Народна банка Србије

2015

новембар

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

2015

новембар

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.

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

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

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

Извршни одбор Народне банке Србије:

Јоргованка Табаковић, гувернер

Ана Глигоријевић, вицегувернер

Веселин Пјешчић, вицегувернер

Диана Драгутиновић, вицегувернер

Ђорђе Јевтић, директор Управе за надзор над финансијским институцијама

СКРАЋЕНИЦЕ КОРИШЋЕНЕ У ОВОМ ИЗВЕШТАЈУ

БДП – бруто домаћи производ
б.п. – базни поен
Г – година
ДФО – друге финансијске организације
д.с. – десна скала
дсз. – десезонирано
ЕЦБ – Европска централна банка
ЕИБ – Европска инвестициона банка
EMBI – индекс обвезница тржишта у успону
ЕУ – Европска унија
ФАО – Организација Уједињених нација за храну и пољопривреду
ФЕД – Систем федералних резерви Сједињених Америчких Држава
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
OPEC – Организација земаља извозница нафте
П – полугодиште
п.п. – процентни поен
СДИ – стране директне инвестиције
SDR – специјална права вучења
Т – тромесечје

Не наводе се друге општепознате скраћенице.

Садржај

I. Резиме 1

II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији 5

III. Кретање инфлације 7

IV. Детерминанте инфлације 13

1. Кретања на финансијском тржишту 13

2. Новац и кредити 20

3. Тржиште непокретности 24

4. Агрегатна тражња 26

Осврт 1: Конкурентска позиција Србије према најновијим показатељима глобалне конкурентности 31

5. Економска активност 34

6. Кретања на тржишту рада 36

7. Међународно окружење 39

Осврт 2: Утицај економских дешавања у Кини на глобална кретања и Србију 46

V. Пројекција инфлације 49

Осврт 3: Поређење и остварење пројекције инфлације 59

Табела А. Индикатори екстерне позиције Србије 61

Табела Б. Основни макроекономски индикатори 62

Додатак 1. Писмо Народне банке Влади Републике Србије због одступања инфлације од утврђеног циља 63

Списак графикона и табела 65

Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе 67

Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије 68

I. Резиме

Инфлаторни притисци остали су ниски и током трећег тромесечја по основу већине домаћих фактора, ниских цена примарних производа на светском тржишту и, генерално, ниске инфлације у међународном окружењу.

Инфлаторни притисци остали су ниски и у трећем тромесечју како по основу већине домаћих фактора, тако и по основу ниских цена примарних производа на светском тржишту и ниске инфлације у међународном окружењу. У складу са очекивањима изнетим у августовском Извештају о инфлацији, међугодишња инфлација је наставила да се креће испод доње границе дозвољеног одступања од циља. Иако је допринос цена хране остао позитиван, он је у трећем тромесечју био мањи због пада цена непрерађене хране, а на снижавање међугодишње инфлације утицале су и цене нафтних деривата услед наставка пада светске цене нафте. С друге стране, поскупљење електричне енергије утицало је на то да допринос регулисаних цена од августа опет постане позитиван.

Иако је економски опоравак зоне евра подржан експанзивном монетарном политиком Европске централне банке, депрецијацијом евра и падом цене нафте, знатан ризик и за привредни раст и за инфлацију у зони евра представља успоравање раста земаља у успону, пре свега Кине.

Позитивни ефекти депрецијације евра, ниских цена нафте и експанзивне монетарне политике наставили су подстицајно да делују на раст економске активности у зони евра, што се позитивно одражава и на раст у већини земаља централне и источне Европе. Раст бруто домаћег производа у Сједињеним Америчким Државама знатно је убрзан у другом тромесечју захваљујући пре свега приватној потрошњи, подржаној опоравком тржишта рада и растом реалног расположивог дохотка. С друге стране, успоравање кинеске привреде због постепеног прилагођавања новом економском моделу раста утицало је на одлуке монетарне политике водећих централних банака. Систем федералних резерви одлучио је да засад не мења висину референтне стопе, а Европска централна банка најавила је могуће увођење додатних монетарних стимуланса у децембру како би још подстакла економску активност и убрзала повратак инфлације ка циљу.

Неизвесност на светском финансијском тржишту је повећана у току трећег тромесечја...

Сигнали о успоравању кинеске привреде и неочекивана девалвација кинеске националне валуте повећали су неизвесност на међународном финансијском тржишту током августа и довели до пада цена финансијске активе на берзама широм света. Међутим, због стимулативних монетарних мера централне банке Кине и одлагања повећања референте стопе Система федералних резерви тржиште се релативно брзо стабилизовало.

...што је довело до привременог раста премије ризика земаља у успону.

Под утицајем повећане неизвесности на међународном финансијском тржишту, и премије ризика већине земаља у успону, укључујући и Србију, повећане су

током трећег тромесечја, да би са смиривањем ситуације у октобру уследио њихов знатан пад. Тако је крајем октобра премија ризика за Србију била нижа у поређењу с јуном за 39 базних поена.

Захваљујући повољном утицају домаћих фактора, премија ризика Србије је у поређењу с већином земаља у региону у октобру забележила већи пад него у јуну.

Због знатног смањења унутрашње и спољне неравнотеже, побољшања макроекономске перспективе земље и успешног спровођења аранжмана с Међународним монетарним фондом, пад премије ризика за Србију био је виши него у другим земљама у успону. Поменути фактори, уз повећан прилив страних директних инвестиција, допринели су и апрецијацијским притисцима на динар. На већу понуду девиза током трећег тромесечја деловао је и релативно висок прилив дознака и наставак раста валутно индексиране активе банака. Да би спречила прекомерно краткорочно јачање динара, Народна банка Србије је у периоду јул–октобар интервенисала на међубанкарском девизном тржишту на страни куповине девиза у укупном износу од 520,0 милиона евра. На страни продаје интервенисала је једном у августу и једном у октобру са по 10,0 милиона евра.

Наставак ублажавања монетарне политике пренео се на каматне стопе на тржишту новца и цену задуживања државе и приватног сектора...

Знатније ублажавање монетарне политике у овој години омогућили су ниски инфлаторни притисци услед ниских цена примарних производа на светском тржишту, ниске инфлације у међународном окружењу, напретка у фискалној консолидацији, повољних екстерних финансијских услова, као и стабилизованих инфлационих очекивања. Тиме је у текућем циклусу ублажавања монетарне политике, који је започет маја 2013. године, референтна каматна стопа смањена за укупно 7,25 процентних поена. Наставак ублажавања монетарне политике пренео се на каматне стопе на тржишту новца и цену задуживања државе и приватног сектора.

...што је допринело повољнијој кредитној активности.

Захваљујући досадашњем ублажавању монетарне политике и ниским каматним стопама на међународном тржишту новца, последичном паду каматних стопа на кредите, као и повољнијим очекивањима у погледу будућег привредног раста, кретања на кредитном тржишту у трећем тромесечју била су боља него у претходним тромесечјима. Кредити становништву настављају да расту сличном динамиком као у претходној години, а раст кредитне активности привреди, започет у јуну, настављен је и наредних месеци. Притом, кредити за обртна средства одобравани су у сличној динамици као претходне године, када је на снази био програм субвенционисаних кредита, а знатан раст инвестиционих кредита привреди указује на то да се раст приватних инвестиција у овој години финансира и кредитима банака.

Мере фискалне консолидације знатно доприносе одрживости јавних финансија и већој отпорности Србије на екстерне шокове.

Повољна фискална кретања настављена су и у трећем тромесечју, пре свега захваљујући побољшању наплате пореских прихода и смањењу расхода. Дефицит на консолидованом нивоу у прва три тромесечја износио је 1,8% процењеног бруто домаћег производа, што је знатно испод критеријума утврђеног с Међународним монетарним фондом (5,3% у прва три тромесечја). Истовремено, остварен је примарни суфицит од 1,9% бруто домаћег производа. И поред тога што очекујемо да ће дефицит у последњем тромесечју бити већи у поређењу с претходним, учешће консолидованог фискалног дефицита у бруто домаћем производу ове године ће, према нашој процени, бити ниже за око 2,5 процентних поена у односу на претходну и износиће око 4,0%. То представља веома значајан резултат економске политике, будући да доприноси одрживости јавних финансија и већој отпорности Србије на екстерне шокове.

У односу на исти период претходне године, текући дефицит је закључно са септембром смањен готово за четвртину и у потпуности покривен нето приливом страних директних инвестиција.

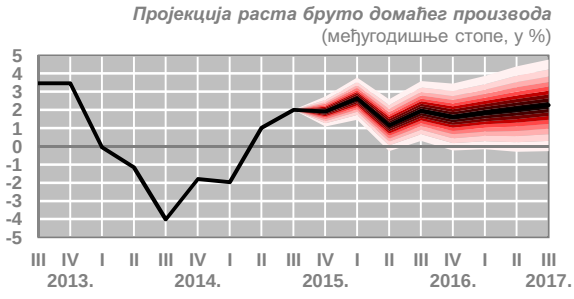
Смањење унутрашње неравнотеже и структурне реформе, уз повољне екстерне финансијске услове, допринели су даљем смањењу спољне неравнотеже. Дефицит текућег биланса смањен је у односу на прошлу годину и потпуно покривен нето приливом страних директних инвестиција, што јача екстерну позицију Србије. Према нашој пројекцији, смањење екстерне неравнотеже биће настављено и у наредним годинама.

Снажан међугодишњи раст бруто домаћег производа настављен је и у трећем тромесечју.

Захваљујући потпуном опоравку производње у секторима рударства и енергетике и наставку повољних кретања у грађевинарству, бруто домаћи производ је на међугодишњем нивоу и у трећем тромесечју наставио раст, који је, према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, износио 2,0%. Након високог раста у претходна три тромесечја, индустријска производња је у трећем тромесечју очекивано смањена, што је у највећој мери утицало на благ десезонирани пад бруто домаћег производа од 0,4%. Посматрано с расходне стране, највећи позитиван допринос у трећем тромесечју потиче од приватних инвестиција, чему доприносе побољшана финансијска позиција предузећа и реформе предузете ради унапређења пословног и инвестиционог амбијента у претходне две године. О томе сведочи и поправљање конкурентске позиције Србије на међународној листи конкурентности. Ипак, због већих приватних инвестиција бележи се и већи увоз опреме.

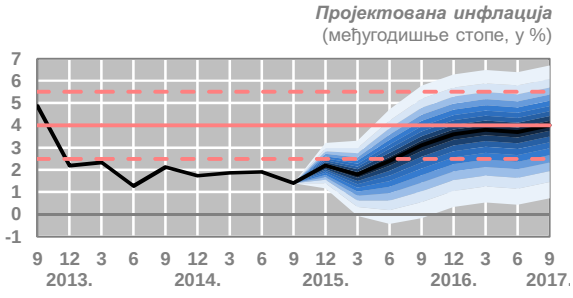
Пројекција привредног раста за ову и наредну годину ревидирана је навише и износи 0,8% у овој, односно 1,8% у 2016.

Бруто домаћи производ би у 2015. требало да забележи раст од 0,8%, који ће у 2016. убрзати на 1,8%. Наведене стопе раста ревидиране су навише за по 0,3 процентна поена у односу на пројекцију из



августа услед бржег раста инвестиција од очекиваног. Као и у августу, процењујемо да ће доследно фискално прилагођавање, праћено спровођењем структурних реформи, резултирати већим инвестицијама, док ће негативан допринос у 2015. години дати потрошња домаћинстава и државе због спровођења фискалне консолидације. Ипак, пад цене нафте повећао је расположиви доходак домаћинстава, што је, уз раст дознака и ниску и стабилну инфлацију, резултирало тиме да реални пад потрошње домаћинстава буде мањи од очекиваног. Раст економске активности би и у 2016. требало да буде вођен инвестицијама и извозом, а после четири године, позитиван допринос се очекује и од потрошње домаћинстава.

Међугодишња инфлација ће се до средине следеће године кретати око доње границе дозвољеног одступања од циља, а у другој половини 2016. очекујемо њено постепено приближавање циљу од 4,0%.



Према нашој централној пројекцији, међугодишња инфлација ће се до средине следеће године кретати око доње границе дозвољеног одступања од циља, а у другој половини 2016. очекујемо њено постепено приближавање циљу од 4,0%. Повратак инфлације у границе дозвољеног одступања од циља очекује се у јануару, док би до њене трајније стабилизације у тим границама требало да дође од средине 2016. године. Док ће у кратком року пораст инфлације бити вођен ниском прошлогодишњом базом код цена нафтних деривата и цигарета, у средњем року се очекује слабљење дезинфлаторних притисака услед постепеног раста агрегатне тражње и инфлације у међународном окружењу. Ризици остварења пројекције инфлације благо су асиметрични наниже и односе се пре свега на неизвесност у погледу економских дешавања у међународном окружењу, кретања цена примарних производа на светском тржишту и корекције регулисаних цена следеће године. Управо поменути фактори – ниже цене нафте и примарних пољопривредних производа у последњој години дана и знатно нижи раст регулисаних цена од вишегодишњег тренда – утицали су на то да се међугодишња инфлација у овој години креће испод централне пројекције инфлације објављене у Извештају о инфлацији из новембра 2014. године, али је ипак остала у оквиру тада пројектованог распона пројекције.

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

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

II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији

Ублажавање монетарне политике је настављено. Након смањења у августу на 5,5%, референтна каматна стопа је и у наредна два месеца смањена за по 50 б.п., на 4,5%. У новембру је задржана на непромењеном нивоу. Тиме је у текућем циклусу ублажавања монетарне политике, који је започет маја 2013. године, референтна каматна стопа смањена за укупно 7,25 п.п.

Поред тога, Извршни одбор је у септембру донео одлуку о смањењу стопа девизне обавезне резерве у шест наредних месеци за по 1 п.п. Заједно са смањењем референтне каматне стопе, то би требало да допринесе даљем снижавању каматних стопа банака и опоравку кредитне активности.

Знатно ублажавање монетарне политике омогућили су ниски инфлаторни притисци услед ниских цена примарних производа на светском тржишту, ниске инфлације у међународном окружењу, напретка у фискалној консолидацији, повољних екстерних финансијских услова, као и стабилизованих инфлационих очекивања.

У периоду од августовског Извештаја о инфлацији мг. инфлација је наставила да се креће испод доње границе дозвољеног одступања од циља. Према тада објављеној пројекцији, њено постепено приближавање циљу од 4,0% очекивало се у П2 2016, а затим, до краја периода пројекције, њено кретање у оквиру граница циља. Пројекција је указивала на то да ће најважнији инфлаторни фактор у наредном периоду бити регулисане цене (августовско поскупљење електричне енергије и ниска прошлогодишња база код цена цигарета). Насупрот њима, предвиђало се дезинфлаторно дејство светских цена примарних производа (нафте и примарних пољопривредних производа) и инфлације у међународном окружењу, као и рестриктивне домаће фискалне политике. Пројекција инфлације за наредну годину дана била је нижа у односу на мајску због дезинфлаторнијег ефекта цена примарних производа од очекиваног. С друге стране, пројекција економске активности за ову годину ревидирана је навише (са стагнације на раст од 0,5%, првенствено због мањег пада потрошње од претходно очекиваног), док је за 2016. остала непромењена (раст од 1,5%).

Полазећи од такве пројекције инфлације и економске активности и узимајући у обзир нове информације о економским кретањима, Извршни одбор Народне банке Србије је на све три седнице у периоду август–октобар смањио референтну каматну стопу за по 50 б.п., на 4,5%. Одлуку о наставку ублажавања монетарне политике Извршни одбор је донео у светлу ниских инфлаторних притисака у наредном периоду, потребе да се инфлација врати на циљ и подржи опоравак привреде. На ниске инфлаторне притиске указивала је усидреност инфлационих очекивања у границама циља Народне банке Србије, а у случају финансијског сектора и привреде пад очекивања испод 4,0%.

Иако је дотадашње ублажавање монетарне политике било знатно (200 б.п. у периоду март–јун 2015), даље смањење референтне каматне стопе омогућили су пре свега напредак у фискалној консолидацији и још увек повољни екстерни финансијски услови. Подаци о извршењу јавних прихода и расхода указивали су на то да ће фискални дефицит у овој години бити знатно мањи од првобитно планираног од 5,9% БДП-а.

Захваљујући макроекономској стабилности (пре свега ниској инфлацији и релативно стабилном девизном курсу), као и снижењу референтне каматне стопе Народне банке Србије и изузетно ниским каматним стопама на међународном финансијском тржишту, камате по којима се држава задужује бележе знатан пад од почетка године.

Смањење унутрашње неравнотеже и структурне реформе, уз повољне екстерне финансијске услове, допринели су даљем смањењу спољне неравнотеже и релативној стабилности курса динара. Дефицит текућег биланса је смањен и потпуно покривен нето приливом СДИ. Већи нето прилив капитала од дефицита текућег биланса допринео је расту девизних резерви, што јача екстерну финансијску позицију Србије и повећава њену отпорност на евентуалне потресе из међународног окружења. Повољнијој макроекономској перспективи земље доприноси и друга позитивна оцена аранжмана с ММФ-ом.

Приликом доношења одлуке о референтној каматној стопи, Извршни одбор је такође имао у виду успоравање привредног раста на светском нивоу, што би могло утицати на то да монетарне политике развијених земаља остану експанзивне дуже него што се до сада очекивало. То би повољно деловало на ликвидност на међународном финансијском тржишту и умањило ризике у погледу кретања капитала према земљама у успону.

Узимајући у обзир потребу да се путем кредитног канала стимулише агрегатна тражња и опоравак економске активности, Извршни одбор је на седници у септембру одлучио да у наредних шест месеци смањи стопе девизне обавезне резерве за по 1 п.п. То значи да ће од фебруара следеће године стопе девизне обавезне резерве на изворе рочности до две године износити 20%, а на изворе дужих рочности 13%. Стопе динарске обавезне резерве су остале непромењене (5% на изворе до две године и 0% на изворе дужих рочности), тако да су банке и даље стимулисане да користе динарске изворе финансирања.

Имајући у виду очекиване ефекте досадашњег снижавања референтне каматне стопе и постепеног смањења стопе девизне обавезне резерве на кретање инфлације у наредном периоду, као и даље присутне екстерне ризике, Извршни одбор је у новембру донео одлуку о задржавању референтне стопе на непромењеном нивоу.

Предузете мере монетарне политике и постепено ишчезавање дезинфлаторних ефеката пада цена примарних пољопривредних производа требало би да утичу на приближавање мг. инфлације циљу од 4% од средине 2016. Мере монетарне политике – смањење референтне каматне стопе и постепено смањење стопе обавезне резерве – требало би да допринесу даљем снижавању каматних стопа банака на кредите и тиме опоравку кредитне активности и расту агрегатне тражње.

III. Кретање инфлације

У складу са очекивањима изнетим у августовском Извештају о инфлацији, мг. инфлација је и у Т3 наставила да се креће испод доње границе дозвољеног одступања од циља. Иако је допринос цена хране мг. инфлацији остао позитиван, он је у Т3 био мањи због пада цена непрерађене хране, а на снижавање мг. инфлације деловале су и цене нафтних деривата, услед наставка пада светске цене нафте. С друге стране, поскупљење електричне енергије утицало је на то да допринос регулисаних цена од августа опет постане позитиван.

Поред већине домаћих фактора, ниским инфлаторним притисцима у Т3 наставиле су да доприносе и ниске цене примарних производа на светском тржишту и ниска инфлација у међународном окружењу. На нивоу тромесечја забележен је незнатан пад цена, који је, посматрано по компонентама, био последица пада цена непрерађене хране.

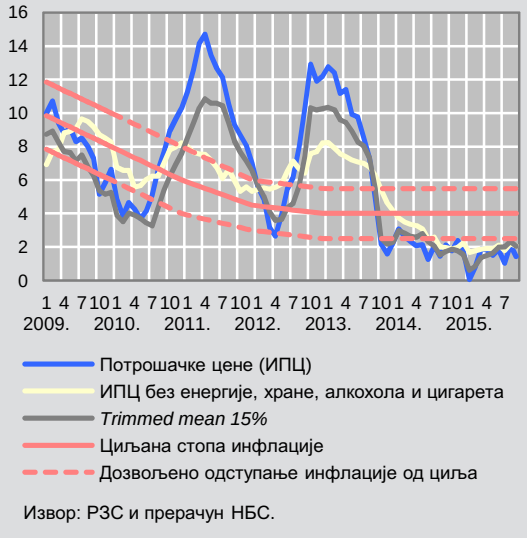
Дужи период ниске инфлације и очекивани ниски инфлаторни притисци утицали су на даљи пад инфлационих очекивања. Финансијски сектор и привреда очекују да ће инфлација у октобру 2016. и 2017. бити нижа од 4,0%, колико износи централна вредност циља Народне банке Србије.

Кретање инфлације у Т3

Инфлаторни притисци остали су ниски и у Т3 како по основу већине домаћих фактора, тако и по основу ниских цена примарних производа на светском тржишту и ниске инфлације у међународном окружењу.

Мг. инфлација је и у току Т3, у складу са очекивањима изнетим у августовском Извештају о инфлацији, наставила да се креће испод доње границе дозвољеног одступања од циља и у септембру је износила 1,4%. Допринос цена хране мг. инфлацији био је позитиван (0,3 п.п. у септембру),

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

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

Извор: РЗС и прерачун НБС.

али мањи него у Т2 (1,1 п.п.), услед пада цена непрерађене хране. На снижавање мг. инфлације деловале су и цене нафтних деривата (допринос –0,4 п.п. у септембру, наспрам +0,2 п.п. у јуну), чему је допринео наставак пада цене нафте на светском тржишту у Т3. С друге стране, једнократан притисак навише на инфлацију извршила је цена електричне енергије, која је у августу повећана за 12,2% (допринос инфлацији 0,6 п.п.). Поменуто поскупљење утицало је на то да регулисане цене, које су од почетка године биле у паду, од августа поново почну да бележе мг. раст.

Посматрано на тромесечном нивоу, у Т3 је забележен незнатан пад потрошачких цена (0,1%). Као што смо и предвидели у августовском Извештају о инфлацији, највећи позитиван допринос инфлацији у Т3 потиче од регулисаних цена, тј. електричне енергије и цигарета (укупно 0,7 п.п.). Незнатно одступање у односу на очекивање изнето у том извештају о благом расту потрошачких цена на нивоу тромесечја последица је пре свега већег од очекиваног пада цена воћа и поврћа. Те цене су, упркос високим температурама и суши, забележиле знатно мањи раст у августу и септембру него претходних година када је била суша, који није био довољан да неутралише изражен пад ових цена у јулу (готово 15%).

За разлику од Т2, када је допринос **цена хране и безалкохолних пића** инфлацији био неутралан, он је у Т3, под утицајем цена непрерађене хране, постао негативан (–0,6 п.п.). Појефтињење **непрерађене хране** (6,3%, допринос инфлацији –0,8 п.п.) било је доминантно вођено ценама поврћа (–18,8%, допринос инфлацији –1,0 п.п.), док је у супротном смеру, али у знатно мањој мери, деловало поскупљење свежег меса. Истовремено, цене **прерађене хране** су благо повећане (0,9%, допринос 0,2 п.п.), на шта је утицао раст цена уља и шећера.

Након раста у Т2, који је био последица одређеног опоравка светске цене нафте почетком тог тромесечја, **цене нафтних деривата** на домаћем тржишту у Т3 су опале (3,9%, допринос инфлацији –0,2 п.п.). То је резултат поновног пада цене нафте на светском тржишту, као и благог јачања динара према долару у том тромесечју. Цене нафтних деривата су у септембру за око 9% ниже него пре годину дана. У Т3 је појефтинио и гас за домаћинство (11,1%). Ипак, због поскупљења електричне енергије, регистрован је раст цена у оквиру групе **енергија** од 2,2% (допринос инфлацији 0,3 п.п.).

Цене индустријских производа без хране и енергије су у Т3 порасле за 0,5% (допринос

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

Извор: РЗС и прерачун НБС.

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

	Учешће у ИПЦ	2014. IV	2015. I	II	III
Потрошачке цене (ИПЦ)	100,0	-0,6	1,4	0,7	-0,1
Непрерађена храна	12,0	-4,0	8,6	-0,2	-6,3
Прерађена храна	20,8	0,2	1,7	0,3	0,9
Индустријски производи без хране и енергије	28,5	-0,6	-0,1	0,9	0,5
Енергија	15,4	-1,8	0,7	0,7	2,2
Услуге	23,3	1,6	-0,5	1,5	0,4
Показатељи базне инфлације					
ИПЦ без енергије	84,6	-0,4	1,5	0,7	-0,5
ИПЦ без енергије и непрерађене хране	72,7	0,3	0,3	0,9	0,6
ИПЦ без енергије, хране, алкохола и цигарета	44,5	1,3	-0,5	1,0	0,2
Регулисане цене	19,8	-1,4	-0,1	0,8	3,7

Извор: РЗС и прерачун НБС.

инфлацији 0,1 п.п.), што је било опредељено јулским поскупљењем цигарета (3,5%). Раст цена цигарета уследио је због корекције минималне акцизе, као и пословне одлуке произвођача. С друге стране, релативна стабилност курса динара од почетка године и ниска домаћа тражња ограничавале су раст цена осталих категорија производа у овој групи, тако да је њихов допринос инфлацији био неутралан.

У Т3 су незнатно повећане и **цене услуга** (0,4%, допринос инфлацији 0,1 п.п.). У оквиру ове групе, благо су порасле цене комуналних услуга и образовања, док су туристички пакет-аранжмани, након поскупљења у Т2 условљеног наступањем летње туристичке сезоне, незнатно појефтинили. Раст цена осталих услуга био је незнатан, пре свега због и даље ниске домаће тражње и стабилног курса динара.

Базна инфлација (мерена ИПЦ-ом по искључењу цена енергије, хране, алкохола и цигарета) у Т3 је износила 0,2%. Позитиван утицај на ту компоненту инфлације имале су цене комуналних услуга, образовања и лекова, а негативан – сезонски пад цена одеће и обуће и појефтињење телефона и рачунара. Посматрано на мг. нивоу, базна инфлација је наставила кретање испод доње границе дозвољеног одступања од циља и у септембру је износила 2,1%.

Регулисане цене су у Т3 остварили знатно виши раст (3,7%, допринос инфлацији 0,7 п.п.) него у Т2, пре свега услед поскупљења електричне енергије и цигарета, док је појефтињење гаса деловало у супротном смеру. Раст регулисаних цена од почетка године износио је 4,4%.

Произвођачке и екстерне цене

Нови пад цене нафте на светском тржишту током Т3 у великој мери се одразио на кретање **цена произвођача индустријских производа за домаће тржиште**, будући да највећи допринос њиховом паду (1,7%) потиче од цена произвођача деривата нафте (1,8 п.п.), које су смањене 32,3%. Поред тога, релативно снажан пад произвођачких цена забележен је и у хемијској индустрији (9,2%), што је у великој мери последица ниже цене природног гаса. С друге стране, највећи раст произвођачких цена остварен је у производњи дуванских и прехрамбених производа.

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

	2014.	2015.		
	Дец.	Март	Јун	Септ.
Потрошачке цене	1,7	1,9	1,9	1,4
Цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште	0,2	0,7	1,2	-1,2
Цене произвођача пољопривредних производа	-7,9	-3,0	-5,8	5,8
Цене елемената и материјала за уграђивање у грађевинарству	4,6	0,7	1,0	-1,7

Извор: РЗС и прерачун НБС.

Посматрано по намени, произвођачке цене енергије и интермедијарних производа снижене су у Т3, док су цене произвођача нетрајних производа за широку потрошњу повећане. Пад произвођачких цена исказан је и на мг. нивоу, тако да су оне у септембру биле за 1,2% ниже у односу на исти период претходне године.

Раст **цена произвођача пољопривредних производа**[1] настављен је и у Т3 (6,4%). Такво кретање

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

Извор: *Destatis*, ФАО, Блумберг и прерачун НБС.

[1] Цене произвођача у области пољопривреде и рибарства.

било је вођено растом произвођачких цена живе стоке и индустријског биља, док су, с друге стране, цене житарица, поврћа и воћа биле у паду. Посматрано на мг. нивоу, те цене су у септембру, након 12 узастопних месеци, забележиле раст (5,8%).

Цене елемената и материјала за уграђивање у грађевинарству у Т3 су бележиле константан пад на месечном нивоу, тако да су на нивоу тромесечја биле ниже за 1,6%. Пад ових цена је након више од три године регистрован и на мг. нивоу и у септембру је износио 1,7%.

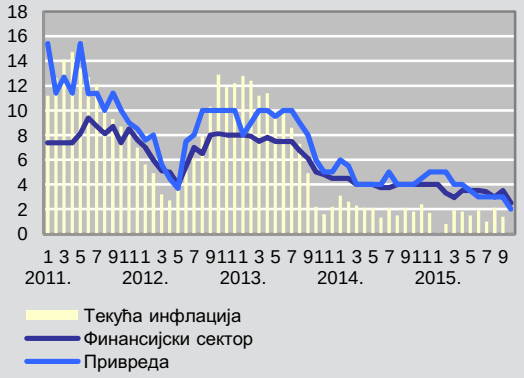
Пад светских цена нафте је у највећој мери утицао на смањење **екстерних цена исказаних у динарима** у Т3 од 2,8%. Поред нафте, допринос снижењу екстерних цена потекао је и од наставка пада светских цена хране, у оквиру којих су све групе изузев цена меса забележиле пад. Такође, снижене су и извозне цене Немачке и потрошачке цене у ЕУ, које користимо као апроксимацију екстерних цена репроматеријала и услуга. Номинална апрецијација динара према евру (0,3%) и долару (0,5%) у Т3 утицала је на то да екстерне цене исказане у динарима буду ниже. Након годину и по дана екстерне цене су у Т3 забележиле мг. пад и у септембру су биле 1,1% ниже у односу на исти период претходне године.

Инфлациона очекивања

Средњорочна инфлациона очекивања наставила су да се крећу у границама дозвољеног одступања од циља. За годину дана унапред финансијски сектор и привреда нису очекивали нижу инфлацију од када се спроводе анкете. Њихова инфлациона очекивања се сада налазе испод централне вредности циља за инфлацију.

Након што су у августу, седми месец заредом, била на нивоу циља, инфлациона очекивања финансијског сектора за **годину дана унапред**, према анкети агенције **Блумберг**, константно су смањивана и у новембру су износила 3,2%. Очекивања овог сектора налазе се у границама циља више од две године. Према анкети агенције **Нинамедија**[2], након пада на 3,0% у августу, инфлациона очекивања финансијског сектора су се у септембру вратила на ниво од 3,5%, на

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



Извор: Галуп, Ипсос, Нинамедија и НБС.

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

ком су била и током Т2, да би се у октобру спустила на 2,5%.

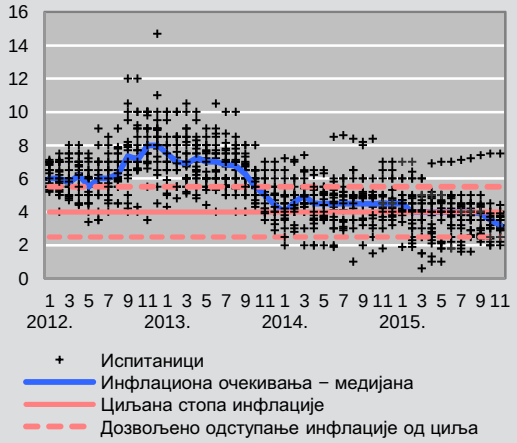
Када је у питању привреда, инфлациона очекивања су се у П1 континуирано смањивала све до нивоа од 3,0% у јуну и на том нивоу су се задржала у септембру. У октобру су први пут смањена испод доње границе циља (на 2,0%).

Инфлациона очекивања становништва за годину дана унапред била су привремено на високом нивоу у јулу и августу (8,0% и 7,0%, респективно), у највећој мери због повећања цене електричне енергије. У септембру су пала на 6,0%, а у октобру даље на 5,0%. Када је реч о квалитативно исказаним инфлационим очекивањима становништва, број оних који очекују знатно повећање цена био је на минимуму у октобру, као и у септембру (14%). Већина испитаника очекује умерено или благо повећање цена за годину дана унапред (65%). Промене цена не очекује 14% анкетираних, 3% очекује њихов пад, док се 4% испитаника изјаснило да не зна како ће се кретати цене за годину дана.

Средњорочна инфлациона очекивања свих сектора крећу се у границама циља више од пола године. Очекивана мг. инфлација за две године унапред је код

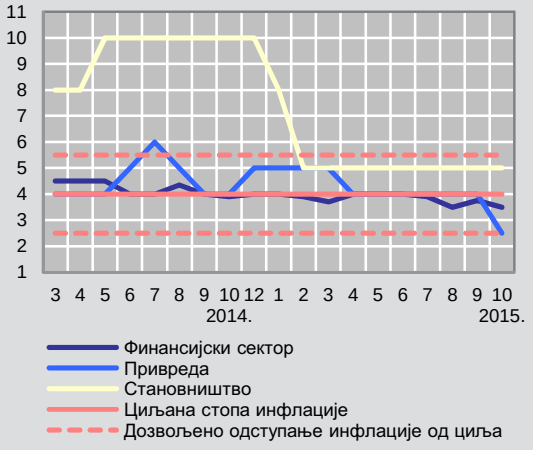
[2] Нинамедија клипинг д.о.о. Нови Сад од децембра 2014. спроводи анкету о очекивањима економских субјеката, у складу с досадашњом методологијом.

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



Извор: Блумберг и НБС.

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



Извор: Ипсос/Нинамедија.
* Анкета није спроведена у новембру 2014.

финансијског сектора са августовског минимума од 3,5% привремено повећана на 3,8% у септембру, да би се у октобру вратила на 3,5%. Након пола године, колико су инфлациона очекивања привреде у средњем року на централној вредности циља (4,0%), она су у октобру смањена на 2,5%. Становништво девети месец заредом очекује да ће инфлација за две године бити 5,0%.

Дисперзија одговора испитаника финансијског сектора, која је најнижа од свих сектора, и даље је релативно стабилна како у анкетама Блумберга, тако и у анкетама Нинамедије. Истовремено, дисперзија одговора испитаника привреде наставила је да се смањује захваљујући одсуству већих инфлаторних притисака. Дисперзија одговора становништва бележи дужи период релативне стабилности.

Током Т3 је смањен нето проценат[3] предузећа која очекују раст цена својих производа на свега 3,4%, а смањен је и нето проценат предузећа која очекују раст цена инпута на 13,2%. Тиме је настављена тенденција смањивања оба нето процента, која траје дуже од годину дана. Према нашој оцени, томе су допринели ниски инфлаторни притисци и ниска домаћа тражња, која ограничава пребацивање већих трошкова производње на потрошаче.

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

IV. Детерминанте инфлације

1. Кретања на финансијском тржишту

Наставак ублажавања монетарне политике пренео се на каматне стопе на тржишту новца и цену задуживања државе и приватног сектора, које су снижене на до сада најниже вредности. Побољшане макроекономске перформансе потврдио је и ММФ успешним завршетком друге ревизије аранжмана. Оне су, уз повећан прилив СДИ, допринеле да девизни курс настави стабилно кретање и током Т3, уз преовладавање апрецијацијских притисака. У правцу веће понуде девиза деловао је и релативно висок прилив дознака и наставак раста валутно индексиране активе банака.

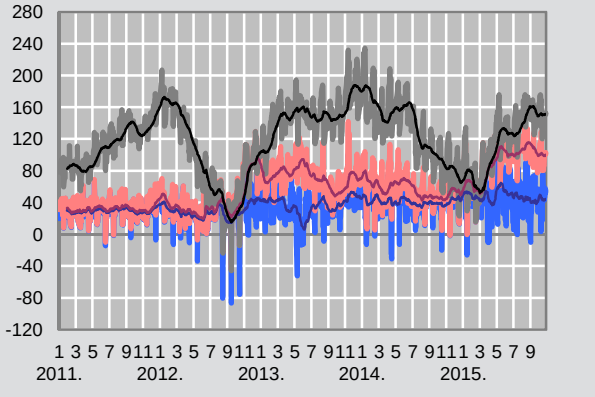
Каматне стопе

Смањење референтне стопе у потпуности се одразило на пад просечне репо стопе[4], која је у Т3 смањена за 1,0 п.п. и крајем септембра износила је 3,0%. Та стопа је током целог периода била готово изједначена са стопом на депозитне олакшице.

Пад промета на међубанкарском преконоћном тржишту новца настављен је у Т3. Просечан дневни промет на овом тржишту износио је 1,5 млрд динара, или за 0,6 млрд динара мање него у Т2. Каматна стопа *BEONIA* је током јула и августа бележила веће осцилације под утицајем реакције тржишта на ескалацију кризе у Грчкој. Након постизања договора с кредиторима, неизвесност је крајем августа смањена, а каматна стопа *BEONIA* поново се приближила стопи на депозитне олакшице. У септембру она је у просеку износила 3,5%, што је за 0,9 п.п. ниже у односу на њену просечну вредност у јуну.

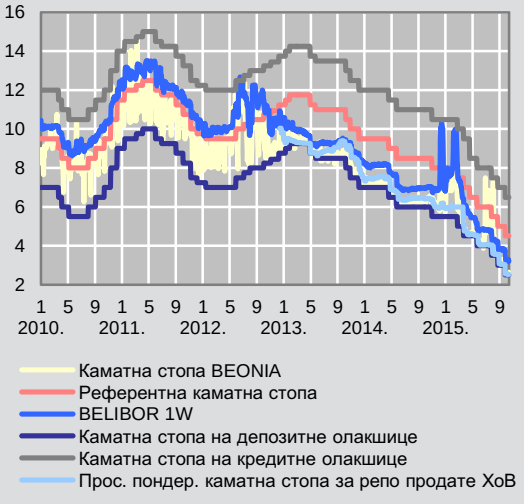
За разлику од стопе на преконоћном тржишту новца, каматне стопе *BELIBOR* су током целог Т3 пратиле кретање просечне репо стопе. У септембру су се њихове просечне вредности кретале у распону од 3,8% за најкраћу до 5,0% за рочност од шест месеци,

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



Извор: НБС.

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



Извор: Томсон Рojтерс и НБС.

[4] Стопа остварена на репо аукцијама пондерисана износом продатих ХоВ.

што представља пад између 1,0 п.п. и 1,3 п.п. у односу на јун. Нагиб криве приноса додатно је ублажен током Т3, чему су допринела и нижа очекивања у погледу будуће инфлације.

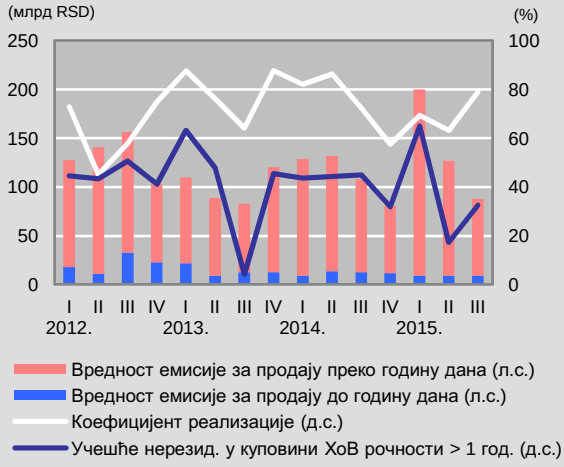
Током октобра каматне стопе на међубанкарском тржишту новца су даље смањене, док је промет на преконоћном тржишту новца повећан.

Ублажавање монетарне политике и побољшана фискална позиција утицали су на то да каматне стопе на аукцијама динарских државних ХоВ наставе пад. Стопе на ове ХоВ су се крајем Т3 кретале у распону од 4,4% за рочност од три месеца до 6,8% за двогодишње ХоВ, што је за 1,2 п.п. и 0,4 п.п. ниже него у Т2. И на аукцији двогодишњих амортизационих обвезница с варијабилним купоном повезаним с референтном каматном стопом фиксна маргина је смањена за 0,3 п.п., на 0,9%. Позитивни ефекти спровођења фискалне консолидације умањили су ризик улагања у државне ХоВ и потребу државе да се задужује. Тако је износ ХоВ који је нуђен на продају додатно смањен у поређењу с Т2, док је најдужи рок на који се држава задужила у Т3 био три године – у септембру по стопи 6,6%. То је и једина аукција у Т3 на којој су учествовали нерезиденти.

Пад каматних стопа на овом тржишту настављен је и у октобру, при чему је стопа постигнута на аукцији петогодишњих ХоВ (6,5%) била нижа од стопе са аукције трогодишњих ХоВ из септембра.

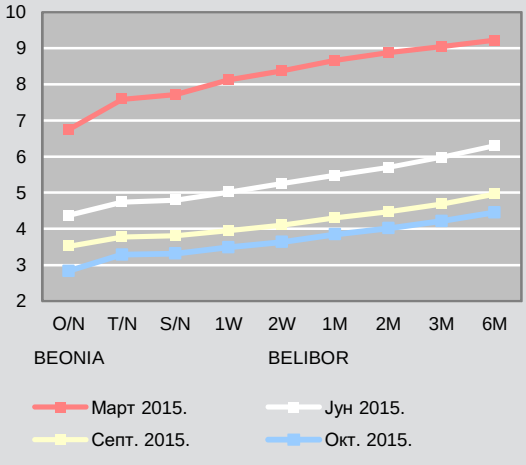
На аукцијама државних ХоВ у еврима смањене су стопе за рочност од две (за 0,7 п.п., на 2,2%) и десет година (на 4,5%, што је за 1,0 п.п. ниже у односу на последњу аукцију из новембра 2014). Стопе на једногодишње и трогодишње ХоВ су готово

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



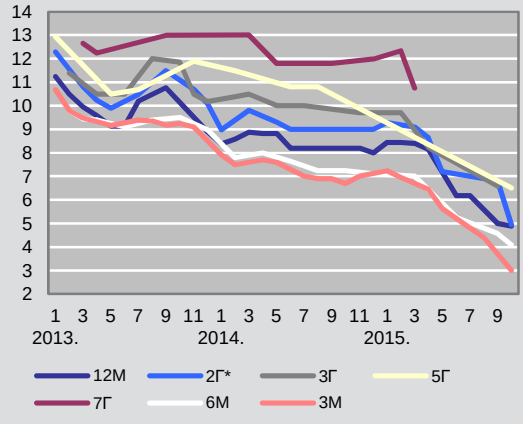
Извор: Министарство финансија.

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



Извор: Томсон Ројтерс и НБС.

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



Извор: Министарство финансија.

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

непромењене и износиле су 1,6% и 3,9%, респективно. Учешће нерезидената у примарној куповини ових ХоВ било је скромно.

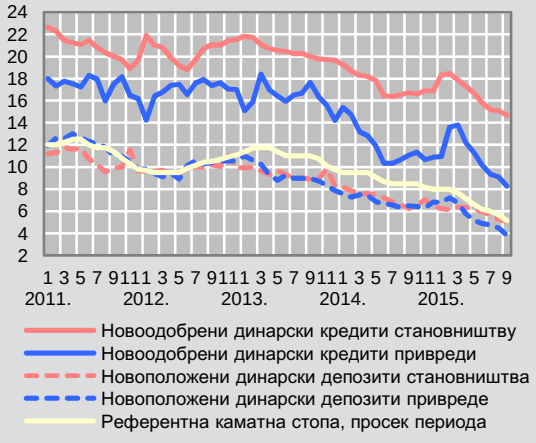
У паду су биле и стопе на секундарном тржишту државних ХоВ, док је промет повећан. Укупан промет на овом тржишту износио је 65,5 млрд динара, или за 13,8 млрд динара више него у Т3, а највише се трговало трогодишњим и седмогодишњим обвезницама. Стопе приноса пратиле су кретања с примарног тржишта и у септембру су се налазиле у распону од 3,5% за преосталу рочност од једног месеца до 8,1% за преосталу рочност од 76 месеци.

Наставак ублажавања монетарне политике утицао је на даљи пад активних каматних стопа и у Т3 оне су се спустиле на најниже вредности које прати статистика каматних стопа[5].

Просечна пондерисана каматна стопа на динарске кредите привреди и становништву смањена је за 1,8 п.п. и у септембру је износила 11,7%. Каматне стопе на кредите привреди сада су једноцифрене – снижене су за 1,9 п.п., на 8,3%. Каматне стопе на све врсте динарских кредита привреди биле су у паду, а смањење је било најизраженије код стопа на инвестиционе кредите (за 3,0 п.п., на 7,5%). Камате на кредите за обртна средства снижене су на 8,3% (за 2,5 п.п.), док је цена осталих кредита снижена у нешто мањој мери и у септембру је износила 8,7%. Стопе на кредите становништву смањене су током Т3 за 1,1 п.п., на 14,7%. Кредити за адаптацију стамбеног простора у септембру одобравани су по просечној стопи од 10,1%, потрошачки по 11,5%, а готовински по 15,2%. Једино је незнатно повећана цена осталих кредита, на 13,1%.

Смањена је и цена девизног и девизно индексираног кредитирања, али у мањој мери него динарског. Просечна пондерисана каматна стопа на новоодобрене кредите у еврима и динарске евроиндексиране кредите смањена је за 0,2 п.п., на 4,7% у септембру. За толико су смањене просечне стопе на кредите и привреди и становништву, које су у септембру износиле 4,5% и 6,0%, респективно. Код кредита привреди, као и код динарских, највише су смањене стопе на инвестиционе кредите (за 0,6 п.п., на 4,8%), док су стопе на кредите за обртна средства смањене на 4,5%, а на остале на 3,8%. Стопе на девизне и девизно индексиране кредите становништву у септембру су се кретале у распону од 4,2% за стамбене кредите до 8,4% за остале кредите. При томе, цена стамбених, готовинских и потрошачких кредита незнатно је повећана, док су стопе на остале кредите смањене.

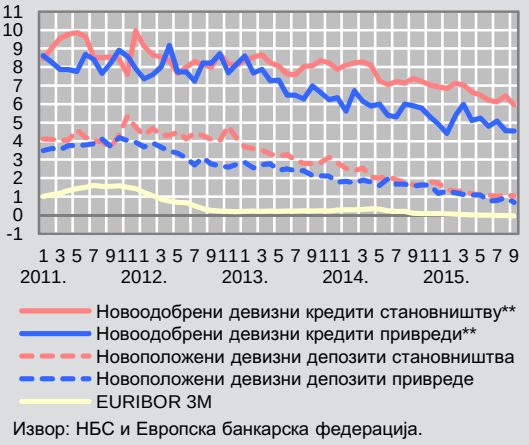
Графикон IV.1.6. **Кретање каматних стопа на динарске кредите и депозите привреди и становништву***
(просечне пондерисане вредности, на годишњем нивоу, у %)



Извор: НБС.

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

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



Извор: НБС и Европска банкарска федерација.

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

** У еврима и евроиндексирани.

[5] Од септембра 2010. године.

Према наводима банака из анкете о кредитној активности, пад цене извора за кредите и већа конкуренција међу банкама били су главни фактори ублажавања кредитних услова. Пад је био израженији код стопа на новоположене депозите у динарима, које су смањене за 1,1 п.п., на 3,9% у септембру. Толико је износио и пад стопа на динарске депозите привреде, које су у септембру износиле 3,8%, док су стопе на штедњу грађана смањене за 0,9 п.п., на 5,1%. Стопе на новоположене депозите привреде и становништва у еврима смањене су за по 0,1 п.п., на 0,7% и 1,0%, респективно, тако да је просечна пондерисана каматна стопа на новоположене депозите у еврима у септембру износила 0,8%.

Током Т3 банке су у већој мери снизиле активне каматне стопе него што је износио пад каматних стопа на депозите, што је смањило каматне марже и у динарима и еврима. При томе је разлика у паду динарских стопа била нешто израженија, што је резултирало и већим падом динарске каматне марже.

Премија ризика

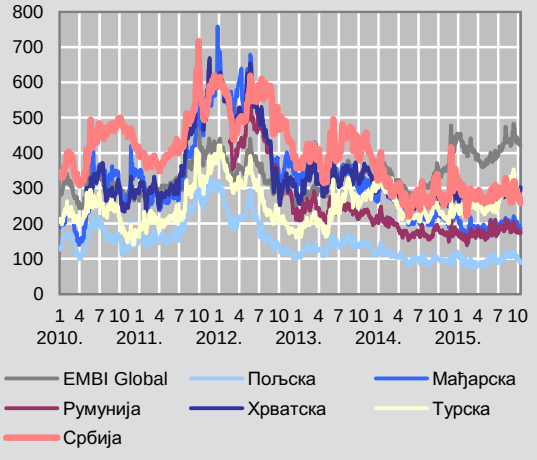
Премија ризика Србије, мерена *EMBI*, била је релативно стабилна током прве половине Т3, док је у другој половини варирала. На крају Т3 износила је 310 б.п., што је за 13 б.п. више него на крају Т2. Раст премије ризика забележиле су и друге земље региона.

Пораст премије ризика Србије у великој мери може се приписати турбуленцијама на међународном финансијском тржишту, док је утицај домаћих фактора био повољан. Највише су утицали знатно смањење унутрашње и спољне неравнотеже, побољшање макроекономске перспективе земље, као и успешно спровођење аранжмана с ММФ-ом. Током септембра и октобра премија ризика за Србију се кретала испод премија ризика Хрватске и Турске.

Међутим, значајан утицај на кретање премије ризика Србије имали су и глобални фактори, посебно од половине августа, када је разлика у приносима у односу на десетогодишњу америчку државну хартију, као и за остале земље у успону, у великој мери варирала због неизвесности на међународном финансијском тржишту. Потреси на кинеској берзи и сигнали о могућем успоравању њеног, а тиме и глобалног раста, неизвесност око почетка повећања референтне стопе ФЕД-а и курс долара били су главни фактори које су инвеститори узимали у обзир приликом процене ризика ових земаља. *EMBI* је у Т3 повећан за Румунију (7 б.п.), Пољску (10 б.п.), Мађарску (24 б.п.), Хрватску (37 б.п.), а највише за Турску (91 б.п.). Вредност *EMBI Global* је поново прешла 400 б.п. и током Т3 повећана је за 82 б.п. (у септембру је достигла највиши ниво од октобра 2011. године, 483 б.п.).

Са ублажавањем монетарне политике кинеске централне банке и одлагањем подизања референтне стопе ФЕД-а, премије ризика земаља у успону су током октобра биле у паду. Поред очекивања у погледу привредног раста, аналитичари оцењују да је курс америчког долара можда најважнији фактор који инвеститори посматрају при процени ризика земаља у успону, јер би његово јачање могло отежати сервисирање дуга многих од ових земаља. Током октобра премије ризика готово свих земаља у успону биле су у паду. *EMBI* за Србију је смањен за 52 б.п., као и *EMBI Global*, и на крају октобра је износио 258 б.п. (*EMBI Global* 422 б.п.).

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



Извор: *JP Morgan.*

Прилив капитала из иностранства

Од почетка године нето прилив капитала само по основу СДИ био је довољан да покрије дефицит текућих трансакција са иностранством. Уз то, у Т3 повећане су кредитне обавезе резидената. Истовремено, банке су држале мање износе средстава на рачунима у иностранству, док је одлив забележен по основу портфолио инвестиција.

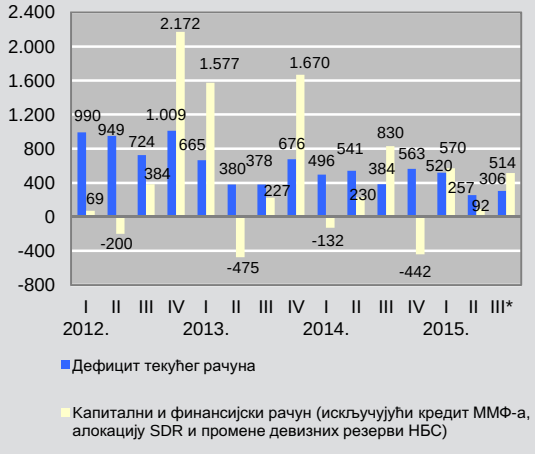
Прилив у финансијском билансу у Т3 у највећој мери се односио на директна улагања нерезидената. Према прелиминарним подацима, у Т3 је остварен нето прилив **СДИ** од 470,3 млн евра. Од тога, 448,2 млн евра било је у облику улагања у власнички капитал, а 150,0 млн евра се односило на реинвестирану добит. С друге стране, по основу дужничких инструмената, дошло је до нето одлива капитала (128,0 млн евра).[6] Истовремено, по основу дивиденди и камата извршена су нето плаћања према иностранству у износу од 121,2 млн евра и 21,9 млн евра, респективно.

Од почетка године остварен је прилив по основу СДИ у износу од 1,2 млрд евра, што је за 30% више него у истом периоду претходне године. У 2015. очекујемо прилив од око 1,6 млрд евра, који би требало у потпуности да покрије очекиван текући дефицит. Последњих година расте удео СДИ у размењиве секторе, што ће на средњи рок допринети даљем расту извоза и побољшању одрживости екстерне позиције земље.

У Т3 је по основу **портфолио инвестиција** забележен одлив капитала од 105,2 млн евра, док је на име камата овим инвеститорима исплаћено 129,2 млн евра. Страни инвеститори већ дуже време показују склоност ка улагањима у ХоВ дужих рочности. Како је држава трогодишњу аукцију организовала први пут након пет месеци, нерезиденти су у септембру били нето купци државних ХоВ. Ипак, септембарски прилив је био нижи од износа ХоВ у поседу нерезидената које су доспеле током Т3, а резиденти су повећали своја улагања у иностране ХоВ, што је резултирало одливом по овом основу на нивоу тромесечја.

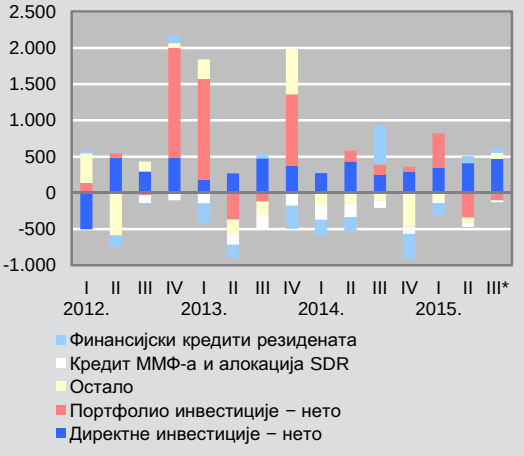
Резиденти су током Т3 повећали своје обавезе по основу **финансијских кредита** за 35,2 млн евра. Нето задужење државе је повећано за 71,3 млн евра. На сервисирање доспелих обавеза односило се 187,2 млн евра, док су повучени кредити у износу од 258,5 млн

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



Извор: РЗС и НБС.
* Прелиминарни подаци.

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



Извор: РЗС и НБС.
* Прелиминарни подаци.

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

евра, међу којима су зајмови Међународне банке за обнову и развој намењени развоју и реструктурирању предузећа, санацији последица поплава и обнови путева, као и кредити ЕИБ-а за Коридор 10 и регионалну и општинску инфраструктуру. Банке су се раздужиле за 3,6 млн евра, тј. за 184,8 млн евра од почетка године. Да се раздуживање банака према матицама успорава, потврђује то што је тај одлив троструко мањи него у првих девет месеци претходне године (540,4 млн евра). Народна банка Србије раздужила се према иностранству за 26,3 млн евра, при чему су највећи део чинила плаћања према ММФ-у по основу аранжмана закљученог са овом институцијом 2009. Од почетка године, према овој институцији измирене су обавезе у износу од 130,2 млн евра. Предузећа су се раздужила према иностранству у Т3 по основу финансијских кредита за 6,2 млн евра, односно од почетка године за 47,1 млн евра. По основу трговинских кредита у Т3 остварен је нето одлив од 68,4 млн евра, односно од почетка године од 61,2 млн евра.

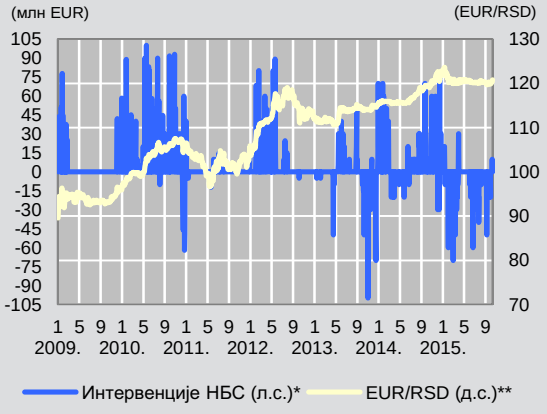
Кретања на девизном тржишту и курс динара

Стабилно кретање курса динара настављено је и у Т3, уз нешто веће притиске у правцу апрецијације. Тако је, посматрано крајем периода, динар ојачао према евру за 0,7%, а на нивоу просека тромесечја за 0,2%. Вредност курса динара кретала се у распону између 119,7 и 120,6 динара за један евро.

Очекивања тржишта да ће ФЕД одложити доношење одлуке о повећању референтне каматне стопе допринела су да евро ојача према долару за 0,4%. Таква кретања утицала су на то да динар, посматрано крајем периода, у Т3 ојача према долару за 1,2%.

Побољшане макроекономске перформансе и остварени резултати фискалне консолидације, које је потврдио и ММФ након успешно завршене друге ревизије аранжмана, огледали су се и у кретању курса динара током Т3. Повећан је прилив СДИ, а у септембру страни инвеститори су повећали и своја улагања у државне ХоВ, тако да су на нивоу тромесечја били нето купци девиза од банака у знатно мањем износу него у Т2. И у Т3 је остварен релативно висок прилив дознака из иностранства, што се одразило и на износе откупа ефективног страног новца од мењача. Наставак раста валутно индексиране активе банака, делом и због доспећа динарских кредита и одобравања у већој мери валутно индексираних кредита, такође је деловао у правцу апрецијације динара, пошто су банке, ради

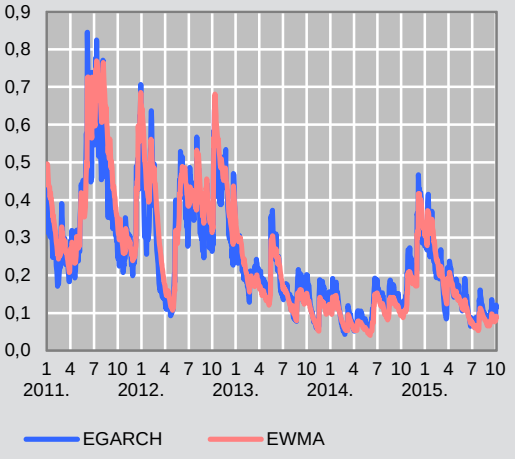
Графикон IV.1.11. **Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту**



Извор: НБС.

* + продаја; - куповина.
** 1 EUR у RSD.

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



Извор: НБС.

усклађивања девизних позиција, повећале понуду девиза на МДТ-у. С друге стране, продаја девиза предузећима за потребе увоза била је нешто већа од сезонски уобичајене.

Промет на МДТ-у додатно је смањен у Т3 и у просеку је износио 22,9 млн евра, што је за 8,8 млн евра ниже него у Т2.[7] Највиша вредност промета остварена је у августу (29,2 млн евра), а најнижа у септембру (16,7 млн евра). И осцилације курса динара према евру, мерене методама *EWMA*[8] и *EGARCH*[9], биле су на ниском нивоу током Т3.

Стабилно кретање динара настављено је и током октобра, уз краткотрајне депрецијацијске притиске крајем месеца, што је резултирало слабљењем динара на нивоу месеца од 0,8%.

Да би спречила прекомерно краткорочно јачање динара, Народна банка Србије је у Т3 интервенисала на МДТ-у на страни куповине девиза у укупном износу од 450,0 млн евра. На страни продаје интервенисала је само једном, у августу, са 10,0 млн евра. Током октобра интервенисала је на МДТ-у куповином 70,0 млн евра и продајом 10,0 млн евра.

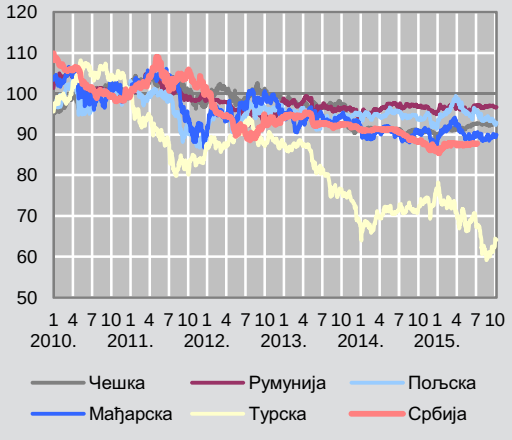
Обим трансакција на редовним девизним своп аукцијама које организује Народна банка Србије повећан је током Т3. Раст је остварен на двонедељним аукцијама (укупно је продато и купљено по 161,0 млн евра), док је на тромесечним купљено и продато по 20,0 млн евра. Знатно је повећан и износ девизних свопова међу банкама, који је у Т3 достигао 132,5 млн евра.

И кретање већине валута осталих земаља региона са сличним режимом девизног курса било је стабилно током Т3. Тако је, посматрано крајем периода, румунски леј ојачао према евру за 1,3%, мађарска форинта за 0,5%, чешка круна за 0,2%, док је пољски злот ослабио за 1,0%. Једино је турска лира забележила израженију депрецијацију (12,8%).

Кретања на берзи

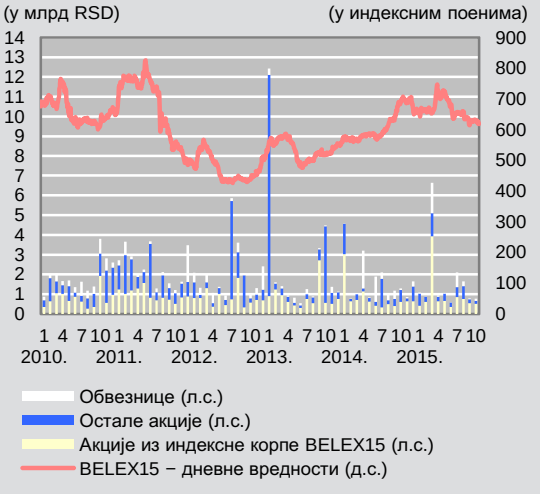
Након благог раста у јулу, индекси Београдске берзе су забележили пад у августу и септембру. Томе су допринели растући ризици на међународном финансијском тржишту, али и чињеница да у структури индекса *BELEX15* знатно учешће (19%) има компанија из нафтног сектора. То је за последицу имало смањење вредности индекса *BELEX15* за 2,7%, а *BELEXline* за 0,7% у Т3. Крајем септембра индекс најликвиднијих акција је износио 628,3 индексна поена, а општи индекс акција 1.318,9 индексних поена.

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



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

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



Извор: Београдска берза.

[7] Без Народне банке Србије.

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

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

Укупан промет акцијама на Београдској берзи повећан је у Т3 за 1,3 млрд динара, на 3,8 млрд динара. При томе, промет је пратио кретање цена акција, тако да су у јулу и августу остварене веће вредности промета (1,7 и 1,4 млрд динара, респективно), да би се у септембру трговање преполовило.

Током Т3 повећано је учешће страних инвеститора на берзи, који су учествовали у нешто више од половине укупног промета акцијама, претежно на страни продаје акција (нето 0,7 млрд динара).

Укупан промет обвезницама серије А2016 износио је 1,1 млрд динара и био је већи у поређењу с Т2. Стопе приноса за ове ХоВ биле су у паду и крајем Т3 износиле су 1,3%. Важан корак у развоју домаћег тржишта капитала представља могућност трговине дугорочним државним ХоВ путем берзе, које је започето у новембру.

Пад цена акција утицао је и на смањење тржишне капитализације Београдске берзе, која је крајем септембра износила 714,9 млрд динара, или за 5,7 млрд динара мање него крајем јуна. Од тога, капитализација регулисаног сегмента је смањена за 4,9 млрд динара, а капитализација МТП сегмента[10] за 0,8 млрд динара. Учешће тржишне капитализације у оцењеном БДП-у смањено је за 0,3 п.п., на 18,2% на крају Т3.

Пад вредности индекса, и то углавном већи него на Београдској берзи, забележен је на већини берзи у региону. Тај пад је био најизраженији на берзама у Љубљани (9,0%) и Софији (8,8%). С друге стране, једино је индекс на берзи у Скопљу остварио раст (3,9%).

2. Новац и кредити

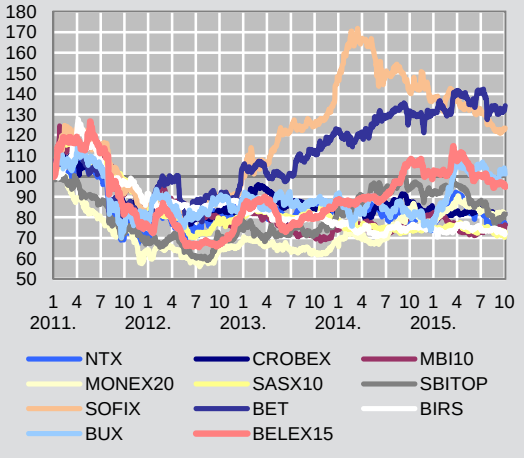
Понуда новца, пре свега њена динарска компонента, повећана је током Т3, а том расту је после дужег времена допринело и кредитирање приватног сектора.

Монетарни агрегати

Динарски примарни новац је током Т3 номинално смањен за 3,3% (3,2% реално). Пад укупног примарног новца био је нешто израженији (4,0% номинално, или 3,9% реално) пошто су девизни депозити банака код Народне банке Србије смањени с почетком новог циклуса смањења стопа девизне обавезне резерве. Посматрано на мг. нивоу, реални раст динарског примарног новца је у септембру успорен на 10,9%, док је укупни примарни новац реално смањен за 6,1%.

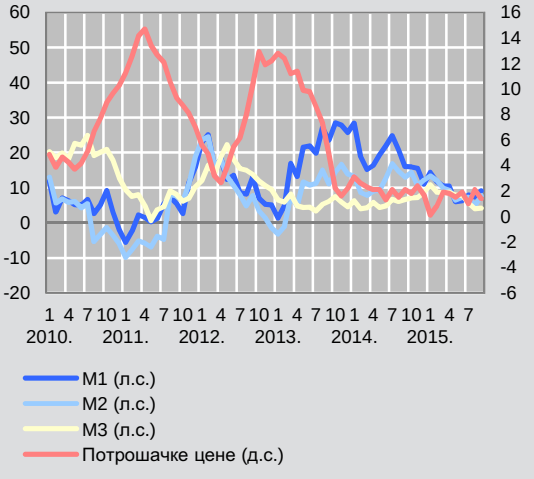
Током Т3 банке су повећале пласмане у репо ХоВ за 40,0 млрд динара, што је, уз раст динарских депозита

Графикон IV.1.15. **Кретање берзанских индекса у региону**
(у индексним поенима, нормализовано, 31. 12. 2010 = 100)



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

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



Извор: РЗС и НБС.

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

државе код Народне банке Србије (31,9 млрд динара), највише утицало на повлачење динарског примарног новца. Мањи део повучен је и по основу куповине девиза државе од Народне банке Србије (4,4 млрд динара). С друге стране, у правцу раста динарског примарног новца у највећој мери деловала је нето куповина девиза Народне банке Србије на МДТ-у (44,5 млрд динара) и девизне трансакције платног промета с Косовом и Метохијом (13,9 млрд динара).

У структури динарског примарног новца, највећи пад (25,7 млрд динара) бележи износ преконоћних депозита које су банке држале код Народне банке Србије. Износ обрачунате обавезне резерве која се издваја у динарима смањен је за 5,0 млрд динара, а готовина у благајни за 0,6 млрд динара. Средства на жиро рачунима банака била су виша за 11,2 млрд динара, износ готовог новца у оптицају за 6,7 млрд динара, а средства на рачунима локалних органа власти и осталих сектора за 0,3 млрд динара.

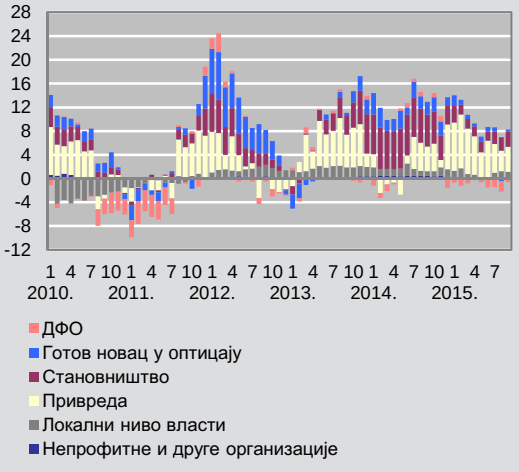
Новчана маса је реално повећана у Т3, пре свега њена динарска компонента. Раст средстава на трансакционим и штедним и ороченим депозитима привреде и становништва утицао је на то да М1 и М2 остваре реални раст од 6,9% и 6,3%, респективно. Тај раст је допринео да М3, и поред пада девизних депозита, буде повећан за 1,0%. Посматрано на мг. нивоу, раст понуде новца је у Т3 убрзан, тако да је у септембру у односу на исти период претходне године М1 био реално већи за 7,6%, М2 за 6,2% и М3 за 2,7%.

Раст кредита приватном сектору први пут је после дужег времена утицао на креирање М3. У истом смеру деловао је и раст улагања банака у државне ХоВ, али је његов утицај био умањен повећањем депозита државе код Народне банке Србије. И смањење нето стране активе банака (пад потраживања од иностранства и раст обавеза према иностранству) утицало је на повлачење М3.

Посматрано по компонентама новчане масе М3, највећи раст у Т3 исказала су средства на депозитима по виђењу (22,0 млрд динара). Највећи део тог раста остварен је на рачунима предузећа из области енергетике, трговине и саобраћаја, као и на текућим рачунима грађана. Истовремено, повећани су и динарски депозити дужих рочности за 8,4 млрд динара, пре свега због раста на рачунима привреде, ДФО и грађана.

Дуг период ниске и стабилне инфлације, више каматне стопе и повољнији порески третман у односу на девизну штедњу допринели су да динарска штедња становништва настави да расте током Т3. У септембру она је износила 42,0 млрд динара, што је њен до сада највиши ниво. У односу на ниво из јуна она је повећана за 2,0 млрд динара, при чему су се грађани

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



Извор: НБС.

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

	2014.	2015.			Учешће у М3 септ. 2015. (у %)
	Дец.	Март	Јун	Септ.	
М3	6,8	6,5	5,8	2,7	100,0
Девизни депозити	5,2	5,9	6,1	1,0	66,6
М2	10,3	7,9	5,2	6,2	33,4
Динарски орочени и штедни депозити	13,2	6,7	7,5	3,0	9,4
М1	9,1	8,4	4,3	7,6	24,0
Депозити по виђењу	11,1	11,7	5,4	10,6	17,3
Готов новац у оптицају	4,8	1,1	1,7	0,4	6,6

Извор: НБС.

највише опредељивали за штедњу по виђењу и за орочења између једне и пет година. За разлику од динарске, девизна штедња грађана је смањена за 65,9 млн евра, на 8,3 млрд евра крајем септембра.

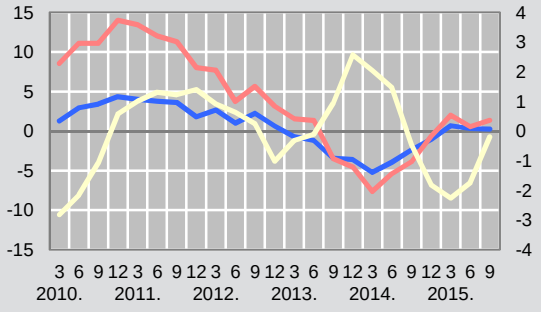
Кредити

Кретања на кредитном тржишту у Т3 била су повољнија у поређењу с претходним тромесечјима, чему су допринели и досадашње ублажавање монетарне политике и последични пад каматних стопа на кредите. Раст кредитне активности, започет у јуну, настављен је и наредних месеци, тако да су у Т3, први пут од почетка године, домаћи кредити по искључењу ефекта промене девизног курса[11] на нивоу тромесечја повећани – за 1,2%. Раст кредита је остварен и код привреде и код становништва. Ипак, учешће домаћих кредита у оцењеном БДП-у је у односу на јун смањено за 0,2 п.п., на 47,8% у септембру.

Посматрано на мг. нивоу, укупни домаћи кредити су, након стагнације у јулу, благо убрзали свој раст, на 1,3% у септембру. Раст кредита привреди износио је 1,7% мг., а становништву 2,5% мг.

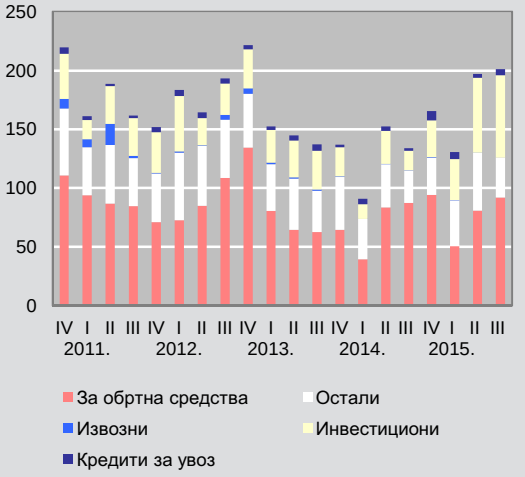
Кредити привреди су у Т3, искључујући ефекат промене девизног курса, повећани за 1,4%, или за 15,6 млрд динара, као резултат раста кредита привредним друштвима (26,6 млрд динара), док су потраживања од јавних предузећа смањена за 10,9 млрд динара. Износ новоодобрених кредита привреди повећан је у односу на Т2, док је учешће рефинансираних кредита, тј. кредита чији су услови отплате измењени, смањено на четвртину. Доспеће субвенционисаних динарских кредита за обртна средства надокнађено је новим кредитима, али претежно у девизном знаку. Заступљеност инвестиционих кредита у новим кредитима у Т3 је достигла 35%, указујући на то да се раст приватних инвестиција који се уочава у овој години финансира и кредитима банака. То потврђује и износ новоодобрених инвестиционих кредита, који је у првих девет месеци 2015. скоро три пута већи него у истом периоду претходне године и износи 168,8 млрд динара. Ако се суди према корисницима кредита, раст инвестиционих кредита је широко распрострањен међу секторима, а највећи износи одобрени су предузећима која послују у пољопривреди, прехрамбеној индустрији, телекомуникацијама и енергетици. Раст тих кредита повољан је и са аспекта продужавања рочности кредитног портфолија, тако да је учешће кредита са рочношћу дужом од две године повећано са 57,5% крајем 2014. на 63,6%.

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



Извор: НБС и РЗС.
* Као показатељ укупног задуживања, обухвата домаће кредитирање приватног сектора, јавних предузећа и локалних нивоа власти, као и директно задуживање предузећа и становништва у иностранству.
** Искључен ефекат промене девизног курса.

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



Извор: НБС.

[11] Обрачунато по курсу динара према евру, 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.

Резултати октобарске анкете Народне банке Србије о кредитној активности банака[12] потврдили су очекивања из претходне о наставку ублажавања стандарда и расту тражње предузећа у Т3, а слична очекивања изнета су и за Т4. Према оцени банака, током Т3 ублажени су стандарди и за динарске и за девизне кредите, највише под утицајем конкуренције међу банкама и нижих трошкова извора за кредите, док су ризици наплате потраживања и очекивања о будућем привредном расту, иако смањени, и даље били присутни. Банке су оциниле да је у Т3 настављен тренд смањења маржи, пратећих трошкова и продужења рокова отплате, а први пут су ублажени захтеви у погледу колатерала и максималног износа кредита. Раст тражње остварен је код малих и средњих, али и код великих предузећа и био је, као и раније, вођен потребом финансирања обртних средстава и реструктурирања дугова. Ти фактори би требало да буду главни покретачи раста тражње и у Т4, а први пут од када се анкета спроводи, неке од банака очекују и позитиван утицај инвестиција на тражњу за кредитима.

Кредити становништву наставили су раст и у Т3 и по искључењу ефекта промене курса повећани су за 1,3%, или за 8,7 млрд динара. Обим новоодобрених кредита био је нешто нижи него у Т2. Међутим, треба имати у виду да се део новоодобрених кредита у Т2 односи на кредите индексиране у швајцарским францима, чији су услови отплате измењени у складу са Одлуком Народне банке Србије о мерама за очување стабилности финансијског система у вези с кредитима индексираним у страној валути. Грађани и даље највише користе готовинске кредите, који су чинили више од половине новоодобрених кредита (54%), док се на стамбене односило око 21%, а на остале око 20% новоодобрених кредита. Од скупљих категорија кредита, расте задуживање грађана по револвинг кредитима, док је задуживање по кредитним картицама и прекорачењима по текућим рачунима било на сличном нивоу као у претходним месецима.

Према резултатима анкете о кредитној активности, раст кредита становништву у Т3 резултат је и ублажавања кредитних стандарда и раста тражње грађана за кредитима. Стандарди су ублажени за све категорије кредита, из истих разлога као и за привреду. Како би привукле нове клијенте, банке су додатно снизиле каматне марже и пратеће трошкове,

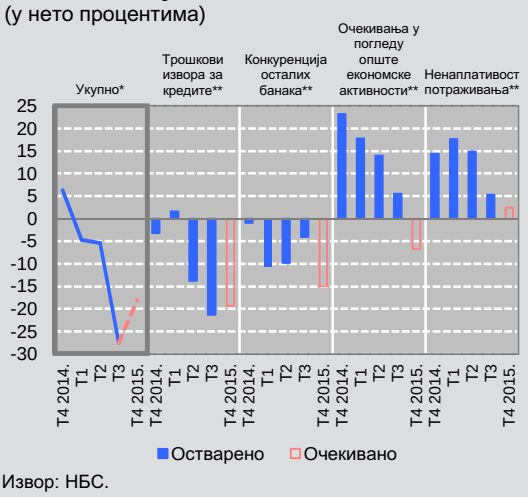
Графикон IV.2.5. **Утицај појединих фактора на промену кредитних стандарда у одобравању кредита и кредитних линија предузећима**
(у нето процентима)

Извор: НБС.

* Позитивне вредности указују на 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.2.6. **Утицај појединих фактора на промену кредитних стандарда у одобравању кредита и кредитних линија становништву**
(у нето процентима)



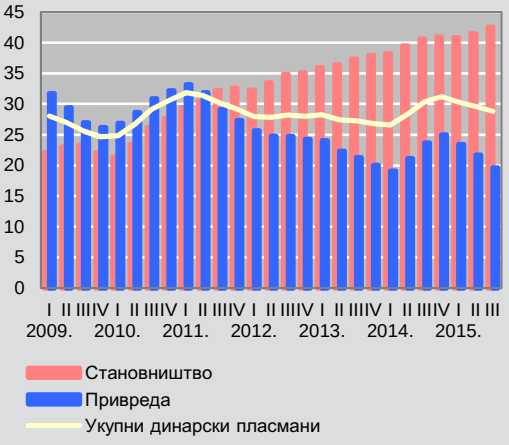
Извор: НБС.

* 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.

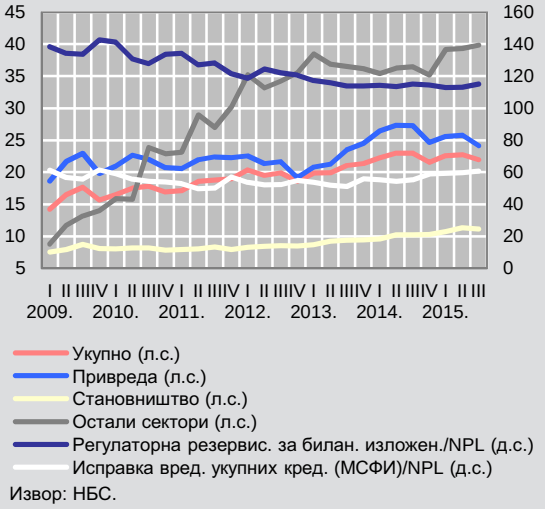
[12] Поменуту анкету Народна банка Србије спроводи од почетка 2014. године. Учешће у анкети је добровољно, а одзив готово 100%.

Графикон IV.2.7. **Учешће динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву**
(у %)



Извор: НБС.

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



Извор: НБС.

неке су ублажиле и захтеве у погледу колатерала, док су остали услови били непромењени. Тражња грађана је, у складу с ранијим очекивањима банака, повећана и највише се односила на рефинансирање обавеза, али и на куповину непокретности и трајних потрошних добара. И за Т4 банке очекују ублажавање стандарда и раст тражње за кредитима.

Крајем септембра 28,8% пласмана банака привреди и становништву било је у динарима, што је за 2,4 п.п. мање него крајем 2014. При томе, степен динаризације пласмана привреди смањен је на 19,6% крајем Т3 због доспећа динарских субвенционисаних кредита и већег новог задуживања у девизном знаку. За разлику од привреде, грађани су се претежно задуживали у валути у којој остварују приходе, тако да је динаризација пласмана становништву наставила раст и достигла 42,6% у септембру.

Ненаплатива потраживања и даље су један од главних фактора, који, према анкети о кредитној активности, отежавају ублажавање кредитних стандарда. Спровођење Стратегије за решавање питања проблематичних кредита[13] требало би да допринесе решавању овог проблема на тржишан и одржив начин, тако да се видљивији позитивни ефекти по овом основу могу очекивати у наредном периоду.

Током Т3 учешће *NPL* у укупним кредитима, рачунато по бруто принципу, смањено је за 0,8 п.п. и у септембру је износило 22,0%. Смањење овог учешћа резултат је благог раста кредитне активности, као и наплате, отписа и реструктурирања дела *NPL*. У поређењу с јуном износ укупних *NPL* у билансима банака нижи је за 16,5 млрд динара. При томе, код привреде је учешће *NPL* смањено за 1,6 п.п., на 24,1%, а код становништва за 0,2 п.п., на 11,1%[14]. Међутим, и поред високог учешћа *NPL* у укупним кредитима, показатељ адекватности капитала од 21,2% и резултати макропруденцијалних стрес-тестова указују на то да стабилност домаћег банкарског сектора није угрожена њиховим нивоом. Исправка вредности укупних кредита у септембру је износила 60,8% *NPL*, што је више у односу на јун, а регулаторна резервисања за билансну изложеност[15] и даље у потпуности покривају износ бруто *NPL* и у септембру су износила 115,0%.

3. Тржиште непокретности

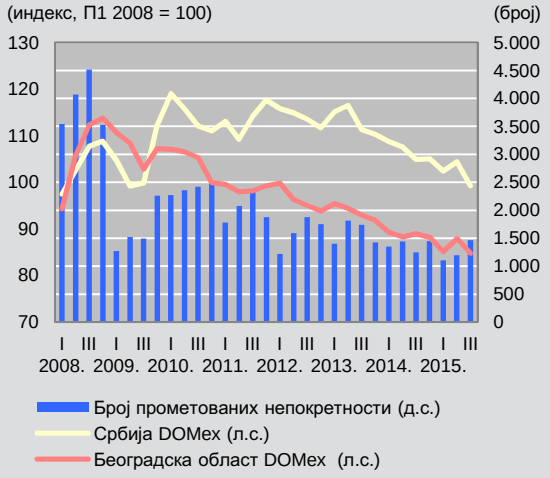
Унапређење законских прописа из области грађевинарства наставило је да се позитивно одражава на раст понуде некретнина и током Т3, док су нижи трошкови финансирања подстакли

[13] Ову стратегију, у чијој изради је учествовала и Народна банка Србије, у августу је усвојила Влада Републике Србије.

[14] Уколико се укључе предузетници и приватна домаћинства, учешће је смањено за 0,2 п.п., на 12,0%.

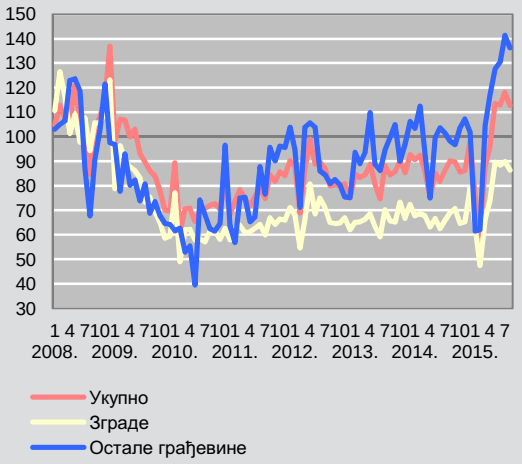
[15] Регулаторна резерва није рачуноводствена категорија, што значи да не пролази кроз биланс успеха, већ само служи за обрачун капитала банака. Ради се на групној основи по класама активе за које су дефинисани износи резервисања (0%, 2%, 15%, 30% и 100%, потраживања класификованих у категорије А, Б,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

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



Извор: НКОСК.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

раст тражње. То је, уз пад цене, утицало и на повећан промет на тржишту некретнина, први пут од почетка године.

Тренд пада цена некретнина у Србији, накратко прекинут током Т2, настављен је у Т3, с обзиром на то да је *DOMex*[16] смањен за 4,9%. Ниже цене некретнина забележене су у свим регионима, изузев јужне и источне Србије, при чему је то смањење било најизраженије у Војводини. Пад цена некретнина настављен је и на мг. нивоу (5,3%).

Просечна цена некретнине у Србији у Т3 је смањена на 823,1 евро по квадратном метру, чиме се приближила свом преткризном нивоу[17]. Однос просечне цене некретнине у Београду у односу на остатак Србије, иако благо смањен током Т3, наставио је да се креће око просечног нивоа забележеног у последње две године (1,8). Нижа цена позитивно се одразила на промет некретнина[18], који је у Т3 забележио раст од 22,5% и приближио се нивоу с краја претходне године. Промет је повећан у свим регионима, а након два тромесечја, раст промета је остварен и на мг. нивоу.

Поред ниже цене, расту промета су погодовали и нижи трошкови финансирања, с обзиром на смањење каматних стопа на стамбене кредите од почетка године. Упркос ниској куповној моћи, потенцијални купци су све више заинтересовани за стамбене кредите, што потврђују и резултати октобарске анкете о кредитној активности, према којима је куповина непокретности један од главних фактора раста тражње за кредитима.

Поједностављена процедура издавања грађевинских дозвола је и током Т3 наставила позитивно да се одражава на раст понуде некретнина. Број издатих грађевинских дозвола је у периоду јул–август повећан за око 30,0% у односу на исти период претходне године. Промена прописа у овој области утицала је и на поправљање конкурентске позиције Србије на ранг-листи Извештаја о условима пословања Светске банке[19], а додатно поправљање позиције може се очекивати и у наредној години када би требало да буде уведена електронска грађевинска дозвола.

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

[17] Ниво из П1 2008.

[18] Број прометованих непокретности и цена стана по квадратном метру односе се само на некретнине чија је куповина финансирана осигураним кредитима.

[19] Видети Осврт 1, стр. 31.

4. Агрегатна тражња

Реформе пословног амбијента, уз побољшање финансијске позиције предузећа пре свега услед пада цене нафте и нижих трошкова задуживања, позитивно су се одразиле на раст приватних фиксних инвестиција и у Т3. Пад цена нафте и нижи трошкови задуживања умањили су краткорочне негативне ефекте фискалне консолидације на финалну потрошњу. С друге стране, због смањења реалног извоза робе и услуга и раста увоза опреме, допринос нето екстерне тражње био је негативан, што је допринело паду БДП-а (0,4% дсз.).

Раст БДП-а на мг. нивоу од 2,0% у Т3 такође је био претежно вођен приватним инвестицијама и извозом. С друге стране, негативан допринос кретању БДП-а и даље потиче од финалне потрошње домаћинстава и државе, које су у Т3 наставиле мг. пад.

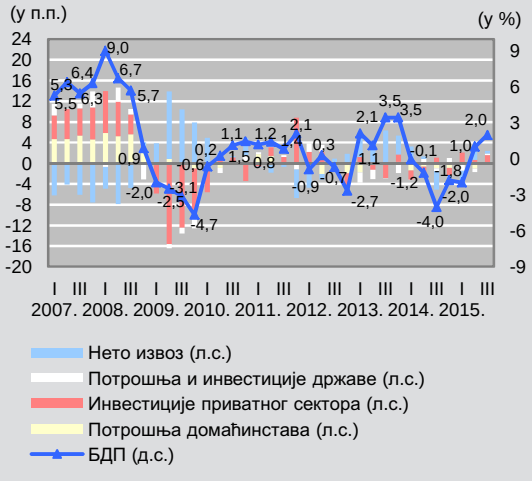
Домаћа тражња

Раст **потрошње домаћинстава** из Т2 настављен је и у Т3 (0,4% дсз.), што је позитивно допринело кретању БДП-а са 0,3 п.п. Она је наставила да успорава мг. пад (0,5%). На раст потрошње домаћинстава указује већи промет у трговини на мало у Т3 (2,3% дсз.), већи увоз потрошних добара (0,8% дсз.), као и повећани приходи од ПДВ-а (1,5% дсз.).

Главни извори потрошње такође су остварили раст у Т3. Реална маса нето зарада повећана је 0,7% дсз., а настављен је и раст трансфера социјалног осигурања (0,6% дсз.) и новоодобрених потрошачких и готовинских кредита становништву. С друге стране, прилив дознака је нижи у поређењу с Т2, али виши у поређењу са истим периодом претходне године.

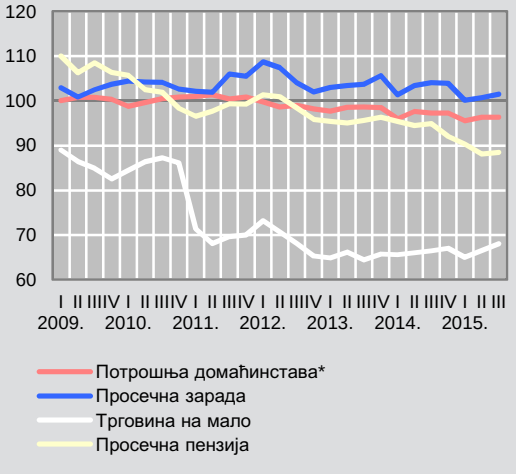
Побољшани инвестициони амбијент, као резултат реформи спроведених у последње две године, и наставак позитивних ефеката ниске цене нафте и нижих трошкова камата на финансијску позицију предузећа утицали су на то да **приватне инвестиције** и у Т3 наставе раст (1,2% дсз.), уз позитиван допринос БДП-у (0,2 п.п.). На то упућује пре свега наставак раста увоза опреме (2,4% дсз. у Т3), који је у првих девет месеци текуће године виши за 15,6% у односу на исти период претходне године. На позитивно кретање приватних инвестиција указују и показатељи у грађевинарству – број издатих грађевинских дозвола и ефективни часови рада су у Т3 наставили раст, док је производња грађевинског материјала, након снажног раста у Т2, стагнирала. Раст приватних инвестиција настављен је и на мг. нивоу (11,2%), сличном динамиком као у

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.
Напомена: Процена НБС за Т3 2015.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.
* Процена НБС за Т3 2015.

претходном тромесечју, и позитивно је допринео кретању БДП-а са 1,9 п.п.

Посматрано са аспекта финансирања инвестиција, током Т3 додатно је повећано одобравање инвестиционих кредита у великом броју привредних сектора, што потврђује да започети раст инвестиционе активности почива на широкој основи. Повећан је и нето прилив СДИ, који се највећим делом односио на улагања у власнички капитал.

Позитиван допринос БДП-у у Т3 потиче и од финалне **потрошње државе** (0,1 п.п.), која је, према нашој процени, порасла за 0,6% дсз. Слично као и у претходном тромесечју, раст државне потрошње био је вођен повећањем издатака за куповину робе и услуга, док су расходи за зараде у јавном сектору смањени. Посматрано на мг. нивоу, потрошња државе је у Т3 наставила да успорава пад (1,5%). Расходи за зараде у јавном сектору су у првих девет месеци ове године били реално нижи за 11,6% мг.

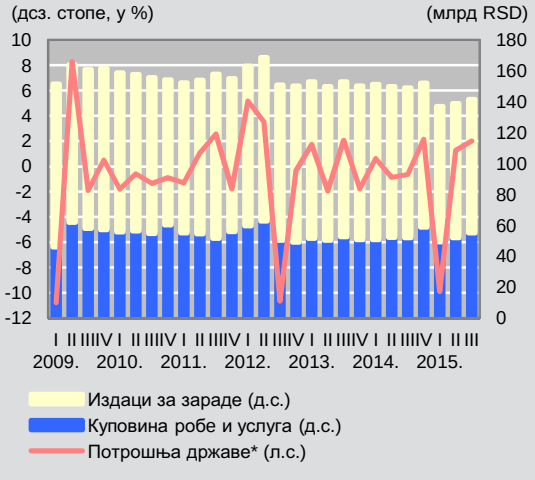
Иако је раст **државних инвестиција** у Т3 био релативно скроман (2,1% дсз.), он је остварен после изузетно снажног раста у Т2, што указује на наставак интензивне реализације инфраструктурних радова. На мг. нивоу, ова компонента тражње је, након два тромесечја пада, у Т3 порасла за 24,8%, уз допринос кретању БДП-а од 0,6 п.п.

Табела IV.4.1. **Показатељи кретања инвестиција**

	2014.		2015.		
	III	IV	I	II	III
Реални показатељи (дсз. подаци, тромесечни раст, у %)					
Залихе индустријских производа	-2,0	-1,5	5,3	-0,5	1,0
Индустријска производња капиталних производа	1,8	-3,0	14,8	-5,7	-9,1
Извоз средстава за рад*	-2,5	-1,2	30,5	-5,2	5,1
Увоз средстава за рад*	3,8	1,6	4,6	3,9	2,4
Залихе капиталних производа	1,9	6,2	3,2	2,9	-5,0
Индустријска производња интермедијарних производа	1,9	-0,1	4,5	1,0	-0,5
Извоз интермедијарних производа*	0,1	1,7	3,0	4,6	1,6
Увоз интермедијарних производа*	-0,3	1,5	6,2	1,5	0,6
Залихе интермедијарних производа	-0,5	-0,7	-0,3	2,2	-0,6
Индустријска производња грађевинског материјала	3,9	2,9	-8,9	8,6	-0,1
Залихе грађевинског материјала	-2,7	-1,5	-2,5	-4,8	-6,6
Инвестиције државе**	-35,2	5,7	-19,8	49,6	2,1

Извор: РЗС и прерачун НБС.
* Извоз и увоз су изражени у еврима.
** Инвестиције државе су дефлациониране индексом цена произвођача индустријских производа.

Графикон IV.4.3. **Потрошња државе** (реални износи)



Извор: РЗС, Министарство финансија и прерачун НБС.
* Процена НБС за Т3 2015.

Нето екстерна тражња

Након три узастопна тромесечја раста, извоз робе и услуга је у Т3 реално опао за 2,3% дсз., уз негативан допринос кретању БДП-а од 1,1 п.п. Нижи извоз последица је пада робног извоза, док је извоз услуга наставио да расте. Увоз робе и услуга је и у Т3 забележио реални пад (1,3% дсз.) и позитивно допринео кретању БДП-а са 0,8 п.п.

Посматрано у односу на исти период претходне године, реални извоз робе и услуга наставио је у Т3 да расте сличном динамиком као и у П1 (7,8%), уз позитиван допринос БДП-у од 3,4 п.п. С друге стране, иако номинални увоз бележи успоравање раста, пад екстерних цена утицао је на то да реални увоз робе и услуга у Т3 убрза раст на 5,1% мг.

Током Т3 дошло је до погоршања трошковне конкурентности, мерене јединичним трошковима

рада у прерађивачкој индустрији, и ценовне конкурентности услед номиналне апрецијације ефективног курса динара и већег пада страних у односу на домаће цене. Показатељ екстерне тражње[20] је треће узастопно тромесечје наставио да расте, али споријим темпом него у Т2, што би делимично могло да објасни и пад робног извоза у Т3.

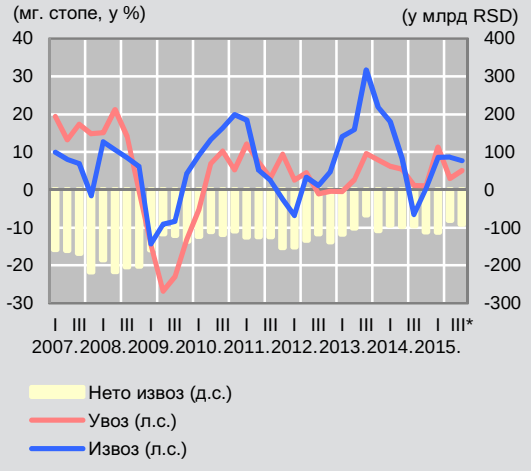
Након снажног раста током П1, на шта указује и чињеница да на мг. нивоу највећи број извозно оријентисаних грана прерађивачке индустрије бележи раст, робни извоз изражен у еврима је у Т3 опао за 4,2% дсз. Тај пад био је вођен пре свега смањеним извозом моторних возила (2,2 п.п.). И поред тога, „Фијат“ је остао највећи појединачни извозник, са извозом од 209,3 млн евра у Т3. У првих девет месеци 2015. укупан извоз ове компаније износио је 944,3 млн евра, што је за 11,6% ниже мг. и указује на постепену засићеност тржишта актуелним моделом аутомобила, будући да продаја нових аутомобила на нашим главним извозним тржиштима расте.

Поред моторних возила, пад робног извоза првенствено је последица смањеног извоза пољопривредних производа. Највише је смањен извоз кукуруза, на шта је, поред више домаће у односу на стране цене, утицао и раст трошкова извозника због повећања лучких такси, као и то што је највећи део тржишног вишка кукуруза из претходне меркантилне године извезен у периоду октобар 2014 – јун 2015. (2,8 млн тона). Извоз пшенице је у Т3 био очекивано виши него у Т2 због доласка новог рода на тржиште, док је на мг. нивоу исказао пад од око 10%, на шта је, слично као и код кукуруза, утицала релативно висока домаћа цена. С друге стране, раст производње главних извозних врста воћа (јабука и малина) у текућој сезони одразио се на раст извоза воћа и поврћа у Т3 од 21,4% мг.

Током Т3 смањен је и извоз основних метала услед пада цене челика и бакра на светском тржишту. Ипак, извоз Железаре Смедерево је у првих девет месеци 2015. остварио мг. раст од око 80% и достигао је близу 250 млн евра.

Уколико се посматра робни извоз који је првенствено одређен кретањем екстерне тражње[21], пад је знатно нижи и износи 0,3% дсз. Пад извоза је забележен у прехрамбеној, хемијској и текстилној индустрији, код производа од метала и гуме и пластике. С друге стране, извоз електричне опреме, нафтних деривата и погонских машина и уређаја је порастао.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.
* Процена НБС за Т3 2015.

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

Извор: Европска комисија, РЗС и НБС.
* Без аутомобилске индустрије.

[20] 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.

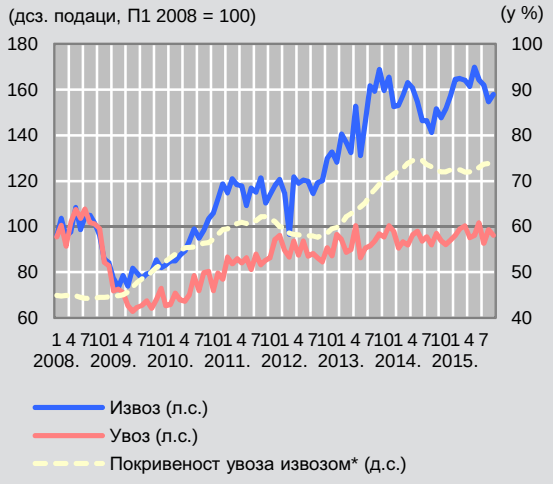
[21] По искључењу извоза пољопривредних производа, нафте и гаса, електричне енергије, Фијата, Железаре Смедерево и ХИП Петрохемије.

Када је у питању извоз услуга, највећи раст остварен је у оквиру туристичких услуга, на шта указују и раст промета у угоститељству и број ноћења страних туриста током Т3. Поред тога, повећан је извоз услуга транспорта због пре свега и даље високог раста промета у области ваздушног саобраћаја. Извоз телекомуникационих, компјутерских и информационих услуга, који заузима значајно место у структури извоза услуга, остао је на приближном нивоу као у Т2.

Робни увоз изражен у еврима такође је исказао пад у Т3 (1,9% дсз.), вођен смањењем увоза репроматеријала. С друге стране, увоз опреме је наставио да расте, мада нешто споријим темпом него у П1. За разлику од претходног тромесечја, благо је порастао и увоз потрошних добара.

Највећи допринос паду робног увоза, посматрано по намени ЕУ, слично као у претходном тромесечју, имао је увоз енергената. При томе, пад увоза нафте настављен је услед поновног пада њене цене на светском тржишту током Т3, док је увоз природног гаса остао на приближно истом нивоу, и поред пада цене, што упућује на његову повећану потрошњу у индустрији. Увоз електричне енергије је и у Т3 опао јер се домаћа производња потпуно опоравила од последица поплава. Поред енергената, настављено је смањење увоза капиталних производа. На то је, као и у претходном тромесечју, утицао мањи увоз

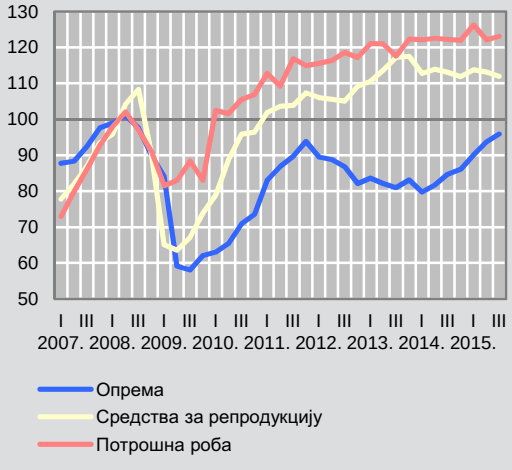
Графикон IV.4.7. **Робна размена у еврима**



Извор: РЗС и прерачун НБС.

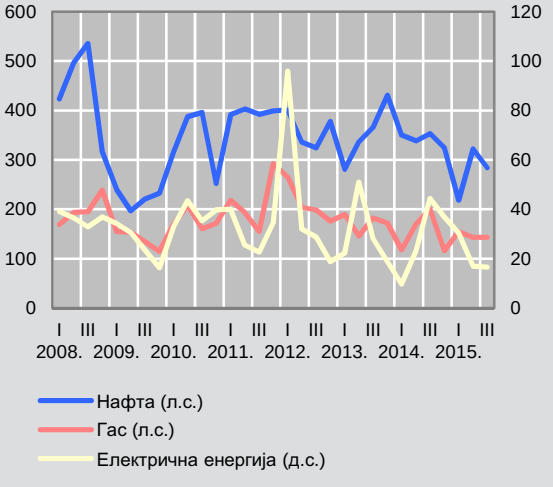
* 12-месечни покретни просек.

Графикон IV.4.6. **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.

аутомобила и компонената у аутомобилској индустрији. У случају потрошних добара, повећан је увоз нетрајних потрошних добара, пре свега сезонске одеће и обуће, док је нижи увоз електричних машина и апарата и телекомуникационих и аудио апарата и опреме резултирао падом увоза трајних потрошних добара.

Пад робног извоза у Т3 утицао је на то да се он у септембру врати близу нивоа с краја 2014, односно 57,9% изнад преткризног нивоа[22]. С друге стране, увоз робе се током Т3 константно налазио испод свог преткризног нивоа – 3,8% ниже у септембру. Покривеност робног увоза извозом је у Т3 повећана за 1,2 п.п., на 74,1% у септембру.

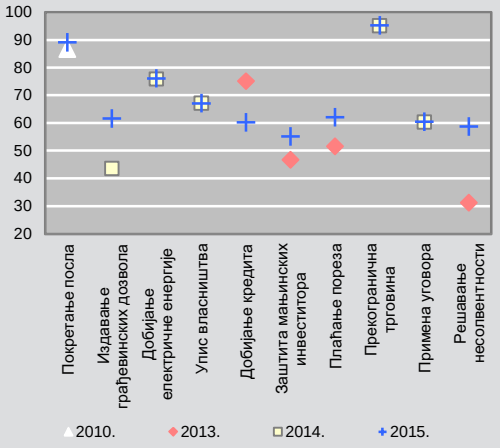
[22] Ниво из П1 2008.

Осврт 1: Конкурентска позиција Србије према најновијим показатељима глобалне конкурентности

Крајем октобра објављен је извештај Светске банке о условима пословања (*Doing Business* 2016), који мери лакоћу пословања у 189 земаља, тј. показује колико је тешко или лако локалном предузетнику да отвори и води мало или средње предузеће када се придржава релевантних прописа. На основу сагледавања прописа и контаката с приватним сектором и владиним званичницима у посматраним земљама, овај извештај мери и региструје промене прописа у 11 области животног циклуса пословања: покретање посла, издавање грађевинских дозвола, добијање електричне енергије, упис власништва, добијање кредита, заштита мањинских инвеститора, плаћање пореза, прекогранична трговина, примена уговора, решавање несолвентности и регулатива тржишта рада.[1] Као резултат даје две агрегатне мере: удаљеност земље од „најбоље праксе“ (на скали од нуле до 100, где нула представља најлошију перформансу, а 100 „најбољу праксу“) и на основу тога ранг земље у односу на остале у погледу лакоће пословања. Поређењем током времена, резултат у погледу удаљености од „најбоље праксе“ показује колико се променило регулаторно окружење за локалне предузетнике, а поређење ранга колико се регулаторно окружење променило у односу на окружење у другим земљама. Иако, попут сваке друге, и методологија *Doing Business* има своја ограничења (посматра само друштва са ограниченом одговорношћу која послују у највећем пословном центру у земљи, не обухвата све релевантне области пословања, нпр. близину великих тржишта, квалитет инфраструктурних услуга, макроекономске услове и сл.), она неспорно може послужити као полазна тачка за препознавање реформи потребних за побољшање услова пословања у одређеној земљи.

Према овом извештају, Србија од посматраних 189 земаља заузима 59. место, што у односу на прошлу годину представља напредак од девет места[2]. Истовремено се налази на 68,41% „најбоље праксе“ и удаљеност од ње је смањила за 3,16 п.п. у односу на 2014. Иако је и даље рангирана релативно ниско у односу на друге европске земље, Србија се ове године по наведеном напретку налази међу првих 15 земаља. Од посматраних десет области, највећи напредак у односу на прошлу годину забележила је у издавању грађевинских дозвола и лакоћи плаћања пореза – повећање ранга за 39, односно 22 места, и смањење удаљености од „најбоље праксе“ за 17,95 п.п., односно 12,97 п.п. То су истовремено области у којима смо најлошије рангирани (139, односно 143. место), али је удаљеност од „најбоље праксе“ сада мања од 40%. Иначе, заостајање Србије за „најбољом праксом“ највеће је код заштите мањинских инвеститора (45%), а најмање код прекограничне трговине (5%). Истовремено, прекогранична трговина представља област у којој смо најбоље рангирани (23. место).

Графикон О.1.1. **Промена удаљености Србије од „најбоље праксе“** [3]
(у %)



Извор: *http://www.doingbusiness.org/* .

Дакле, Србија је највећи напредак прошле године остварила у области издавања грађевинских дозвола и плаћања пореза. Ипак, према оцени из Извештаја, поступак добијања грађевинских дозвола још је оптерећен релативно великим бројем процедура (18) и дужином трајања (272 дана). Проблем добијања тих дозвола одраније је препознат као једна од основних препрека за привлачење страног капитала у Србију и недавним законским

[1] Показатељи регулативе тржишта рада дати су у Анексу Извештаја.

[2] Треба имати у виду да смо у прошлогодишњем извештају Светске банке били на 91. месту, али да је након измене методологије ове године и ревизије података за прошлу годину, наш упоредиви ранг у 2014. години знатно виши (68. место).

[3] Због методолошких измена у 2014. и 2015. години, кретање удаљености од „најбоље праксе“ није упоредиво у свим годинама. Тако су области добијање кредита, заштита мањинских инвеститора, плаћање пореза и решавање несолвентности упоредиве почев од 2013. године, а области издавање грађевинских дозвола, упис власништва, прекогранична трговина, примена уговора и добијање електричне енергије почев од 2014. Како у области покретање посла у међувремену није било методолошких промена, она је упоредива почев од 2010. године.

изменама начињене су позитивне промене, тј. смањени су трошкови њиховог добијања. Када је реч о плаћању пореза, оно је учињено лакшим за предузећа захваљујући увођењу електронског система за пријаву и плаћање пореза на додату вредност и доприноса за социјално осигурање, као и укидањем накнаде за коришћење градског грађевинског земљишта. Поред тога, Србија је законским изменама у последњих неколико година забележила знатан помак и код решавања несолвентности. Пре свега је смањено трајање стечајног поступка (са 2,7 на 2,0 године), а уведени су и унапред припремљени планови реорганизације, професионални стандарди за стечајне управнике, регулисана њихова компензација итд.

У најновијем Извештају о глобалној конкурентности Светског економског форума Србија је задржала 94. место (на ранг-листи од 140 земаља), а сам индекс глобалне конкурентности[4] (3,89) занемарљиво је смањен (за 0,01) у односу на прошлу годину. Код већине стубова индекса глобалне конкурентности регистроване су релативно мале промене вредности у односу на прошлу годину. Највеће побољшање Србија је забележила у области здравства и основног образовања и макроекономског окружења, а највеће погоршање у области развијености финансијског тржишта. Напредак у оквиру макроекономског окружења остварен је код инфлације (мерене као просечна годишња стопа), где је Србија напредовала са 127. на 1. место. То место дели с још 42 земље, будући да се овде најбољим остварењем сматра стопа инфлације у интервалу 0,5–2,9% (дефлација се сматра подједнако лошом као висока инфлација). Имајући у виду кретање инфлације у првих девет месеци 2015. и пројекцију њеног кретања до краја године, Србија би и наредне године требало да задржи прво место према овом критеријуму. Поред тога, побољшање у оквиру стуба „Макроекономско окружење“ следеће године очекујемо и по основу знатног смањења буџетског дефицита, које се десило ове године. Када је реч о стубу „Развијеност финансијског тржишта“, испитаници најнеповољније оцењују доступност капитала за нове подухвате (*venture capital*) и лакоћу приступа кредитима. Смањење вредности овог стуба у односу на прошлу годину последица је пре свега ниже вредности индекса законских права[5], а незнатно лошије испитаници су оценили и здравље банака и регулисаност тржишта ХоВ. Ипак, здравље банака и даље представља најбоље оцењен показатељ у оквиру овог стуба. Испитаници сматрају и да је у поређењу с прошлом годином одређено побољшање забележено код финансирања путем локалног тржишта капитала.

Табела О.1.1. **Индекс глобалне конкурентности за Србију**

	Вредност индекса		Промена у 2015.		Ранг у 2015. (140 земаља)
	2014.	2015.	величина	смер	
Индекс глобалне конкурентности	**3,90**	**3,89**	**-0,01**	↘	**94**
Основни захтеви (40%)	***4,10***	***4,15***	***0,04***	↗	***96***
1. стуб: институције	3,21	3,24	0,03	↗	120
2. стуб: инфраструктура	3,93	3,87	-0,06	↘	75
3. стуб: макроекономско окружење	3,51	3,60	0,09	↗	125
4. стуб: здравство и основно образовање	5,76	5,87	0,11	↗	62
Фактори повећања ефикасности (50%)	***3,90***	***3,85***	***-0,04***	↘	***83***
5. стуб: високо образовање и обука	4,25	4,27	0,01	↗	71
6. стуб: ефикасност тржишта добара	3,78	3,74	-0,04	↘	127
7. стуб: ефикасност тржишта рада	3,73	3,72	-0,01	↘	118
8. стуб: развијеност финансијског тржишта	3,50	3,23	-0,27	↘	120
9. стуб: технолошка оспособљеност	4,45	4,47	0,02	↗	51
10. стуб: величина тржишта	3,68	3,70	0,02	↗	75
Фактори иновативности и софистицираности (10%)	***3,05***	***3,02***	***-0,03***	↘	***125***
11. стуб: софистицираност пословања	3,21	3,14	-0,07	↘	132
12. стуб: иновације	2,89	2,90	0,01	↗	113

Извор: Светски економски форум.

[4] *Global Competitiveness Index.*

[5] Овај индекс прати и објављује Светска банка. Он мери степен у коме закони о колатералу и банкротству штите права дужника и зајмодаваца и на тај начин олакшавају кредитирање.

Посматрано по стубовима, најмању вредност имају иновације (2,90) и софистицираност пословања (3,14), а највећу здравство и основно образовање (5,87) и технолошка оспособљеност (4,47). У последња два наведена стуба Србија је такође најбоље рангирана и налази се у првој половини листе – по технолошкој оспособљености је на 51, а по здравству и основном образовању на 62. месту. С друге стране, на зачељу листе Србија се налази у области ефикасности тржишта добара и софистицираности пословања, где заузима 127, односно 132. место.

У области ефикасности тржишта рада вредност стуба је остала готово непромењена (смањење за 0,01), и поред тога што су законским изменама (продужено је максимално трајање уговора на одређено време с једне на две године, уведене су флексибилније форме рада – рад од куће и рад с непуним радним временом, исплата отпремнина и обрачун минулог рада вршиће се убудуће само према годинама стажа проведеним код последњег послодавца, а основица за обрачун накнаде за годишњи одмор биће само основна зарада, без додатака на зараду итд.) створени услови за флексибилније токове на тржишту рада и смањени трошкови запошљавања и отпуштања. То упућује на закључак да се ефекти наведених измена још нису у пуној мери реализовали и да би требало да постану видљиви у наредном периоду.

Иначе, индекс глобалне конкурентности Светски економски форум објављује од 2005. године. Тај индекс је по природи композитни и рачуна се као пондерисани просек великог броја различитих показатеља (укупно њих 114), од којих се сваки односи на други аспект конкурентности. Наведени показатељи су груписани у 12 стубова конкурентности, а стубови су потом разврстани у три групе – основни захтеви, фактори повећања ефикасности и фактори иновативности и софистицираности. У зависности од развојне фазе у којој се земља налази (раст вођен факторима производње, повећањем ефикасности или иновацијама), те три групе имају различите пондере приликом обрачуна агрегатног индекса. Како Србија припада групи земаља чији раст је вођен факторима повећања ефикасности, највећи пондер (50%), а тиме и значај за одређење конкурентске позиције Србије имају стубови у другој групи. Иначе, сваки стуб, као и сам индекс глобалне конкурентности, може узети вредност у интервалу од један до седам, при чему виша вредност означава и виши степен конкурентности.

Иако конкурентност Србије према индексу глобалне конкурентности није најповољнија, треба имати у виду да овај показатељ у знатној мери одражава виђења привредника који послују у датој земљи, те као такав садржи и елемент субјективности. Наиме, иако се приликом његовог обрачуна користе и статистички подаци (попут стопе инфлације, висине јавног дуга, броја дана потребног за покретање посла и сл.), око 70% показатеља који улазе у овај индекс представља заправо тзв. „меке“ показатеље, који покушавају да осликају више квалитативне аспекте конкурентности. Како за њих не постоје међународно упоредиве базе података, добијају се на основу анкете коју Светски економски форум спроводи једном годишње и у којој се од испитаника тражи да оцене дати показатељ на скали од један до седам (на пример ефекте опорезивања на подстицаје за инвестирање, приступачност финансијских услуга и сл.). У области ефикасности тржишта рада на пример од десет посматраних показатеља, осам се добија на основу наведене анкете.

5. Економска активност

Након високог раста у претходна три тромесечја, индустријска производња је у Т3 очекивано смањена, што је у највећој мери утицало на благ пад БДП-а од 0,4% дсз. Захваљујући потпуном опоравку производње у секторима рударства и енергетике и наставку повољних кретања у грађевинарству, БДП је на мг. нивоу и у Т3 наставио раст, који је, према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, износио 2,0%.

Раст БДП-а у 2015, према нашој процени, требало би да износи 0,8%, што је за 0,3 п.п. више у односу на претходну пројекцију. Виши раст од раније очекиваног последица је бољих резултата у грађевинарству и мањег од очекиваног пада пољопривредне производње.

Опоравак производње у рударству и енергетици у П1 допринео је повратку индустријске производње на ниво пре поплава, а повољна кретања у прерађивачкој индустрији да тај ниво буде и премашен. Стога је благо смањење индустријске производње у Т3 (2,3% дсз.) било и очекивано и у највећој мери је утицало на пад БДП-а од 0,4% дсз. Пад активности забележен је и у пољопривреди и већини услужних сектора, док је раст настављен у сектору грађевинарства. И поред благог смањења у Т3, БДП је наставио да се креће близу преткризног нивоа[23] (0,8 п.п. нижи), док је економска активност, мерена НДВ-ом, била 0,2 п.п. нижа у односу на период пре кризе.

Посматрано на мг. нивоу, БДП је и у Т3 наставио раст, који, према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, износи 2,0%. Позитиван допринос мг. расту БДП-а наставили су да пружају индустрија и грађевинарство, док је због овогодишње суше и прошлогодишње добре пољопривредне сезоне допринос пољопривреде негативан. И у већини услужних сектора настављен је мг. пад активности, изузев у трговини, саобраћају и угоститељству, код којих је забележен благ опоравак.

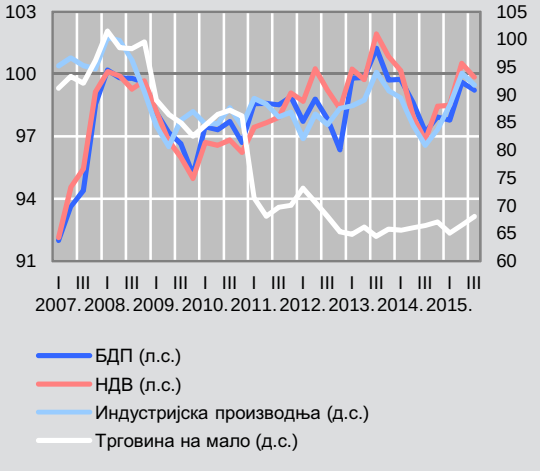
Пад индустријске производње у Т3 последица је смањене активности у прерађивачкој индустрији и снабдевању електричном енергијом гасом и паром, док је активност у сектору рударства стагнирала. Нижи физички обим производње у сектору снабдевања електричном енергијом, гасом и паром (4,9% дсз.) очекиван је будући да је током Т2 достигнут, па и надмашен ниво производње у односу на период пре поплава. У складу с тим, смањен је и физички обим производње угља (8,1% дсз.), док су његове залихе достигле рекордан ниво. Иако је производња угља опала, физички обим производње у сектору рударства је у Т3 стагнирао захваљујући

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

	2013.		2014.		2015.*	
	%	п.п	%	п.п	%	п.п
БДП	**2,6**	**2,6**	**-1,8**	**-1,8**	**0,8**	**0,8**
Пољопривреда	20,9	1,5	0,8	0,1	-8,0	-0,7
Индустрија	6,0	1,2	-7,1	-1,5	7,9	1,6
Прерађивачка индустрија	5,7	0,8	-1,7	-0,3	5,5	0,8
Рударство и енергија	8,8	0,4	-21,3	-1,0	16,6	0,8
Грађевинарство	-3,9	-0,2	0,9	0,0	8,0	0,3
Услуге	0,3	0,1	-0,5	-0,2	-1,2	-0,5
Нето порези	-1,1	-0,2	-0,6	-0,1	0,6	0,1

Извор: РЗС и прерачун НБС.
* Процена НБС.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

[23] Ниво из П1 2008.

повећаној експлоатацији руда метала (12,9% дсз.). Посматрано на мг. нивоу, сектори рударства и снабдевања електричним енергијом, гасом и паром су због ниске базе наставили да бележе раст физичког обима (30,2% и 41,1%, респективно).

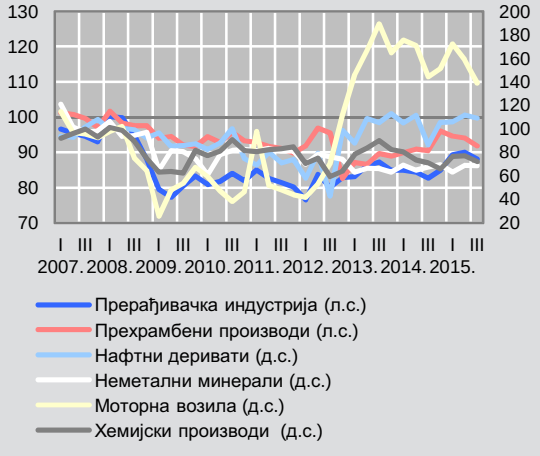
Физички обим производње смањен је и у прерађивачкој индустрији (2,2% дсз.). Највећи негативан допринос потиче од производње моторних возила, чија је производња током Т3 прекидана неколико пута услед колективног годишњег одмора у фабрици „Фијат“ у Крагујевцу и смањене тражње за моделом који се тамо производи. Наставак смањења физичког обима забележен је и у производњи производа од метала, машина и опреме и прехрамбеној индустрији, док је у хемијској индустрији и производњи нафтних деривата пад уследио након два тромесечја раста. Ипак, ценимо да пад производње у прехрамбеној индустрији није доминантно последица ниже тражње, будући да су у Т3 смањене залихе прехрамбених производа од преко 10% дсз. у септембру. С друге стране, позитивна кретања настављена су у производњи електричне опреме, пића и фармацеутских и дуванских производа.

Негативан допринос БДП-у у 2015. требало би да потекне од пољопривреде, јер је суша умањила приносе кукуруза и индустријског биља. Ипак, пад пољопривредне производње ће, по свему судећи, бити нижи од претходно очекиваног, јер се, према најновијој процени Републичког завода за статистику, очекује мг. пад производње кукуруза од око 30%, уместо раније процењених близу 50%, и индустријског биља за око 20%, уместо раније очекиваних 35%. Већа понуда кукуруза у односу на очекивану требало би да допринесе расту производње у сточарству, на шта указује и кретање показатеља од почетка године. Имајући то у виду, пад пољопривреде у 2015, уместо раније очекиваних 10%, требало би да износи око 8%, уз негативан допринос БДП-у од 0,7 п.п.

Позитиван допринос кретању БДП-а како у Т3 (0,7 п.п.), тако и на нивоу године (0,3 п.п.) очекује се од грађевинарства. На раст активности у овом сектору указује пре свега раст вредности изведених радова од 12,7% и часова рада на градилиштима од 3,5% мг. у П1. Поред тога, број грађевинских дозвола је захваљујући примени нових прописа знатно убрзао мг. раст од априла, а током јула и августа је у просеку био за око 30% виши него у истом периоду претходне године. Такође, кретање капиталних расхода државе указује на већу реализацију инфраструктурних пројеката.

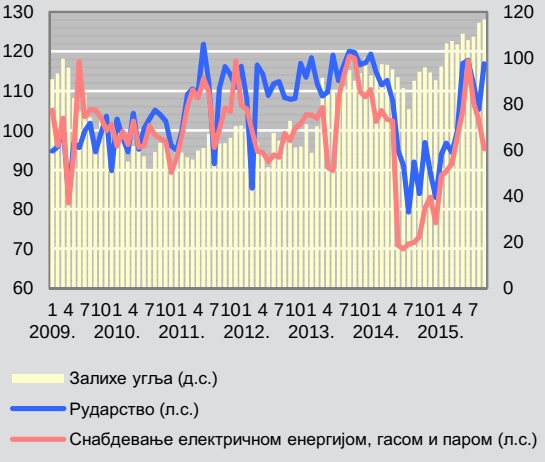
Активност у услужним делатностима се и у Т3 кретала сличном динамиком као у Т2, уз и даље

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

присутну дивергенцију међу појединим секторима. Позитивна кретања настављена су у сектору трговине, што потврђује реални раст промета у трговини на мало од 2,3% дсз. у Т3. Такође, показатељи у секторима саобраћаја (индекс физичког обима услуга), туризма и угоститељства (индекс промета у угоститељству и број долазака и ноћења туриста) и информисања и комуникација (извоз компјутерских и информацијских услуга) знак су позитивних кретања у поменутим секторима. С друге стране, пад активности је настављен у секторима стручних, научних, иновационих и техничких делатности, државној управи и администрацији, образовању, здравству и социјалној заштити.

На основу кретања у досадашњем делу године и пројекције за Т4, БДП би у 2015. требало да порасте за 0,8%, што је за 0,3 п.п. више у односу на пројекцију из августовског Извештаја о инфлацији. Основни разлог корекције раста навише су повољнија кретања у грађевинарству и мањи од очекиваног пад пољопривреде. Индустријска производња би требало да забележи сличан раст, као што је и раније очекивано, при чему би нешто мања производња моторних возила требало да буде надокнађена повољнијим кретањима у производњи основних метала и хемијској индустрији.

6. Кретања на тржишту рада

Реална нето зарада наставила је раст и у Т3 вођена растом зараде ван јавног сектора, тако да је на мг. нивоу успорен њен пад. Раст реалне бруто зараде је, уз пад продуктивности, водио повећању јединичних трошкова рада у индустрији. Показатељи тржишта рада из Анкете о радној снази указују на наставак смањења незапослености, што потврђују и подаци Националне службе за запошљавање.

Зараде и продуктивност рада

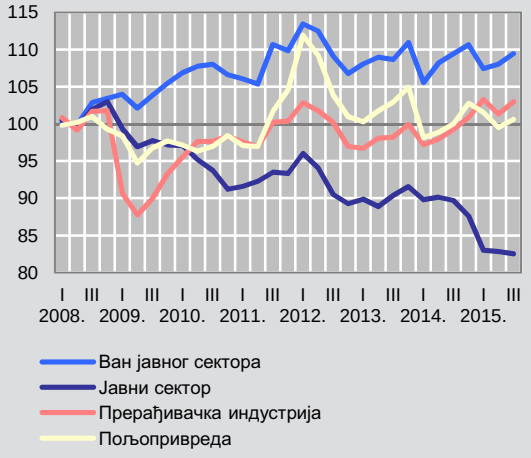
Реална нето зарада ван јавног сектора наставила је раст и у Т3 (1,3% дсз.), чему је, поред њеног номиналног раста, додатно допринео и пад потрошачких цена. Реална нето зарада у јавном сектору је, након благог пада у Т2, наставила слично кретање и током Т3, што је утицало на додатно смањивање разлике у просечној заради у јавном сектору и ван њега на 4,6% у септембру.

Посматрано по делатностима, раст реалне нето зараде остварен је у свим секторима индустрије и грађевинарству, што би се могло довести у везу са опоравком активности у овим секторима од почетка године. Реална нето зарада је повећана и у секторима

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

Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

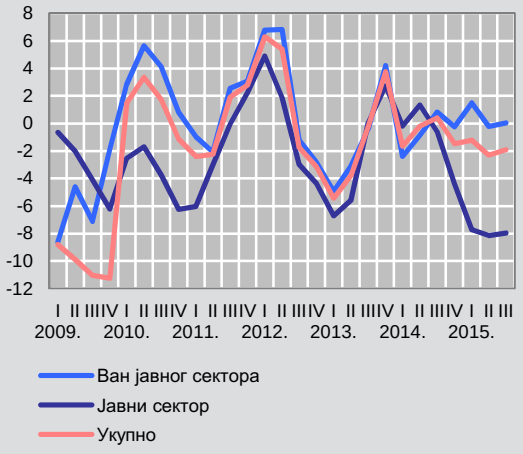
саобраћаја и услуга смештаја и исхране, у којима показатељи такође указују на раст активности, као и у сектору пољопривреде, на шта је у одређеној мери утицала и повећана тражња за сезонским пословима. Реална нето зарада смањена је у финансијском сектору, стручним, иновационим и техничким делатностима и у области здравствене и социјалне заштите.

Реална нето зарада наставила је свој пад на мг. нивоу (1,9%) у Т3. При томе, реална нето зарада ван јавног сектора је, након благог пада у Т2, стагнирала у Т3. Слично као и код тромесечне динамике, највећи раст забележен је у секторима код којих је растао и ниво активности (грађевинарство, услуге смештаја и исхране, прерађивачка индустрија). Пад мг. зараде настављен је у секторима државне управе и администрације, здравству и образовању, у оквиру којих доминирају економски субјекти који припадају јавном сектору.

Раст реалне масе нето зарада настављен је и у Т3 нешто бржим темпом него у Т2, због снажнијег раста реалне масе зарада ван јавног сектора (1,2% дсз.). С друге стране, реална маса зарада у јавном сектору наставила је пад и у Т3 (0,6% дсз.), на шта је у одређеној мери утицало смањење броја запослених. Раст реалне масе нето зарада одразио се и на кретање просечне исплаћене номиналне нето зараде у Републици Србији, која је у Т3 износила 44.720 динара и била је на сличном нивоу као у Т2, односно нижа за 0,5% мг.

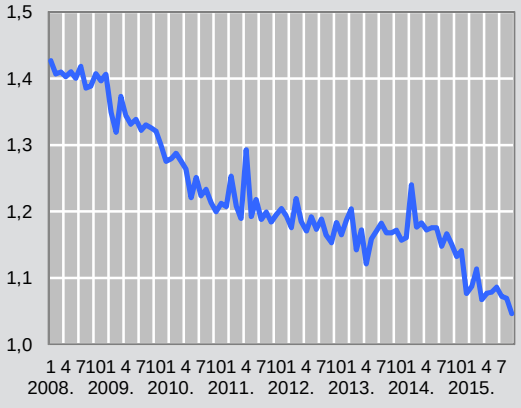
До краја године очекује се и доношење новог Закона о систему плата у јавном сектору, који би требало да

Графикон IV.6.3. **Кретање реалне нето зараде**
(мг. раст, у %)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон IV.6.2. **Однос просечне номиналне нето зараде у јавном сектору и ван јавног сектора**
(дсз. подаци, П1 2008 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

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

Извор: РЗС и прерачун НБС.

обезбеди јединствен и транспарентан начин одређивања и ефективнију контролу плата запослених у јавном сектору. Најважније одредбе у нацрту овог закона односе се на увођење јединствене основице за обрачун и исплату плата, сврставање свих радних места у јавном сектору у 60 платних разреда са одговарајућим коефицијентом, одређивање распона минималне и максималне плате у односу 1 : 7,5 и систематизацију звања и радних места у јавном сектору у јединствен каталог.

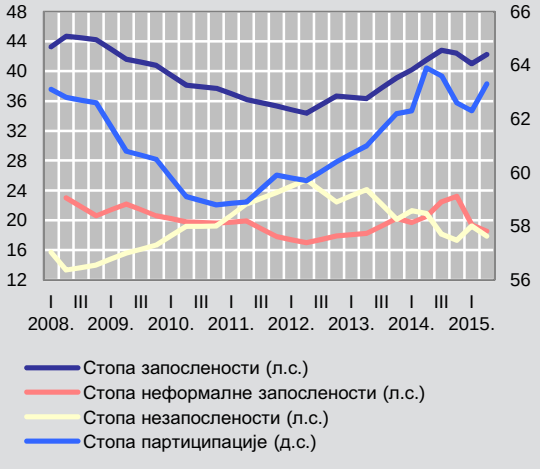
За разлику од П1, када је забележен њихов пад, **јединични трошкови рада у индустрији** су у Т3 порасли за 4,9% дсз. Главни узрок њиховог раста је смањена продуктивност настала због пада активности у индустрији и раста броја запослених. Поред тога, бруто реалне зараде су у Т3 порасле. Сличан раст јединичних трошкова рада забележен је и у оквиру прерађивачке индустрије.

Запосленост

Већина основних показатеља тржишта рада добијених на основу података **Анкете о радној снази** побољшана је у Т2 како у односу на Т1, тако и у односу на исти период претходне године. Раст укупне запослености (1,2 п.п. у поређењу с Т1) остварен је при повећаној стопи партиципације (1,0 п.п.), уз смањење неформалне запослености (0,9 п.п.). Побољшана је и ефикасност коришћења радне снаге, будући да је раст запослености постигнут повећаним ангажовањем лица која раде пуно радно време, док је број лица с непуним радним временом смањен у Т2. Посматрано према облику својине, раст броја запослених лица повећан је у оквиру регистроване приватне и државне својине, док је број запослених у оквиру нерегистроване приватне својине смањен, што потврђује и пад стопе неформалне запослености.

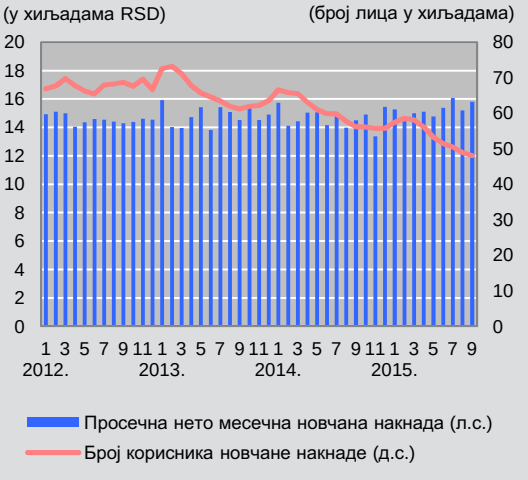
Раст запослености у Т2, посматрано по секторима, забележен је у индустрији, грађевинарству и већини услужних делатности, док је у пољопривреди и трговини смањен. Док је већи број запослених у оквиру прерађивачке индустрије и грађевинарства у складу с кретањем економске активности у овим секторима, дотле је повећање запослености у појединим услужним секторима с доминантним учешћем државе (образовање, здравствена и социјална заштита, државна управа) у супротности с кретањем појединих макроекономских показатеља и Уредбом о забрани запошљавања у јавном сектору[24]. Делимично објашњење тог одступања могло би се наћи у начину добијања података, будући да није реч о броју регистрованих запослених лица по делатностима већ о агрегирању података добијених на основу оцене из узорка.

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



Извор: РЗС.

Графикон IV.6.6. **Просечна месечна новчана накнада за незапосленост**



Извор: Национална служба за запошљавање.

[24] Уредба о поступку за прибављање сагласности за ново запошљавање и додатно радно ангажовање код корисника јавних средстава.

Стопа незапослености је, према подацима из анкете, у Т2 смањена на 17,9%, што је за 1,3 п.п. ниже него у Т1, или за 3,0 п.п. ниже у односу на Т2 2014. Највеће смањење броја незапослених забележено је код младе популације (15–24 године) са 47,7% у Т1 на 43,1% у Т2, или за 14.149 лица. Неповољно кретање забележено је код дугорочне незапослености, чија је стопа у Т2 повећана у поређењу с Т1, али се она ипак креће око просечног нивоа забележеног током 2014.

Према нашој процени, на основу расположивих података из **истраживања РАД**, број формално запослених у Т3 мањи је за 681 лице. При томе, број запослених у јавном сектору смањен је за 4.198 лица, док је ван јавног сектора запослено 3.517 лица више него у Т2. Посматрано по делатностима, највеће смањење запослености регистровано је у образовању, административним и помоћним услужним делатностима и у снабдевању електричном енергијом, гасом и паром, док је број запослених повећан у прерађивачкој индустрији, трговини и у области услуга смештаја и исхране.

Подаци **Националне службе за запошљавање** потврђују повољна кретања у погледу незапослености, с обзиром на то да је током Т3 број незапослених смањен за 10.052 лица. Слично као у претходном тромесечју, највеће смањење незапослености забележено је у оквиру занимања повезаних с прерађивачком индустријом, трговином и пољопривредом, док је повећан број незапослених чија су занимања у највећој мери повезана с јавним сектором (здравство, фармација и социјална заштита и васпитање и образовање). Број лица која примају новчану накнаду за незапосленост наставио је да се смањује и током Т3, спустивши се први пут испод 50.000, на 48.084 лица у септембру.

Табела IV.6.1. **Кретања запослености и незапослености**
(у хиљадама, стање крајем периода)

	2014.	2015.		
	Т4	Т1	Т2	Т3
Број формално запослених лица	1.718,8	1.716,1	1.714,5	1.713,8
Пољопривредници	441,3	434,3	410,8	410,8*
Укупан број запослених	2.160,1	2.150,4	2.125,3	2.124,6
Број незапослених лица	741,9	766,5	746,0	736,0
Први пут траже запослење	256,3	259,5	252,5	249,6
Били у радном односу	485,6	507,0	493,5	486,3

Извор: РЗС и Национална служба за запошљавање.
* Последњи расположиви податак према Анкети о радној снази.

7. Међународно окружење

Позитивни ефекти депрецијације евра, ниских цена нафте и експанзивне монетарне политике наставили су подстицајно да делују на раст економске активности у зони евра, што се позитивно одражава и на раст у већини земаља централне и источне Европе. Раст БДП-а у САД знатно је убрзан у Т2 захваљујући пре свега приватној потрошњи, подржаној опоравком тржишта рада и растом реалног расположивог дохотка.

С друге стране, успоравање кинеске привреде због постепеног прилагођавања новом економском моделу раста утицало је на одлуке монетарне политике водећих централних банака. ФЕД је одлучио да за сада не мења висину референтне стопе, а ЕЦБ је најавила могућност додатних монетарних стимуланса у децембру. То би требало да подстакне економску активност и олакша повратак инфлације ка циљу, која се због даљег пада цене нафте креће око нуле у обе привреде.

Економска активност

БДП у зони евра је и у Т2 наставио с растом (0,4% дсз.), који је у највећој мери био вођен извозом и приватном потрошњом. Депрецијација евра према долару и фунти у последњој години дана и релативно снажан опоравак економске активности у САД и Великој Британији, главним извозним тржиштима зоне евра, одразили су се на раст извоза, и поред споријег раста и ниже екстерне тражње с тржишта у успону. На наставак раста приватне потрошње и у Т2 позитивно су деловале ниске цене нафте, као и повољни услови задуживања и благо побољшање

ситуације на тржишту рада – стопа незапослености је у септембру смањена за 0,2 п.п. у односу на јун и износи 10,8%.

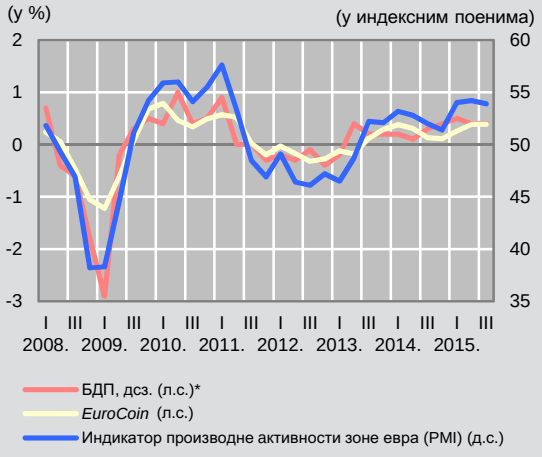
Раст БДП-а у Т2 забележен је и у свим већим привредама зоне евра, изузев у Француској, где је стагнирао, што указује на то да опоравак почива на широкој основи. У Немачкој је привредни раст убрзан на 0,4% дсз., чему је допринео пре свега нето извоз, док је допринос приватне потрошње био мањи него у Т1. Ипак, у наредном периоду очекује се поново снажнији допринос домаће тражње услед ниске незапослености и раста реалног расположивог дохотка вођеног падом цена нафте и ниском инфлацијом. Водећи показатељ производне активности *PMI Manufacturing* за Немачку и током Т3 се кретао у зони експанзије и у септембру је износио 52,3 поена.

На основу кретања водећих показатеља очекује се да БДП зоне евра и у Т3 настави раст (0,4% дсз. према последњој процени *Markit Group*). Очекивани раст у 2015, према процени ММФ-а и *Consensus Forecast*-а, остао је непромењен у односу на њихове претходне пројекције (1,5%), док је за 2016. ревидиран наниже за 0,1 п.п. (на 1,6%, односно 1,7%, респективно). Главни разлог ревизије је успоравање раста Кине и депрецијација њене националне валуте, који би могли негативно да се одразе на извоз зоне евра[25], док је ризик по основу ескалације дужничке кризе у Грчкој након договора о новом пакету помоћи тренутно отклоњен.

Економска активност у региону **централне и источне Европе** је и у Т2 наставила раст захваљујући опоравку зоне евра и ниским ценама нафте. Слично као и у претходном периоду, раст БДП-а у овом региону био је највиши у земљама централне Европе, које су у највећој мери искористиле економски опоравак зоне евра. При томе, у Чешкој је мг. раст БДП-а убрзан у односу на Т1, уз позитиван допринос како нето извоза, подстакнутог експанзивном монетарном политиком, тако и домаће тражње проистекле из раста реалне зараде и ниске незапослености. С друге стране, Пољска, Мађарска и Румунија имале су благо успоравање раста БДП-а, али је он и даље релативно висок захваљујући стабилној домаћој тражњи.

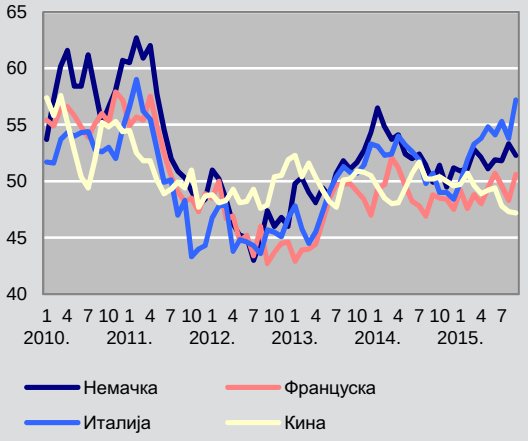
Ниске цене нафте и остале берзанске робе и успоравање раста у Кини одразили су се на пад извоза Русије, чији је БДП продубио свој мг. пад у Т2 на 4,6%. Поред тога, наставак економских санкција развијених земаља отежава финансирање привреде и утиче на повећан одлив капитала и ниже инвестиције, због чега је и прогноза раста ММФ-а за текућу и наредну годину ревидирана наниже (на –3,8% и –0,6%, респективно). Склапање аранжмана с

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



Извор: *Eurostat, Markit Group* и *Banca d'Italia*.
* Прелиминарна процена *Markit Group*-а за Т3 2015.

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



Извор: *Markit Group*.

[25] Видети Осврт 2, стр. 46.

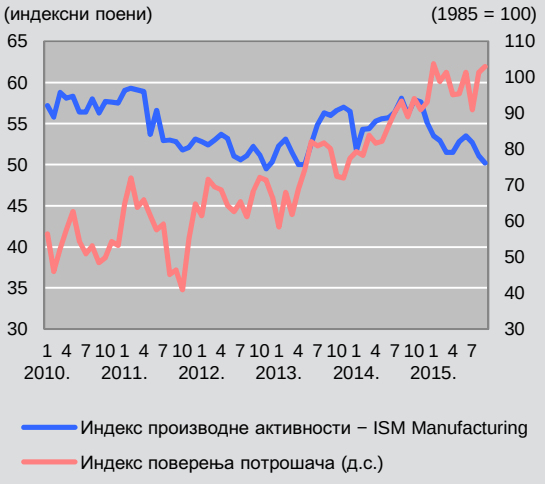
ММФ-ом и реструктурирање дела јавног дуга поставили су основе за стабилизацију економске ситуације у Украјини, што је резултирало благим успоравањем мг. пада БДП-а у Т2. Неочекивано убрзање мг. раста БДП-а у Турској у Т2 последица је повећане домаће тражње. Међутим, наставак политичке неизвесности и близина оружаних сукоба утичу на депрецијацију валуте и благу ревизију наниже изгледа раста у текућој и наредној години.

Посматрано у целини, економски изгледи за раст региона централне и источне Европе су, према *Consensus Forecast*-у, благо ревидирани наниже услед погоршања прогнозе за Русију, тако да се, према октобарској пројекцији, у 2015. очекује пад од 0,1%, а у 2016. раст од 1,7%. С друге стране, најновија процена ММФ-а указује на благо убрзање раста у посматраном региону[26], с обзиром на мању директну изложеност успоравању раста Кине.

Успоравање раста БДП-а у **САД** у Т1 (0,15% дсз.) показало се као привремено, будући да је у Т2 забележено његово снажно убрзање (1,0% дсз.). Томе је у највећој мери допринела приватна потрошња подржана растом реалног расположивог дохотка, а у одређеној мери позитиван допринос потиче и од потрошње локалних нивоа власти, фиксних инвестиција и нето извоза. Раст извоза, који је забележен упркос јачању долара, може се делом објаснити и нижом реализацијом током Т1 због лоших временских услова.

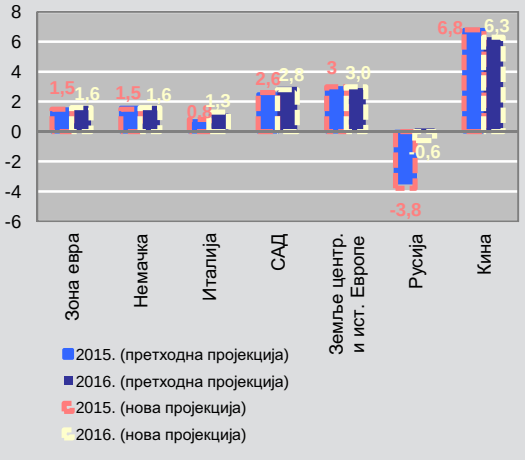
Током Т3 забележено је очекивано успоравање раста БДП-а (0,4% дсз. према прелиминарној процени), али је он и даље релативно снажан у поређењу са осталим развијеним земљама. Покретач раста је и у Т3 била приватна потрошња, а позитиван допринос потекао је

Графикон IV.7.4. **Водећи економски показатељи у САД**



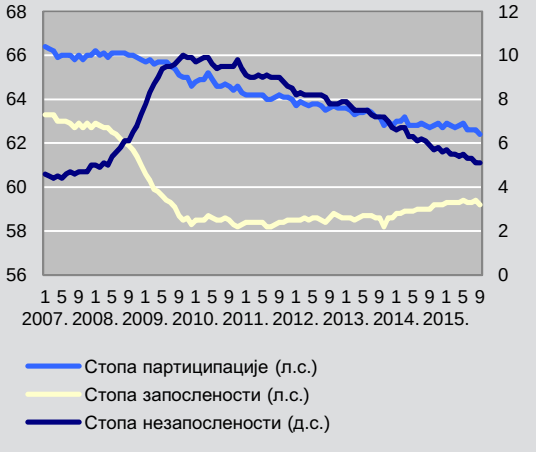
Извор: *Institute for Supply Management*, *Conference Board*.

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



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

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



Извор: *Bureau of Labor Statistics*.

[26] Не укључује Русију, Украјину и земље чланице зоне евра.

и од потрошње савезних и локалних нивоа власти. На раст потрошње наставиће повољно да се одражавају ниске цене нафте, раст цена некретнина и ниска незапосленост (5,1% у септембру). Повољна кретања на тржишту рада делимично су поништена успоравањем раста новоотворених радних места ван пољопривреде у односу на П1, као и смањењем стопе партиципације на најнижи ниво у последњих готово 40 година. Индекс производне активности (*ISM Manufacturing*) током Т3 се константно смањивао (50,2 поена у септембру), у највећој мери услед успоравања активности у извозно оријентисаним секторима прерађивачке индустрије и енергетике изазваног јачањем долара и успоравањем раста у Кини. Процена раста БДП-а за 2015. у односу на јулске податке је благо ревидирана навише (0,1 п.п.) и према ММФ-у износи 2,6%, а према *Consensus Forecast*-у 2,5%, док је очекиван раст у 2016. коригован наниже за по 0,2 п.п., на 2,8% и 2,6%, респективно.

Раст БДП-а у **Кини** је у Т3 благо успорен на 6,9% мг. због успоравања раста индустријске производње и инвестиција и смањења извоза. Индекс производне активности *PMI Manufacturing* је и у септембру, седми узастопни месец, наставио да се снижава[27]. И извоз је током Т3 наставио да бележи пад на мг. нивоу. Ипак, раст БДП-а је надмашио очекивања тржишта захваљујући још увек позитивним кретањима у сектору услуга, у којима је настављен раст запослености, као и приватној потрошњи, на шта указује раст промета у малопродаји, који је убрзао мг. раст. Према последњој процени ММФ-а и *Consensus Forecast*-а, у 2015. се очекује раст БДП-а од 6,8%, док се за 2016. прогнозира успоравање на 6,3%.

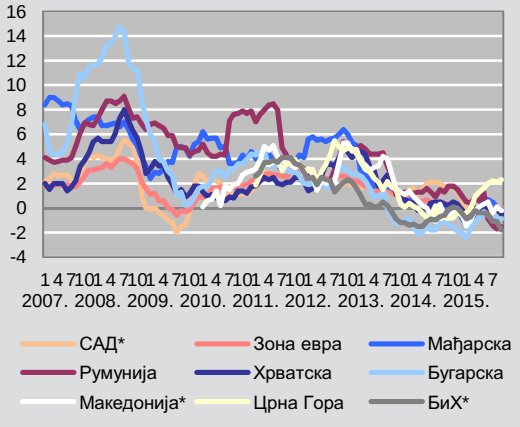
Кретање инфлације

Инфлација је током Т3 у развијеним земљама била у паду, првенствено због даљег смањења цене нафте, док је базна инфлација остала стабилна. И поред стимулативних мера монетарне политике, у зони евра је у септембру, након шест месеци, поново забележено смањење цена од 0,1% мг. Базна инфлација, која искључује цене енергије, износила је као и у августу – 1,0%. С обзиром на то да се не очекује већи раст цена нафте у наредним месецима, инфлација у **зони евра** и даље ће бити врло ниска. Њен раст крајем године биће првенствено резултат базног ефекта услед пада цене нафте крајем 2014, а након тога, у 2016. и 2017, очекује се да буде повећана захваљујући очекиваном економском опоравку, слабљењу евра и опоравку цене нафте. Према резултатима тромесечне анкете стручних прогнозера[28], коју је ЕЦБ објавила у октобру, упркос програму квантитативног попуштања, смањена су инфлациона очекивања за краће временске хоризонте (пре свега због ниске цене нафте), док су средњорочна и дугорочна инфлациона очекивања остала непромењена.

Смањењу инфлације током Т3 у земљама **централне и источне Европе** допринела је и нижа цена нафте, али и хране, која има значајан пондер у индексу потрошачких цена у овим земљама. Негативне стопе инфлације биле су најизраженије у Румунији и Босни и Херцеговини, али и Бугарској, која је већ две године у дефлацији. У Хрватској, Мађарској и Македонији такође су присутни дефлаторни притисци, али у нешто слабијој мери. Изузетак су Русија и Турска, земље које су имале знатну депрецијацију валуте и стога високу инфлацију.

Због пада цене енергије, али и јачег долара, који је појефтинио увоз, инфлација се не повећава ни у **САД**. Иако је у јулу и августу била на највишем нивоу од

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



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

[27] Испод 50 поена.

[28] *ECB Survey of Professional Forecasters (SPF).*

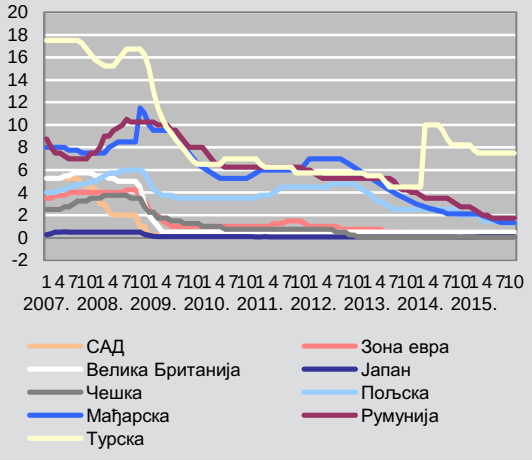
почетка године (0,2% мг., подстакнута растом цена станарина), мг. инфлација се у септембру спустила на нулу. На то је утицао пад цена енергије од 18,4% (пре свега цене бензина од 29,6%), који је неутралисао раст осталих цена. Притом, базна инфлација (без цена енергије и хране) повећана је на 1,9% у септембру, што је највеће повећање од јула 2014. ФЕД очекује да ће се инфлација у наредном периоду постепено повећавати како цене нафте буду расле с неуобичајено ниског нивоа.

Монетарна политика

Упркос видљивим знацима опоравка, чини се да бројне конвенционалне и неконвенционалне мере монетарне политике ЕЦБ-а, започете у јуну 2014, за сада нису испуниле очекивања. Закључно са септембром, ЕЦБ је купила 341,5 млрд евра државних хартија, тако да је стање свих хартија купљених у програму проширене куповине активе износило око 475,6 млрд евра. Иако су услови задуживања предузећа и домаћинстава побољшани, кредитни раст је још скроман. Дефлаторни притисци и даље су присутни у највећем броју земаља зоне евра, а тамо где нема дефлације, бележи се врло ниска инфлација. Знаци успоравања кинеске привреде и изгледи за раст земаља у успону, с могућим последицама на финансијска тржишта и тржишта сировина, велик су ризик за привредни раст и инфлацију у зони евра. Након одлуке ФЕД-а у септембру да одложи очекивано повећање референтне каматне стопе, преовладало је мишљење да се мора више учинити да би се привреда зоне евра опоравила и инфлација вратила на циљ.

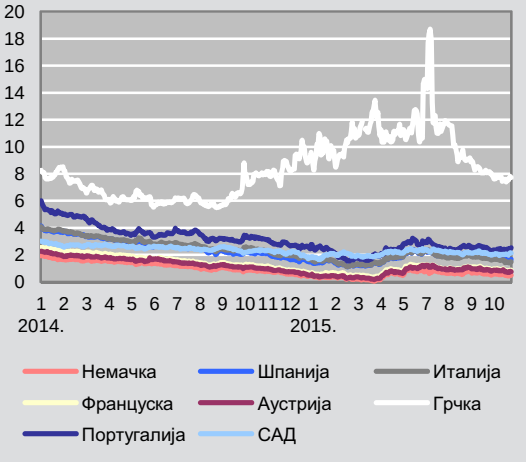
Након седнице у октобру, ЕЦБ је саопштила да преиспитује степен експанзивности монетарне политике, али да ће одлуку о евентуалним додатним стимулансима донети у децембру, када буду расположиве нове макроекономске пројекције. ЕЦБ није прецизирала да ли ће проширити програм куповине ХоВ и/или додатно смањити депозитну стопу. Чињеница да ЕЦБ разматра и могућност смањења депозитне стопе изненадила је тржиште и подстакла даљи пад приноса на државне ХоВ земаља зоне евра, повећавајући вредност државних хартија с негативним приносима (око 25% тржишта). У негативну зону прешле су чак и двогодишње шпанске и италијанске хартије. Највећи пад приноса (тј. раст цене) током Т3 исказале су државне хартије Грчке. У посматраном периоду бонитетне агенције *Standard & Poor's* и *Fitch* повећале су рејтинг Грчке за два, односно за три нивоа, са *CCC*– на *CCC*+, односно са *CC* на *CCC*. Агенције *Standard & Poor's* и

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



Извор: Централне банке одабраних земаља.

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



Извор: Блумберг.

Moody's повећале су и изгледе Грчке с негативних на стабилне.

Централне банке у земљама **централне и источне Европе** углавном су завршиле са ублажавањем монетарне политике. Током Т3 једино је централна банка Мађарске снизила референтну стопу за 15 б.п., на 1,35%. Као подршку даљем ублажавању рецесије, и централна банка Русије је имала једно снижење у Т3 за 50 б.п., на 11%. То је знатно мањи интензитет попуштања од оног из Т2, када је руска централна банка смањила референтну стопу за 250 б.п.

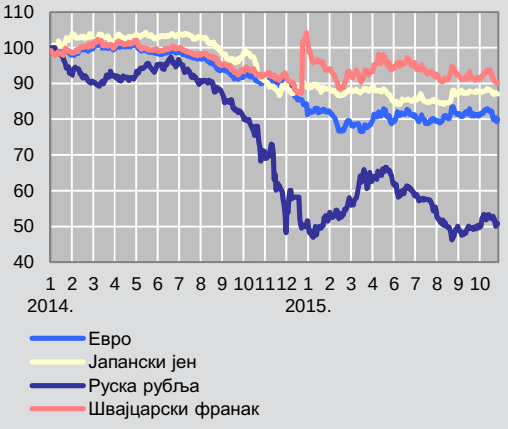
ФЕД ни у септембру није донео одлуку о повећању референтне каматне стопе. Главни разлог је забринутост да би успоравање раста Кине, друге највеће светске привреде, могло успорити глобални раст, а тиме и раст америчке привреде, што би даље спустило ионако ниску инфлацију. Међутим, 13 од 17 учесника на састанку Комитета (*FOMC – Federal Open Market Committee*) очекује да ће референтна каматна стопа до краја ове године бити повећана за најмање 25 б.п. Међу њима је и председница ФЕД-а, која упозорава да би задржавање краткорочних каматних стопа близу нуле, након што се нормализује економска активност, могло подстаћи прекомерно преузимање ризика и нарушити финансијску стабилност. Ипак, подаци с тржишта рада у последња два месеца, који су слабији од очекиваних, успоравање глобалне економске активности, ниска цена нафте и врло низак и удаљен од циља ниво инфлације упућују на то да би ФЕД могао да одлуку одложи за март 2016.

Финансијска и робна тржишта

Успоравање раста Кине, чињеница да ФЕД није повећао референтну каматну стопу у септембру, нити је извесно да ли ће је повећати до краја 2015, као и најављени могући додатни монетарни стимуланси од стране ЕЦБ-а, одразили су се на кретања на међународном финансијском и робним тржиштима.

Евро је депрецирао у јулу због кризе у Грчкој, али је након тога поново ојачао према долару. Очекивања у погледу септембарске одлуке ФЕД-а у највећој мери су одредила кретање **долара**, најпре у правцу јачања, а са одлагањем повећања референтне стопе, и у правцу његовог слабљења. Тако је на крају Т3 курс долара према евру био готово непромењен у односу на крај Т2.

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

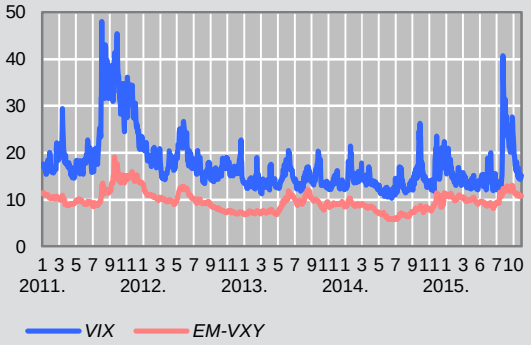


Извор: База података ММФ-а.
* Раст представља апрецијацију.

Сигнали о успоравању кинеске привреде и неочекивана девалвација кинеске националне валуте довели су 24. августа до „црног понедељка“ на кинеским и светским берзама. О изразитом расту неизвесности на међународном финансијском тржишту сведочи скок који је тог дана забележио *VIX, Standard & Poor's 500* индекс опција, на 40,7 (са 28,0 претходног дана), што је његов највиши ниво од 2011. године. Међутим, због стимулативних монетарних мера централне банке Кине и очекивања да је мање вероватно септембарско повећање референте стопе ФЕД-а тржиште се релативно брзо стабилизовало.

Након раста светске цене **нафте** за 15,0% током Т2, она је у Т3 поново пала за 23,2%. Крајем октобра цена нафте износила је 47,6 долара за барел. Пад цене нафте последица је слабије глобалне економске активности, али је пресудан утицај имала већа понуда од очекиване како од стране земаља *OPEC*-а, тако и САД и Русије. Поред тога, очекивао се даљи раст понуде због повратка Ирана на тржиште након потписивања нуклеарног споразума. Иако ниже цене нафте подстицајно делују на тражњу за нафтом, други фактори су ограничили раст производње на широкој основи, која би са своје стране подстакла ребалансирање тржишта нафте. По свему судећи, више времена биће потребно да се тржиште нафте прилагоди вишку понуде, па се низак ниво њене цене може очекивати и у наредном периоду (према процени Међународне агенције за енергију и током целе 2016. године).

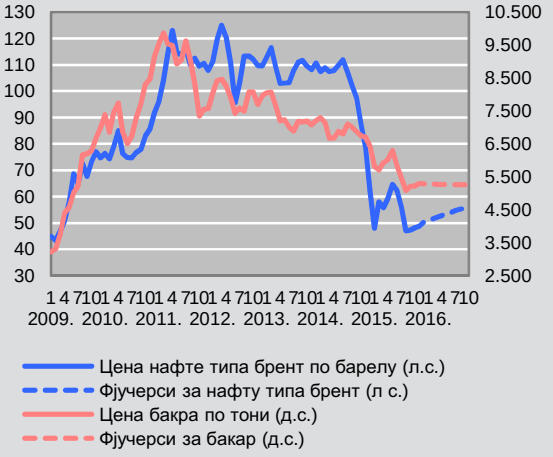
Графикон IV.7.10. **Имплицитна волатилност међународног финансијског тржишта***
(у %)



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 цена нафте и бакра**
(просечне месечне цене, у USD)

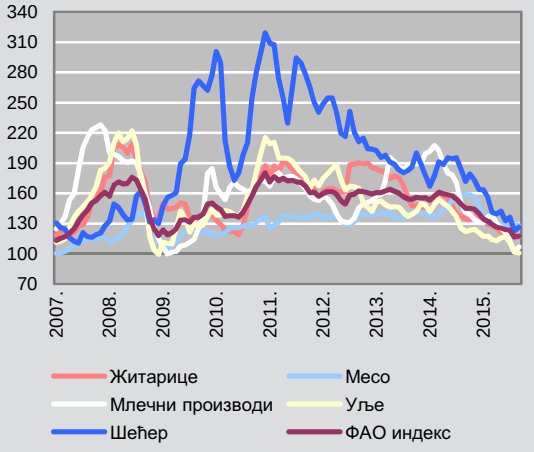


Извор: Блумберг.

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

Светске цене хране, мерене ФАО индексом, наставиле су и током Т3 пад започет у априлу 2014. године. Светске цене хране реално су смањене за 5,2% у односу на Т2, а за 19,1% у односу на исти период претходне године. У Т3 су смањене цене свих категорија хране осим цене меса, које су релативно стабилне од марта ове године, али реално ниже за 19,4% него у септембру прошле године. Најизраженије смањење у Т3 имале су цене уља (14,0%), које су на најнижем нивоу од марта 2009. године. Као и претходног тромесечја, цене млечних производа су знатно опале (11,4%), пре свега у јулу и августу (због укидања квота за производњу млека у ЕУ, великих непродатих залиха млечних производа на Новом Зеланду, неизвесности око нивоа увоза Кине и задржавања забране увоза од стране Русије), док су се у септембру опоравиле (5,0% раст у односу на август). Ипак, у односу на септембар претходне године цене млечних производа су биле реално ниже за 24,5%.

Графикон IV.7.12. **Индекс светских цена хране**
(реално, 2002 – 2004 = 100)



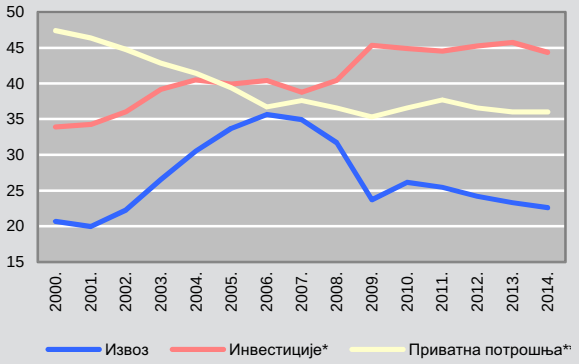
Извор: ФАО, УН.

Цене житарица су током Т3 реално ниже за 5,1% (13,4% у односу су на септембар прошле године). Светске цене житарица су под притиском надоле од почетка године због великих залиха и уопште добрих изгледа за жетву. Након рекордне производње ове године, пшеница је сада преко 20% јефтинија него у септембру прошле године. Због очекиваног пада производње кукуруза, цена ове ратарске културе била је отпорнија и нижа свега 1,4% него у септембру 2014.

Осврт 2: Утицај економских дешавања у Кини на глобална кретања и Србију

Током лета Кина је била у центру пажње економских дешавања у свету због оштрог пада цена акција и промене у политици девизног курса. Таква кретања била су делом последица ребалансирања и постепене либерализације привреде. Наиме, у годинама које су претходиле кризи кинеска привреда је свој раст заснивала на извозу, чије је учешће у БДП-у у периоду 2000–2007. порасло са 20% на 35%. Након избијања кризе смањена је тражња за робом која се производила у Кини, што је успорило раст извоза и изазвало пад његовог учешћа у БДП-у на 22% у 2014. Пад извоза није надокнађен растом приватне потрошње, те су стога кинеске власти, да би одржале снажну динамику привредног раста, који је од 2000. до 2007. у просеку износио 10,5%, подстицале раст инвестиција, чије је учешће у БДП-у од 2007. до 2014. порасло са 38% на 45%. Раст инвестиција, који се највећим делом финансирао кредитима, водио је повећању задужености, која је најбрже расла у сектору предузећа. Због тога је свако успоравање раста доводило у питање могућност отплате дугова и стварало ризике по одрживост финансијског система.

Графикон О.2.1. **Учешће основних макроекономских агрегата у БДП-у**
(у % БДП-а)



Извор: Светска Банка и прерачун НБС.

* Прерачун НБС за 2014.
** Последњи доступан податак за 2013.

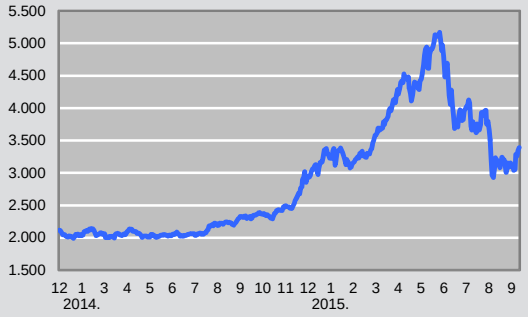
Ради постизања дугорочно одрживог привредног раста, кинеске власти су се одлучиле за постепену промену економског модела раста, који се, уместо на извозу и инвестицијама, заснива на подстицању приватне потрошње и развоју сектора услуга, што би у кратком року могло да успори раст. Подршку новом моделу раста пружила је и кинеска централна банка, која је од краја 2014. почела да ублажава монетарну политику. Тако је започет циклус снижавања референтне стопе, која је од новембра 2014. до октобра 2015. снижена са 6,0% на 4,35%, док је стопа обавезне резерве од почетка 2015. снижена са 20,0% на 17,5% у октобру.

Већа исплативост улагања у акције у односу на некретнине и раније започета либерализација финансијског тржишта позитивно су се одржавале и на кретања на Шангајској берзи, чији је индекс средином јуна 2015. забележио мг. раст од око 150%. Међутим, кретања на финансијском тржишту нису била подржана кретањима у реалном сектору, који је током П1 2015. успоравао раст, на шта је пре свега указивало кретање водећег показатеља производног сектора – *PMI Manufacturing*, који се од децембра 2014. готово све време кретао испод 50 поена. Реагујући на ту диспропорцију, инвеститори су средином јуна почели да смањују своју изложеност у акцијама кинеских компанија. То је изазвало домино-ефекат на берзи и оштар пад индекса, па је тако до почетка јула индекс акција Шангајске берзе изгубио око 30% вредности. Регулатори су покушали да ублаже тај пад увођењем забране продаје на кратко (*short-selling*), забраном нових иницијалних јавних понуда (*IPO*), забраном продаје власницима акција са учешћем већим од 5% у капиталу компаније и сл.

Захваљујући тим мерама стабилизовала су се кретања на берзи, али је средином августа дошло до новог потреса на финансијском тржишту у Кини услед одлуке централне банке да се девизни курс у већој мери формира у складу с тржишним механизмом. Таква одлука била је мотивисана пре свега испуњавањем стандарда ММФ-а за укључење кинеске валуте у корпу валута које се користе за обрачун *SDR*. Ипак, тржишта су реаговала на њу препознајући је као доказ додатног успоравања раста кинеске привреде и пружања подстицаја извозу – кинеска

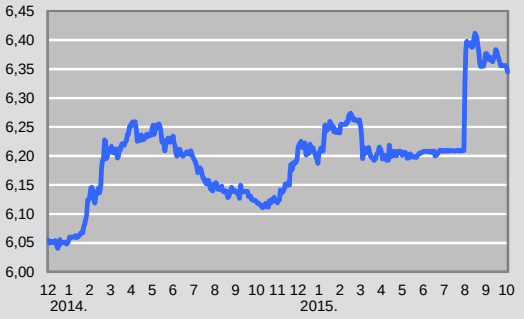
валута је 11. августа ослабила према долару за 1,9%, што је највећа дневна депрецијација од 1994. године, уз нову депрецијацију од 1,6% наредног дана. Након тога, са објављивањем података о произвођачкој активности у августу (*Flash China General Manufacturing PMI*[1]), уследио је и нов снажан пад акција на берзи 24. августа (8,5%) и 25. августа (7,6%), вративши индекс акција на ниво с почетка 2015.

Графикон О.2.2. **Композитни индекс берзе у Шангају**
(у индексним поенима)



Извор: *Yahoo Finance*.

Графикон О.2.3. **Однос курса долара и кинеске валуте***



* Раст претставља депрецијацију кинеске валуте.
Извор: *FRED*.

Турбуленције на кинеском финансијском тржишту одразиле су се и на глобална кретања. Међусобна повезаност тржишта акција на светском нивоу утицала је на то да се пад акција у Кини одрази на пад акција на осталим великим светским берзама. Поред тога, раст перцепције ризика утицао је на одлив капитала и депрецијацијске притиске у појединим земљама у успону, при чему су у највећој мери биле погођене земље које имају развијене трговинске односе с Кином (Малезија, Индонезија и Тајланд). Забележен је и пад цена на већини робних берзи, нарочито индустријских сировина (бакар, челик и алуминијум), у чијој трговини Кина има доминантно учешће на светском нивоу.

Ефекат на реалну економију могло би имати ребалансирање кинеске привреде и очекивано успоравање њеног раста, које би утицало на нижу глобалну тражњу и успоравање раста земаља којима је Кина важан спољнотрговински партнер. Треба поменути и да би смањена тражња из Кине могла да се одрази на пад или одржавање на ниском нивоу цене нафте и осталих примарних производа. То би продужило дезинфлаторне притиске у земљама које се суочавају с ниском инфлацијом и у одређеној мери могло би утицати на њихове одлуке у погледу вођења монетарне политике, а што би се опет одразило и на глобалне финансијске токове.

Када је у питању утицај на домаћу привреду, треба напоменути да Србија није у већој мери директно изложена утицају дешавања у Кини, с обзиром на релативно мало учешће извоза у Кину (0,1% у 2014) и улагање резидената на кинеском финансијском тржишту. Изложеност Србије у највећој мери се односи на успоравање раста у зони евра, нашем најзначајнијем трговинском партнеру, али је тај ефекат умањен будући да је реч о индиректном утицају. С друге стране, ниске цене нафте требало би да имају позитивне ефекте на односе размене, трошкове производње и расположиви доходак, с обзиром на то да је Србија нето увозник нафте.

[1] http://www.markiteconomics.com/Survey/PressRelease.mvc/b2215b5e205042329c5aa7ee1aa5abee.

V. Пројекција инфлације

Према нашој централној пројекцији, мг. инфлација ће се до средине следеће године кретати око доње границе дозвољеног одступања од циља, а у П2 2016. очекујемо њено постепено приближавање циљу од 4,0%. Док ће у кратком року пораст инфлације бити вођен ниском прошлогодишњом базом код цена нафтних деривата и цигарета, у средњем року се очекује слабљење дезинфлаторних притисака по основу постепеног раста агрегатне тражње и инфлације у међународном окружењу. Ризици остварења пројекције инфлације односе се на неизвесност у погледу кретања цена примарних производа на светском тржишту, корекције цене електричне енергије следеће године и економских дешавања у међународном окружењу, пре свега због успоравања привредног раста Кине.

БДП би у 2015. требало да забележи раст од 0,8%, који ће у 2016. убрзати на 1,8%. Наведене стопе раста ревидиране су навише за по 0,3 п.п. у односу на пројекцију из августа услед бржег раста инвестиција од очекиваног.

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 августовском Извештају о инфлацији, мг. инфлација је у Т3 наставила да се креће испод доње границе дозвољеног одступања од циља (4,0 ± 1,5%) и у септембру је износила 1,4%. Инфлаторни притисци остали су ниски и током Т3 по основу већине домаћих фактора, 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 прошле године такође испод доње границе циља, у септембру је износила 2,1% мг.

Посматрано на тромесечном нивоу, потрошачке цене су у Т3 незнатно опале (0,1%). Највећи позитиван допринос потиче од регулисаних цена, тј. електричне енергије и цигарета (укупно 0,7 п.п.), док је у супротном смеру деловала непрерађена храна, пре свега цене поврћа (допринос инфлацији –1,0 п.п.).

Дужи период ниске текуће инфлације и очекивани ниски инфлаторни притисци и за наредни период допринели су даљем снижењу инфлационих очекивања. Очекивања финансијског сектора и привреде за годину дана унапред на најнижем нивоу су откако се спроводе анкете. Оба сектора очекују да ће инфлација за две године унапред бити у границама циља.

Кретање курса динара према евру било је стабилно и у Т3, уз преовладавање апрецијацијских притисака крајем тог периода. То је остварено првенствено захваљујући побољшаној макроекономској и фискалној перформанси земље, што је потврдила и успешно завршена друга ревизија аранжмана с ММФ-ом. У правцу веће понуде девиза деловало је неколико фактора – повећан прилив СДИ, релативно висок прилив дознака, наставак раста валутно индексиране активе банака, а у правцу мање тражње за девизама – знатно мања куповина девиза од стране нерезидената и знатно мање раздуживање банака према иностранству у поређењу с Т2. С друге стране,

банке су продале већи износ девиза предузећима него у Т2. Како би спречила прекомерно краткорочно јачање динара, Народна банка Србије је у периоду јул–октобар интервенисала на страни куповине девиза у укупном износу од 520,0 млн евра. На страни продаје интервенисала је два пута (у августу и октобру), износима у висини од по 10,0 млн евра.

Кретање индекса монетарних услова показује да монетарна политика већ више од годину дана има експанзиван карактер, што је у складу са актуелним кретањем инфлације испод доње границе дозвољеног одступања од циља. На експанзивност монетарних услова у Т3 указује задржавање депрецијацијског јаза реалног девизног курса услед већег слабљења динара према евру у последњој години дана него што је била разлика између инфлације у Србији и зони евра, као и реална каматна стопа[29], будући да је снижење референтне каматне стопе условило да она у знатној мери падне испод свог неутралног нивоа и у октобру чак уђе у негативну зону.

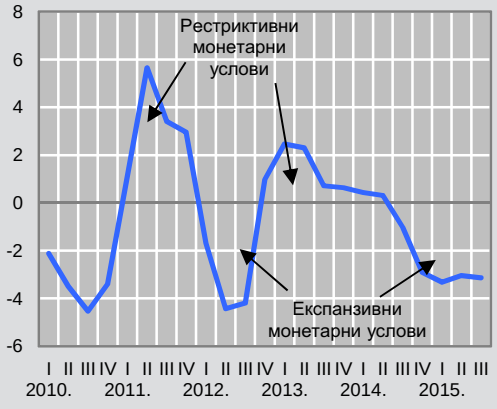
Након успешно завршене друге ревизије аранжмана с ММФ-ом, која се односила на стање у јавним финансијама до краја Т2, повољна фискална кретања настављена су и у Т3. Консолидовани буџетски дефицит у првих девет месеци 2015. био је знатно нижи у односу на горњу границу предвиђену споразумом с ММФ-ом (51,1 млрд динара наспрам 153,1 млрд динара) и износио је 1,8% БДП-а. Истовремено, остварен је примарни суфицит од 1,9% БДП-а. И поред тога што очекујемо ће дефицит у Т4 бити већи у поређењу с претходним, учешће консолидованог фискалног дефицита у БДП-у ове године, према нашој процени, биће ниже за око 2,5 п.п. у односу на претходну и износиће око 4,0%.

Према процени Народне банке Србије, БДП је у Т3 опао 0,4% дсз., док је у односу на исти период прошле године виши за 2,0%. Посматрано с производне стране, негативан допринос потекао је од индустријске производње и услуга, а позитиван од грађевинарства. Пад индустријске производње био је вођен пре свега прерађивачком индустријом, а у мањој мери и нижом активношћу у сектору енергетике и рударства, која је, након што је прешла ниво од пре поплава у Т2, у Т3 забележила блажи пад.

Пад економске активности у Т3 утицао је на благо проширење негативног производног јаза у том тромесечју, што указује на задржавање дезинфлаторних притисака по основу агрегатне тражње у средњем року.

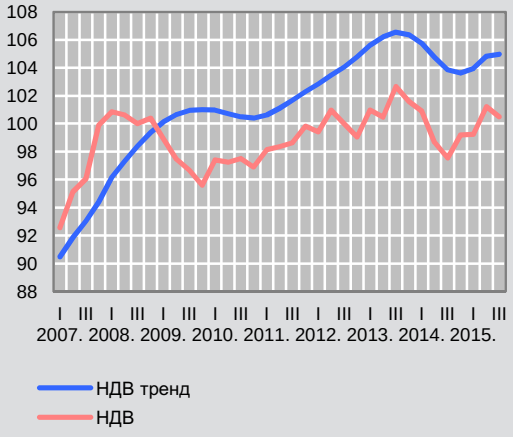
Након пораста од 0,4% дсз. у Т2, показатељи економске активности указују на то да је БДП зоне евра и у Т3 наставио да расте сличном динамиком. Иако је економски опоравак зоне евра подржан експанзивном

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



Извор: НБС.

Графикон V.0.2. **Производни јаз**
(Т3 2008 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

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

монетарном политиком ЕЦБ-а, депрецијацијом евра и падом цене нафте, знатан ризик и за привредни раст и за инфлацију у тој зони представља успоравање раста земаља у успону, пре свега Кине. У светлу тога, ЕЦБ је најавила да ће у децембру размотрити могућност додатног прилагођавања степена експанзивности монетарне политике. С друге стране, упркос ризику да се успоравање кинеске привреде негативно одрази и на америчку привреду, ФЕД не искључује могућност повећања референтне каматне стопе до краја ове године.

Претпоставке пројекције инфлације

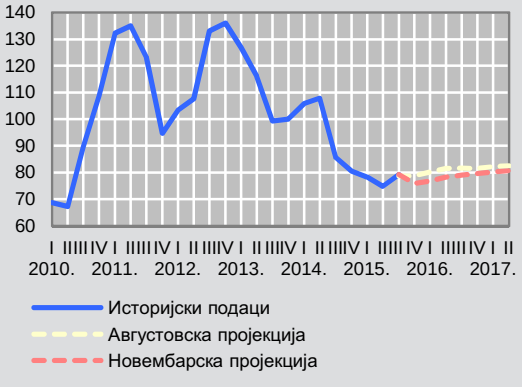
Екстерне претпоставке

У односу на августовску пројекцију инфлације, у текућој пројекцији претпоставка о расту БДП-а зоне евра остала је непромењена за 2015. годину, док је за 2016. коригована благо наниже, тј. претпоставља се да ће раст БДП-а ове и следеће године износити 1,5%, односно 1,7%.[30] Домаћа тражња у зони евра требало би и даље да буде подржана мерама монетарне политике и, сходно томе, повољнијим финансијским условима, напретком у спровођењу фискалне консолидације и структурних реформи, као и нижом ценом нафте, која ће позитивно утицати на реални расположиви доходак домаћинстава и смањење трошкова предузећа. С друге стране, главни ризик наниже представља повећана неизвесност у погледу раста земаља у успону, која би могла да утиче на смањење тражње за извозом зоне евра. Такође, зона евра је одраније суочена с потребом за билансним прилагођавањима у већем броју сектора и спорим темпом одвијања структурних реформи, што би додатно могло да успори брзину њеног опоравка у средњем року.

Након врло ниских, али позитивних стопа у периоду мај–август, мг. инфлација у зони евра у септембру је поново ушла у негативну зону и износила је –0,1%. Иако би инфлација и у наредном периоду требало да остане ниска, очекујемо да ће она крајем године порасти услед ефекта ниске прошлогодишње базе повезаног с падом цене нафте. Захваљујући неконвенционалним мерама ЕЦБ-а и слабљењу евра у односу на друге светске валуте (због различитог карактера монетарних политика ЕЦБ-а и већине других централних банака), њен раст би требало да се настави и у 2016. У складу с најавама челника ЕЦБ-а, тржишта (према *Consensus Forecast*-у) не очекују да ће ЕЦБ у наредној години дана мењати референтну каматну стопу.

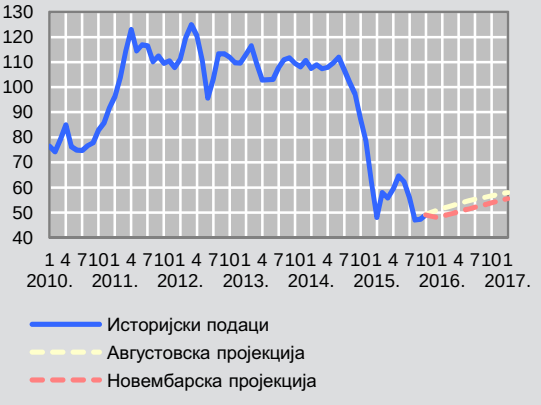
Светске цене примарних пољопривредних производа (кукуруза, пшенице, соје)[31], након скока у другој половини јуна, у току јула и августа су забележиле

Графикон V.0.3. **Претпоставка о кретању светских цена примарних пољопривредних производа**
(T4 2013 = 100)



Извор: *BSE*, *CBOT* и НБС.

Графикон V.0.4. **Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент**
(USD/barel)



Извор: Блумберг и НБС.

[30] Претпоставке о расту БДП-а зоне евра у 2015. и 2016. години у складу су са очекивањима изнетим у октобарском *Consensus Forecast*-у.

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

изражен пад. У последња два месеца поново су порасле, али су и даље на релативно ниском нивоу, а тиме и трошкови у производњи хране. Мада је претпоставка о кретању светских цена примарних пољопривредних производа коригована благо наниже у односу на ону из августовске пројекције, и даље претпостављамо, у складу с кретањем фјучерса, да ће те цене од почетка следеће године имати тренд повећања, али ће оно бити врло благо.

Након што је убрзала пад у првој половини Т3 и пред крај августа достигла најнижи ниво од марта 2009. (43 долара по барелу), због узнемирености инвеститора у погледу изгледа за глобални економски раст, цена нафте[32] се од тада благо опоравила и крајем октобра кретала се око 49 долара по барелу. Имајући у виду кретање фјучерса на нафту, претпоставка о кретању те цене ревидирана је незнатно наниже у односу на августовску пројекцију. Очекујемо да ће цена нафте на крају ове године остати око 50 долара по барелу, те да ће у 2016. години благо порасти.

Табела V.0.1. **Претпоставке пројекције**
(у заградама су дате промене у односу на претходну пројекцију)

	2015.		2016.	
Екстерне претпоставке				
Инфлација у зони евра (Т4 на Т4)	0,8%	(-)	1,3%	(-)
Референтна каматна стопа ЕЦБ-а (на крају године)	0,05%	(-)	0,05%	(-)
Раст БДП-а у зони евра	1,5%	(-)	1,7%	(-0,1)
Цене примарних пољопривредних производа на светском тржишту (Т4 на Т4)*	-6,0%	(-4,0)	6,0%	(+2,0)
Цена нафте типа брент по барелу (крај године, у USD)	48,0	(-3,0)	55,0	(-3,0)
Интерне претпоставке				
Регулисане цене (дец. на дец.)	4,0%	(-0,8)	4,9%	(-0,1)
Трендови				
Апрецијацијски тренд реалног курса (просек)	1,2%	(-0,1)	1,3%	(-)
Тренд реалне камате (просек)	2,8%	(-)	2,5%	(-0,2)

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

Интерне претпоставке

Имајући у виду досадашње кретање цена примарних пољопривредних производа на домаћем тржишту, као и чињеницу да је овогодишња пољопривредна сезона била нешто лошија од просечне, претпоставили смо да ће домаће цене примарних пољопривредних производа ове године остварити умерен раст. Одређени пораст требало би да забележе и у 2016. години.

Након изузетно ниског раста у 2014. години, раст регулисаних цена би ове године требало да буде нешто виши (око 4,0%), али и даље знатно испод просечног раста у последњих неколико година. Највећи допринос том расту даће цена електричне енергије због њеног повећања у августу и цена цигарета услед ниске прошлогодишње базе. Претпоставили смо да ће раст регулисаних цена и у 2016. години бити на сличном нивоу (око 5%), при чему важну компоненту тог раста чини претпостављено поскупљење електричне енергије од 7% у 2016. години.

Такође смо претпоставили да ће, у складу с најавама из Владе, у наредном периоду бити настављено доследно спровођење фискалне консолидације, које ће обезбедити одрживост јавних финансија и пад јавног дуга од 2017. године. У складу с тим, и кретање премије ризика земље би у наредном периоду требало да буде стабилно.

Претпоставка пројекције је и апрецијацијски тренд реалног девизног курса, уобичајен за земље у транзицији и условљен отклањањем ценовних диспаритета пре свега у области регулисаних цена, као и Баласа–Семјуелсоновим ефектом[33].

Пројекција

Пројекција инфлације

Мг. инфлација ће до средине следеће године остати ниска и кретаће се око доње границе дозвољеног одступања од циља, а у П2 2016. године очекујемо њено постепено приближавање циљу од 4,0%. Највећи утицај на кретање инфлације у наредној години дана имаће ниска база код цена цигарета и нафтних деривата, док се у средњем року очекује слабљење дезинфлаторних притисака по основу

[32] Цена нафте типа брент.

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

постепеног раста агрегатне тражње и инфлације у међународном окружењу.

Краткорочна пројекција инфлације

Према краткорочној пројекцији инфлације, мг. инфлација ће у Т4 бити у постепеном порасту, али ће и даље остати испод доње границе дозвољеног одступања од циља.

Посматрано на тромесечном нивоу, раст потрошачких цена у Т4 биће вођен ценама непрехрамбених производа и услуга, на које ће највише утицати поскупљење туристичких пакет--аранжмана и сезонски условљено поскупљење одеће и обуће. С друге стране, негативан допринос инфлацији у Т4 даће цене непрерађене хране услед сезонски условљеног појефтињења меса и цене енергије због очекиваног појефтињења нафтних деривата и гаса.

Базна инфлација (тј. промена ИПЦ-а по искључењу цена хране, енергије, алкохола и цигарета) до краја године наставиће кретање испод доње границе дозвољеног одступања од циља, започето у августу прошле године. Посматрано на тромесечном нивоу, она ће бити виша него у Т3, пре свега услед очекиваног раста цена туристичких пакет--аранжмана, одеће и обуће.

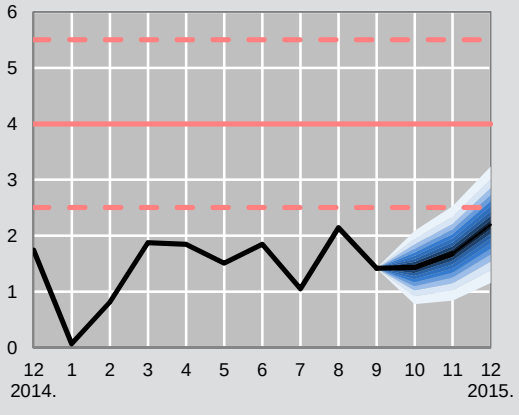
Средњорочна пројекција инфлације

Привремени повратак инфлације у границе дозвољеног одступања од циља очекује се у јануару, док би до њене трајније стабилизације у тим границама требало да дође од средине 2016. године. Повратак инфлације у границе циља у јануару требало би да се деси као резултат ниске прошлогодишње базе код цена нафтних деривата и цигарета. Наиме, те цене су крајем прошле и почетком ове године забележиле изражен пад, тако да би само по том основу мг. инфлација до јануара требало да буде виша за око 1,0 п.п.

Посматрано до краја периода пројекције, на раст мг. инфлације утицаће и претпостављен раст цена примарних производа (нафте и примарних пољопривредних производа), а од П2 2016. и непрехрамбени производи и услуге. С друге стране, дезинфлаторно ће наставити да делују агрегатна тражња и ниска инфлација у међународном окружењу, али у све мањој мери с обзиром на очекиван опоравак економске активности у Србији и постепен пораст инфлације у зони евра.

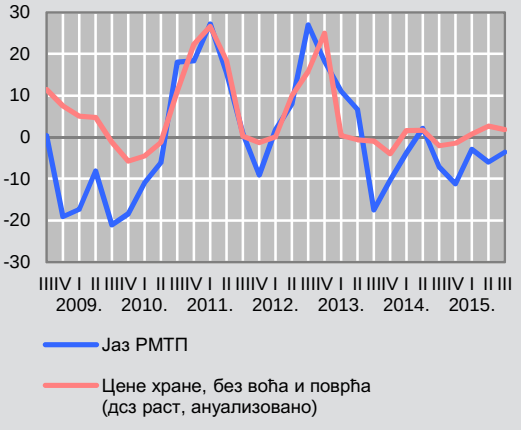
Након што су у већем делу 2015. регулисане цене и цене нафтних деривата бележиле негативне мг. стопе раста, у наредном периоду оне би требало да буду у позитивној зони. У случају нафтних деривата, то би

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



Извор: НБС.

Графикон V.0.6. **Утицај РМТП на кретање цена хране**
(у %)



Извор: НБС.

била последица изласка из обрачуна мг. инфлације њихових појефтињења од пре годину дана, уз претпостављен постепен опоравак светске цене нафте.

У оквиру регулисаних цена, највећи допринос инфлацији следеће године очекује се од цене електричне енергије (по основу претпостављеног поскупљења у 2016) и цигарета (по основу раније утврђеног повећања акциза). Ипак, мг. раст регулисаних цена у периоду пројекције требало би да остане знатно нижи у односу на просек претходних година и не виши од 5,0%.

Иако је прехрамбена инфлација у последње две године ниска услед ниских трошкова сировина у производњи хране (негативан јаз РМТП[34]), ти трошкови су сада ипак нешто виши него пре годину дана. Имајући то у виду, као и претпостављен умерен пораст цена примарних пољопривредних производа у периоду пројекције, прехрамбена инфлација би у наредном периоду требало да оствари одређен раст. Ипак, он не би требало да буде виши од циљане стопе инфлације (4,0%). Када је реч о ценама воћа и поврћа, оне су се израженим падом у Т3 ове године приближиле свом „неутралном“ нивоу (тј. нивоу дугорочног тренда) и њихов мг. раст у периоду пројекције такође не би требало да пређе 4,0%.

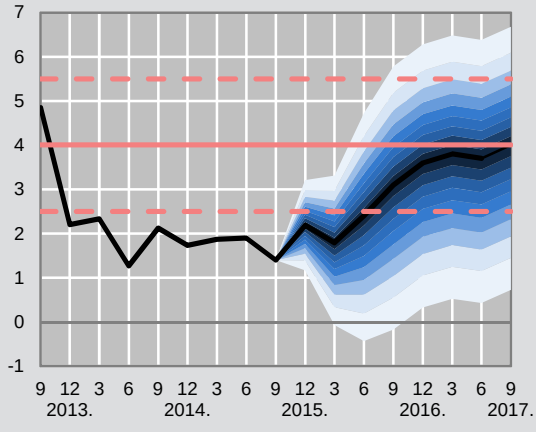
Захваљујући релативно стабилном кретању курса динара према евру у последњих неколико месеци и ниским инфлаторним притисцима у међународном окружењу, мг. раст цена непрехрамбених производа и услуга је већ дуже време низак (око 2,5% мг.) и требало би да остане такав до средине следеће године. Иако у П2 2016. очекујемо одређено убрзање тог раста по основу отвореног депрецијацијског јаза реалног девизног курса, он до краја периода пројекције такође не би требало да буде виши од 4,0%.

Главни дезинфлаторни фактор у средњем року остаје домаћа тражња. Ипак, негативан производни јаз би у наредном периоду могао почети постепено да се смањује услед експанзивне монетарне политике ЕЦБ-а, као и досадашњег ублажавања монетарне политике Народне банке Србије и очекиваног опоравка домаће економске активности. Такође, као и раније, предвиђамо да је ово последња година у којој ће потрошња домаћинстава због спровођења фискалне консолидације бити у паду, тј. од 2016. очекујемо њен постепен опоравак.

Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације односи се пре свега на неизвесност у погледу кретања цена примарних производа (нафте и примарних пољопривредних производа) на светском тржишту и корекције цене електричне енергије следеће године, као и на економска дешавања у међународном окружењу.

У складу с тренутно расположивим информацијама, у периоду пројекције смо претпоставили благ пораст цена примарних производа с текућих ниских нивоа. Међутим, како су те цене врло променљиве, вероватноћа одступања стварног кретања од претпостављеног није занемарљива. Поновни пад цене нафте у последњих неколико месеци последица је високе текуће и очекиване понуде и слабије глобалне тражње. Мада је та цена тренутно на најнижем нивоу у последњих шест година, због чега

Графикон V.0.7. **Пројекција инфлације**
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

Овај тип графикона приказује различите вероватноће остварења пројекције инфлације у наредних осам тромесечја. Централна пројекција је у најтамнијем делу графикона 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%.

[34] 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.

је у наредном периоду вероватнија њена корекција навише него наниже, успоравање привредног раста Кине и, евентуално, глобалног раста могло би да је одложи. Дакле, иако смо претпоставили благ опоравак цене нафте у периоду пројекције, није искључено да би он могао изостати. Када је реч о житарицама (кукуруз, пшеница, соја), у последње две године акумулиране су високе залихе, што би, уз текуће ниске цене нафте, могло водити паду њихових цена у кратком року. Наиме, ниже цене нафте врше притисак наниже на цене житарица, будући да снижавају трошкове производње вештачког ђубрива и трошкове транспорта, и слабе подстицај за производњу биогорива од житарица. Ако се све наведено узме у обзир, ризици у погледу остварења претпоставке о кретању цена примарних производа у наредном периоду асиметрични су наниже.

У овом тренутку није познато да ли ће цена електричне енергије следеће године бити повећана и у коликој мери. Ипак, због опрезности, као и потребе да се настави с приближавањем те цене тржишном нивоу, претпоставили смо да ће до њеног повећања доћи следеће године и да ће оно износити 7%. Уколико се та претпоставка не оствари, инфлација би била нижа односу на пројектовану путању за око 0,3 п.п. Дакле, ризици у погледу остварења ове претпоставке такође су асиметрични наниже.

Табела V.0.2. **Пројекције главних макроекономских показатеља за Србију**

	2015.		2016.	
	Претходна	Нова	Претходна	Нова
Инфлација (годишњи просек, у %)				
ММФ	1,6	-	3,4	-
Европска комисија	2,4	1,6	4,1	3,3
Consensus Forecast	2,3	1,8	3,9	3,5
БДП (%)				
ММФ	0,5	0,75	1,5	1,75
Европска комисија	-0,1	0,7	1,2	1,4
Consensus Forecast	-0,2	0,4	1,7	1,6
Текући дефицит (% БДП-а)				
ММФ	4,0	-	3,8	-
Европска комисија	3,8	4,7	3,7	4,5
*Consensus Forecast**	4,8	4,6	4,6	4,5
Фискални дефицит (% БДП-а)				
ММФ	4,0	4,1	3,9	4,0
Европска комисија	4,9	3,3	4,6	4,1
*Consensus Forecast**	-	-	-	-

Извор: ММФ (*Republic of Serbia: Second Review under the Stand-By Arrangement, Country Report No.* 15/296, саопштење мисије ММФ-а 10.новембар 2015), Европска комисија (Spring forecast 2015, *Autumn forecast* 2015) и *Consensus Forecast* (јул и октобар 2015).

* Израчунато на бази пројекције доларског БДП-а НБС из јула и октобра 2015.

Поред различитих монетарних политика које воде централне банке водећих економија, међународно окружење тренутно карактерише и забринутост у погледу успоравања привредног раста Кине. Годинама уназад та земља је бележила врло високе, често и двоцифрене стопе раста, које су последњих година снижене. Очекује се да ће раст БДП-а Кине ове године бити испод 7% и да ће сличне висине остати и у наредним годинама, у складу са опредељењем кинеске владе да главни покретач раста буде потрошња уместо извоза и инвестиција. Иако је успоравање раста због тога било очекивано, „прекограничне“ последице могле би бити веће него што се раније мислило и утицати на глобални привредни раст. Уколико би економски опоравак зоне евра због тога био успорен, преко смањене тражње за њеним извозом, то би продубило наш негативан производни јаз и значило веће дезинфлаторне притиске по основу агрегатне тражње. Дакле, ризици по остварење пројекције инфлације и у овом домену су асиметрични наниже.

Када је реч о ризицима навише у погледу остварења пројекције инфлације, они су тренутно мање изражени и у вези су са очекиваним повећањем референтне каматне стопе ФЕД-а, које би могло да додатно отежа услове екстерног финансирања земљама у успону. Такође, од лета, тј. након депрецијације кинеске валуте, међународно финансијско тржиште карактерише повећана нестабилност и раст глобалне аверзије инвеститора према ризику. Иако Србија није била међу њима, валуте многих земаља у успону биле су изложене депрецијацијским притисцима, а цене капитала оштро су кориговане широм света. Ако би евентуални наставак таквих кретања водио мањем приливу капитала и у Србију и депрецијацијским притисцима по том основу, то би, у крајњем исходу, могло да изврши одређени притисак навише на домаће цене.

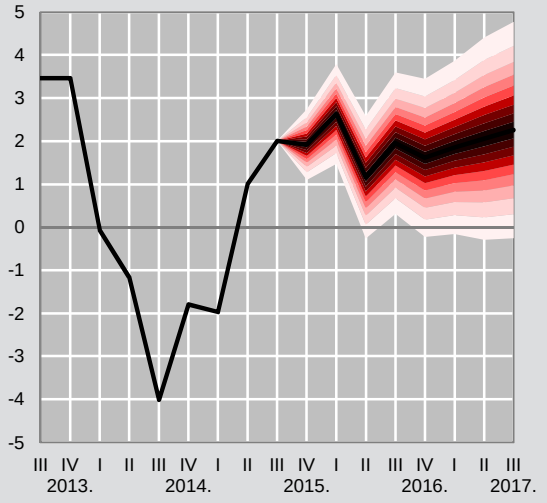
Узимајући све наведено у обзир, оцењујемо да су ризици у погледу остварења пројекције инфлације благо асиметрични наниже.

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

Пројекција БДП-а

БДП би у 2015. требало да забележи раст од 0,8%, који ће у 2016. убрзати на 1,8%. Наведене стопе раста ревидиране су навише за по 0,3 п.п. у односу на пројекцију из августа услед процене да је раст инвестиција већи од очекиваног. Међутим, за разлику од периода 2011–2012, када је раст инвестиција био концентрисан на две гране – нафтну и аутомобилску индустрију, текући раст има широко дисперзовану базу.

Графикон V.0.8. **Пројекција раста БДП-а**
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

Као и у августу, процењујемо да ће доследно фискално прилагођавање, праћено спровођењем структурних реформи, резултирати већим инвестицијама и извозом, док ће негативан допринос БДП-у у 2015. години дати потрошња домаћинстава и државе због спровођења фискалне консолидације. Ипак, пад цене нафте, односно нафтних деривата, повећао је расположиви доходак домаћинстава, што је, уз раст дознака и ниску и стабилну инфлацију, утицало на то да реални пад потрошње домаћинстава буде мањи од очекиваног. Судећи по кретању показатеља инвестиционе активности последњих месеци, инвестиције ће ове године бити веће него што смо очекивали пре три месеца и то је, уједно, главни разлог ревизије очекиваног раста БДП-а ове године. Наиме, у Т3 је регистрован даљи раст увоза опреме, новоодобрених инвестиционих кредита, као и броја издатих грађевинских дозвола. Иако опоравак екстерне тражње, пре свега из зоне евра, позитивно делује на наш извоз, раст инвестиција води и повећању увоза, будући да смо увозно зависна економија, тако да ће допринос нето извоза ове године бити неутралан.

Посматрано с производне стране, очекује се да ће се мања финална потрошња негативно одразити на активност пре свега услужних сектора. Поред њих, негативан допринос овогодишњем БДП-у даће и сектор пољопривреде. Имајући у виду врло добру прошлогодишњу пољопривредну сезону и лошију од просечне ове године (услед високих температура и суше), процењујемо да ће пољопривредна производња у 2015. забележити пад од око 8% (у августовској пројекцији је процењен пад од 10%). С друге стране, допринос индустријске производње биће позитиван како по основу прерађивачке индустрије, тако и по основу опоравка производње у сектору рударства и енергетике. Ти сектори су, након знатног, поплавама узрокованог оштећења капацитета прошле године, достигли ниво активности од пре поплава и, у складу с тим, требало би да забележе двоцифрене стопе раста ове године. Поред тога, ове године и грађевинска активност показује знаке опоравка, у основи којег се налазе пре свега инфраструктурни пројекти, тако да би и допринос грађевинарства БДП-у такође требало да буде позитиван. Већи раст грађевинске

активности и мањи пад пољопривредне производње у односу на оно што смо очекивали пре три месеца главни су разлози ревизије овогодишњег раста посматрано с производне стране.

Раст економске активности би и у 2016. требало да буде вођен инвестицијама и извозом, а после четири године позитиван допринос се очекује и од потрошње домаћинстава. Ревизија раста навише и овде је извршена због очекиваних већих инвестиција као резултат досад предузетих реформи којима се побољшава пословно окружење. Међутим, због повећања увоза опреме, допринос нето извоза би и следеће године требало да буде готово неутралан.

Неизвесност у погледу остварења пројекције БДП-а представљају првенствено брзина привредног опоравка зоне евра и даље одвијање домаће фискалне консолидације и структурних реформи, а у мањој мери и кретање цене нафте и челика на светском тржишту.

Иако би задржавање цене нафте на ниском нивоу и неконвенционалне мере ЕЦБ-а могли утицати на убрзање опоравка зоне евра, он би, с друге стране, могао бити успорен у случају да се успоравање привредног раста земаља у развоју, пре свега Кине, преко смањења њихове тражње за увозом, негативно одрази на извоз зоне евра. Како је реч о нашем главном спољнотрговинском партнеру, то би за последицу вероватно имало и успоравање раста нашег извоза, а тиме и БДП-а. Ризици наниже повезани су и с кретањем цене челика на светском тржишту, будући да она битно утиче на перформансе домаће индустрије челика.

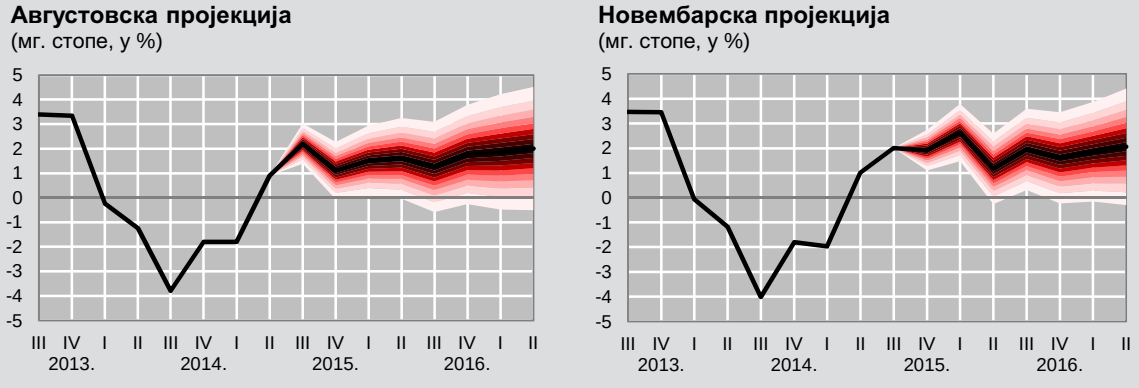
С друге стране, задржавање светске цене нафте на ниском нивоу деловало би подстицајно на БДП преко већег расположивог дохотка домаћинстава, тј. веће потрошње, као и преко мањих трошкова за предузећа. Када је реч о интерним факторима, даље доследно спровођење фискалног и структурног прилагођавања требало би да има позитиван утицај на БДП у средњем року. Штавише, очекивано повећање ефикасности јавног сектора и реформисање предузећа у државном власништву могли би резултирати и бржим растом економске активности од очекиваног.

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

Поређење и остварење пројекција

Нова пројекција инфлације је благо нижа у односу на пројекцију објављену у августовском Извештају о инфлацији, а распон пројекције је асиметричан

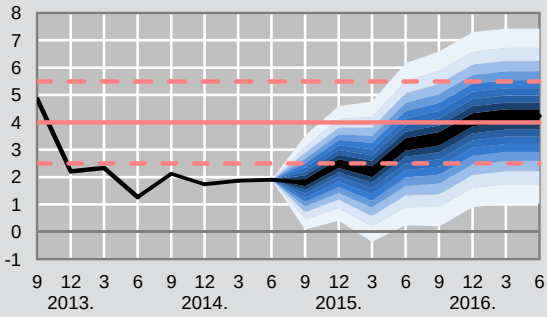
Графикон V.0.9. **Поређење текуће с претходном пројекцијом раста БДП-а**



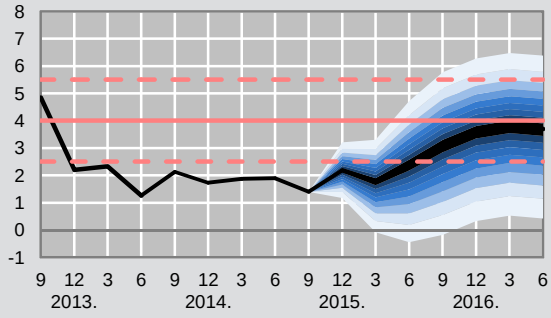
Извор: НБС.

Графикон V.0.10. **Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације**

Августовска пројекција
(мг. стопе, у %)



Новембарска пројекција
(мг. стопе, у %)

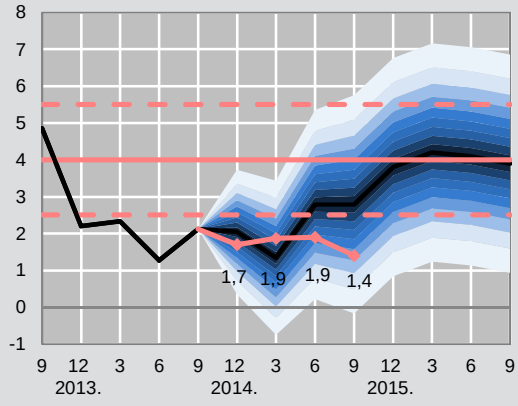


Извор: НБС.

наниже услед процене да је у наредном периоду вероватније остварење ризика наниже него навише. Нижа текућа пројекција дугује се нижим инфлаторним притисцима у Т3 (услед већег од очекиваног пада цена воћа и поврћа), као и нешто споријем расту цена примарних производа од претходно очекиваног.

Мг. инфлација се у последњој години дана кретала у оквиру распона пројекције објављене у Извештају о инфлацији из новембра 2014. године, али уз растуће одступање наниже од централне вредности пројекције у последња два тромесечја. Разлог томе су знатно ниже цене примарних производа (нафте и примарних пољопривредних производа) у последњој години дана у односу на тада претпостављене, као и мг. пад регулисаних цена у првих седам месеци 2015, наспрам очекивања да ће те цене остварити раст.[35]

Графикон V.0.11. **Остварење пројекције инфлације из новембра 2014.**
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

[35] Видети Осврт 3, стр. 59.

Осврт 3: Поређење и остварење пројекције инфлације

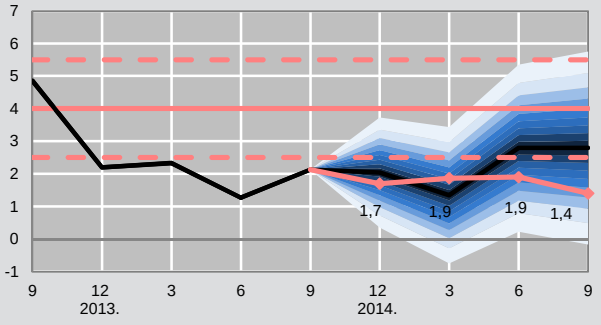
Централне банке не могу у потпуности и директно да контролишу све факторе инфлације. То се узима у обзир и код дефинисања циља који укључује и дозвољено одступање, али и код пројекције, уз предвиђено могуће одступање од претпоставки о кретању појединих фактора инфлације. Због тога централне банке у режиму инфлационог таргетирања, па и Народна банка Србије, пројекцију инфлације представљају јавности у виду тзв. *fan chart*-а. Тај тип графикона приказује различите вероватноће остварења пројекције инфлације у наредних осам тромесечја. Централна пројекција је у најтамнијем делу графикона и вероватноћа да ће се инфлација кретати у том распону износи 10%. Свака следећа нијанса укључује додатних 10% вероватноће, тако да цео распон обухвата 90% вероватноће остварења пројекције. Другим речима, такав графички приказ пружа информације о очекиваном кретању инфлације у наредне две године, али и о томе колики је степен неизвесности када је реч о пројекцији и да ли су већи ризици да остварена инфлација буде виша или нижа од централне вредности пројекције, што одсликава ширина распона пројекције и положај централне вредности у односу на граничне тачке распона. На пример, уколико се процени да је вероватније да се остварена инфлација нађе испод централне вредности, тј. да ће фактори инфлације заједно посматрано у наредном периоду имати пре дезинфлаторнији него инфлаторнији утицај од претпостављеног, већи део распона пројекције на графикону налази се испод централне вредности.

Табела О.3.1. **Претпоставке пројекције из Извештаја о инфлацији – новембар 2014.**
(у заградама су дате промене у односу на претходну пројекцију)

	2014.		2015.	
Екстерне претпоставке				
Инфлација у зони евра (Т4 на Т4)	0,6%	(-0,4)	1,1%	(-0,2)
Референтна каматна стопа ЕЦБ (на крају године)	0,05%	(-0,1)	0,05%	(-0,1)
Раст БДП-а у зони евра	0,8%	(-0,3)	1,2%	(-0,4)
Цене примарних пољопривредних производа на светском тржишту (Т4 на Т4)*	-24,0%	(-16,0)	19,0%	(+11,0)
Цена нафте типа брент по барелу (крај године, у USD)	83,0	(-24)	88,0	(-19)
Интерне претпоставке				
Регулисане цене (дец. на дец.)	3,0%	(-6,5)	10,4%	(+2,1)
Трендови				
Апрецијацијски тренд реалног курса (просек)	1,5%	(-0,1)	1,6%	(-0,1)
Тренд реалне камате (просек)	2,7%	(+0,2)	3,0%	(+0,1)

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

Графикон О.3.1. **Остварење пројекције инфлације из новембра 2014.**
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

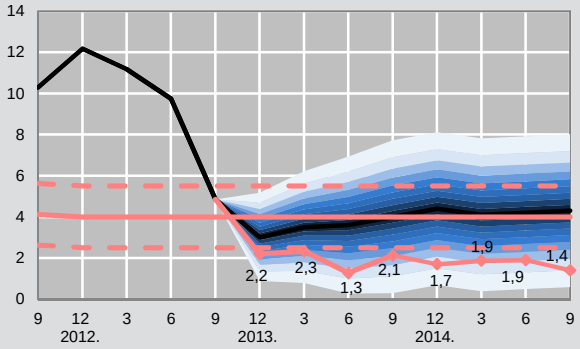
Најчешћи, али свакако не и једини узрок одступања остварене инфлације од пројектоване јесу екстерни шокови, на пример нагле промене светских цена хране и енергије. Иако имају јасно видљив утицај на инфлацију у Србији, њихово будуће кретање није могуће поуздано предвидети. Приликом дефинисања претпоставки о овим ценама за наредни период, Народна банка Србије узима у обзир пројекције релевантних међународних институција, кретање фјучерса, али и субјективне процене и искуство из претходних година у погледу одступања остварења од претпоставки коришћених у пројекцији. Такође, предвиђање инфлације отежава и одсуство плана корекције регулисаних цена (електричне енергије, ПТТ услуга, комуналија, одређених лекова итд.).

Управо поменути фактори – знатан пад цена нафте и примарних пољопривредних производа на светском тржишту и нижи раст регулисаних цена од очекиваног – одложили су повратак инфлације у границе циља у овој

години. Тако смо пре годину дана очекивали повратак инфлације у границе циља средином ове године, претпостављајући цену нафте од око 88 долара за барел на крају 2015. и годишњи раст цена примарних пољопривредних производа на светском тржишту од близу 20%, како је кретање фјучерса тада наговештавало, као и раст регулисаних цена од око 10% (уз допринос инфлацији од око 2 п.п.). Уместо тога, цене примарних производа су опале (пад на нивоу године се процењује на 6%), а цена нафте би крајем године требало да износи око 50 долара за барел. Истовремено, регулисане цене ће највероватније у 2015. порасти за 4,1% (допринос инфлацији 0,8 п.п.), што је знатно ниже у односу на вишегодишњи просек од око 10%. Стога се мг. инфлација креће испод централне вредности пројекције, али је све време у оквиру распона пројекције из новембра 2014.

Чак и ако се посматра дужи хоризонт прогнозе, на пример наша очекивања из новембра 2013. године (видети Графикон О.3.2), уочава се да се остварена инфлација све време креће у оквиру распона пројекције. То значи да је Народна банка Србије исправно проценила ризике и ширину распона пројекције. Тако, на пример, када смо у новембру 2014. образлагали ризике пројекције инфлације за ову годину, истакли смо да је вероватније да раст цена примарних пољопривредних производа у 2015. буде нижи од претпостављеног него виши, као и да је могуће да очекивано повећање цена електричне енергије не буде у априлу ове године. С друге стране, ризици навише у погледу пројекције инфлације тицали су се пре свега дешавања у међународном окружењу и евентуално нестабилнијих токова капитала према земљама у успону укључујући у Србију због присутних геополитичких тензија, као и очекиваног повећања референтне каматне стопе ФЕД-а. То је ризике пројекције, заједно узевши у обзир, чинило избалансираним. Ипак, у посматраном периоду реализовали су се само ризици наниже, што је условило и да остварена инфлација буде нижа од централне вредности пројекције.

Графикон О.3.2. **Остварење пројекције инфлације из новембра 2013.**
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

Табела А
Индикатори екстерне позиције Србије

	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	I 2015.	II 2015.	III 2015.
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ ЛИКВИДНОСТИ (у %)													
Девизне резерве/увоз робе и услуга (у месецима)	6,1	9,0	7,5	5,4	9,7	8,4	8,8	7,7	7,6	6,6	6,9	6,7	6,8[2]
Девизне резерве/краткорочни дуг	177,0	265,1	250,6	162,6	220,6	191,2	298,3	240,1	268,5	291,4	311,0	300,7	306,2
Девизне резерве/БДП	23,3	36,9	32,7	24,2	34,6	33,6	36,1	34,5	32,7	30,0	32,2	31,7	32,3
Отплата дуга/БДП	5,0	10,3	10,3	10,7	12,8	12,0	12,4	13,1	13,3	14,3	12,3	10,6	11,4
Отплата дуга/извоз робе и услуга	19,8	36,2	37,5	37,5	48,8	37,5	37,3	36,2	32,6	32,7	25,0	21,6	24,2
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)													
Спољни дуг/БДП	59,3	58,5	59,0	62,3	72,7	79,0	72,2	80,9	75,1	78,0	81,9	81,6	80,8
Краткорочни дуг/БДП	13,2	13,9	13,1	14,9	15,7	17,6	12,1	14,3	12,2	10,3	10,4	10,5	10,5
Спољни дуг/извоз робе и услуга	234,9	205,7	214,3	218,9	276,9	247,1	216,5	223,6	184,7	178,5	182,1	176,6	171,4
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	318,8	292,0	277,4
Девизне резерве/примарни новац	169,8	179,5	173,8	140,7	190,5	196,4	207,6	197,9	199,9	196,6	201,9	193,6	204,3
СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ)/БДП	70,8	77,4	80,1	82,6	69,0	79,8	82,7	89,8	92,6	98,4	110,6	107,5	102,5[2]
МЕМОРАНДУМ: (у млн евра)													
БДП [1]	21.103	24.435	29.452	33.705	30.655	29.766	33.424	31.683	34.263	33.075	7.196	8.132	8.554[2]
Спољни дуг	12.520	14.291	17.382	20.982	22.272	23.509	24.123	25.645	25.747	25.792	26.719	26.512	26.308
Сервисирање спољног дуга	1.054	2.513	3.039	3.594	3.922	3.564	4.154	4.155	4.543	4.720	883	863	978
Девизне резерве НБС	4.922	9.020	9.634	8.162	10.602	10.002	12.058	10.915	11.189	9.907	10.515	10.293	10.511
Краткорочни дуг[3]	951	968	1.044	1.832	1.843	1.752	601	455	196	102	164	185	219
Биланс текућих трансакција	-1.778	-2.356	-5.474	-7.126	-2.032	-2.037	-3.656	-3.671	-2.098	-1.985	-520[2]	-257[2]	-306[2]

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

Методолошка објашњења:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

[1] Према методологији *ESA* 2010.

[2] Процена НБС.

[3] По оригиналној рочности.

Напомене:

1. Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.
2. Од 2007, подаци о извозу и увозу робе и услуга су усклађени са смерницама садржаним у Приручнику за израду платног биланса и међународне инвестиционе позиције бр. 6 ММФ-а (*BPM6*). Подаци за 2005. и 2006. приказани су према претходној методологији.
3. Од 1. јануара 2010. РЗС региструје извоз и увоз према општем систему трговине, који представља шири концепт и обухвата сву робу која улази на економску територију земље или је напушта, са изузетком робе која је у транзиту. Упоредиве податке РЗС је објавио за 2007, 2008. и 2009. годину. Претходне године су дате према специјалном систему трговине. Размена с Црном Гором регистрована је према припадајућим трансакцијама од 2003. године.
4. Од септембра 2010. измењена је методологија статистике спољног дуга тако да се у спољни дуг јавног сектора укључују обавезе по основу алокације SDR (485,2 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 (940,8 млн евра, од чега се 422,4 млн евра односи на домаће банке, а 518,4 млн евра на домаћа предузећа).
5. Отплата спољног дуга не укључује: отплате по основу краткорочних кредита и превремену отплату дуга.

Табела Б
Основни макроекономски индикатори

	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	I 2015.	II 2015.	III 2015.
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	-2,0	1,0	2,0
Потрошачке цене (у % у односу на исти месец претходне године)[2]	17,7	6,6	11,0	8,6	6,6	10,3	7,0	12,2	2,2	1,7	1,9	1,9	1,4
Девизне резерве НБС (у млн евра)	4.922	9.020	9.634	8.162	10.602	10.002	12.058	10.915	11.189	9.907	10.515	10.293	10.511
Извоз робе и услуга (у млн евра)[3]	5.329	6.948	8.110	9.583	8.043	9.515	11.145	11.469	13.937	14.451	3.529	3.992	4.045
- стопа раста у % у односу на претходну годину	19,1	30,4	-	18,2	-16,1	18,3	17,1	2,9	21,5	3,7	6,8	9,2	9,1
Увоз робе и услуга (у млн евра)[3]	9.612	11.970	15.468	18.267	13.099	14.244	16.487	16.992	17.782	18.096	4.434	4.754	4.724
- стопа раста у % у односу на претходну годину	0,7	24,5	-	18,1	-28,3	8,7	15,7	3,1	4,7	1,8	7,1	3,9	1,8
Текући рачун платног биланса[3]													
(у млн евра)	-1.778	-2.356	-5.474	-7.126	-2.032	-2.037	-3.656	-3.671	-2.098	-1.985	-520,1[6]	-256,8[6]	-305,7[6]
у % БДП-а	-8,4	-9,6	-18,6	-21,1	-6,6	-6,8	-10,9	-11,6	-6,1	-6,0	-7,2[6]	-3,2[6]	-3,6[6]
Незапосленост по Анкети (у %)	20,8	20,9	18,1	13,6	16,1	19,2	23,0	23,9	22,1	19,4[7]	19,2	17,9	
Зараде (просечне за период, у евра)	209,7	260,0	347,1	400,5	337,4	330,1	372,5	364,5	388,6	379,3	344,0	371,3	372,5
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	-6,4	-2,5	-0,5	-0,8
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	-6,7	-2,4	-1,4	-1,5
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	71,0	75,2	73,7	73,4
Курс динара према долару (просек у периоду)	66,87	67,03	58,39	55,76	67,47	77,91	73,34	88,12	85,17	88,54	108,15	108,86	108,06
Курс динара према долару (крај периода)	72,22	59,98	53,73	62,90	66,73	79,28	80,87	86,18	83,13	99,46	111,42	107,73	106,49
Курс динара према евру (просек у периоду)	82,99	84,11	79,96	81,44	93,95	103,04	101,95	113,13	113,14	117,31	121,50	120,44	120,21
Курс динара према евру (крај периода)	85,50	79,00	79,24	88,60	95,89	105,50	104,64	113,72	114,64	120,96	120,22	120,60	119,75
МЕМОРАНДУМ:													
БДП (у млн евра)[5]	21.103	24.435	29.452	33.705	30.655	29.766	33.424	31.683	34.263	33.075	7.196	8.132	8.554[6]

[1] У сталним ценама претходне године.

[2] Цене на мало до 2006. године.

[3] Од 2007. подаци о извозу и увозу робе и услуга су усклађени са смерницама садржаним у Приручнику за израду платног биланса и међународне инвестиционе позиције бр. 6 ММФ-а (*BPM6*). Подаци за 2005. и 2006. приказани су према претходној методологији. Због прекида серије за 2007. стопе раста извоза и увоза робе и услуга нису приказане. Од 1. јануара 2010. РЗС региструје извоз и увоз према општем систему трговине, који представља шири концепт и обухвата сву робу која улази на економску територију земље или је напушта, са изузетком робе која је у транзиту. Упоредиве податке РЗС је објавио за 2007, 2008. и 2009. годину. Претходне године су дате 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.

Додатак 1. Писмо Народне банке Влади Републике Србије због одступања инфлације од утврђеног циља

НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ
ГУВЕРНЕР
КГ.бр. 943/2/15

Београд, 15. септембра 2015. године

ВЛАДИ РЕПУБЛИКЕ СРБИЈЕ
Г. Александру Вучићу, председнику Владе

У складу са Споразумом о циљању (таргетирању) инфлације (тачка 6. став 4), закљученим између Владе РС и Народне банке Србије, обраћам Вам се отвореним писмом у коме Вас обавештавам да је међугодишњи раст потрошачких цена у августу износио 2,1%. То је шести узастопни месец у коме се инфлација нашла испод доње границе дозвољеног одступања од циља (4,0±1,5%) након што смо Вам упутили писмо о разлозима одступања инфлације од циља у марту 2015. године. Тим поводом желимо да укажемо на разлоге због којих је дошло до овог одступања, на мере које смо предузели и које би требало предузети да се инфлација врати и у средњем року одржи у оквирима дозвољеног одступања од циља, као и да Вас обавестимо о томе када очекујемо да ће се инфлација вратити у границе циља.

У писму које смо Вам упутили у марту 2015. изнели смо очекивања да ће се инфлација у другој половини ове године вратити у границе дозвољеног одступања од циља при чему смо, поред дејства предузетих мера релаксације монетарне политике и очекиване корекције регулисаних цена, претпоставили и ишчезавање ефеката пада цена примарних производа из претходног периода. Међутим, кретање светских цена примарних производа, пре свега снажан пад цене нафте од јула 2015. године, утицали су на то да примарни производи остану фактор са дезинфлаторним дејством и у другој половини 2015. године. Поред тога, неуобичајено снажан пад цена воћа и поврћа (посебно у јулу) довео је до тога да инфлација буде нижа од иницијално очекиване за додатних 0,4 п.п. за период од марта до августа 2015. године. Такође, са корекцијом цена електричне енергије, међугодишњи раст регулисаних цена се у августу вратио у позитивну зону, што је касније него што смо ми очекивали.

Народна банка Србије предузела је мере из своје надлежности како би се инфлација у средњем року вратила у оквире дозвољеног одступања од циља.

Референтна каматна стопа је од марта смањена за 300 базних поена на 5%, тако да се просечна пондерисана каматна стопа на једнонедељне операције Народне Банке Србије сада креће око 3,5%. Смањење референтне каматне стопе је било праћено и падом каматних стопа на међубанкарском тржишту новца и кредита. На последњој седници Извршног одбора Народне банке Србије, која је одржана 10. септембра 2015, одлучено је да се смањи стопа на девизну обавезне резерву за по 1 п.п. у наредних шест месеци. На тај начин ће банкама бити ослобођена

значајна девизна и динарска средства чиме се омогућава даље снижење каматних стопа на кредите и повећање кредитне активности банака, што би требало да се одрази и на убрзање опоравка привреде.

Ублажавање монетарне политике је омогућено успешним спровођењем фискалне консолидације и аранжмана са ММФ-ом који су утицали на смањење унутрашње и спољне неравнотеже и побољшање инвестиционог амбијента.

Народна банка Србије процењује да ће се међугодишња инфлација, имајући у виду очекиване ефекте предузетих мера монетарне политике, у наредних годину дана кретати око доње границе дозвољеног одступања од циља (2,5%) уз могућност да се нађе у тим границама крајем ове или почетком следеће године. Од средине 2016. године очекујемо да ће се инфлација постепено приближавати циљу од 4%, а то очекују финансијско тржиште и привреда.

У остваривању циљева монетарне политике, Народна банка Србије ће, као и до сада, остати доследна и одговорна, чиме доприноси макроекономској стабилности и расту привреде.

С поштовањем,

Др Јоргованка Табаковић

Ко:

– г. Расиму Љајићу, потпредседнику Владе и министру трговине, туризма и телекомуникација;

– г. Душану Вујовићу, министру финансија.

Списак графикона и табела

Графикони

III.0.1. Кретање цена 7
III.0.2. Допринос мг. стопи раста потрошачких цена 7
III.0.3. Допринос тромесечној стопи раста потрошачких цена 8
III.0.4. Домаћа инфлација и екстерне цене 9
III.0.5. Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред 10
III.0.6. Циљана инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред − финансијски сектор 11
III.0.7. Очекивана инфлација за две године унапред 11

IV.1.1. Динарска ликвидност 13
IV.1.2. Кретање каматних стопа 13
IV.1.3. Крива приноса на међубанкарском тржишту новца 14
IV.1.4. Примарно тржиште државних ХоВ у динарима − коефицијент реализације и учешће страних инвеститора 14
IV.1.5. Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ 14
IV.1.6. Кретање каматних стопа на динарске кредите и депозите привреди и становништву 15
IV.1.7. Кретање каматних стопа на девизне кредите и депозите привреди и становништву 15
IV.1.8. Показатељ премије ризика – *EMBI* по земљама 16
IV.1.9. Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала 17
IV.1.10. Структура финансијског биланса 17
IV.1.11. Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту 18
IV.1.12. Краткорочна волатилност курса динара према евру 18
IV.1.13. Кретање курсева одређених националних валута према евру 19
IV.1.14. Индекс *BELEX15* и промет на Београдској берзи 19
IV.1.15. Кретање берзанских индекса у земљама у региону 20

IV.2.1. Монетарни агрегати и потрошачке цене 20
IV.2.2. Доприноси мг. расту М2, секторска структура 21
IV.2.3. Кредитна активност и БДП 22
IV.2.4. Структура новоодобрених кредита привреди 22
IV.2.5. Утицај појединих фактора на промену кредитних стандарда у одобравању кредита и кредитних линија предузећима 23
IV.2.6. Утицај појединих фактора на промену кредитних стандарда у одобравању кредита и кредитних линија становништву 23
IV.2.7. Учешће динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву 24
IV.2.8. Учешће *NPL* у укупним кредитима, бруто принцип 24

IV.3.1. Индекси цена непокретности *DOMex* и број прометованих непокретности 25
IV.3.2. Индекси броја издатих дозвола новоградње 25

IV.4.1. Доприноси мг. стопи раста БДП-а – расходна страна 26
IV.4.2. Потрошња домаћинстава 26
IV.4.3. Потрошња државе 27
IV.4.4. Извоз и увоз робе и услуга 28
IV.4.5. Кретање показатеља екстерне тражње и извоза Србије 28
IV.4.6. Кретање главних компоненти увоза 29
IV.4.7. Робна размена у еврима 29
IV.4.8. Увоз енергената 29

IV.5.1. Кретање показатеља економске активности 34
IV.5.2. Физички обим производње по гранама прерађивачке индустрије 35
IV.5.3. Физички обим производње у енергетици и рударству 35
IV.5.4. Доприноси мг. расту физичког обима индустријске производње 36

IV.6.1. Кретање реалне нето зараде (дсз. подаци) 36
IV.6.2. Однос просечне номиналне нето зараде у јавном сектору и ван јавног сектора 37
IV.6.3. Кретање реалне нето зараде (мг. раст, у %) 37

IV.6.4. Кретање продуктивности, бруто реалних зарада и јединичних трошкова рада у индустрији 37
IV.6.5. Показатељи тржишта рада према Анкети о радној снази 38
IV.6.6. Просечна месечна новчана накнада за незапосленост 38

IV.7.1. Кретање БДП-а и показатеља економске активности зоне евра 40
IV.7.2. Водећи показатељи сектора производње по земљама − *PMI Manufacturing* 40
IV.7.3. Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2015. и 2016. ММФ-а 41
IV.7.4. Водећи економски показатељи у САД 41
IV.7.5. Кретања на тржишту рада у САД 41
IV.7.6. Кретање хармонизованог индекса потрошачких цена по земљама 42
IV.7.7. Кретање референтних стопа по земљама 43
IV.7.8. Принос на десетогодишње обвезнице по земаљама 43
IV.7.9. Кретање курсева одређених националних валута према долару 44
IV.7.10. Имплицитна волатилност међународног финансијског тржишта 45
IV.7.11. Кретање цена нафте и бакра 45
IV.7.12. Индекс светских цена хране 45

V.0.1. Индекс монетарних услова 50
V.0.2. Производни јаз 50
V.0.3. Претпоставка о кретању светских цена примарних пољопривредних производа 51
V.0.4. Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент 51
V.0.5. Краткорочна пројекција инфлације 53
V.0.6. Утицај РМТП на кретање цена хране 53
V.0.7. Пројекција инфлације 54
V.0.8. Пројекција раста бруто домаћег производа 56
V.0.9. Поређење текуће с претходном пројекцијом раста БДП-а 57
V.0.10. Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације 58
V.0.11. Остварење пројекције инфлације из новембра 2014. 58

Табеле

III.0.1. Раст потрошачких цена по компонентама 8
III.0.2. Показатељи раста цена 9

IV.2.1. Монетарни агрегати 21
IV.4.1. Показатељи кретања инвестиција 27
IV.5.1. Годишњи раст и доприноси расту БДП-а 34
IV.6.1. Кретања запослености и незапослености 39

V.0.1. Претпоставке пројекције 52
V.0.2. Пројекције главних макроекономских показатеља за Србију 55

Табела А. Индикатори екстерне позиције Србије 61
Табела Б. Основни макроекономски индикатори 62

Графикони у освртима

О.1.1. Промена удаљености Србије од „најбоље праксе“ 31
О.2.1. Учешће основних макроекономских агрегата у БДП-у 46
О.2.2. Композитни индекс берзе у Шангају 47
О.2.3. Однос курса долара и кинеске валуте 47
О.3.1. Остварење пројекције инфлације из новембра 2014. 59
О.3.2. Остварење пројекције инфлације из новембра 2013. 60

Табеле у освртима

О.1.1. Индекс глобалне конкурентности за Србију 31
О.2.1. Претпоставке пројекције из Извештаја о инфлацији − новембар 2014. 59

Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе

2014. година

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

2015. година

Датум	Референтна каматна стопа (на годишњем нивоу, у %)	Промена (у базним поенима)
15. јануар	8,00	0
12. фебруар	8,00	0
12. март	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		

Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије

Саопштење са седнице Извршног одбора, 10. 9. 2015.

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је на данашњој седници да референтну каматну стопу смањи за 0,5 процентних поена, тако да она од данас износи 5,0 одсто.

Разматрајући актуелна монетарна и макроекономска кретања и пројекције, Извршни одбор је констатовао да су инфлаторни притисци и даље ниски, а инфлациона очекивања усидрена у границама циља Народне банке Србије. Ниским инфлаторним притисцима доприносе пре свега ниске цене примарних производа на светском тржишту, ниска инфлација у међународном окружењу, релативна стабилност девизног курса и ефекти фискалне консолидације. Иако се са августовским повећањем цене електричне енергије међугодишњи раст регулисаних цена вратио у позитивну зону, допринос регулисаних цена инфлацији би ове године требало да буде мањи од уобичајеног. Уз досадашње ублажавање монетарне политике и постепено ишчезавање дезинфлаторних ефеката пада цена примарних пољопривредних производа, инфлација у наредном периоду би се одржавала око доње границе циља од 2,5%, уз могућност уласка у те границе крајем ове или почетком наредне године, а њено приближавање циљу од 4% очекује се од средине 2016. године.

Извршни одбор је оценио да повећању отпорности домаће привреде на присутне ризике из међународног окружења посебно доприносе фискална консолидација, повољнији изгледи привредног раста од раније очекиваних, смањење спољне неравнотеже и очекивана друга позитивна оцена аранжмана с Међународним монетарним фондом.

Одлуком о даљем ублажавању монетарне политике, не само смањењем референтне каматне стопе већ и стопе обавезне резерве, а с обзиром на ниске инфлаторне притиске, монетарна политика доприноси започетом економском опоравку. Извршни одбор је имао у виду и да је Европска централна банка кориговала наниже пројекцију привредног раста зоне евра, као и да постоји могућност да програм квантитативног попуштања буде продужен. У условима када је све извесније да ће ФЕД започети повећање референтне каматне стопе, програм квантитативног попуштања Европске централне банке повољно утиче на ликвидност на међународном финансијском тржишту и умањује ризике у погледу кретања капитала према земљама у успону.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће се донети одлука о референтној каматној стопи одржаће се 15. октобра.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 14. 10. 2015.

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је на данашњој седници да референтну каматну стопу смањи за 0,5 процентних поена, тако да она од данас износи 4,5 одсто.

Извршни одбор је констатовао да је међугодишња инфлација наставила да се креће испод доње границе дозвољеног одступања од циља и да је у септембру 2015. износила 1,4 одсто. Инфлаторни притисци и даље су ниски и потичу од ниске инфлације у међународном окружењу и ниских цена примарних производа, као и релативне стабилности курса динара, којој доприносе поправљање макроекономских перформанси земље, а пре свега повољна фискална и платнобилансна кретања. У прилог томе говори примарни фискални суфицит у првих осам месеци 2015. и потпуна покривеност текућег дефицита платног биланса приливом страних директних инвестиција. Инфлациона очекивања усидрена су у границама циља Народне банке Србије, а у случају финансијског сектора и привреде она су и нижа од циља од 4 одсто.

Досадашње ублажавање монетарне политике и постепено ишчезавање дезинфлаторних ефеката пада цена примарних пољопривредних производа требало би да утичу на повратак међугодишње инфлације у границе циља почетком наредне године, док се њено приближавање циљу од 4 одсто очекује од средине 2016.

Извршни одбор очекује да ће наставак ублажавања монетарне политике, кроз смањење референтне каматне стопе и постепено смањење стопе обавезне резерве, допринети даљем снижавању каматних стопа банака на кредите, као и опоравку кредитне активности.

Приликом доношења одлуке о референтној каматној стопи Извршни одбор је имао у виду успоравање привредног раста на светском нивоу, што би могло утицати на то да монетарне политике развијених земаља остану експанзивне дуже него што се до сада очекивало. То би повољно утицало на ликвидност на међународном финансијском тржишту и умањило ризике у погледу кретања капитала према земљама у успону.

Извршни одбор је оценио да повољнијој макроекономској перспективи земље доприносе фискална консолидација и структурне реформе, смањење спољне неравнотеже и очекивана друга позитивна оцена аранжмана с Међународним монетарним фондом.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће се донети одлука о референтној каматној стопи одржаће се 12. новембра.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 12. 11. 2015.

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

Доносећи одлуку о задржавању референтне стопе, Извршни одбор је имао у виду очекиване ефекте досадашњег снижавања референтне каматне стопе и постепеног смањења стопе девизне обавезне резерве на кретање инфлације у наредном периоду, али и даље присутне екстерне ризике. У највећој мери неизвесност потиче од различитог карактера монетарних политика централних банака најзначајнијих светских економија у наредном периоду. Повећање референтне каматне стопе ФЕД-а могло би неповољно да утиче на ликвидност на међународном финансијском тржишту и кретање капитала према земљама у успону. Ипак, према оцени Извршног одбора, повећању отпорности домаће привреде на поменуте ризике из међународног окружења доприносе ефекти мера фискалне консолидације, повољнији изгледи привредног раста од очекиваних, смањење спољне неравнотеже и доследно спровођење аранжмана с Међународним монетарним фондом.

Разматрајући актуелна монетарна и макроекономска кретања и пројекције, Извршни одбор је констатовао да су инфлаторни притисци и даље ниски, чему пре свега доприносе ниска инфлација у међународном окружењу, ниске цене примарних производа на светском тржишту, релативна стабилност девизног курса, позитивни ефекти фискалне консолидације и даљи пад инфлационих очекивања. Привремени повратак међугодишње инфлације у границе циља очекује се почетком наредне године по основу искључења прошлогодишњих појефтињења нафтних деривата и цигарета из обрачуна, а до трајније стабилизације инфлације у границама циља требало би да дође од средине 2016.

Извршни одбор је усвојио новембарски Извештај о инфлацији, који ће бити представљен јавности у четвртак, 19. новембра.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће бити донета одлука о референтној каматној стопи одржаће се 10. децембра.

CIP - Каталогизација у публикацији
Народна библиотека Србије, Београд

33

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

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