% и 5% БДП-а, док се пројекције буџетског дефицита крећу између 3% и 4% БДП-а за ову, односно до 3% БДП-а за 2017. годину.

Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације односи се пре свега на кретање цене нафте и примарних пољопривредних производа на светском тржишту, као и на даља дешавања на светском финансијском тржишту. У одређеној мери ризик остварења пројекције представља и домаћа пољопривредна сезона, тј. кретање цена воћа и поврћа, и раст регулисаних цена ове године.

У складу с последњим расположивим информацијама с тржишта фјучерса, претпоставили смо да ће цене примарних производа (тј. нафте и примарних пољопривредних производа) у периоду пројекције имати тренд благог повећања. Међутим, како су те цене по природи врло променљиве и под утицајем већег броја фактора, вероватноћа одступања стварног кретања од претпостављеног није занемарљива. У овом тренутку процењујемо да би се то одступање с подједнаком вероватноћом могло десити у оба смера – и навише и наниже. Тако се, на пример, сматра да ће тржиште нафте још неко време карактерисати повећана понуда, што значи притисак наниже на њену цену, док би у супротном смеру могло деловати јачање геополитичких тензија, договор земаља произвођача да ограниче производњу и сл. Оно што треба имати у виду јесте да ни производња ни потрошња нафте у кратком року нису претерано ценовно осетљиве, због чега и мале промене понуде или тражње за нафтом могу знатно утицати на њену цену. Раст цена примарних пољопривредних производа (кукуруз, пшеница, соја) такође би могао бити и већи и мањи од претпостављеног, у зависности од тога какве ће бити временске прилике и пољопривредна сезона глобално. Дакле, ризици у погледу остварења претпоставки о кретању цена примарних производа су симетрични.

³⁰ Наведене пројекције рађене су пре него што је објављен податак о м.г. расту БДП-а у Т1 од 3,5%.

Слично томе, симетрични су и ризици у погледу кретања цена воћа и поврћа на домаћем тржишту. Како те цене карактеришу изражене осцилације, у случају да овогодишња пољопривредна сезона буде боља (лошија) од просечне, и њихов раст би могао бити мањи (већи) од претпостављеног, а тиме и утицај на инфлацију. Међутим, како у овом тренутку ништа не указује на то да сезона неће бити просечно успешна (што је претпоставка пројекције), оцењујемо да овај ризик није велик.

С друге стране, ризици у вези с кретањима на међународном финансијском тржишту су асиметрични, и то навише. Наиме, као последица повлачења инвеститора из ризичније активе због лошијих изгледа за глобални привредни раст и почетка нормализације монетарне политике ФЕД-а, то тржиште је почетком године карактерисала повећана нестабилност. Иако је она сада смањена, захваљујући пре свега додатним експанзивним мерама ЕЦБ-а и очекиваном споријем повећању референтне каматне стопе ФЕД-а, евентуални нов раст глобалне аверзије инвеститора према ризику није искључен. Уколико би се то десило, за последицу би, као и раније, могло имати волатилније кретање капитала према земљама у успону, укључујући Србију. Евентуално мањи прилив капитала могао би водити депрецијацијским притисцима и, у крајњем исходу, одређеном притиску навише на домаће цене.

У супротном смеру могле би деловати регулисане цене, тако што би повећање мг. инфлације у току ове године ублажиле и више него што смо проценили. Наиме, иако то у овом тренутку није извесно, због опрезности смо у пројекцији претпоставили да ће електрична енергија ове године поскупети 7%. Уколико се то не догоди, мг. инфлација ће бити нижа у односу на пројектовану путању за око 0,4 п.п.

С обзиром на то да ће и у наредном периоду инфлаторни притисци бити релативно ниски, монетарна политика Народне банке Србије требало би да остане експанзивна. Даље ублажавање монетарне политике зависиће од процене Извршног одбора у погледу јачине инфлаторних, односно дезинфлаторних ефеката фактора инфлације, а пре свега кретања на међународном робном и финансијском тржишту.

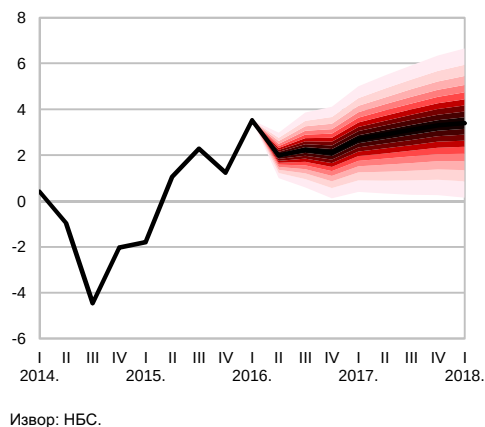
Пројекција БДП-а

Имајући у виду високе инвестиције у претходном периоду и знатно побољшање извозних перформанси од почетка године, за које очекујемо да ће бити настављено, пројекцију раста БДП-а за ову и следећу годину ревидирали смо навише. Очекујемо да ће БДП у 2016. порасти 2,25–2,5% (док смо у фебруару очекивали раст од 1,8%), а у 2017. години око 3% (наспрам 2,2% у фебруару).

Као и прошле године, раст БДП-а ће и у 2016. бити вођен инвестицијама. Даље повећање инвестиционе активности требало би да буде резултат већег броја фактора – досад извршених и очекиваних даљих структурних реформи, релативно ниске цене нафте, која смањује трошкове пословања привреде, повољнијих услова кредитирања, повећања капиталних расхода државе, очекиваног даљег опоравка активности зоне евра, као и прилива капитала по основу СДИ. Међутим, док смо у фебруару процењивали да ће допринос нето извоза бити неутралан, јер ће повећање увоза због већих инвестиција неутралисати раст извоза, подаци од почетка ове године упућују на знатно снажнији раст извоза од очекиваног. То се може довести у везу с ранијим СДИ, које су обухватале велики број мањих пројеката у различитим гранама прерађивачке индустрије, које сада бележе раст и производње и извоза. Имајући то у виду, процењујемо да ће нето извоз, после инвестиција, бити следећи главни покретач раста БДП-а ове године.

За разлику од 2015. године, када је потрошња домаћинства због спровођења фискалне консолидације деловала на смањење БДП-а, ове године очекујемо да она позитивно утиче на БДП. Притом, њен допринос расту БДП-а требало би да буде нешто већи него што смо очекивали у фебруару. На већу потрошњу делују инвестиције и извоз, који би требало да подрже већ присутну тенденцију реалног раста зарада у приватном сектору, нижи трошкови отплате постојећих кредита и новог задуживања, али и још увек релативно ниска цена нафте, која позитивно утиче на расположиви доходак домаћинства.

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



Посматрано с производне стране, веће инвестиције требало би да се позитивно одразе на прерађивачку индустрију и грађевинарство, а већа потрошња на активност у сектору услуга. Позитиван допринос расту БДП-а даће и сектори рударства и енергетике, који ће до маја, због ниске прошлогодишње базе, наставити да бележе високе м. стопе раста. Расту БДП-а, мада у мањој мери, допринеће и пољопривредна производња, код које смо, након лошије сезоне прошле године, претпоставили да ће она ове године бити просечна.

Позитивне тенденције из 2016. требало би да буду настављене и у 2017. години, тј. очекујемо да ће раст економске активности и даље бити вођен инвестицијама и нето извозом, уз наставак јачања потрошње домаћинства.

Неизвесност у погледу остварења пројекције БДП-а представљају пре свега брзина привредног опоравка зоне евра као нашег главног спољнотрговинског партнера и даље одвијање структурних реформи у Србији, а у мањој мери и кретање цене нафте на светском тржишту, овогодишња пољопривредна сезона и могућност веће производње Железаре Смедерево.

Према прелиминарним проценама, зона евра је у Т1 забележила већи раст од очекиваног (0,5% дсз. наспрам 0,3 дсз.). Задржавање цене нафте на релативно ниском нивоу и неконвенционалне мере ЕЦБ-а могли би водити бржем опоравку зоне евра од очекиваног, тј. већој тражњи за нашим извозом и расту инвестиција. Тиме би раст нашег БДП-а могао бити виши од пројектованог. С друге стране, опоравак зоне евра могао би бити и успорен у случају да се успоравање привредног раста земаља у развоју, пре свега Кине, преко смањења тражње за увозом, негативно одрази на извоз зоне евра, као и због присутних геополитичких тензија. У том случају, могуће је да раст наших инвестиција и извоза, а тиме и БДП-а, буде нижи од очекиваног.

Започете структурне реформе и унапређење инвестиционог и пословног амбијента побољшавају изгледе за раст у средњем року. Међутим, од брзине њиховог даљег спровођења зависиће да ли ће раст бити бржи или спорији од пројектованог.

Слично томе, и ризици у вези с кретањем цене нафте на светском тржишту и овогодишњом

пољопривредном сезоном су симетрични – могу одступити и навише и наниже у односу на претпоставку у пројекцији и тиме убрзати или успорити раст БДП-а. С друге стране, могућност да Железара Смедерево повећа производњу након проналажења стратешког партнера представља ризик навише за пројекцију БДП-а.

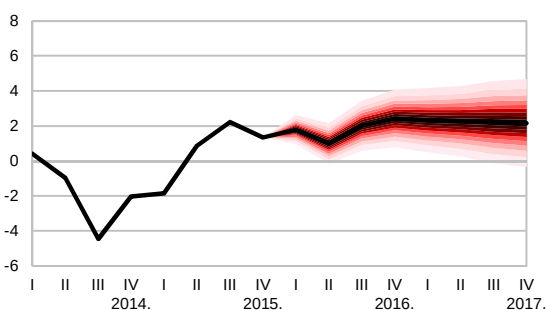
Узимајући све наведено у обзир, процењујемо да су ризици у погледу остварења пројекције БДП-а симетрични.

Поређење и остварење пројекција инфлације

Нова пројекција инфлације благо је нижа у 2016. и благо виша у 2017. у односу на пројекцију објављену у фебруарском Извештају о инфлацији, док је распон пројекције остао симетричан.

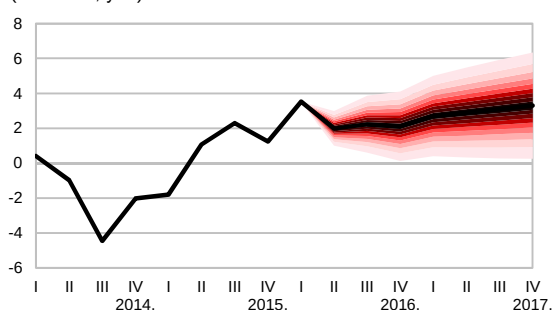
Графикон V.0.13. Поређење текуће с претходном пројекцијом раста БДП-а

Фебруарска пројекција
(мг. стопе, у %)



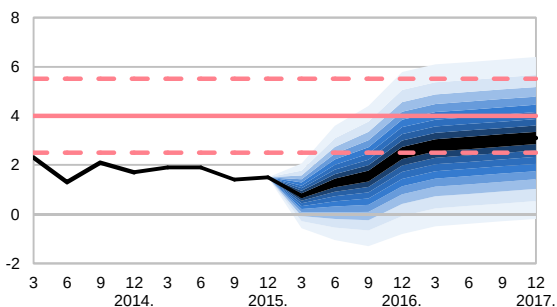
Извор: НБС.

Мајска пројекција
(мг. стопе, у %)



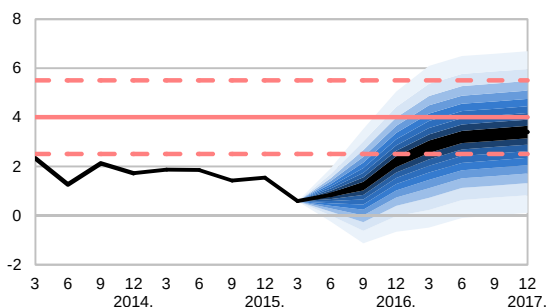
Графикон V.0.14. Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације

Фебруарска пројекција
(мг. стопе, у %)

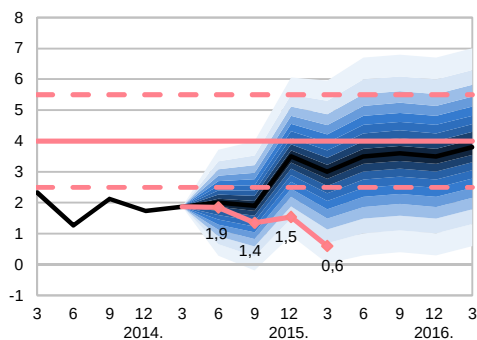


Извор: НБС.

Мајска пројекција
(мг. стопе, у %)



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



Извор: НБС.

Нижа очекивана инфлација ове године последица је пре свега ревизије наниже инфлације у зони евра у 2016. години (што смањује притисак на увозне цене, односно цене непрехрамбених производа и услуга), новог пада цена примарних пољопривредних производа светском тржишту у прва три месеца ове године, као и споријег раста цена воћа и поврћа од почетка године. Светске цене примарних пољопривредних производа од априла бележе раст, али су и даље знатно ниже него годину дана раније, тако да трошкови у производњи хране остају релативно ниски. Иако у наредном периоду очекујемо даљи опоравак цена кукуруза, пшенице и соје, он ће због временског помака у производњи хране утицати пре свега на инфлацију у 2017. години. Слично важи и за цену нафте, чији је очекивани ниво, у складу с кретањем фјучерса, повећан са 40 на 49 долара по барелу на крају 2016. и са 44 на 52 долара по барелу на крају 2017. Поред тога, разлог благе ревизије навише инфлације у 2017. години јесте бржи од очекиваног раст БДП-а, који за собом повлачи брже затварање негативног производног јаза и смањење дезинфлаторних притисака по том основу.

Мг. инфлација се у последњој години дана кретала у оквиру распона пројекције објављене у Извештају о инфлацији из маја 2015. године, али испод централне вредности пројекције, при чему је то одступање посебно било изражено у последња два тромесечја. Разлог томе био је првенствено даљи пад цена примарних производа на светском тржишту. Иако су фјучерси указивали на то да ће цена нафте наставити раст и на крају 2015. износити 70 долара по барелу, она је у јуну отпочела нов пад и годину завршила на нивоу од 35 долара по барелу. Слично томе, цене примарних пољопривредних производа су, уместо раста, исказале пад у 2015. У мањој мери, наведеном одступању је допринела и нижа од очекиване инфлација у зони евра у 2015.

Табела А

Индикатори екстерне позиције Србије

	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	I 2016.
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ ЛИКВИДНОСТИ (у %)												
Девизне резерве/увоз робе и услуга (у месецима)	6,1	9,0	7,5	5,4	9,7	8,4	8,8	7,7	7,6	6,6	6,6	6,0
Девизне резерве/краткорочни дуг	177,0	265,1	250,6	162,6	220,6	191,2	299,8	239,8	268,9	306,6	303,9	
Девизне резерве/БДП	23,3	36,9	32,7	24,2	34,6	33,6	36,1	34,5	32,7	29,7	31,5	28,6
Отплата дуга/БДП	5,0	10,3	10,3	10,7	12,8	12,0	12,4	13,0	13,3	14,2	11,8	
Отплата дуга/извоз робе и услуга	19,8	36,2	37,5	37,5	48,8	37,5	37,3	36,0	32,6	32,7	24,9	
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)												
Спољни дуг/БДП	59,3	58,5	59,0	62,3	72,7	79,0	72,2	80,9	74,8	77,1	80,1	
Краткорочни дуг/БДП	13,2	13,9	13,1	14,9	15,7	17,6	12,0	14,4	12,1	9,7	10,4	
Спољни дуг/извоз робе и услуга	234,9	205,7	214,3	218,9	276,9	247,1	216,5	223,6	184,0	177,7	168,6	
ИНДИКАТОРИ ИЗЛОЖЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКОМ РИЗИКУ (у %)												
Девизне резерве/М1	290,3	356,1	306,7	300,4	393,4	416,6	429,6	402,1	330,4	278,1	250,2	238,5
Девизне резерве/примарни новац	169,8	179,5	173,8	140,7	190,5	196,4	207,6	197,9	199,9	196,6	193,7	208,7
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	101,9	112,4
МЕМОРАНДУМ: (у млн евра)												
БДП ¹⁾	21.103	24.435	29.452	33.705	30.655	29.766	33.424	31.683	34.263	33.319	32.908	7.522 ²⁾
Спољни дуг	12.520	14.291	17.382	20.982	22.272	23.509	24.123	25.645	25.644	25.679	26.358	
Сервисирање спољног дуга	1.054	2.513	3.039	3.594	3.922	3.564	4.154	4.130	4.547	4.724	3.895	
Девизне резерве НБС	4.922	9.020	9.634	8.162	10.602	10.002	12.058	10.915	11.189	9.907	10.378	9.501
Краткорочни дуг ³⁾	951	968	1.044	1.832	1.852	1.758	612	455	196	98	299	
Биланс текућих трансакција	-1.778	-2.356	-5.474	-7.125	-2.032	-2.037	-3.656	-3.671	-2.098	-1.985	-1.577	-249 ²⁾
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/Март
<i>S&P</i>	BB-/стабилан	BB-/позитиван	BB-/стабилан	BB-/негативан	BB-/стабилан		BB-/стабилан	BB-/негативан				BB-/стабилан
<i>Fitch</i>	BB-/стабилан			BB-/негативан		BB-/стабилан		BB-/негативан		B+/стабилан	B+/позитиван	
<i>Moody's</i>									B1/стабилан			B1/позитиван

Методолошка објашњења:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Напомене:

1. Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.

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

3. Од 1. јануара 2010. РЗС региструје извоз и увоз према општем систему трговине, који представља шири концепт и обухвата 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 (492,7 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 (1.000,1 млн евра, од чега се 433,2 млн евра односи на домаће банке, а 566,9 млн евра на домаћа предузећа).

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

Табела Б
Основни макроекономски индикатори

	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	I 2016.
Реални раст БДП-а (у %)¹)	5,5	4,9	5,9	5,4	-3,1	0,6	1,4	-1,0	2,6	-1,8	0,7	3,5
Потрошачке цене (у % у односу на исти месец претходне године)²)	17,7	6,6	11,0	8,6	6,6	10,3	7,0	12,2	2,2	1,7	1,5	0,6
Девизне резерве НБС (у млн евра)	4.922	9.020	9.634	8.162	10.602	10.002	12.058	10.915	11.189	9.907	10.378	9.501
Извоз робе и услуга (у млн евра)³)	5.329	6.948	8.110	9.583	8.043	9.515	11.145	11.469	13.937	14.451	15.618	3.942⁶)
- стопа раста у % у односу на претходну годину	19,1	30,4	-	18,2	-16,1	18,3	17,1	2,9	21,5	3,7	8,1	11,7
Увоз робе и услуга (у млн евра)³)	9.612	11.970	15.468	18.267	13.099	14.244	16.487	16.992	17.782	18.096	18.899	4.513⁶)
- стопа раста у % у односу на претходну годину	0,7	24,5	-	18,1	-28,3	8,7	15,7	3,1	4,7	1,8	4,4	1,7
Текући рачун платног биланса³) (у млн евра)	-1.778	-2.356	-5.474	-7.125	-2.032	-2.037	-3.656	-3.671	-2.098	-1.985	-1577	-249⁶)
у % БДП-а	-8,4	-9,6	-18,6	-21,1	-6,6	-6,8	-10,9	-11,6	-6,1	-6,0	-4,8	-3,3
Незапосленост по Анкети (у %)	20,8	20,9	18,1	13,6	16,1	19,2	23,0	23,9	22,1	19,2⁷)	17,7	
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	368,0	353,7
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	-2,9	-1,0
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а)⁴)	1,2	-1,5	-1,9	-2,6	-4,4	-4,6	-4,8	-6,8	-5,5	-6,6	-3,8	-1,7
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	75,9	74,8
Курс динара према долару (просек у периоду)	66,87	67,03	58,39	55,76	67,47	77,91	73,34	88,12	85,17	88,54	108,85	111,37
Курс динара према долару (крај периода)	72,22	59,98	53,73	62,90	66,73	79,28	80,87	86,18	83,13	99,46	111,25	108,60
Курс динара према евра (просек у периоду)	82,99	84,11	79,96	81,44	93,95	103,04	101,95	113,13	113,14	117,31	120,73	122,87
Курс динара према евра (крај периода)	85,50	79,00	79,24	88,60	95,89	105,50	104,64	113,72	114,64	120,96	121,63	122,92
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	32.908	7.522⁶)

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 ESA 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 процењени БДП.

Списак графикана и табела

Графикони

III.0.1.	Кретање цена	7
III.0.2.	Допринос мг. стопи раста потрошачких цена	8
III.0.3.	Допринос тромесечној стопи раста потрошачких цена	9
III.0.4.	Допринос тромесечној стопи раста произвођачких цена	9
III.0.5.	Домаћа инфлација и екстерне цене	10
III.0.6.	Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред	10
III.0.7.	Перципирана и очекивана инфлација становништва	10
III.0.8.	Очекивана инфлација за две године унапред	11
III.0.9.	Циљана инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред – финансијски сектор	11
III.0.10.	Очекивања предузећа у погледу промене цена њихових инпута и производа и услуга	11
IV.1.1.	Динарска ликвидност	13
IV.1.2.	Кретање каматних стопа	14
IV.1.3.	Крива приноса на међубанкарском тржишту новца	14
IV.1.4.	Примарно тржиште државних ХоВ у динарима – коефицијент реализације и учешће страних инвеститора	15
IV.1.5.	Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ	15
IV.1.6.	Кретање каматних стопа на динарске кредите и депозите привреди и становништву	15
IV.1.7.	Кретање каматних стопа на девизне кредите и депозите привреди и становништву	16
IV.1.8.	Показатељ премије ризика – <i>EMBI</i> по земљама	16
IV.1.9.	Приноси на еврообвезнице земаља у региону	17
IV.1.10.	Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала	17
IV.1.11.	Структура финансијског биланса	18
IV.1.12.	Финансијски кредити резидената – промена нето задужења	18
IV.1.13.	Кретање курса динара и евра према долару	21
IV.1.14.	Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту	21
IV.1.15.	Краткорочна волатилност курса динара према евр	22
IV.1.16.	Кретање курсева одређених националних валута према евр	22
IV.1.17.	Индекс <i>BELEX15</i> и промет на Београдској берзи	22
IV.1.18.	Кретање берзанских индекса у региону	23
IV.2.1.	Монетарни агрегати и потрошачке цене	24
IV.2.2.	Доприноси мг. расту М2, секторска структура	24
IV.2.3.	Домаћи кредити немонетарном сектору и М3	25
IV.2.4.	Кредитна активност и БДП	25
IV.2.5.	Структура новоодобрених кредита привреди	26
IV.2.6.	Утицај појединих фактора на промену кредитних стандарда у одобравању кредита и кредитних линија предузећима	26
IV.2.7.	Структура новоодобрених кредита становништву	27
IV.2.8.	Утицај појединих фактора на промену кредитних стандарда у одобравању кредита и кредитних линија становништву	27
IV.2.9.	Учешће динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву	28
IV.2.10.	Учешће <i>NPL</i> у укупним кредитима, бруто принцип	28
IV.3.1.	Индекси цена непокретности <i>DOMex</i> и број прометованих непокретности	29
IV.3.2.	Индекси броја издатих дозвола новоградње	29
IV.4.1.	Доприноси мг. стопи раста БДП-а – расходна страна	30
IV.4.2.	Потрошња домаћинства	31
IV.4.3.	Потрошња државе	32
IV.4.4.	Извоз и увоз робе и услуга	32
IV.4.5.	Кретање показатеља екстерне тражње и базичног извоза Србије	33
IV.4.6.	Извоз услуга	33
IV.4.7.	Кретање главних компоненти увоза	33

IV.4.8.	Увоз енергената	34
IV.4.9.	Робна размена у еврима	34
IV.5.1.	Кретање показатеља економске активности	37
IV.5.2.	Физички обим производње у енергетици и рударству	37
IV.5.3.	Физички обим производње по гранама прерађивачке индустрије	37
IV.5.4.	Доприноси мг. расту физичког обима индустријске производње	38
IV.5.5.	Показатељи грађевинске активности	38
IV.5.6.	Показатељи активности сектора услуга	39
IV.6.1.	Кретање реалне нето зараде (дсз. подаци)	40
IV.6.2.	Кретање реалне нето зараде (мг. раст, у %)	40
IV.6.3.	Однос просечне номиналне нето зараде у јавном сектору и ван јавног сектора	40
IV.6.4.	Кретање продуктивности, бруто реалних зарада и јединичних трошкова рада у индустрији	41
IV.6.5.	Показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази	41
IV.7.1.	Кретање БДП-а и показатеља економске активности зоне евра	43
IV.7.2.	Водећи показатељи сектора производње по земљама – <i>PMI Manufacturing</i>	43
IV.7.3.	Водећи економски показатељи у САД	44
IV.7.4.	Кретања на тржишту рада у САД	44
IV.7.5.	Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2015. и 2016. ММФ-а	45
IV.7.6.	Кретање хармонизованог индекса потрошачких цена по земљама	45
IV.7.7.	Дугорочна тржишна инфлациона очекивања у зони евра	46
IV.7.8.	Кретање референтних стопа по земљама	47
IV.7.9.	Принос на десетогодишње обвезнице по земаљама	47
IV.7.10.	Имплицитна волатилност међународног финансијског тржишта	48
IV.7.11.	Кретање курса одређених националних валута према долару	48
IV.7.12.	Кретање цена нафте и бакра	48
IV.7.13.	Индекс светских цена хране	49
V.0.1.	Индекс монетарних услова	54
V.0.2.	Реална каматна стопа	54
V.0.3.	Фискална кретања	54
V.0.4.	Производни јаз	55
V.0.5.	Претпоставка о инфлацији у зони евра	56
V.0.6.	Претпоставка о кретању светских цена примарних пољопривредних производа	56
V.0.7.	Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент	56
V.0.8.	Краткорочна пројекција инфлације	58
V.0.9.	Пројекција инфлације	58
V.0.10.	Пројекција компоненти инфлације	59
V.0.11.	Утицај РМТП на кретање цена хране	59
V.0.12.	Пројекција раста БДП-а	63
V.0.13.	Поређење текуће с претходном пројекцијом раста БДП-а	65
V.0.14.	Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације	65
V.0.15.	Остварење пројекције инфлације из маја 2015.	66

Табеле

III.0.1.	Раст потрошачких цена по компонентама	8
III.0.2.	Показатељи раста цена	9
IV.2.1.	Монетарни агрегати	24
IV.4.1.	Показатељи кретања инвестиција	31
IV.5.1.	Доприноси тромесечном расту БДП-а	38
IV.6.1.	Кретања формалне запослености и незапослености	41
IV.7.1.	Процена привредног раста по земљама	45

Табеле

V.0.1.	Претпоставке пројекције	55
V.0.2.	Пројекције главних макроекономских показатеља за Србију	60
Табела А.	Индикатори екстерне позиције Србије	67
Табела Б.	Основни макроекономски индикатори	68

Графикони у освртима

O.1.1.	Стране директне инвестиције, нето	19
O.1.2.	Портфолио инвестиције, нето	20
O.1.3.	Остале инвестиције, нето	20
O.2.1.	Производња и извоз прерађивачке индустрије	35
O.2.2.	Стопе и структура раста робног извоза по областима индустрије	35
O.3.1.	Доприноси компоненти ИПЦ-а мг. инфлацији у Србији	50
O.3.2.	Допринос базног ефекта цена хране и енергије месечним променама мг. инфлације у наредној години дана	51
O.3.3.	Кумулативни утицај базног ефекта цена хране и енергије на мг. инфлацију у наредној години дана	51

Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе

2015. година

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

2016. година

Датум	Референтна каматна стопа (на годишњем нивоу, у %)	Промена (у базним поенима)
12. јануар	4,50	0
11. фебруар	4,25	-25
17. март	4,25	0
7. април	4,25	0
17. мај	4,25	0
9. јун		
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, 17. 3. 2016.

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је на данашњој седници да референтну каматну стопу задржи на постојећем нивоу од 4,25 одсто.

Извршни одбор је оценио да је постојећи степен експанзивности монетарне политике довољан да инфлација од средине године започне умерен раст и да се врати у границе циља крајем ове или почетком следеће године због чега Народна банка Србија задржава опрезну монетарну политику.

Кретања у међународном окружењу у овом тренутку карактеришу неповољнији изгледи за глобални раст, а самим тим и за брзину опоравка зоне евра, нашег најзначајнијег спољнотрговинског партнера. Неизвесности доприноси и кретање цене нафте и других примарних производа на светском тржишту, присутни геополитички ризици, као и дивергентне монетарне политике водећих централних банака. Успоравање глобалне економије уз нормализацију монетарне политике ФЕД-а могло би се одразити на раст аверзије инвеститора према ризику, а тиме и на токове капитала према земљама у успону, па и Србији. С друге стране, смањењу екстерних ризика требало би да допринесе додатно ублажавање монетарне политике Европске централне банке из марта ове године.

У таквим околностима, Извршни одбор је одлучио да референтну каматну стопу задржи на непромењеном нивоу од 4,25 одсто.

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

Саопштење са седнице Извршног одбора, 7. 4. 2016.

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је на данашњој седници да референтну каматну стопу задржи на постојећем нивоу од 4,25 одсто.

Приликом доношења одлуке, Извршни одбор је оценио да су инфлаторни притисци ниски. Међутим, постојећи степен експанзивности монетарне политике обезбеђује ниску и стабилну инфлацију у средњем року, уз постепен опоравак економске активности. Инфлација би у другој половини године требало да започне умерен раст и да се врати у границе циља крајем ове или почетком следеће године.

Монетарна политика и даље треба да буде опрезна, имајући у виду пре свега дешавања у међународном окружењу. Неизвесност је посебно изражена у погледу кретања цена нафте и других примарних производа на светском тржишту, геополитичких ризика, као и различитих монетарних политика водећих централних банака. Успоравање светске привреде и нормализација монетарне политике ФЕД-а могли би да се одразе на смањену спремност инвеститора да преузимају ризик, а тиме и на токове капитала према земљама у успону, па и Србији. С друге стране, смањењу утицаја екстерних ризика требало би да допринесу експанзивна монетарна политика Европске централне банке и домаћи фактори, пре свега смањење унутрашње и спољне неравнотеже.

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

Саопштење са седнице Извршног одбора, 17. 5. 2016.

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је на данашњој седници да референтну каматну стопу задржи на постојећем нивоу од 4,25 одсто.

Упркос ниским инфлаторним притисцима, као и наставку побољшања макроекономских показатеља, оцењено је да и даље присутна неизвесност на међународном робном и финансијском тржишту у овом моменту налаже опрезност монетарне политике. Смањењу утицаја поменутих спољних ризика доприносе домаћи фактори, пре свега смањење унутрашње и спољне неравнотеже, а делом и експанзивна монетарна политика Европске централне банке.

Међугодишња инфлација, која у априлу износи 0,4 одсто, од маја би требало да отпочне постепен раст и врати се у границе циља почетком следеће године.

На данашњој седници Извршни одбор је усвојио мајски Извештај о инфлацији, који ће бити представљен јавности у уторак, 24. маја. Том приликом ће, поред осталог, детаљно бити образложене одлуке монетарне политике и макроекономска кретања која их опредељују.

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

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