

реални раст динарског примарног новца убрзан је на 22,2%, док је реални пад укупног примарног новца успорен на 1,6%.

Динарски примарни новац је током Т1 креиран по основу нето куповине девиза на МДТ-у (са 11,1 млрд динара) од стране Народне банке Србије, девизних трансакција платног промета с Косовом и Метохијом (9,8 млрд динара) и смањења пласмана банака у репо ХоВ (7,5 млрд динара).¹² С друге стране, држава је током Т1 деловала у смеру повлачења ликвидности (17,1 млрд динара). Средства на рачуну државе код Народне банке Србије повећана су због иницијално позитивних ефеката фискалне консолидације, боље пореске дисциплине, повећаног једнократног прилива, али и прилива по основу продатих ХоВ.

У структури динарског примарног новца, највећи раст бележи износ преконоћних депозита које су банке држале код Народне банке Србије (48,3 млрд динара). То повећање потврђује процену Народне банке Србије да је смањење вишкова ликвидности банкарског сектора крајем претходне и почетком ове године било привремено. Повећан је и износ средстава на рачунима локалних органа власти (2,3 млрд динара), готовине у благајни (1,8 млрд динара) и обрачунате

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

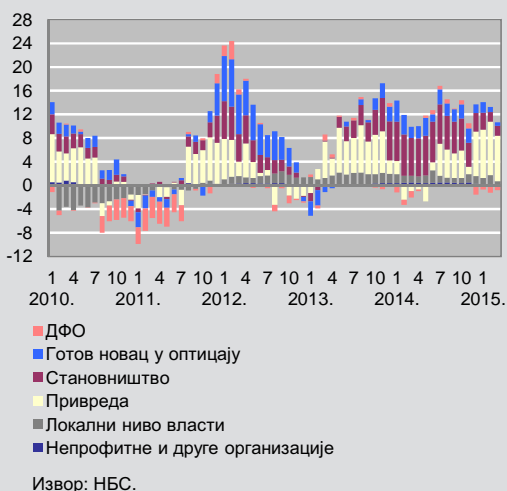
	2014.			2015.	Учеће у М3 март 2015. (у %)
	Јун	Септ.	Дец.	Март	
М3	3,5	4,4	6,8	6,5	100,0
Девизни депозити	0,2	1,7	5,2	5,9	69,1
М2	11,3	10,7	10,3	7,9	30,9
Динарски орочени и штедни депозити	-6,8	4,1	13,2	6,7	9,3
М1	20,4	13,7	9,1	8,4	21,6
Депозити по виђењу	28,5	16,6	11,1	11,7	15,4
Готов новац у оптицају	4,0	7,3	4,8	1,1	6,2

Извор: НБС.

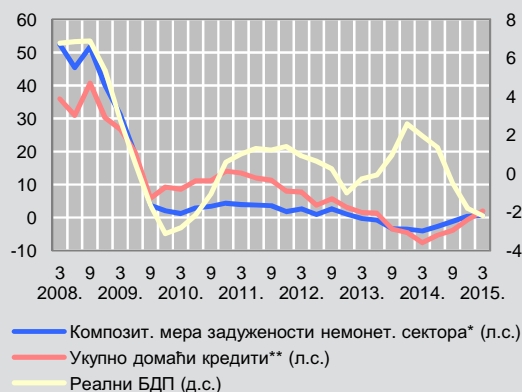
обавезне резерве која се издваја у динарима (1,9 млрд динара). Истовремено, средства на жиро рачунима банака смањена су за 24,7 млрд динара, а сезонски уобичајено, пад је забележио и готов новац у оптицају (16,1 млрд динара).

Све категорије динарских депозита биле су у паду, тако да су М1 и М2 реално смањени за 9,3% и 8,8%,

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



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



* 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.

¹² Од краја фебруара до почетка априла Народна банка Србије није организовала репо аукције, тако да банке нису пласирале средства у репо ХоВ.

респективно. Таква кретања утицала су на то да, и поред раста девизних депозита (200,9 млн евра), и МЗ забележи пад од 3,0%. Посматрано на мг. нивоу, реални раст новчане масе је у марту успорен, и то М1 на 8,4%, М2 на 7,9% и М3 на 6,5%. На повлачење МЗ током Т1 највише утицаја имали су раст средстава на рачунима државе и смањено кредитирање приватног сектора, пре свега привреде.

Посматрано по компонентама новчане масе М3, највећи пад у Т1 исказала су средства на депозитима по виђењу (18,3 млрд динара), првенствено средства на рачунима привредних друштава, пре свега из сектора трговине, грађевинарства и рударства. Предузећа из истих области смањила су средства и на динарским рачунима дужих рочности, што се највише одразило на пад ове категорије депозита, који је износио 12,0 млрд динара. У паду су била и средства на рачунима становништва, локалних нивоа власти и ДФО, док су једино повећани износи на рачунима јавних предузећа.

Од тога, динарска штедња становништва је смањена за 1,5 млрд динара и крајем марта је износила 36,5 млрд динара. Смањени су депозити краћих рочности, пре свега између шест и 12 месеци, док је дугорочна штедња благо повећана. Супротно динарској, девизна штедња грађана је повећана за 106,3 млн евра и крајем марта је достигла 8,4 млрд евра. Највише су повећани девизни депозити по виђењу и депозити орочени на период између шест месеци и једне године.

Кредити

Супротно кретањима из претходна два тромесечја, домаћи кредити су у Т1 исказали пад, који је по искључењу ефекта промене девизног курса¹³ износио 1,0%, док је њихово учешће у оцењеном БДП-у смањено за 0,2 п.п., на 48,2% у марту. Народна банка Србије настоји да стимулише кредитну активност и преокрене ове тенденције смањењем референтне каматне стопе и изменама регулативе о обавезној резерви.

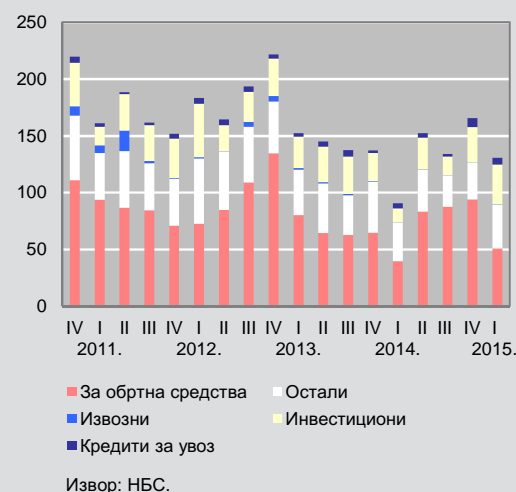
Ипак, посматрано на мг. нивоу, раст домаћих кредита је убрзан, као резултат ниске прошлогодишње базе и програма субвенционисаних кредита, који је

обележио активност на овом тржишту током П2 2014. Мг. раст домаћих кредита је у марту, по програмском курсу, износио 2,0%, при чему је раст кредита привреди убрзан на 3,0%, док је раст кредита становништву био нешто нижи него крајем 2014. и износио је 3,5%.

Кредити привреди су, посматрано по програмском курсу, у Т1 смањени за 1,2%. На такво кретање утицали су нижи обим кредитне активности, који је уобичајен за почетак године, али и окончање програма субвенционисаних кредита, који је био главни покретач опоравка у П2 2014. И поред тога, износ новоодобрених кредита привреди у Т1 био је нешто виши у односу на исти период претходне године. Банке су и даље највише одобравале кредите за обртна средства, који су чинили око 40% новоодобрених кредита привреди. Иако је незнатно повећано у поређењу с претходним тромесечјем, учешће инвестиционих кредита у новим кредитима привреди је због недостатка инвестиционих пројеката и даље ниско (око 22%).

Резултати априлске анкете Народне банке Србије о кредитној активности банака¹⁴ указују да банке нису поштриле кредитне стандарде привреди. Према

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



¹³ Обрачунато по курсу динара према евра, 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.

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

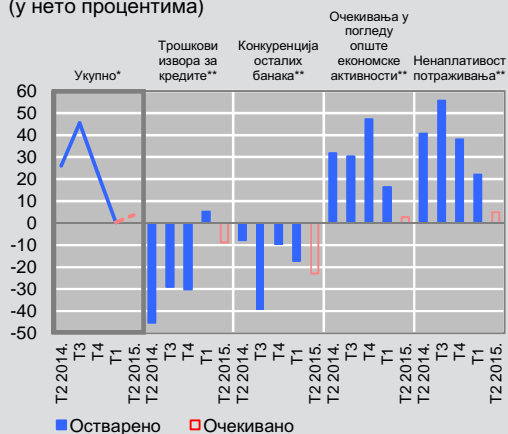
мишљењу банака, разлог за то је конкуренција на кредитном тржишту, иако су ризици у погледу могућности наплате потраживања и колатерала, као и неповољна очекивања о будућем привредном расту и даље присутни. Банке оцењују да су услови задуживања предузећа били повољнији по основу нижих маржи, пратећих трошкова и дужих рокова отплате, а да су њихови захтеви у погледу колатерала и максималног износа кредита били строжи. Истовремено, тражња предузећа за кредитима, и динарским и девизним, била је нижа у односу на претходно тромесечје. У наредном периоду очекује се њено повећање, које би требало да буде вођено потребом реструктурирања дугова и финансирањем обртних средстава.

И кредити становништву су опали, и то за 0,3%. Обим новоодобрених кредита у Т1 био је на сличном нивоу као и претходних месеци. Као и раније, банке су грађанима највише одобравале готовинске кредите, који су чинили скоро половину новоодобрених кредита. Учешће стамбених кредита у новоодобреним кредитима и даље је ниско, што је и очекивано с обзиром на релативно ниска примања

становништва и неповољну ситуацију на тржишту некретнина. Коришћење најмање заступљених, потрошачких кредита било је ниже него у Т4 2014. Од скупљих категорија кредита, смањено је задуживање грађана по кредитним картицама и коришћење револвинг кредита, док је износ прекорачења по текућим рачунима био нешто виши него у претходним месецима.

Према априлској анкети о кредитној активности, банке су под утицајем конкуренције у Т1 ублажиле стандарде за динарске кредите становништву. Наставак ублажавања стандарда за динарске, али и девизне кредите очекује се и у Т2. Банке оцењују да су каматне марже и пратећи трошкови смањени, али да су поштрени захтеви у погледу рокова отплате и средстава обезбеђења кредита (колатерала, учешћа и хипотеке). Супротно очекивањима, тражња грађана за кредитима била је нижа него у Т4 2014, при чему је пад забележен за готово све врсте кредита. Ниска примања становништва и неповољна ситуација на тржишту рада и некретнина били су главни фактори који су утицали на грађане да се уздржавају од новог задуживања. Банке очекују

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

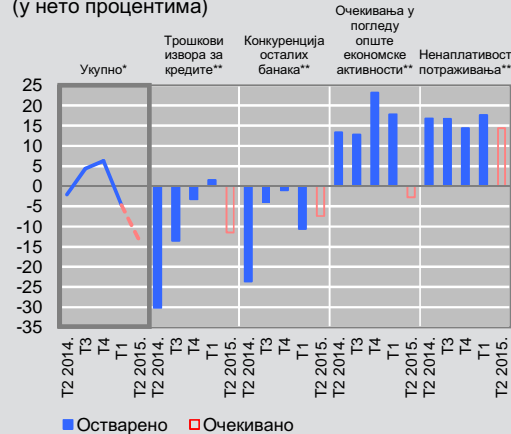


Извор: НБС.

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

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

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



Извор: НБС.

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

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

опоравак тражње у наредном периоду, који би требало да буде вођен потребом рефинансирања постојећих обавеза.

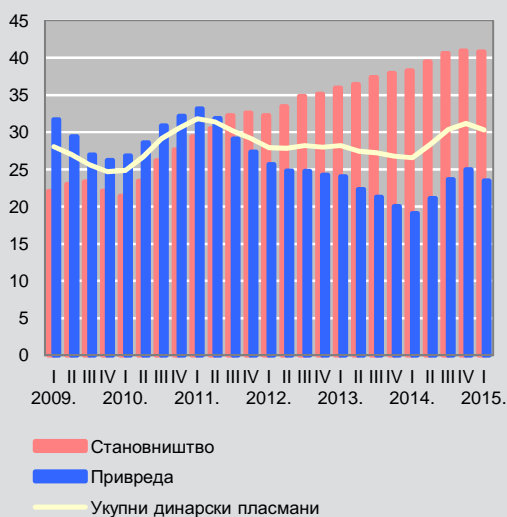
Народна банка Србије је у фебруару донела посебну одлуку¹⁵ како би помогла грађанима да превазиђу тешкоће у случају једностраног подизања каматних маржи од стране банака, као и у отплати кредита у швајцарским францима. Према овој одлуци, банке су дужне да вишак средстава који су наплатиле по основу једностраног повећања маржи пре почетка примене Закона о заштити корисника финансијских услуга урачунају у превремену отплату кредита, независно од валуте у којој је кредит индексиран. Такође, банке су у обавези да корисницима кредита у швајцарским францима понуде четири модела измене услова отплате кредита, уз задржавање постојећих инструмената обезбеђења. Предложена су два модела конверзије у кредит индексиран у еврима, као и два модела задржавања постојеће индексације, уз снижавање каматне стопе и продужење рока отплате кредита или снижавање месечне рате у периоду од три године и отплату тог умањења након истека првобитног рока доспећа кредита.

Са окончањем програма субвенционисаних кредита, заустављен је и раст учешћа динарских пласмана у укупним пласманима привреде и становништву. Крајем марта у динарима је било 30,3% пласмана банака овим секторима, или за 0,9 п.п. ниже у односу на крај 2014. Смањење степена динаризације пласмана било је израженије код привреде (за 1,5 п.п., на 23,5%) него код становништва (за 0,1 п.п., на 40,8%).

Један од фактора који ограничава бржи раст кредитне активности је и релативно висок ниво *NPL*. Пад кредитне активности од почетка године једним делом је допринео да учешће *NPL* у укупним кредитима, рачунато по бруто принципу, буде повећано за 0,3 п.п. у односу на крај 2014, на 21,8% у фебруару. При томе, учешће *NPL* код сектора привреде и становништва је повећано за по 0,2 п.п. и износило је 24,9% за привреду и 10,5% за становништво.

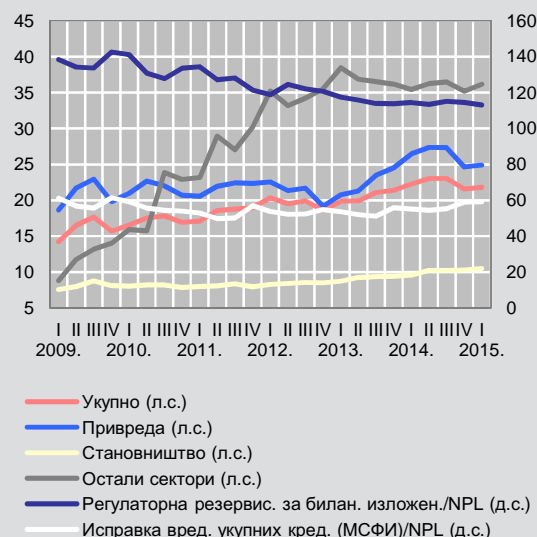
Међутим, и поред високог учешћа *NPL* у укупним кредитима, коефицијент адекватности капитала од 20,0% указује да стабилност домаћег банкарског сектора није нарушена. Исправка вредности укупних

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



Извор: НБС.

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



Извор: НБС.

¹⁵ Одлука о мерама за очување стабилности финансијског система у вези с кредитима индексираним у инострану валуту, "Службени гласник РС", бр. 21/2015.

кредита у фебруару је износила 59,2% *NPL*, а регулаторна резервисања за билансну изложеност¹⁶ и даље у потпуности покривају износ бруто *NPL* и у фебруару су износила 113,0%.

Доношење свеобухватне стратегије за решавање проблема *NPL* један је од саставних делова економског програма који Србија намерава да спроведе у наредном периоду, на који се обавезала и приликом закључивања аранжмана с ММФ-ом. Као рок за њено доношење одређен је крај јуна 2015, а треба да садржи следеће елементе – јачање способности банака за решавање питања *NPL*, уклањање препрека за отпис и продају потраживања, јачање система судског стечаја, увођење института личног банкрота и промовисање механизма вансудског реструктурирања дугова.

3. Тржиште непокретности

Кретања на тржишту некретнина била су неповољна и у Т1, на шта указује пад цена некретнина и смањен промет и број издатих грађевинских дозвола.

Након стагнације у Т4, цене некретнина, мерене индексом *DOMex*¹⁷, опале су током Т1 за 2,4%. Посматрано по регионима, највећи пад цена регистрован је у региону Београда, нешто нижи у јужној и источној Србији, док су цене некретнина у Војводини, Шумадији и западној Србији биле у благом порасту. Просечна цена некретнине у Т1 износила је 848,3 евра по квадратном метру и била је за 3,6% нижа у односу на просечну забележену цену у 2014.

Ниска куповна моћ узрокована смањењем зарада и високом незапослености и даље је основни фактор који кочи опоравак тржишта непокретности, па се пад цена није одразио на повећање промета. Укупан остварени промет некретнина на територији Србије¹⁸ је у Т1 износио 1.103, што је најнижа тромесечна вредност промета од 2007, тј. од када су доступни

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



подаци у овом облику. Учешће прометованих некретнина по регионима било је стабилно и током Т1, тако да у том сегменту и даље доминирају регион Београда (44,2% укупног промета) и Војводине (28,5%).

Поред ниске куповне моћи, на нижу тражњу за некретнинама утицало је и поштравање кредитних стандарда банака за одобравање стамбених кредита. Ипак, тражња за некретнинама би у наредном периоду могла да порасте, имајући у виду смањену атрактивност осталих видова улагања.

Негативна кретања на тржишту некретнина настављена су и на страни понуде. Број завршених станова у 2014. био је за око 50% нижи у односу на 2013, а број издатих грађевинских дозвола за нове станове за 3,1%. Током прва два месеца у 2015. забележен је пад броја издатих грађевинских дозвола за изградњу зграда (22,0% дсз.), док је у односу на исти период претходне године тај показатељ нижи за 27,2%. Једно од могућих објашњења за овакав пад је то што су инвеститори

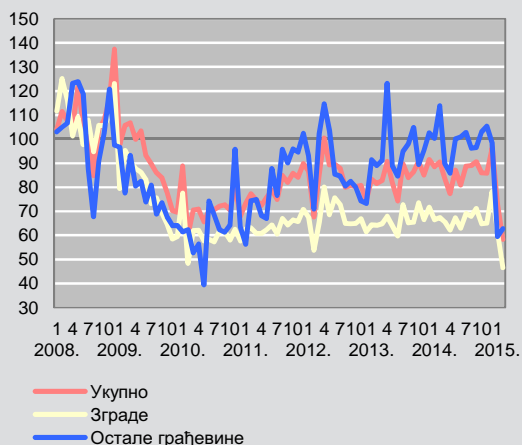
¹⁶ Регулаторна резерва није рачуноводствена категорија, што значи да не пролази кроз биланс успеха, већ само служи за обрачун капитала банака. Ради се на групној основи по класама активе за које су дефинисани износи резервисања (0%, 2%, 15%, 30% и 100%, потраживања класификованих у категорије А, Б, В, Г и Д, респективно).

¹⁷ 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*.

¹⁸ И број прометованих непокретности и цена стана по квадратном метру такође се односе само на некретнине чија је куповина финансирана осигураним кредитима.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

одлагали подношење захтева због тога што је од марта ступила на снагу нова обједињена процедура за издавање грађевинских дозвола, од које се очекивало да олакша и убрза тај процес.

4. Агрегатна тражња

Опоравак извоза у већем броју грана прерађивачке индустрије и раст приватних инвестиција позитивно су допринели кретању агрегатне тражње у Т1 и неутралисали краткорочне негативне ефекте фискалне консолидације на финалну потрошњу домаћинства и државе и државне инвестиције.

Пад агрегатне тражње на мг. нивоу у Т1, који је према прелиминарној процени Републичког завода за статистику износио 1,9%, био је вођен негативним доприносом нето извоза и финалне потрошње домаћинства и државе, док је опоравак инвестиција приватног сектора деловао у супротном смеру.

Домаћа тражња

Кретање већине показатеља **приватне потрошње** указује на наставак смањења ове компоненте укупне тражње, која је у Т1, према нашој процени, била за 1,1% дсз. нижа у односу на Т4. Промет у трговини на мало смањен је за 2,8% дсз., а настављен је и пад увоза потрошних добара. На мг. нивоу је пето тромесечје заредом настављен пад приватне потрошње (1,0%), уз негативан допринос укупној тражњи од 0,8 п.п., али је тај пад ипак био спорији него у Т4. Успоравање пада приватне потрошње у условима смањених плата и пензија упућује да би утицај фискалне консолидације на ову компоненту тражње могао бити нижи од раније очекиваног.

То делимично потврђује и кретање извора потрошње у Т1. Пад просечне реалне зараде био је релативно низак (1,2% мг.). То је, поред повећање броја запослених у односу на Т1 2014, допринело да реална маса зарада буде нижа за свега 0,8% мг. Нешто већи реални мг. пад (3,2%) забележили су трансфери социјалног осигурања. С друге стране, већи обим продаје средстава по основу примљених дознака из иностранства и непромењена динамика одобравања нових кредита намењених текућој потрошњи ублажили су пад главних извора приватне потрошње.

Позитиван допринос укупној тражњи у Т1 дале су **приватне инвестиције**, које су, према нашој процени, порасле за 4,1% дсз. До опоравка ове компоненте тражње дошло је и на мг. нивоу, будући да је након четири тромесечја пада у Т1 остварен раст од 1,8%, уз позитиван допринос укупној тражњи од 0,3 п.п. На таква кретања указује пре свега раст увоза средстава за рад, који је у Т1 наставио раст (6,0% дсз.). С друге стране, показатељи у грађевинарству упућују на пад инвестиција, с обзиром на смањење ефективних часова рада у грађевинарству и нижу производњу грађевинског материјала. У Т1 је благо смањен и прилив СДИ, док је износ новоодобрених инвестиционих кредита привредним субјектима тек незнатно повећан у односу на Т4.

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



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



Поред раста фиксних инвестиција, у Т1 су повећане инвестиције у обртна средства, што потврђује раст физичког обима **залиха** индустријских производа од 5,1% дсз. Посматрано по категоријама, највише су порасле залихе капиталних производа, у оквиру којих је највеће учешће залиха моторних возила, што би у наредном периоду требало додатно да подстакне раст извоза. Такође, порасле су и залихе нетрајних производа за широку потрошњу, пре свега због раста залиха прехранбених производа.

Пад **потрошње државе** је у Т1 био очекиван и, према нашој процени, износио је 4,5% дсз. Пад државне потрошње забележен је и на м.г. нивоу (6,0%), уз негативан допринос укупној тражњи од 1,1 п.п. Расходи за зараде у јавном сектору су, сходно очекивањима, наставили пад и у Т1 су били нижи 6,2% дсз. у односу на Т4. Такође, мере штедње одразиле су се и на смањење издатака за куповину робе и услуга за 16,2% дсз.

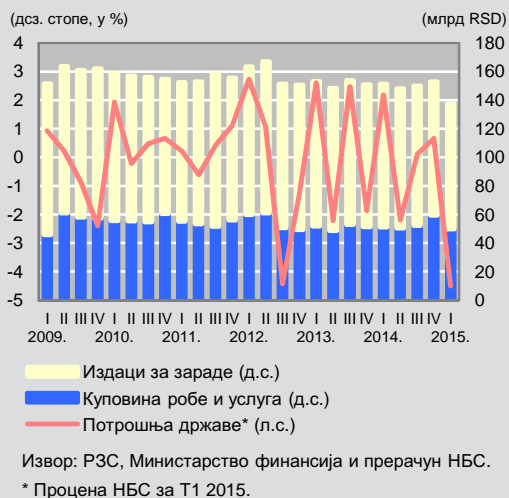
Спорија реализација капиталних расхода буџета у Т1 утицала је на наставак пада **инвестиција државе**, које су смањене 9,5% дсз. Пад је забележен и на м.г. нивоу (25,1%), уз негативан допринос укупној тражњи од 0,4 п.п.

Табела IV.4.1. Показатељи кретања инвестиција

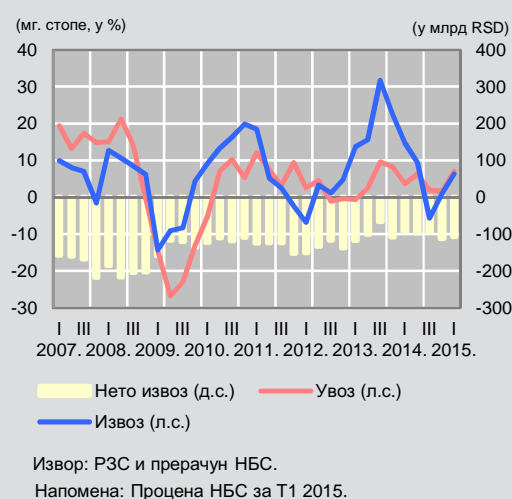
	2014.				2015.
	I	II	III	IV	I
Реални показатељи (дсз. подаци, тромесечни раст, у %)					
Ефективни часови и рада у грађевинарству					
	4,0	-8,8	0,71	-1,7	-0,6*
Залихе					
индустријских производа					
	-0,3	1,2	-2,2	-1,6	5,1
Индустријска производња капиталних производа					
	-7,3	-0,5	-1,2	-0,7	16,5
Извоз					
средства за рад**					
	5,3	-3,7	-1,3	0,2	26,9
Увоз					
	-6,3	-1,3	1,2	2,0	6,1
Залихе					
капиталних производа					
	-19,9	1,9	0,7	5,2	5,6
Индустријска производња интермедијарних производа					
	-3,4	-6,1	2,1	-0,9	4,8
Извоз					
интермедијарних производа**					
	0,8	-1,3	0,1	0,6	1,3
Увоз					
	1,6	-4,1	-2,0	1,2	-0,1
Залихе					
интермедијарних производа					
	1,2	1,9	-0,2	-0,7	0,0
Индустријска производња грађевинског материјала					
	8,5	-5,1	2,7	4,2	-10,5
Залихе грађевинског материјала					
	-7,9	1,7	-3,2	-1,8	-2,6
Инвестиције државе***					
	39,1	37,5	-27,9	-9,1	-9,5

* Процена РЗС.
** Извоз и увоз су изражени у еврима.
*** Инвестиције државе су дефлациониране индексом цена произвођача индустријских производа.

Графикон IV.4.3. Потрошња државе (реални износи)



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



Нето екстерна тражња

Процењени реални извоз робе и услуга је у Т1 наставио раст (4,0% дсз.) и за разлику од Т4, када је доминирао извоз пољопривредних производа, сада почива на широј основи, с обзиром на опоравак већег броја извозних грана прерађивачке индустрије. Нешто већи раст (2,2% дсз.) у односу на претходно тромесечје бележи и процењени реални увоз робе и услуга, чија је структура такође побољшана, будући да је повећан увоз средстава за рад. Бржи раст извоза робе и услуга од њиховог увоза у Т1 позитивно је утицао на кретање укупне тражње са 0,5 п.п.

Посматрано на мг. нивоу, процењени допринос нето извоза је и у Т1 остао негативан (2,0 п.п.), као последица већег раста реалног увоза (9,0%) у односу на реални извоз робе и услуга (6,9%).

На раст домаћег извоза у Т1 повољно су утицала кретања у међународном окружењу, као и побољшање ценовне конкурентности. Показатељ екстерне тражње¹⁹ наставио је раст и у Т1, при чему је највеће побољшање економске климе забележено у Италији, која је у 2014. била наш најзначајнији спољнотрговински партнер. Поред тога, депрецијација номиналног ефективног курса динара од 3,1%²⁰, делимично ублажена бржим растом

домаћих у односу на стране цене (1,1%), водила је депрецијацији реалног ефективног курса динара од 2,0%, што је, уз наставак пада јединичних трошкова рада у индустрији, побољшало конкурентност.

Раст робног извоза израженог у еврима у Т1 је додатно убрзан на 8,0% дсз. Највећи допринос расту након годину дана поново потиче од извоза моторних возила, који је повећан 22,7% дсз. Извоз компаније „Фијат аутомобили Србија“ у Т1 износио је 373,3 млн евра, чиме је достигнут ниво извоза из Т1 2014. То повећање може се довести у везу с растом тражње на главним извозним тржиштима, на шта указује раст продаје аутомобила групације „Фијат“ у највећим привредама зоне евра (Немачка, Француска, Италија) од око 10% у Т1.

Поред моторних возила, знатан подстицај расту робног извоза дао је и извоз основних метала и производа од метала, који су повећани 11,8% дсз. и 24,7% дсз., респективно. То је делом резултат пада цена сировина на светском тржишту (видети Осврт 2, стр. 36), што потврђује и чињеница да се међу петнаест највећих извозника у Србији у Т1 налази чак пет предузећа из ових области индустрије.

Током Т1 настављен је и висок раст извоза пољопривредних производа (15,3% дсз.). Високе

¹⁹ 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.

²⁰ Визрачунат као геометријски просек номиналних курсева EUR/RSD и USD/RSD, с пондерима 0,8 и 0,2, респективно, тј. према формули $(EUR/RSD)^{0,8} * (USD/RSD)^{0,2}$.

нетрајних потрошних добара (9,3% дсз.) и капиталних производа (4,1% дсз.), док је увоз интермедијарних производа стагнирао. Једина категорија увоза која је остварила раст у Т1, према овој класификацији, јесу трајна потрошна добра, чији је увоз виши за 13,2% дсз.

У марту се робни извоз налазио 63,6% изнад преткризног нивоа²², а након дужег периода преткризни ниво је достигао и робни увоз. Покривеност робног увоза извозом²³ благо је смањена у Т1 (0,5 п.п.) и у марту је износила 71,9%.

5. Економска активност

Опоравак екстерне тражње кроз допринос прерађивачкој индустрији и ревитализација рударско-енергетског комплекса неутралисали су негативна кретања у услужним секторима у Т1.

Према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, БДП је у Т1 смањен 1,9% мз., уз пад активности у већини сектора. Ипак, позитивна кретања забележена су у прерађивачкој индустрији, чији је физички обим производње, након три узастопна тромесечја пада, у Т1 остварио мз. раст.

Услед бржег опоравка у зони евра и нижих цена индустријских сировина, процена раста БДП-а у 2015. ревидирана је навише, тако да се уместо благе рецесије очекује стагнација.

Започети опоравак индустријске производње у Т4, који је додатно убрзан у Т1 на 4,9% дсз., неутралисао је негативна кретања у услужним секторима, тако да су на нивоу тромесечја БДП и НДВ остали готово непромењени. Иако се економска активност још налази испод свог преткризног нивоа²⁴ (2,3% мерено БДП-ом и 1,7% мерено НДВ-ом), текућа кретања уливају оптимизам у скори повратак економске активности на тај ниво.

Очекивани опоравак производње у секторима рударства и снабдевања електричном енергијом, гасом и паром настављен је и у Т1. Раст физичког обима производње у сектору рударства износио је

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



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	0,0	0,0
Пољоприв реда	20,9	1,5	0,8	0,1	-3,9	-0,3
Индустрија	6,0	1,2	-7,1	-1,5	4,6	0,9
- Прерађивачка индустрија	5,7	0,8	-1,7	-0,3	2,8	0,4
- Рударство и енергија	8,8	0,4	-21,3	-1,0	13,3	0,5
Грађевинарство	-3,9	-0,2	0,9	0,0	4,0	0,2
Услуге	0,3	0,1	-0,5	-0,2	-2,0	-1,0
Нето порези	-1,1	-0,2	-0,6	-0,1	0,6	0,1

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

3,5% дсз. и био је у потпуности вођен повећаном експлоатацијом угља (15,7% дсз.), док је експлоатација сирове нафте и гаса и метала благо опала. Због веће експлоатације, повећане су и залихе угља, као резултат наставка ревитализације нашег највећег угљенокопа Тамнава – Западно поље. Повећана производња угља утицала је и на раст физичког обима производње у сектору снабдевања електричном енергијом, гасом и паром (11,6% дсз.). Очекујемо да ће се производња у овим секторима у Т3 вратити на ниво пре поплава.

²² Ниво из П1 2008.

²³ 12-месечни покретни просек.

²⁴ Ниво из П1 2008.

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



Поред рударства и енергетике, снажан раст физичког обима производње забележен је и у прерађивачкој индустрији (5,1% дсз.). Охрабрујуће је што је тај раст био заснован на широј основи, тј. опоравку већег броја извозно оријентисаних грана, што указује на опоравак екстерне тражње и пружа солидну основу за наставак експанзије и у наредним тромесечјима. Највећи позитиван допринос потиче од производње фармацевтских производа и производа од метала, док су производња моторних возила, гуме и пластике и нафтних деривата у мањој мери допринели расту прерађивачке индустрије. Опоравак производње регистрован је и у хемијској индустрији, што се повезује са смањеним трошковима производње након пада цене нафте и гаса. Раст физичког обима настављен је и у производњи основних метала, захваљујући повољнијој цени сировина.

За разлику од претходног периода, прехранбена индустрија је исказала благ пад. Пад физичког обима производње забележен је и у производњи машина и опреме и гранама повезаним с грађевинарством.

Према нашој процени, сектор грађевинарства је у Т1 опао за 3,7% дсз. То потврђују смањени физички обим производње неметалних минерала, намештаја и прераде дрвета и пад броја запослених у грађевинарству. Смањење активности у грађевинарству делимично се може објаснити мањим обимом јавних инвестиција услед спорије од очекиване реализације капиталних расхода буџета.

Пољопривредна производња је у Т1 стагнирала у односу на претходно тромесечје. С обзиром на то да

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



тренутно не располажемо конкретним показатељима, претпостављамо да ће се пољопривредна производња у 2015. кретати око нивоа вишегодишњих просека, што ће због добрих прошлогодишњих резултата и високе базе утицати на њен пад на годишњем нивоу.

Економска кретања у већини услужних сектора су се и у Т1 одвијала под утицајем мера фискалне консолидације. Промет у трговини на мало смањен је 2,8% дсз., а након пет узастопних тромесечја раста, овај показатељ је смањен и на мг. нивоу. Поред тога, благ пад активности забележен је и у информисању и комуникацијама, финансијским делатностима и пословању некретнинама.

Према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, БДП је у Т1 нижи за 1,9% мг. Посматрано по секторима, највећи пад је, према нашој процени, забележен у државној управи, образовању и здравственој и социјалној заштити, што је последица примене мера фискалне консолидације. Пад БДП-а је настављен и у индустрији, али је због постепеног отклањања последица поплава и опоравка екстерне тражње, он вероватно био спорији него у Т4. Поред тога, процењујемо да је до пада БДП-а у поређењу са истим периодом претходне године дошло и у секторима пољопривреде, трговини и саобраћају и информисању и комуникацијама.

Знатно успоравање мг. пада индустријске производње у Т1 дугује се опоравку прерађивачке индустрије, чији је физички обим у Т1, након три узастопна тромесечја пада, порастао 4,2%, уз допринос укупној

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



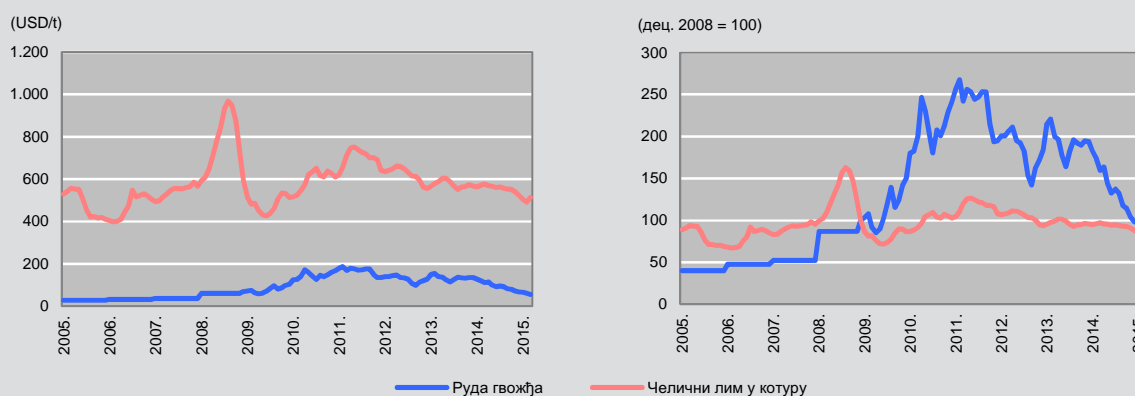
индустрији од 2,8 п.п. Тај раст био је вођен већом производњом машина и опреме, хране, дуванских и фармацеутских производа, док је производња електричне опреме, грађевинског материјала и хемијских производа деловала у супротном смеру. С друге стране, физички обим производње у секторима рударства и снабдевања електричном енергијом гасом и паром наставили су и у Т1 свој м.г. пад (16,0% и 13,0%, респективно) и негативно допринели кретању физичког обима укупне индустрије са 1,8 п.п. и 3,0 п.п., респективно. Ипак, тај пад је, у складу са очекивањима, знатно успорен у односу на Т4.

Бржи опоравак наших главних спољнотрговинских партнера и ниже цене индустријских сировина на светском тржишту дали су позитиван подстицај расту индустријске производње у Т1, што је утицало на ревизију навише раста БДП-а за 2015, тако да се уместо пада од 0,5% очекује стагнација. Поред бржег раста извозно оријентисаних грана прерађивачке индустрије, бољи производни резултати од раније прогнозираних очекују се у хемијској индустрији, којој погодује нижа цена нафте и гаса, као и у производњи основних метала, услед пада цене руде гвожђа на светском тржишту. На ревизију БДП-а деловао је и нижи пад активности у услужним секторима због нижих од претходно очекиваних негативних ефеката фискалне консолидације на финалну потрошњу.

Осерт 2: Актуелна кретања на светском тржишту гвожђа и челика и њихов утицај на домаћу производњу и извоз

Велике промене на светском тржишту гвожђа у последњој деценији утицале су на економска кретања у земљама у којима производња основних метала заузима важно место у привредној структури. Наиме, до краја 2008. цена руде гвожђа утврђивала се у преговорима највећих рударских компанија и највећих произвођача челика и тако договорена цена на почетку године важила је током целе године. Након тога, цена је почела да се формира слободно на тржишту, при чему је кинеска увозна цена руде гвожђа постала референтна на светском нивоу, с обзиром на то да се две трећине светског увоза ове робе односе на Кину. Висока потражња за рудом гвожђа изазвала је снажан раст њене цене, па је она средином 2011. била два и по пута виша него на крају 2008. Таква кретања повећала су трошкове производње у индустрији челика, док су, с друге стране, цене готових челичних производа биле релативно стабилне (Графикон О.2.1), што се одразило на рентабилност производње ове гране. Ипак, од почетка 2014. цена руде гвожђа на светском тржишту бележи снажан пад, који је до априла 2015. укупно износио око 60%. Тај пад се повезује с мањом тражњом из Кине и високим залихама челика, као и пореским олакшицама које је кинеска влада увела домаћим произвођачима руде гвожђа.

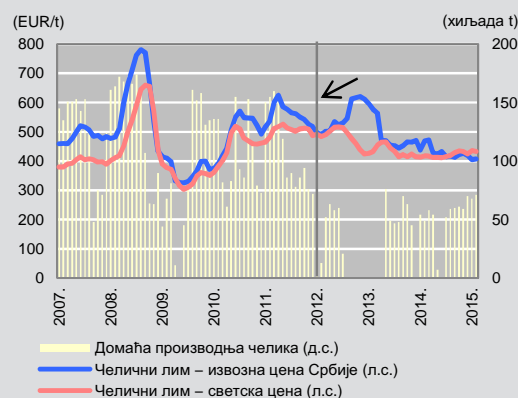
Графикон О.2.1. Светске цене сировина и готових производа у индустрији челика



Извор: ММФ, www.steelonthenet.com и прерачун НБС.

Производња гвожђа и челика у Србији највећим делом се обавља у железари у Смедереву, која је до јануара 2012. била у власништву америчке компаније *US Steel*, једне од највећих светских компанија из ове области. Захваљујући томе, приступ тржиштима сировина и готових производа био је олакшан, па је, и поред кризе у коју је запала индустрија челика на светском нивоу, производња у Србији одржавана на просечном месечном нивоу од око 100 хиљада тона, уз просечан месечни извоз од око 50 млн евра¹ (Графикон О.2.2). Након изласка *US Steel*-а из смедеревске железаре, знатно је смањен обим производње, што је последица пре свега нерентабилне производње у условима који су тада владали на светском тржишту.

Графикон О.2.2. Производња и цене у домаћој индустрији челика



Извор: *World Steel Association*, РЗС и прерачун НБС.

¹ Просечна месечна производња и извоз у периоду децембар 2008 – јануар 2012.

Домаћа производња челика заснива се на увозу главних сировина (руда гвожђа и кокс), што је у великој мери чини изложеном променама њихових цена на међународном тржишту. То потврђује и кретање домаћих и светских увозних цена сировина и извозних цена готових производа, које су тесно повезане. Имајући то у виду, актуелни пад цена руде гвожђа на светском тржишту требало би да погодује домаћој производњи челика. То би делом могло да објасни и раст производње и извоза у овој грани од П2 2014, будући да је дсз. индекс производње основних метала бележи непрекидни месечни раст од августа 2014, док је месечна вредност извоза производа од челика константно изнад 20 млн евра. Мада су нивои производње и извоза челика у смедеревској железари још увек на нижем нивоу у поређењу с периодом док је фабрика била у власништву *US Steel*-а, наставак повољних кретања на светском тржишту и увођење стручног менаџмента могли би да утичу на њихов даљи раст. У прилог томе говоре и прогнозе о расту тражње за челиком у 2015. и 2016. на тржишту ЕУ и у земљама региона², које су главне извозне дестинације за наше производе од челика.

С обзиром на значај смедеревске железаре за кретања у домаћем реалном и екстерном сектору, опоравак производње у овој фабрици требало би да допринесе расту економске активности и побољшању спољнотрговинске позиције Србије у наредном периоду. У прва три месеца 2015. извоз смедеревске железаре износио је 80,9 млн евра, чиме се ово предузеће нашло на другом месту највећих извозника у Србији у текућој години. Према нашој процени, уколико би и у наставку године производне перформансе остале на садашњем нивоу, нето извоз овог предузећа износио би око 70 млн евра, уз позитиван допринос расту БДП-а од око 0,1 п.п. Реч је о директном ефекту, а треба имати у виду да се очекује и индиректан ефекат, по основу супституције увоза челичних производа. Такође, додатан подстицај расту БДП-а могао би да уследи после активирања друге високе пећи, које би се, ако се задрже повољни тржишни услови, могло догодити током П2.

² <http://www.worldsteel.org/media-centre/press-releases/2015/worldsteel-Short-Range-Outlook-2015---2016.html>.

6. Кретања на тржишту рада

Реална нето зарада у јавном сектору је и у Т1 наставила пад, док је након дужег времена смањена зарада и ван јавног сектора. Захваљујући опоравку индустријске производње забележен је раст продуктивности, који је водио паду јединичних трошкова рада и побољшању конкурентности домаће индустрије. Број формално запослених лица у Т1 наставио је да се смањује, док је незапосленост повећана, на шта су делом утицали сезонски фактори.

Зараде и продуктивност рада

Након стагнације у Т4, реална нето зарада смањена је у Т1 за 4,5% дсз. Такво кретање последица је наставка пада реалне нето зараде у јавном сектору (5,9% дсз.) због примене мера фискалне консолидације, као и смањења зараде ван јавног сектора²⁵ за 3,7% дсз. Посматрано у односу на преткризни период²⁶, реална нето зарада у јавном сектору је у Т1 била нижа за 17,4%, док се нето зарада ван јавног сектора налазила 6,9% изнад свог преткризног нивоа.

Смањење реалне нето зараде током Т1 забележено је у већини делатности. Очекивано висок пад исказале су зараде у државној управи, образовању и

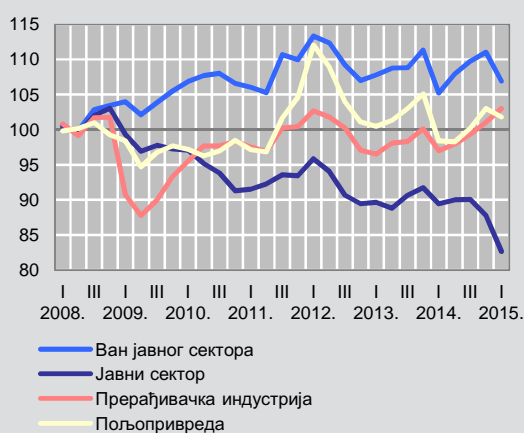
здравственој и социјалној заштити, у којима је највећи број запослених у јавном сектору, а знатно смањење регистровано је и у административним и помоћним услужним делатностима, финансијском сектору и сектору саобраћаја и складиштења. С друге стране, настављен је раст реалне нето зараде у прерађивачкој индустрији, док су, за разлику од претходног тромесечја, позитивна кретања забележена и у сектору грађевинарства.

Смањење плата у јавном сектору од новембра подстакло је наставак мг. пада реалне нето зараде овог сектора и у Т1 (7,7%), док је реална нето зарада ван јавног сектора, након стагнације у Т4, остварила мг. раст од 1,5%. Мг. раст зараде ван јавног сектора остварен је пре свега захваљујући повећању у грађевинарству, прерађивачкој индустрији и пољопривреди. У мањој мери, позитиван допринос том расту наставиле су да пружају и зараде у трговини и информисању и комуникацијама. Пад зарада на мг. нивоу забележен је у услужним делатностима јавног сектора, као и у рударству и снабдевању електричном енергијом, гасом и паром, у којима је већина запослених такође обухваћена мерама фискалне консолидације.

Реална нето маса зарада у јавном сектору, која од септембра бележи дсз. пад, смањена је у Т1 за 6,2% дсз. Смањење у јавном сектору пратио је и пад нето

Графикон IV.6.1. Кретање реалне нето зараде

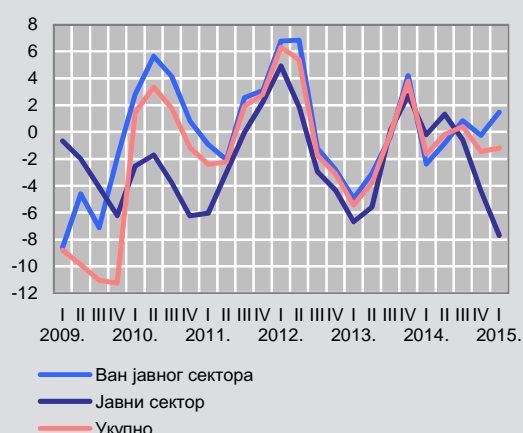
(дсз. подаци, П1 2008 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон IV.6.2. Кретање реалне нето зараде

(мг. раст, у %)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

²⁵ Ван јавног сектора укључени су сви облици својине осим јавне (приватни, мешовити, друштвени).

²⁶ Ниво из П1 2008.

Централна банка Русије такође је искористила повољне околности и јачање рубље током Т1 да смањи референтну стопу са 17,0% на 14,0%. У априлу се одлучила да је даље смањи на 12,5%. Због депрецијације рубље и слабијих изгледа привредног раста након пада светске цене нафте, агенција *Standard & Poor's* је у Т1 смањила кредитни рејтинг Русије на ниво испод инвестиционог (*BB+*). И друге две агенције, *Fitch* и *Moody's*, смањиле су кредитни рејтинг Русије током Т1, али су га задржале на инвестиционом нивоу.

Ради постизања максималне запослености и ценовне стабилности, **ФЕД** за сада није мењао висину референтне стопе (0,25%). На састанку у марту је наговестио да би током лета могао да почне с повећањем референтне каматне стопе, први пут од јуна 2006. године. Међутим, на састанку у априлу, који су обележили неповољнији подаци од очекиваних о ситуацији на тржишту рада и америчкој привреди, није прецизирао када би се то могло десити. Аналитичари оцењују да би до првог повећања референтне стопе ФЕД-а могло доћи током Т3, док фјучерси на каматне стопе указују да ће ФЕД с повећањем сачекати до децембра. Притом, званичници ФЕД-а истичу да ће заостравање монетарне политике бити постепено и благо и да ће у ствари бити померање од најекстремније експанзивне монетарне политике у историји ка екстремно експанзивној монетарној политици.

Финансијска и робна тржишта

Кретања на финансијским тржиштима од почетка године обележила је неизвесност по основу неколико питања: када ће ФЕД почети да повећава референтну каматну стопу, какви ће бити економски ефекти апрецијације долара, како ће се кретати цена нафте у наредном периоду и да ли најновији подаци најављују успоравање опоравка америчке привреде.

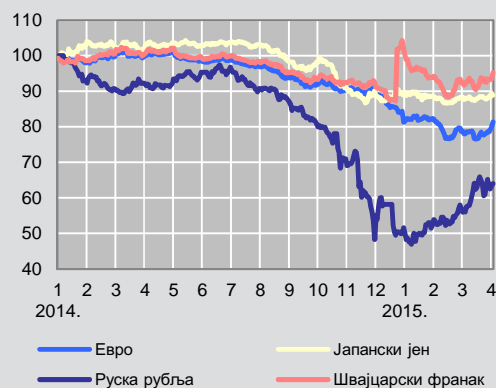
Очекивано повећање референтне стопе ФЕД-а, заједно с почетком откупа државних хартија земаља чланица зоне евра од стране ЕЦБ-а, подстакло је даље јачање долара у односу на водеће светске валуте. У односу на евро, долар је у Т1 ојачао за 12,7%, мерено крајем периода, достигавши 1,05 долара за један евро, што је његова највиша вредност још од јануара 2003. године. Током априла долар је ослабио према еврџу за 2,9%. Ипак, у наредном периоду очекује се даље јачање долара због различитог карактера монетарних политика ЕЦБ-а и ФЕД-а.

Светска цена нафте типа брент је током јануара наставила пад започет у П2 2014, спутивши се на најнижи ниво (45,25 долара по барелу) још од почетка 2009. У наредним месецима цена нафте је забележила благ опоравак и, уз мање осцилације, кретала се у интервалу између 50 и 65 долара по барелу, што је и даље знатно ниже од њене цене у претходном периоду. Главни фактори који утичу на низак ниво цене нафте су високе глобалне залихе, одсуство жеље земаља чланица *OPEC*-а да смање своју производњу и спорији глобални привредни раст од очекиваног.

Нестабилност на финансијским тржиштима је и током Т1 била изражена. *VIX*, као мера имплицитне нестабилности *Standard & Poor's* 500 индекса опција, износио је просечно 16,6 у Т1, у поређењу с просеком од 16,0 у претходном тромесечју. Током априла *VIX* се спустио испод 13, што је мање од његовог годишњег покретног просека (14,5) и указује на релативну смиреност тржишта. Иако можда неће достићи рекордне нивое, у наредном периоду очекују се већа нестабилност на финансијским тржиштима како се почетак раста каматних стопа у САД буде приближавао. На повећану неизвесност упућује и раст *EM-VXY*, који мери очекиване краткорочне осцилације валута земаља у успону, с просечних 8,7 у Т4 прошле на 10,4 у Т1 ове године.

Даљи пад тражње за златом услед јачања долара и сигнали да ће ФЕД ове године почети да повећава каматну стопу довео је до пада цене злата током Т1 за 1,6%. Такав тренд могао би се наставити и у наредном периоду с даљим јачањем америчке привреде, јер ће

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

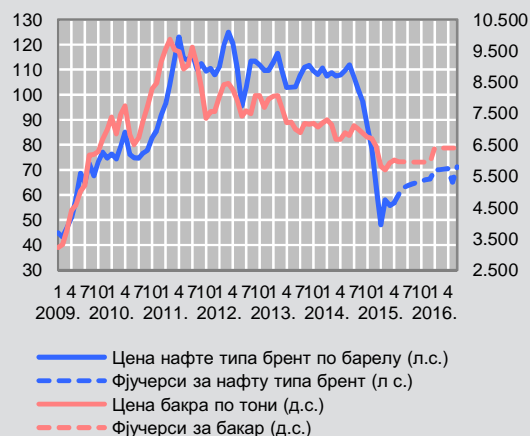


Извор: База података ММФ-а.

* Раст представља апрецијацију.

Графикон IV.7.10. Кретање цена нафте и бабра

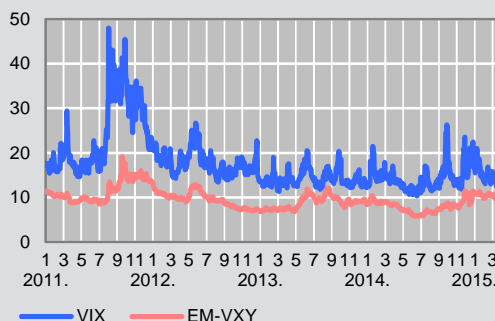
(просечне месечне цене, у USD)



Извор: Блумберг.

Графикон IV.7.11. 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.

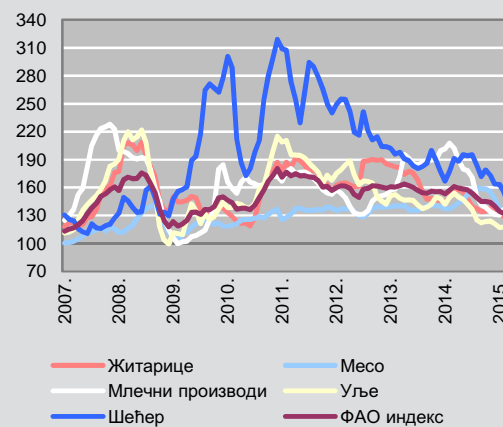
се инвеститори померати од злата ка активи с већим приносима.

Иако је цена бабра расла након минимума у јануару, она се и даље налази на ниском нивоу. Као и у претходном периоду, главни разлог ниске цене бабра је успорен раст Кине, главног светског потрошача бабра (преко 40%), јачање долара, али и очекивања да ће ниски трошкови енергије подстаћи производњу бабра. Паду цене бабра у Т1 је допринела и сезоналност у залихама бабра, које су увек на високом нивоу до априла, а затим падају у остатку године. Иако већина аналитичара сматра да је рекордни минимум цене бабра вероватно иза нас и да су средњорочни изгледи за раст цене бабра позитивни, њихове процене за кратак рок су ревидиране наниже због актуелног и очекиваног јачања долара, успоравање раста у Кини, јефтиније енергије и других трошкова производње. Мада је раст америчке привреде јак и потрошња овог метала снажна, то није довољно да се преокрене опадајући општи тренд.

Светске цене хране, мерене ФАО индексом, наставиле су током Т1 пад започет у априлу 2014. године. Овај индекс је на крају Т1 износио 130,6 б.п., што указује да су светске цене хране током Т1 у просеку реално смањене за 6,7%. Најизраженији пад забележиле су цене шећера (13,8%) услед бољих изгледа рода, пре свега у Бразилу, главном светском произвођачу и извознику шећера, као и настављеног слабљења бразилске валуте у односу на долар (само током марта за више од 10,0%). Пад су исказале и цене меса

Графикон IV.7.12. Индекс светских цена хране

(реално, 2002 – 2004 = 100)



Извор: ФАО, УН.

(10,1%) због смањене тражње из Азије, где је неколико земаља забележило раст производње, и из Русије услед рестриција на увоз. Цене житарица су такође пале током Т1 (7,9%) по основу повољних изгледа овогодишњег рода и јаке конкуренције међу извозницима. Једина компонента индекса која је током Т1 порасла јесу цене млечних производа (5,9%). До преокрета у тренду опадајућих цена млечних производа, који је трајао од марта 2014. до јануара ове године, дошло је због ограничене извозне понуде у Европи и Океанији.

Осврт 3: Програм квантитативног попуштања ЕЦБ-а и оцена његовог утицаја на Србију и друге земље у успону

Савет гувернера ЕЦБ-а донео је 22. јануара ове године одлуку да прошири програм откупа приватних ХоВ, тако што ће од марта на секундарном тржишту започети откуп и ХоВ које су издале владе чланица зоне евра, агенције и институције из зоне евра. У оквиру овог програма, који је планиран да траје до септембра 2016. (а и дуже уколико се утврди да инфлација у средњем року и даље одступа од нивоа конзистентног са ЕЦБ-овом дефиницијом ценовне стабилности), откупљиваће се ХоВ преостале рочности две до 30 година, у укупном износу од 60 млрд евра месечно. Купљене државне хартије су од 2. априла расположиве за позајмљивање преко националних централних банака како би се подржала ликвидност на тржишту хартија и репо тржишту и ограничио раст трошкова позајмљивања хартија услед мањка колатерала.

Програм је сачињен тако да се очува јединственост монетарне политике за све чланице зоне евра, при чему га координира ЕЦБ, која уједно и контролише примену дефинисаних критеријума у погледу обима и врсте ХоВ које се откупљују, захтеваног колатерала и др. Учешће сваке од земаља чланице зоне на овим аукцијама сразмерно је учешћу њихових националних централних банака у капиталу ЕЦБ-а¹. Подела евентуалних губитака предвиђена је за хартије европских институција, које чине 12% овог програма и које купују националне централне банке. Евентуални губици на осталим хартијама које купују националне централне банке неће се делити. Подела губитака предвиђена је и за хартије које купи ЕЦБ, које чине 8% овог програма, па ће се евентуални губици делити за укупно 20% хартија овог програма.

Одлуку ЕЦБ-а да прибегне поменутих неконвенционалних мерама определила је чињеница да раније донете мере – смањење референтне каматне стопе на готово нулти ниво, негативна стопа на средства која банке преконоћно држе код ЕЦБ-а, примена операција дугорочног рефинансирања (*TLTRO*) и програм откупа приватних ХоВ (*CBPP3* и *ABS*) – нису дале очекиване ефекте у погледу раста ликвидности. Инфлација у зони евра је у децембру ушла у негативну зону, инфлациона очекивања су смањена, последња пројекција је указивала на то да се ни у 2016. години инфлација неће приближити циљу од испод али близу 2%, док се привреда зоне евра опоравља споријом динамиком од очекиване.

По оцени ЕЦБ-а, уз раније предузете мере, овај програм би кроз неколико канала који делују истовремено требало да допринесе враћању инфлације на циљани ниво и бржем економском опоравку. Прво, овај програм ће повећати поверење економских субјеката у спремност централне банке да учини све како би се монетарни услови олабавили, што ће резултирати растом њихових инфлационих очекивања и смањењем реалних каматних стопа. Друго, очекује се раст цена осталих облика активе (пад стопа приноса), што ће изазвати пад каматних стопа на кредите и друге облике дужничких инструмената. Даље, банке ће захваљујући повећаној ликвидности моћи да промене структуру својих портфолија и у већој мери кредитирају приватни сектор.

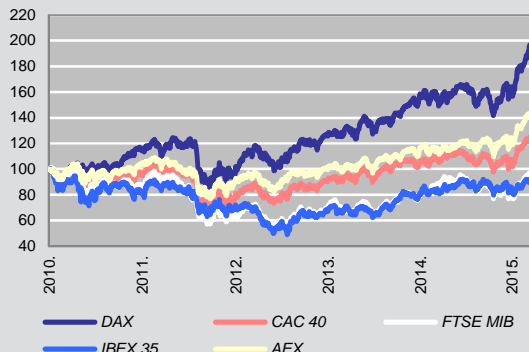
Програм квантитативног попуштања ЕЦБ-а може утицати на токове новца и капитала у земље у успону, укључујући и Србију, кроз четири основна канала:

- 1. канала очекивања** – квантитативно попуштање представља инвеститорима сигнал да ће каматне стопе у зони евра у дужем периоду бити ниже него што се претходно очекивало, што подстиче прилив капитала у земље у успону, будући да их карактеришу више стопе приноса;
- 2. билансног канала** – повећана ликвидност и истовремено мања понуда државних ХоВ приватним инвеститорима у зони евра требало би да повећа њихову тражњу за државним ХоВ земаља у успону. То би за последицу требало да има пад премије ризика земље, више цене активе, ниже каматне стопе и већу доступност средстава финансирања у земљама у успону;
- 3. канала девизног курса** – депрецијација евра као реакција на експанзивнију монетарну политику ЕЦБ-а може резултирати мањом тражњом за увозним добрима у зони евра, тј. нижим извозом земаља у успону, зависно од могућности да се преоријентишу на друга тржишта, њихове извозне структуре (учешћа потрошних добара) и обима спољнотрговинске размене са зоном евра;

¹ Учешће у капиталу се рачуна на основу учешћа у укупној популацији и БДП-у Европске уније, с једнаким пондерима за оба критеријума. Сходно томе, највеће учешће у куповинама припашће Немачкој, Италији и Француској и оно ће износити преко 60%.

Графикон О.3.1. Кретање берзанских индекса зоне евра*

(базни индекси, 4. 1. 2010 = 100)

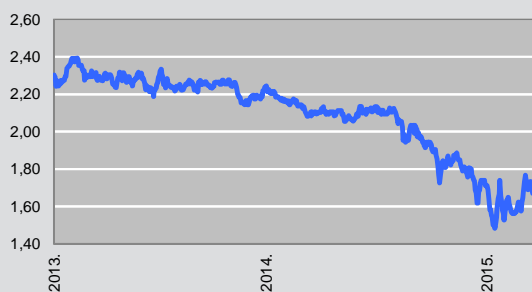


Извор: Bloomberg.

* DAX - Немачка, CAC - Француска, FTSE MIB - Италија, IBEX - Шпанија, AEX - Холандија.

Графикон О.3.2. Тржишна инфлациона очекивања у зони евра

(у %)



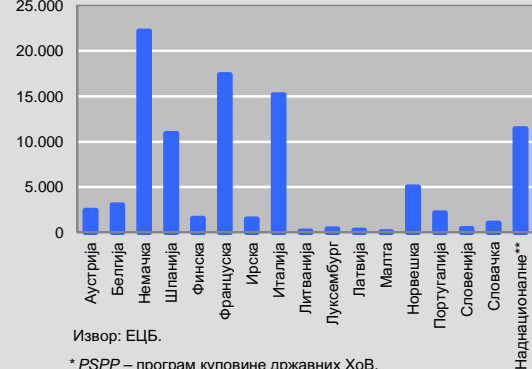
Извор: Thomson Reuters.

4. **трговинског канала** – мере квантитативног попуштања требало би да допринесу бржем привредном опоравку и расту тражње у зони евра, што би позитивно деловало на извоз земаља у успону којима је зона евра важан спољнотрговински партнер. Тиме би се делимично или у потпуности неутралисао негативан ефекат канала девизног курса на извоз земаља у успону.

За сада се програм реализује планираном динамиком, тако да би, уколико се тако и настави, до краја програма у систем требало да буде убрижано минимум 1.100 млрд евра. По оцени многих економских стручњака, то би требало да олабави монетарне услове и повећа кредитирање приватног сектора унутар зоне евра. Због чињенице да су стопе приноса на државне ХоВ земаља чланица тренутно на историјски ниском нивоу, као и да унутар зоне евра постоји мали број могућности у виду улагања у дужничке инструменте плаћања, очекује се преливање ових ефеката и на тржишта новца и капитала земаља у успону. Ипак, има и оних који, поредећи га с програмом квантитативног попуштања ФЕД-а, тврде да би очекивани ефекти на привреду зоне евра могли да изостану, пре свега имајући у виду то да је европско финансијско тржиште далеко мање од америчког и да се разликује по структури. Ова група стручњака очекује и да ће позитивни ефекти по земље у успону бити мањи него што је то био случај када је на снази био ФЕД-ов програм квантитативног попуштања и да би захваљујући бољим економским изгледима у односу на већину земаља у успону, највећу корист од овог програма могле имати управо САД.

Графикон О.3.3. Стање купљених државних ХоВ у оквиру PSPP-а*

(у млн EUR)



Извор: ЕЦБ.

* PSPP – програм куповине државних ХоВ.

** Наднационалне институције.

Када је реч о Србији, по основу програма квантитативних олакшица ЕЦБ-а, могу се очекивати позитивни ефекти на извоз, као и већи прилив капитала у Србију, уз последично ниже трошкове задуживања за државу, банке и реални сектор. Иако је те ефекте тешко квантификовати, а непознаница је да ли ће и у којој мери они бити неутралисани евентуалним заостравањем геополитичких тензија и очекиваним смањењем експанзивности монетарне политике ФЕД-а, видљиво је да су након доношења овог програма уследили пад премије ризика земље и повећана тражња нерезидената за динарским ХоВ. Захваљујући овом програму кориговане су и навише пројекције привредног раста зоне евра, што би, уколико се оствари и с обзиром на наше трговинске везе, свакако требало позитивно да се одрази на домаћи извоз и већи прилив СДИ у земљу.

V. Пројекција инфлације

Мг. инфлација ће се у границе циља вратити у другој половини године и затим до краја периода пројекције наставити кретање у оквиру тих граница. Њен очекиван раст у наредном периоду неће бити резултат дисперзованог пораста цена, већ ће га водити пораст малог броја ставки ИПЦ-а (цигарета, нафтних деривата и електричне енергије), које су у знатној мери допринеле да се инфлација у протеклој години дана креће испод доње границе циља. Ризици остварења пројекције инфлације односе се на кретања у међународном окружењу, укључујући кретање цена примарних производа, одступање од претпоставке о расту регулисаних цена, а у одређеној мери и на успешност овогодишње пољопривредне сезоне.

Пројекција раста БДП-а у 2015. години ревидирана је навише са $-0,5\%$ на $0,0\%$. Услед бржег опоравка зоне евра и нижих цена нафте, очекујемо да ће раст нето извоза у овој години бити нешто већи, као и да ће пад потрошње домаћинства бити мањи од претходно очекиваног. Као и раније, очекујемо да ће БДП у 2016. години остварити раст од $1,5\%$.

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

Почетни услови

У складу са очекивањима изнетим у фебруарском Извештају о инфлацији, мг. инфлација је у Т1 наставила да се креће испод доње границе дозвољеног одступања од циља ($4,0 \pm 1,5\%$) и у марту је износила $1,9\%$. Посматрано на тромесечном нивоу, потрошачке цене су у Т1 порасле за $1,4\%$, и то готово у потпуности због раста цена хране и безалкохолних пића. При томе, услед нешто вишег, од сезонски уобичајеног поскупљења воћа и поврћа, цене непрерађене хране забележиле су знатно бржи раст него цене прерађене хране. Базна инфлација (мерена ИПЦ-ом по искључењу цена хране, енергије, алкохола и цигарета), која је од августа такође испод доње границе циља, крајем марта је износила $1,9\%$ мг.

На кретање инфлације испод доње границе дозвољеног одступања од циља у протеклој години дана првенствено су деловали фактори с привременим дејством – најпре неуобичајено низак раст регулисаних цена у 2014. години ($1,1\%$)³⁴, а затим и, први пут, њихов мг. пад у Т1 2015, пад цена примарних пољопривредних производа у 2014. и снажан пад цене нафте на светском тржишту од средине прошле године.

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

³⁴ Због потребе за постепеним отклањањем ценовних диспаритета, тај раст је претходних година у просеку износио 10% .

очекују да ће она и за две године унапред остати у оквиру граница циља.

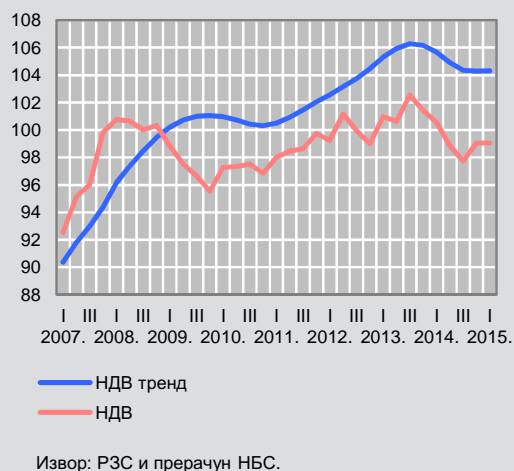
Под утицајем глобалних и домаћих фактора, депрецијацијски притисци из Т4 2014. настављени су у јануару, да би од фебруара уследило јачање динара. Повећана ликвидност на међународном финансијском тржишту по основу мера ЕЦБ-а, закључење трогодишњег стендбај аранжмана с ММФ-ом и врло високо улагање нерезидената у домаће динарске ХоВ били су главни фактори који су определили апрецијацијске притиске на динар у посматраном тромесечју. Како би ублажила претеране краткорочне осцилације курса, Народна банка Србије је у јануару интервенисала на МДТ-у продајом девиза (90,0 млн евра), а у наставку тромесечја и априлу њиховом нето куповином (укупно 370,0 млн евра).

Консолидовани буџетски дефицит (укључујући трансакције „испод црте“) у Т1 био је нижи од горње границе предвиђене споразумом с ММФ-ом и износио је 2,4% БДП-а. Трошкови камате чинили су чак 4,6% БДП-а, чему је допринело и јачање америчког долара. Нижи од очекиваног буџетски дефицит резултат је већих прихода, делом услед деловања једнократних фактора, попут уплате добити државних предузећа, а делом и због нешто веће пореске дисциплине. Очекујемо да ће консолидовани буџетски дефицит ове године бити нижи од 5,9% БДП-а, колико је предвиђено Фискалном стратегијом.

Према процени Народне банке Србије, БДП је, дес. посматрано, у Т1 стагнирао (односно опао 1,9% мг.). Знатан позитиван допринос потекао је од индустријске производње, тј. раста производње прерађивачке индустрије и раста активности у сектору рударства и енергетике, који наставља да се опоравља након поплава у мају прошле године, док је највећи негативан допринос имао сектор услуга. Посматрано с расходне стране, пад потрошње државе и домаћинства, који се може довести у везу са спровођењем фискалне консолидације, био је неутрализован позитивним доприносом инвестиција и нето извоза.

Процењујемо да је негативан производни јаз³⁵ и даље велик. То указује на задржавање снажних

Графикон V.0.1. Производни јаз
(Т3 2008 = 100)



дезинфлаторних притисака по основу агрегатне тражње у средњем року, при чему ће спровођење фискалне консолидације те притиске у кратком року додатно појачати.

Суочена са успореним опоравком зоне евра и врло ниском инфлацијом, ЕЦБ је одлучила да, поред у Т4 започете куповине ХоВ приватног сектора, од марта почне да откупљује и државне хартије чланица зоне евра. Захваљујући експанзивној монетарној политици ЕЦБ-а, депрецијацији евра и паду цене нафте, економски опоравак зоне евра постепено добија на замаху. Након пораста у Т4 2014, показатељи економске активности указују на то да је БДП зоне евра наставио да расте и у Т1 2015. Ипак, тај раст је и даље знатно спорији у односу на америчку привреду, где су позитивна кретања у реалном сектору подстакла ФЕД да крајем прошле године оконча програм квантитативних олакшица, а очекује се да ће ове године почети и с повећањем референтне каматне стопе.

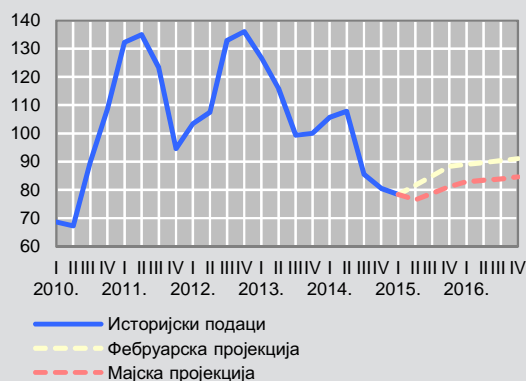
Претпоставке пројекције инфлације

Екстерне претпоставке

У текућој средњорочној пројекцији инфлације претпоставка о расту БДП-а зоне евра ове и следеће

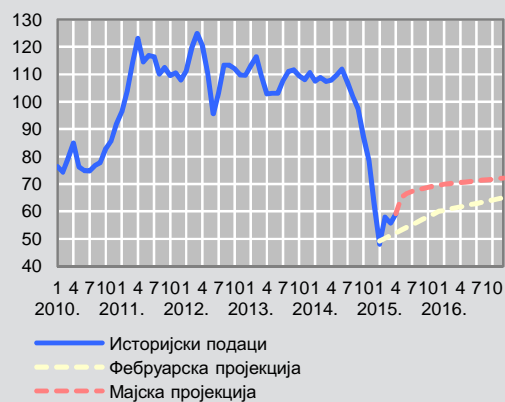
³⁵ Производни јаз рачунат је на основу НДВ-а (БДП умањен за вредност пољопривредне производње и нето пореза). Као апроксимација производног потенцијала привреде користи се тренд НДВ-а оцењен Калмановим филтером.

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



Извор: BSE, CBOT и НБС.

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



Извор: Блумберг и НБС.

године ревидирана је навихе у односу на фебруарску пројекцију, тј. у 2015. претпоставља се раст БДП-а од 1,5%, а у 2016. раст од 1,8%.³⁶ Домаћа тражња у зони евра требало би да буде подржана побољшањем финансијских услова, напретком у спровођењу фискалне консолидације и структурних реформи, као и нижом ценом нафте, која ће позитивно утицати на реални расположиви доходак домаћинстава и профитабилност предузећа. Већа ценовна конкурентност такође би могла да подстакне тражњу за извозом зоне евра. С друге стране, зона евра је суочена с потребом за билансним прилагођавањима у већем броју сектора и спорим темпом одвијања структурних реформи, што ће вероватно успоравати њен опоравак.

Иако се од децембра налази у негативној зони, м.г. инфлација у зони евра је у последња три месеца повећана са -0,6% у јануару на -0,1% у марту. Такво кретање инфлације у великој мери је утицало на раст цене нафте изражене у еврима од средине јануара. Оно што представља важан позитиван сигнал јесте раст инфлационих очекивања од априла, који је последица предузетих неконвенционалних мера ЕЦБ-а. Пуна примена тих мера, уз преносни ефекат слабијег евра на цене, требало би да резултира даљим постепеним растом инфлације. Имајући све наведено у виду, у пројекцији смо претпоставили излазак зоне евра из

Табела V.0.1. Претпоставке пројекције

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

	2015.		2016.	
Екстерне претпоставке				
Инфлација у зони евра (Т4 на Т4)	0,5%	(-0,5)	1,2%	(-0,1)
Референтна каматна стопа ЕЦБ-а (на крају године)	0,05%	(-)	0,05%	(-)
Раст БДП-а у зони евра	1,5%	(+0,4)	1,8%	(+0,2)
Цене примарних пољопривредних производа на светском тржишту (Т4 на Т4)*	1,0%	(-9,0)	4,0%	(+1,0)
Цена нафте типа брент по барелу (крај године, у USD)	70,0	(+10)	72,0	(+7)
Интерне претпоставке				
Регулисане цене (дец. на дец.)	4,8%	(-2,2)	5,0%	(-2,0)
Трендови				
Апрецијацијски тренд реалног курса (просек)	1,4%	(-0,1)	1,4%	(-0,2)
Тренд реалне камате (просек)	2,9%	(-)	2,8%	(-)

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

дефлације у Т2 ове године. 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.

³⁶ Претпоставке о расту БДП-а зоне евра у 2015. и 2016. години у складу су са очекивањима изнетим у најновијем *Consensus Forecast*-у.

Светске цене примарних пољопривредних производа³⁷ у последња три месеца стагнирају, тј. трошкови у производњи хране и даље су на релативно ниском нивоу. Иако фјучерси указују на то да ће ове цене и у наредном периоду остати на непромењеном нивоу, у пројекцији смо користили нешто опрезнију претпоставку, која подразумева благ раст ове и следеће године.

Имајући у виду бржи од очекиваног раст цена нафте³⁸ у Т1 и кретање фјучерса на нафту, претпоставка о кретању те цене ревидирана је навише у односу на фебруарску пројекцију. Очекујемо да ће цена нафте на крају ове године бити на нешто вишем нивоу у односу на тренутни, те да ће и у 2016. години благо порастати.

Интерне претпоставке

У складу с претпоставком о кретању цена примарних пољопривредних производа на светском тржишту, у пројекцији се претпоставља да ће те цене на домаћем тржишту такође забележити раст ове и следеће године.

Након изузетно ниског раста у 2014. години, регулисане цене би ове године требало да порасту за око 5,0%, што представља ревизију наниже у односу на фебруарску пројекцију. Разлог ревизије пре свега је измена претпоставке о повећању цене електричне енергије. Наиме, уместо поскупљења од 15%, колико је очекивано у фебруару, сада се очекује да ће оно износити 7,5%. Претпоставили смо да ће до овог повећања доћи у Т3. Раст регулисаних цена у 2016. години такође би требало да се креће на нивоу од око 5%.

Претпоставка пројекције је и апрецијацијски тренд реалног девизног курса, уобичајен за земље у транзицији и условљен отклањањем ценовних диспаратитета пре свега у области регулисаних цена, као и Баласа–Семјуелсоновим ефектом³⁹.

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.

³⁷ Мерене као композитни индекс који садржи доларске цене кукуруза, пшенице и соје с референтних светских берзи.

³⁸ Цена нафте типа брент.

Пројекција

Пројекција инфлације

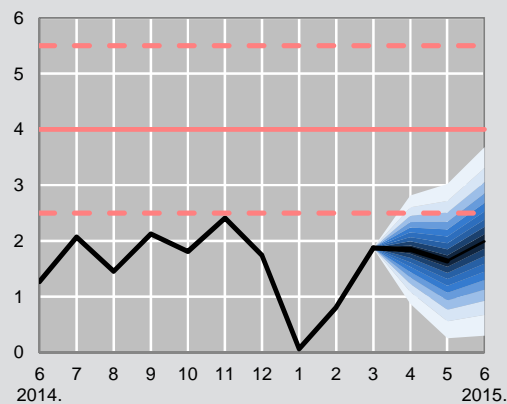
Према нашој централној пројекцији, мг. инфлација ће се у границе циља ($4,0 \pm 1,5\%$) вратити у другој половини године и затим до краја периода пројекције наставити кретање у оквиру тих граница. Њен очекивани раст у наредном периоду неће бити резултат дисперзованог пораста цена, већ ће га водити три ставке у оквиру ИПЦ-а – цигарете, нафтни деривати и електрична енергија.

Краткорочна пројекција инфлације

Краткорочна пројекција инфлације, тј. пројекција за Т2 2015, предвиђа наставак кретања мг. инфлације испод доње границе дозвољеног одступања од циља, пре свега услед одлагања поскупљења електричне енергије за Т3.

Посматрано на тромесечном нивоу, раст потрошачких цена у Т2 биће вођен сезонски уобичајеним растом цена непрерађене хране (воћа и поврћа и свежег меса), поскупљењем цигарета, услед промене пословне политике највећих произвођача дуванских производа⁴⁰, и повећањем цена туристичких пакет-аранжмана.

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



Извор: НБС.

³⁹ Код транзиционих економија, конвергенција дохотка према дохотку развијеним привредама праћена је релативно бржим растом цена (конвергенција цена).

⁴⁰ Од јануара 2014. акцизе на дуванске производе су два пута повећане (у јулу 2014. и јануару 2015), а да то није било праћено повећањем цена цигарета. Те цене су последњи пут кориговане навише у јануару 2014, а у новембру и децембру су снижене.

Базна инфлација (тј. промена ИПЦ-а по искључењу цена хране, енергије, алкохола и цигарета) у Т2 ће такође наставити кретање испод доње границе дозвољеног одступања од циља, започето у августу прошле године. Посматрано на тромесечном нивоу, она ће бити у порасту у Т2, али ће у највећој мери бити вођена растом цена туристичких пакет-аранжмана.

Средњорочна пројекција инфлације

Посматрано по главним компонентама ИПЦ-а, повратак инфлације ка циљу у П2 2015. године одредиће пре свега регулисане цене и цене нафтних деривата, а у мањој мери и цене непрехрамбених производа. С друге стране, раст потрошачких цена успораваће цене хране, пре свега воћа и поврћа.

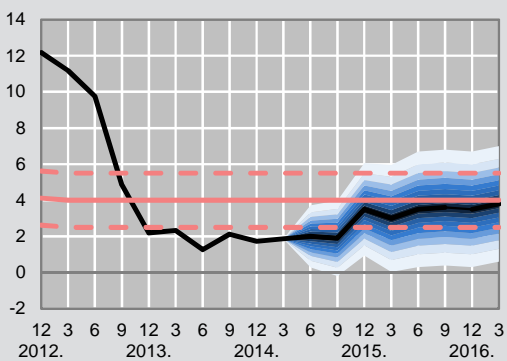
Доприноси регулисаних цена и нафтних деривата мг. инфлацији тренутно су негативни, првенствено због изостанка корекције цене електричне енергије у последњој години дана, односно снажног пада светске цене нафте од средине прошле године, али би у наредном периоду требало да постану позитивни и да опредељујуће утичу на раст мг. инфлације до краја године. У оквиру регулисаних цена, највећи утицај на инфлацију имаће поскупљење цигарета и електричне енергије. Процењујемо да ће цигарете, због пословне политике произвођача и акцизне политике државе, до краја године поскупети за око 10% (што ће повећати њихов допринос инфлацији са -0,4 п.п. у марту на око 0,4 п.п. на крају године). Када је реч о електричној енергији, под претпоставком повећања њене цене за 7,5%, директан ефекат на инфлацију износио би око 0,35 п.п. Очекиван позитиван допринос нафтних деривата мг. инфлацији на крају ове године требало би да буде последица изласка прошлогодишњих појевтињења из обрачуна мг. инфлације, али и слабљења динара према америчком долару, које је од фебруара почело да се одражава на цене нафтних деривата.

Будући да кретање курса утиче на цене са одређеним временским заостајањем и имајући у виду слабљење динара према евр у крајем прошле и почетком ове године, то би такође могло у мањој мери да утиче на

пораст инфлације ка циљу. Тај утицај би се првенствено одвијао преко виших цена увозних потрошних добара и домаћих производа који садрже знатну увозну компоненту. Међутим, његова величина зависиће од могућности увозника и произвођача да повећају своје цене у условима ниске домаће тражње. Такође, врло ниска инфлација, односно дефлација у међународном окружењу требало би да додатно ограничи притисак на раст увозних цена у Србији.

У оквиру цена хране, у наредном периоду очекујемо два различита тренда – успоравање мг. раста цена воћа и поврћа и одређени мг. раст цена остале хране (индустријско-прехрамбени производи). По основу једнократних фактора⁴¹ цене воћа и поврћа су прошле године забележиле изражен раст. С обзиром на текући висок ниво ових цена, с наступањем овогодишње пољопривредне сезоне очекујемо знатно успоравање раста тих цена, а могуће и њихов пад. С друге стране, како примарни пољопривредни производи (кукуруз, пшеница) представљају најважније инпуте у производњи остале хране, са очекиваним повећањем њихових цена вероватан је и

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



Извор: НБС.

Овај тип графикана приказује различите вероватноће остварења пројекције инфлације у наредних осам тромесечја. Централна пројекција је у најтамнијем делу графикана 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 графикану износи 10%.

⁴¹ Ниска база из 2013. године и мајске поплаве.

раст цена индустријско-прехрамбених производа. Очекујемо да ће до њега доћи од П2.

Главни дезинфлаторни фактор у средњем року остаје ниска домаћа тражња. Њен утицај биће појачан мерама фискалне консолидације, које ће се негативно одразити на потрошњу државе и домаћинстава. Дезинфлаторни утицај домаће тражње могао би бити ублажен у одређеној мери повећањем екстерне тражње, посебно ако се има у виду ревизија навише очекиваног привредног раста зоне евра, тј. нашег главног спољнотрговинског партнера.

Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације односи се на кретања у међународном окружењу, укључујући кретање цена примарних производа, као и одступање од претпоставке о расту регулисаних цена. У одређеној мери ризик представља и успешност овогодишње пољопривредне сезоне.

У овом тренутку међународно окружење карактеришу пре свега различите монетарне политике водећих централних банака, тако да смер утицаја на финансијска тржишта земаља у успону, а тиме и наше, није могуће једнозначно предвидети. С једне стране, експанзивна монетарна политика ЕЦБ-а, уз доследно спровођење домаће фискалне консолидације, могла би водити већем приливу капитала и наставку дезинфлаторних притисака. С друге стране, „нормализација“ монетарне политике ФЕД-а, али и финансијске потешкоће Грчке могле би имати за последицу колебљивије кретање капитала према земљама у успону, генерално. Евентуални раст аверзије инвеститора према ризику на међународном финансијском тржишту вероватно би водио мањем приливу капитала и у Србију и, у крајњој линији, притисцима на домаће цене.

Код цена примарних производа (нафте и примарних пољопривредних производа) претпоставили смо одређени раст у периоду пројекције. У случају цена примарних пољопривредних производа, узимајући у обзир кретање фјучерса, ризици су асиметрични наниже, док су у случају цене нафте симетрични (одступање је могуће у оба смера).

Иако очекујемо да ће цене воћа и поврћа ове године бити дезинфлаторни фактор, потребно је задржати и одређену дозу опреза – будући да је прошлогодишња пољопривредна сезона била натпросечно успешна, просечна овогодишња сезона могла би умањити јачину утицаја тог фактора. Ипак, по нашој оцени, ризици у погледу ефеката нове пољопривредне

сезоне на кретање цена пољопривредних производа требало би да буду мањи него раније захваљујући повећању отворености нашег тржишта према Европској унији.

У случају регулисаних цена, одступања су могућа у оба смера, тј. њихов раст могао би бити и виши и нижи у односу на претпостављени.

Према нашој процени, ризици остварења пројекције инфлације су симетрични.

Оцена у погледу потенцијалног утицаја фактора из међународног окружења на кретање капитала и премију ризика Србије, кретање цене нафте и цена пољопривредних производа у наредном периоду главни су фактори од којих ће зависити даље ублажавање монетарне политике. Такође, треба наставити доследно спровођење фискалне консолидације, јер то отвара додатни простор за ублажавање монетарне политике.

Пројекција БДП-а

БДП ће ове године највероватније стагнирати (ревизија навише за 0,5 п.п. у односу на фебруарску пројекцију), док следеће године очекујемо раст економске активности од 1,5% (непромењено у односу на фебруар).

Посматрано с расходне стране, доследно фискално прилагођавање, праћено спровођењем структурних

Табела V.0.2. Пројекције главних макроекономских показатеља за Србију

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

Извор: ММФ (WEO, април 2015, и саопштење мисије ММФ-а у Србији, 11. мај 2015), Европска комисија (*Winter forecast 2015* и *Spring forecast 2015*) и *Consensus Forecast* (јануар и април 2015).

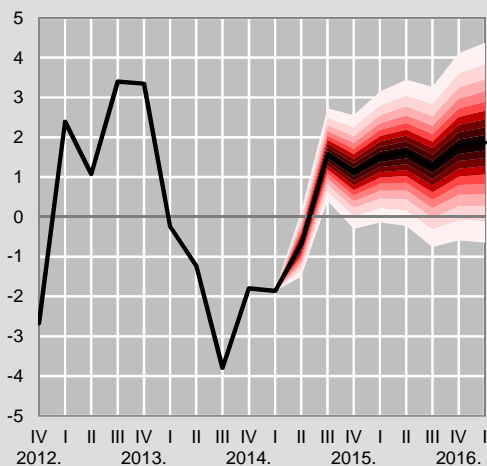
* Израчунато на бази пројекције доларског БДП-а НБС из јануара и априла 2015.

реформи, требало би да резултира већим инвестицијама и нето извозом, док се негативан допринос БДП-у у 2015. години очекује по основу финалне потрошње домаћинстава и државе услед наставка фискалне консолидације. Већем нето извозу допринеће очекивани снажнији опоравак екстерне тражње у наредном периоду, пре свега из зоне евра, што је уједно и разлог ревизије навише пројекције БДП-а за ову годину. Додатни разлог су расположиви показатељи о потрошњи домаћинстава, који указују на њен мањи пад од почетка године од претходно очекиваног, чему доприносе ниже цене нафте.

Посматрано с производне стране, очекује се да ће се мања финална потрошња негативно одразити на активност, пре свега услужних сектора, који би требало да дају и највећи негативан допринос овогодишњем БДП-у. Негативан допринос вероватно ће дати и пољопривредна производња, с обзиром на високу базу прошле године услед врло добре сезоне. С друге стране, допринос индустријске производње требало би да буде позитиван по основу прерађивачке индустрије и опоравка производње у сектору рударства и енергетике након знатног, поплавама узрокованог оштећења капацитета прошле године.

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

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



Извор: НБС.

Неизвесност у погледу остварења пројекције БДП-а представљају пре свега брзина привредног опоравка зоне евра и брзина и интензитет фискалне консолидације и структурних реформи.

Иако би задржавање цене нафте на текућем ниском нивоу и неконвенционалне мере ЕЦБ-а могли утицати на његово убрзање, опоравак би, с друге стране, могао бити успорен у случају неповољног развоја догађаја у вези с финансијским потешкоћама Грчке, као и у случају евентуалног заостравања постојећих геополитичких тензија. У оквиру интерних фактора, ризик представља евентуално већи од процењеног краткорочни негативан утицај фискалне консолидације и структурних реформи на БДП. Наиме, у случају да њихов темпо и интензитет буду спорији, односно слабији од најављених, то би се могло одразити на раст премије ризика земље и јачање депрецијацијских притисака, индиректно водећи већем реалном паду домаће потрошње. У супротном, утицај на БДП одвијао би се преко већег директног негативног ефекта на домаћу тражњу. Истовремено, не може се искључити ни могућност да ће фискална консолидација и започете структурне реформе резултирати бржим опоравком економске активности од очекиваног.

Поред наведеног, треба имати у виду да у пројекцију нису укључени потенцијални позитивни ефекти железаре у Смедереву на БДП, који се могу очекивати захваљујући паду цена сировина у индустрији челика и увођењу стручног менаџмента. С друге стране, успешност овогодишње пољопривредне сезоне представља у одређеној мери ризик наниже за њено остварење.

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

Поређење и остварење пројекција

Нова пројекција инфлације благо је нижа у односу на пројекцију објављену у фебруарском Извештају о инфлацији, пре свега услед очекиваног нижег раста регулисаних цена. Привремено спуштање мг. инфлације ка доњој граници циља на крају Т1 2016. биће последица превасходно ефекта базе, тј. изласка високог поскупљења воћа и поврћа у Т1 2015. из обрачуна мг. инфлације.

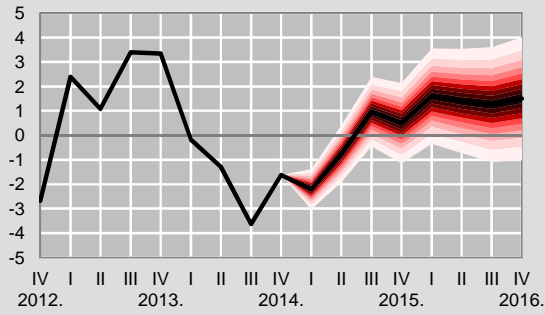
Мг. инфлација се у последњој години дана кретала испод централне вредности пројекције објављене у Извештају о инфлацији из маја 2014. године, при чему

је на крају 2014. била и незнатно испод доње границе распона пројекције. На одступање у односу на централну пројекцију деловали су пре свега знатно

мањи раст регулисаних цена од очекиваног, снажан пад цене нафте и пад цена примарних пољопривредних производа.

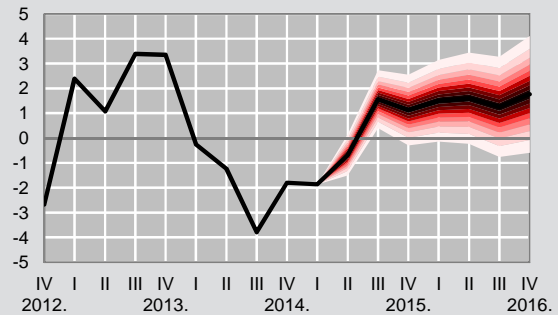
Графикон V.0.7. Поређење текуће с претходном пројекцијом раста БДП-а

Фебруарска пројекција
(мг. стопе, у %)



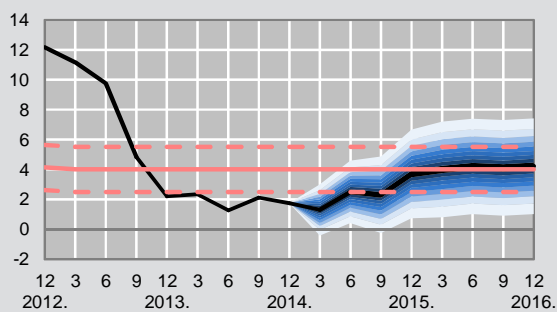
Извор: НБС.

Мајска пројекција
(мг. стопе, у %)



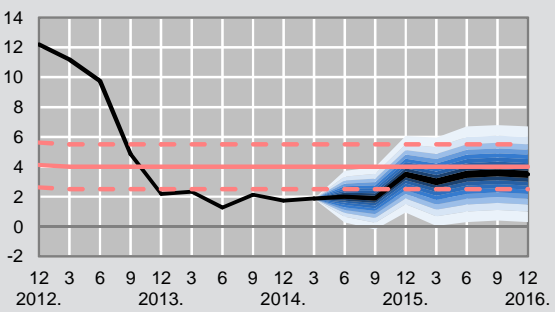
Графикон V.0.8. Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације

Фебруарска пројекција
(мг. стопе, у %)



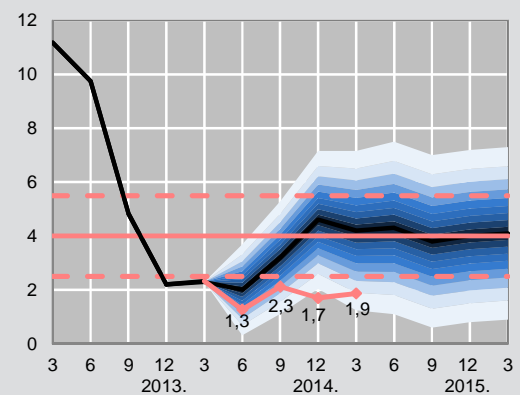
Извор: НБС.

Мајска пројекција
(мг. стопе, у %)



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

(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

Табела А

Индикатори екстерне позиције Србије

	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	I 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 ²⁾
Девизне резерве/краткорочни	177,0	265,1	250,6	162,6	220,6	191,2	299,7	237,9	278,3	289,5	323,4
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
Отплата дуга/БДП	5,0	10,3	10,3	10,7	12,8	12,0	12,4	13,1	13,2	14,0	11,6
Отплата дуга/извоз робе и услуга	19,8	36,2	37,5	37,5	48,8	37,5	37,3	36,2	32,5	32,1	23,9
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	78,4	81,8
Краткорочни дуг/БДП	13,2	13,9	13,1	14,9	15,7	17,6	12,0	14,5	11,7	10,3	9,9
Спољни дуг/извоз робе и услуга	234,9	205,7	214,3	218,9	276,9	247,1	216,5	223,6	184,7	179,4	182,2
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
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
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	109,6 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	7.265 ²⁾
Спољни дуг	12.520	14.291	17.382	20.982	22.272	23.509	24.123	25.645	25.746	25.925	26.735
Сервисирање спољног дуга	1.054	2.513	3.039	3.594	3.922	3.564	4.154	4.151	4.532	4.645	843
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
Краткорочни дуг ³⁾	951	968	1.044	1.832	1.843	1.752	601	455	197	115	183
Биланс текућих трансакција	-1.778	-2.356	-5.474	-7.126	-2.032	-2.037	-3.656	-3.671	-2.098	-1.985	-450 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 просечно 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 ИМФ-а (ВРМб). 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 (462,6 млн евра), искоришћене у децембру 2009. док су из спољног дуга приватног сектора искључени кредити закључени пре 20. децембра 2000. по којима се не врше плаћања (884,2 млн евра, од чега се 393,7 млн евра односи на домаће банке, а 490,5 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.
Реални раст БДП-а (у %) ¹⁾	5,5	4,9	5,9	5,4	-3,1	0,6	1,4	-1,0	2,6	-1,8	-1,9
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
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
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	3.527 ⁶⁾
- стопа раста у % у односу на претходну годину	19,1	30,4	-	18,2	-16,1	18,3	17,1	2,9	21,5	3,7	6,7 ⁶⁾
Увоз робе и услуга (у млн евра) ³⁾	9.612	11.970	15.468	18.267	13.099	14.244	16.487	16.992	17.782	18.096	4.432 ⁶⁾
- стопа раста у % у односу на претходну годину	0,7	24,5	-	18,1	-28,3	8,7	15,7	3,1	4,7	1,8	7,1 ⁶⁾
Текући рачун платног биланса ³⁾ (у млн евра)	-1.778	-2.356	-5.474	-7.126	-2.032	-2.037	-3.656	-3.671	-2.098	-1.985	-450 ⁶⁾
у % БДП-а	-8,4	-9,6	-18,6	-21,1	-6,6	-6,8	-10,9	-11,6	-6,1	-6,0	-6,2 ⁶⁾
Незапосленост по Анкети (у %)	20,8	20,9	18,1	13,6	16,1	19,2	23,0	23,9	22,1	18,9	
Зараде (просечне за период, у еврима)	209,7	260,0	347,1	400,5	337,4	330,1	372,5	364,5	388,6	379,3	344,0
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	-2,4
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
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	75,0
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
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
Курс динара према еврџу (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
Курс динара према еврџу (крај периода)	85,50	79,00	79,24	88,60	95,89	105,50	104,64	113,72	114,64	120,96	120,22
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	7.265 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 (ВРМБ). 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 активних гаранција, докапитализације банака и преузимања дуга, према методологији ММФ-а.

⁵⁾ Према методологији ЕСА 2010.

⁶⁾ Процена НБС

Напомене:

1. Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.
2. Извор за податак о стопи незапослености је Анкета о радној снази РЗС-а.
3. Извор за податак о јавном дугу је Министарство финансија и НБС за процењени БДП.

Додатак 1. Писмо Народне банке Влади Републике Србије због одступања инфлације од утврђеног циља**НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ****ГУВЕРНЕР**

КГ бр. - 943/1 /15

Београд, 19. март 2015.

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, обавештавам Вас да је међугодишњи раст потрошачких цена у фебруару износио 0,8%, што је шести узастопни месец у коме се инфлација нашла испод доње границе дозвољеног одступања од циља ($4,0 \pm 1,5\%$) након што смо Вам упутили писмо о разлозима одступања инфлације од циља у септембру 2014. године. Тим поводом желимо да укажемо на разлоге због којих је дошло до овог одступања, на мере 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.

Извршни одбор Народне банке Србије процењује да је кретање инфлације испод доње границе циља у периоду од септембра 2014. до фебруара 2015. године у највећој мери последица деловања привремених фактора: изостанка раста регулисаних цена и пада светских цена нафте.

Очекивања да ће се инфлација вратити у границе дозвољеног одступања од циља до краја претходне године, која смо истакли у писму које смо Вам упутили у септембру те године, базирани смо на претпоставци корекције цене електричне енергије од 15% (допринос инфлацији +0,75 п.п.), која се није остварила. Да је до те корекције дошло, инфлација би се крајем претходне године нашла у границама дозвољеног одступања од циља. То се, између осталог, одразило и на кретање регулисаних цена у целини, чији је међугодишњи раст пао са 3,5% (колико је износио у септембру 2014. године) на -2,3% (у фебруару 2015. године), што је у том периоду допринело смањењу инфлације за 1,2 п.п.

Поред тога, знатан пад светских цена нафте у другој половини 2014. резултирао је појектичењем нафтних деривата, што је додатно оборило инфлацију за 0,5 п.п. у периоду од

септембра до фебруара. Напомињемо да ниска инфлација није специфична само за Србију. Штавише, већина европских земаља почетком 2015. године има негативне стопе инфлације, тј. налазе се у дефлацији.

Народна банка Србије предузела је мере из своје надлежности како би се инфлација у средњем року вратила у оквире дозвољеног одступања од циља. Смањење степена рестриktivности монетарне политике започето је још у мају 2013. године. Референтна каматна стопа је од тада снижена са 11,75% на 7,50%, док се просечна пондерисана каматна стопа на једнонедељне операције Народне Банке Србије креће око 6%. Такође, ради стимулisaња кредитне, а посредно и економске активности – банкама је смањена стопа издвајања девизне обавезне резерве у новембру, децембру и јануару.

Опрезно ублажавање монетарне политике у протеклом периоду налагали су и ризици из међународног окружења (геополитичке тензије и нестабилност токова међународног капитала).

Међугодишња инфлација, након историјског минимума у јануару, који је пре свега последица високе прошлогодишње базе узроковане повећањем стопе ПДВ-а и акциза, у фебруару 2015. године започела је раст. Очекујемо да се инфлација у другој половини године врати у границе дозвољеног одступања од циља ($4 \pm 1,5\%$), чему ће, поред релаксације монетарне политике, допринети и очекиване корекције регулисаних цена, као и ишчезавање ефеката пада цена примарних производа из претходног периода.

У остваривању циљева монетарне политике, Народна банка Србије ће, као и до сада, поступати одговорно, наставити да буде отворена према јавности и настојати да допринесе стварању сигурног и предвидивог пословног и инвестиционог амбијента.

С поштовањем,


Др Јоргованка Табаковић

Ко:

- г. Расиму Љајићу, потпредседнику Владе и министру трговине, туризма и телекомуникација;
- г. Душану Вујовићу, министру финансија;
- гђи Снежани Богосављевић Бошковић, министру пољопривреде и заштите животне средине

Списак графикана и табела

Графикони

III.0.1.	Кретање цена	7
III.0.2.	Допринос тромесечној стопи раста потрошачких цена	8
III.0.3.	Допринос мг. стопи раста потрошачких цена	8
III.0.4.	Домаћа и увозна инфлација	9
III.0.5.	Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред	10
III.0.6.	Циљана инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред – финансијски сектор	10
III.0.7.	Очекивања предузећа у погледу промене цена њихових инпута и производа и услуга	11
IV.1.1.	Динарска ликвидност	13
IV.1.2.	Кретање каматних стопа	13
IV.1.3.	Крива приноса на међубанкарском тржишту новца	14
IV.1.4.	Примарно тржиште државних ХоВ у динарима – коефицијент реализације и учешће страних инвеститора	14
IV.1.5.	Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ	14
IV.1.6.	Кретање каматних стопа на динарске кредите и депозите привреди и становништву	15
IV.1.7.	Кретање каматних стопа на девизне кредите и депозите привреди и становништву	15
IV.1.8.	Показатељ премије ризика – <i>EMBI</i> по земљама	16
IV.1.9.	Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала	17
IV.1.10.	Структура финансијског биланса	17
IV.1.11.	Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту	21
IV.1.12.	Краткорочна волатилност курса динара према евр	21
IV.1.13.	Кретање курсева одређених националних валута према евр	22
IV.1.14.	Индекс <i>BELEX15</i> и промет на Београдској берзи	22
IV.1.15.	Кретање берзанских индекса у региону	23
IV.2.1.	Монетарни агрегати и потрошачке цене	23
IV.2.2.	Доприноси мг. расту М2, секторска структура	24
IV.2.3.	Кредитна активност и БДП	24
IV.2.4.	Структура новоодобрених кредита привреди	25
IV.2.5.	Утицај појединих фактора на промену кредитних стандарда у одобравању кредита и кредитних линија предузећима	26
IV.2.6.	Утицај појединих фактора на промену кредитних стандарда у одобравању кредита и кредитних линија становништву	26
IV.2.7.	Учешће динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву	27
IV.2.8.	Учешће <i>NPL</i> у укупним кредитима, бруто принцип	27
IV.3.1.	Индекси цена непокретности <i>DOMex</i> и број прометованих непокретности	28
IV.3.2.	Индекси броја издатих дозвола новоградње	29
IV.4.1.	Доприноси мг. стопи раста БДП-а – расходна страна	30
IV.4.2.	Потрошња домаћинства	30
IV.4.3.	Потрошња државе	31
IV.4.4.	Извоз и увоз робе и услуга	31
IV.4.5.	Кретање показатеља екстерне тражње и извоза Србије	32
IV.4.6.	Кретање главних компоненти увоза	32
IV.4.7.	Робна размена у еврима	32
IV.5.1.	Кретање показатеља економске активности	33
IV.5.2.	Физички обим производње по гранама прерађивачке индустрије	34
IV.5.3.	Физички обим производње у енергетици и рударству	34
IV.5.4.	Доприноси мг. расту физичког обима индустријске производње	35

IV.6.1.	Кретање реалне нето зараде (дсз. подаци)	38
IV.6.2.	Кретање реалне нето зараде (мг. раст, у %)	38
IV.6.3.	Кретање продуктивности, бруто реалних зарада и јединичних трошкова рада у индустрији	39
IV.6.4.	Просечна месечна новчана накнада за незапосленост	39
IV.7.1.	Кретање БДП-а и показатеља економске активности зоне евра	40
IV.7.2.	Водећи показатељи сектора производње по земљама – <i>PMI Manufacturing</i>	41
IV.7.3.	Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2015. и 2016. ММФ-а	41
IV.7.4.	Водећи економски показатељи у САД	42
IV.7.5.	Кретања на тржишту рада у САД	42
IV.7.6.	Кретање хармонизованог индекса потрошачких цена по земљама	43
IV.7.7.	Кретање референтних стопа по земљама	44
IV.7.8.	Принос на десетогодишње обвезнице по земљама	44
IV.7.9.	Кретање курса одређених националних валута према долару	45
IV.7.10.	Кретање цена нафте и бакра	46
IV.7.11.	Имплицитна волатилност међународног финансијског тржишта	46
IV.7.12.	Индекс светских цена хране	46
V.0.1.	Производни јаз	50
V.0.2.	Претпоставка о кретању светских цена примарних пољопривредних производа	51
V.0.3.	Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент	51
V.0.4.	Краткорочна пројекција инфлације	52
V.0.5.	Пројекција инфлације	53
V.0.6.	Пројекција раста БДП-а	55
V.0.7.	Поређење текуће с претходном пројекцијом раста БДП-а	56
V.0.8.	Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације	56
V.0.9.	Остварење пројекције инфлације из маја 2014.	56
Табеле		
III.0.1.	Раст потрошачких цена по компонентама	7
III.0.2.	Показатељи раста цена	9
IV.2.1.	Монетарни агрегати	24
IV.4.1.	Показатељи кретања инвестиција	30
IV.5.1.	Годишњи раст и доприноси расту БДП-а	33
IV.6.1.	Кретања запослености и незапослености	40
V.0.1.	Претпоставке пројекције	51
V.0.2.	Пројекције главних макроекономских показатеља за Србију	54
Табела А. Индикатори екстерне позиције Србије		57
Табела Б. Основни макроекономски индикатори		58

Графикони у освртима

O.2.1.	Светске цене сировина и готових производа у индустрији челика	36
O.2.2.	Производња и цене у домаћој индустрији челика	36
O.3.1.	Кретање берзанских индекса зоне евра	48
O.3.2.	Тржишна инфлациона очекивања у зони евра	48
O.3.3.	Стање купљених државних ХоВ у оквиру <i>PSPP</i> -а	48

Табеле у освртима

O.1.1.	Изабрани квантитативни критеријуми програма	20
--------	---	----

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		
9. јул		
13. август		
10. септембар		
15. октобар		
12. новембар		
10. децембар		

Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије

Саопштење са седнице Извршног одбора, 12. 3. 2015.

Извршни одбор Народне банке Србије је на данашњој седници, након разматрања актуелних економских кретања и процена за наредни период, одлучио да референтну каматну стопу смањи за 0,5 процентних поена, тако да она од данас износи 7,5 одсто.

Доносећи ову одлуку, Извршни одбор је имао у виду да у условима повећања глобалне ликвидности услед квантитативног попуштања ЕЦБ-а, доследно спровођење фискалне консолидације и структурних реформи и закључење аранжмана из предострожности с Међународним монетарним фондом утичу на повећано интересовање инвеститора за улагања у Србију. О томе сведочи пад премије ризика земље и већа тражња нерезидената за државним хартијама од вредности. Оваква кретања, као и инфлациона очекивања која се крећу око циља од 4%, отварају простор да монетарна политика да допринос дугорочно одрживом опоравку домаће економије.

Извршни одбор је констатовао да је међугодишња инфлација, након историјског минимума у јануару који је пре свега последица високе прошлогодишње базе узроковане повећањем стопе ПДВ-а и акциза, у фебруару започела раст и постепени повратак у границе циља ($4 \pm 1,5\%$). Очекује се да се инфлација у другој половини године врати у границе дозвољеног одступања од циља, чему ће, по оцени Извршног одбора, допринети мере монетарне политике и исцрпљивање ефекта фактора са привременим дезинфлаторним утицајем, пре свега ниског раста регулисаних цена и ниских цена примарних производа на светском и домаћем тржишту.

Кретање референтне каматне стопе у наредном периоду и даље ће у највећој мери зависити од остваривања ризика у међународном окружењу и њиховог утицаја на инфлацију, као и ефеката цена примарних производа на светском и домаћем тржишту на остале цене, оценио је Извршни одбор.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће се донети одлука о референтној каматној стопи одржаће се 9. априла 2015.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 09. 4. 2015.

Након разматрања актуелних економских кретања и процена за наредни период, Извршни одбор Народне банке Србије је на данашњој седници одлучио да референтну каматну стопу смањи за 0,5 процентних поена, тако да она од данас износи 7 одсто.

Одлуку да настави ублажавање монетарне политике Извршни одбор је донео пре свега имајући у виду да су, поред ниске инфлације, додатно снижена и инфлациона очекивања, која су више од годину дана у границама циља, као и да су и даље присутни дезинфлаторни притисци по основу ниске агрегатне тражње. Поред тога, инфлација у међународном окружењу је изузетно ниска, чак и негативна у многим земљама. Аранжман с Међународним монетарним фондом, по оцени Извршног одбора, потврда је усмерености носилаца економске политике ка обезбеђењу дугорочно одрживог опоравка домаће економије. Глобална ликвидност се због квантитативног попуштања Европске централне банке повећава, што, уз доследно спровођење фискалне консолидације и структурних реформи, утиче на повећано интересовање инвеститора за улагања у Србију.

Извршни одбор је констатовао да је раст потрошачких цена од почетка године условљен једнократним факторима, пре свега поскупљењем воћа и поврћа, и да не указује на раст инфлаторних притисака, што потврђује и ниска базна инфлација. Повратак инфлације у границе циља очекује се у другој половини године, чему ће допринети до сада предузете мере монетарне политике и исцрпљивање ефекта фактора с привременим дезинфлаторним утицајем, пре свега ниског раста регулисаних цена и ниских цена примарних производа на светском и домаћем тржишту.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће се донети одлука о референтној каматној стопи одржаће се 11. маја.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 11. 5. 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 6,5 одсто.

Одлуку да смањи референтну каматну стопу Извршни одбор је донео имајући у виду кретање инфлације испод доње границе циља, као и даље ниске инфлаторне притиске. Таква кретања резултат су ниске агрегатне тражње и изостанка већих трошковних притисака, чему доприноси изузетно ниска инфлација у међународном окружењу, ниске цене примарних производа, али и низак раст регулисаних цена. Инфлациона очекивања која су стабилизована у границама циља дуже од годину дана додатно су снижена у последњих неколико месеци.

Извршни одбор је констатовао да су и кретања у међународном окружењу повољнија и да се повећава глобална ликвидност услед квантитативног попуштања Европске централне банке, али и одложеног повећања референтне каматне стопе ФЕД-а. Уз повољније цене сировина и енергената, то доприноси извеснијем економском опоравку наших главних спољнотрговинских партнера и смањује ризике који могу доћи из међународног окружења.

По оцени Извршног одбора, позитивни ефекти мера фискалне консолидације, уз аранжман с Међународним монетарним фондом, потврђују усмереност носилаца економске политике ка јачању јавних финансија и обезбеђењу одрживог опоравка домаће економије. Истовремено, тиме се ствара повољнија перцепција инвеститора и повећава њихово интересовање за улагања у Србију.

Извршни одбор је на данашњој седници усвојио и измену Одлуке о каматним стопама Народне банке Србије, којом је смањен коридор каматних стопа у односу на референтну каматну стопу са $\pm 2,5$ одсто на $\pm 2,0$ одсто. Та мера, по оцени Извршног одбора, треба да стабилизује каматне стопе на међубанкарском новчаном тржишту.

Извршни одбор је усвојио и мајски Извештај о инфлацији, у коме су предочена актуелна макроекономска кретања и мере монетарне политике. Извештај ће бити представљен јавности 20. маја.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће се донети одлука о референтној каматној стопи одржаће се 11. јуна.

CIP - Каталогизација у публикацији
Народна библиотека Србије, Београд

33

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

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