

ECONOMIC DIGEST

Vodič kroz finansijske i tržišne trendove

Redakcija:

Analitičar

Marko Danon [marko.danon@hypo-alpe-adria.rs, +381 (11) 222 6861]

Izvršni urednik

Jelena Radosavljević [jelena.radosavljevic@hypo-alpe-adria.rs, +381 (11) 222 6812]

Izdavač

Hypo Alpe-Adria-Bank a.d. Beograd,
Bulevar Mihajla Pupina 6, 11070 Beograd

Grafička priprema i oblikovanje

ImageTeam d.o.o.

Izjava odričanja od odgovornosti

Informacije i stavove u ovom izveštaju pripremili su analitičari Hypo Alpe-Adria-Bank a.d. Beograd. Svi stavovi iskazani u ovom izveštaju odraz su trenutne procene autora i ne moraju odražavati stav Hypo Alpe-Adria-Bank a.d. Beograd, Hypo Grupe ili bilo koje od njenih zavisnih preduzeća i ogrankaka. Ovaj izveštaj je zasnovan na javno dostupnim informacijama, a u grafičkim prikazima su navedeni izvori. Ovaj izveštaj ne predstavlja savet za ulaganja ili ponudu ili poziv na kupovinu i prodaju bilo koje hartije od vrednost. Navedene informacije su date u svrhu opšteg informisanja, te ne mogu biti zamenju za nezavisan finansijski savet niti se njihovim objavljivanjem stvara bilo kakva obaveza za Hypo Alpe-Adria-Bank a.d. Beograd, Hypo Grupu i njena zavisna preduzeća i ogranke.

Hypo Alpe-Adria-Bank a.d. Beograd, Hypo Grupa i njena zavisna preduzeća i ogranci ne preuzimaju obavezu saopštavanja promene informacija ili stavova nastalih u međuvremenu, i ne prihvataju nikakvu odgovornost za direktni ili indirektni gubitak nastao kao posledica korišćenja ovog izveštaja, informacija i cena iz ovog materijala, niti garantuje za njihovu tačnost i celovitost. Takođe, ističemo da je zabranjeno dalje distribuiranje i umnožavanje ovog materijala ili nekih njegovih delova bez prethodnog pisanog pristanka Hypo Alpe-Adria-Bank a.d. Beograd.

Pregled

Početak 2016. je bio obeležen slabljenjem optimizma na svetskim tržištima, po svemu sudeći, u skladu sa rastućim geopolitičkim tenzijama, ali i usporavanjem rasta i tražnje u pojednim velikim zemljama u razvoju, poput Brazila, Kine ili Rusije. Tako je od početka godine došlo do relativno značajnog pada vrednosti indeksa na glavnim evropskim i azijskim berzama, dok su se američke oporavile tokom marta meseca. Istovremeno, privredna aktivnost u zemljama Evrozone – ključnim trgovinskim partnerima Srbije – usporava rast tokom proteklih meseci, dok se i dalje beleže snažni deflatorni pritisci, i to sve uprkos veoma ekspanzivnim merama Evropske centralne banke (ECB). U ovim uslovima, čelnici ECB-a su sredinom marta doneli odluku da povećaju obim "ubrizgavanja" likvidnosti kroz program tzv. kvantitativnih olakšica sa 60 na čak 80 milijardi evra mesečno, i to najmanje do 2017, ali i da smanji svoju referentnu kamatnu stopu za 5bp na 0%. Istovremeno, Fed je krajem 2015. povećao svoju kamatnu stopu, čime je doveo do tzv. divergencije svoje monetarne politike u odnosu na evropsku, te posledičnog prelivanja kapitala na američku tržišta zbog širenja kamatnog diferencijala u odnosu na evropska i periferna tržišta duga i kapitala. Sa druge strane, dalje pooštavanje američke monetarne politike u ostatku godine je moguće, ali u uslovima postojećih neizvesnosti na svetskim tržištima, moguće je da će biti blaže nego inicijalno očekivano.

Domaća aktivnost je tokom prošle godine izašla iz recesije ostvarivši realni rast od 0,7%, pod uticajem oporavka investicione aktivnosti na pojedinim infrastrukturnim projektima, te skromnog rasta neto izvoza, u skladu sa blagim prošlogodišnjim rastom tražnje u Evrozonu. Sa druge strane, ovi efekti su bili donekle ublaženi daljim slabljenjem tražnje domaćinstava i države. Sudeći po visokofrekventnim podacima, rast aktivnosti je u prvom kvartalu 2016. nastavio ubrzanje, i to najviše po osnovu daljeg intenziviranja investicija i aktivnosti u pojedinim izvozno orijentisanim industrijskim sektorima. Tako je tokom januara 2016. zabeležen jak rast obima proizvodnje u duvanskoj industriji (+48% g/g), hemijskoj (+18%), električne opreme (+16%), ali i građevinskih materijala (+16%), što reflektuje postepen oporavak u građevinskom sektoru. Sudeći po snažnom rastu izdatih građevinskih dozvola (+26% u toku 2015., +21% g/g u januaru 2016.), ali i već pomenutom rastu obima proizvodnje građevinske opreme, tokom predstojećih meseci moguće je očekivati nastavak rasta investicione aktivnosti. To će, po svemu sudeći, biti i glavni generator privrednog rasta u predstojećim mesecima, dok bi pozitivan uticaj neto izvoza, čini se, mogao biti donekle ublažen zbog slabljenja tržišnog optimizma u Evrozonu, a domaća tražnja bi ostala slaba. U skladu sa tim, na nivou 2016. bi se mogao očekivati rast od oko 1,5%.

U uslovima prošlogodišnjeg poboljšanja eksterne tražnje, ali i jačeg priliva doznaka, deficit tekućeg računa je u 2015. sužen za oko petinu, prema podacima prvih 11 meseci prošle godine. Tako je eksterni deficit u ovom periodu dostigao oko 4,5% BDP-a, ali je, iako sužen, ostao među najvećima u istočnoj i centralnoj Evropi. On je tokom 2015. bio adekvatno pokriven prilivima kapitala, zbog čega je, čini se, bila zabeležena relativna stabilnost dinara tokom većeg dela protekle godine. Ipak, tokom poslednjih meseci 2015., ali i, čini se, na početku 2016., beleže se neto odlivi tzv. portfolio investicija, usmerenih na domaće tržište trezorskih zapisa koje emituje Ministarstvo finansija.

Najverovatnije u skladu sa ovim kapitalnim neto odlivima, od početka godine (zaključno sa 21.3.) zabeleženo je slabljenje dinara od oko 1%, što je zabeleženo i kod drugih slobodno plutajućih valuta u regionu istočne i centralne Evrope. Kako bi ublažila ove depresijske pritiske, NBS je u istom periodu intervenciala neto prodajom 510 miliona evra. Ipak, budući da je eksterni deficit i dalje relativno visok, u srednjem roku je moguće očekivati postepeno nominalno slabljenje dinara.

U skladu sa slabom domaćom tražnjom, te padom svetskih cena sirovina, i tokom proteklih meseci nastavljen je trend veoma niskih inflatornih pritiska. Tako je godišnja inflacija u februaru dostigla svega 1,5%, što je više od dve godine ispod donje granice ciljanog koridora NBS od 4% +/- 1,5%. Navedeni dezinflatorni pritisci će se, po svemu sudeći, zadržati i u predstojećim mesecima, dok bi ključni inflatorni pritisci dolazili sa strane eventualnog povećanja administrisiranih cena, kao i obnovljenih depresijskih pritiska.

Uprkos ovim niskim inflatornim pritiscima, NBS se u martu suzdržala od obaranja referentne kamatne stope, nakon snižavanja od 0,25pp na 4,25% u februaru. To je najverovatnije posledica pomenutih aktuelnih eksternih rizika na ključnim svetskim tržištima, te očekivanja normalizacije, tj. pooštavanja monetarne politike Fed-a u ostatku godine, koja bi dovela do daljeg prelivanja kapitala sa perifernih na američku tržišta duga.

Nakon početka sprovođenja mera fiskalne konsolidacije krajem 2014, fiskalna politika je zadobila relativno restiktivan karakter. Tako je fiskalni deficit konsolidovane države tokom proteklih godina sužen za oko 40%, dostigavši nivo od oko 3,7% BDP-a. Ovaj trend je nastavljen i u januaru 2016, kada je dostignut fiskalni deficit konsolidovane države od oko 245 miliona evra, što je najviše rezultat snažnog rasta prihoda, posledice jakog rasta akciznih i neporeskih prihoda. Budući da je relativno solidna realizacija budžeta početkom godine sezonskog karaktera, na nivou 2016, čini se, moguće je očekivati realizaciju deficitita konsolidovane države blisku prošlogodišnjoj. Tako će potrebe države za finansiranje ovogodišnjeg deficitita i dospeća ranije emitovanog duga iznositi oko 5-5,5 milijardi evra, što će biti realizovano najviše kroz emisije trezorskih zapisa i obveznika, te manje kroz zaduživanje kod međunarodnih finansijskih organizacija i vlada, dok je Zakonom o budžetu za 2016. omogućena i eventualna emisija evroobveznice.

Prošlogodišnji izlazak iz recesije, eksterno uravnoteženje, kao i sužavanje fiskalnog deficitita, su po svemu sudeći doprineli unapređenju kreditnog rejtinga Srbije. Tako su izgledi za poboljšanje kreditnog rejtinga unapređeni kod sve tri agencije koje dodeljuju rejtinge Srbiji – Standard&Poor's, Fitch i Moody's – krajem 2015. i tokom prvog kvartala 2016. godine. Istovremeno, misija MMF-a je boravila u Srbiji tokom februara 2016, a do formalnog nastavka diskusije o odobravanju četvrte revizije sporazuma o predostrožnosti sa ovom organizacijom bi došlo nakon formiranja nove republičke vlade posle održavanja vanrednih parlamentarnih izbora u aprilu.

Makroekonomski tokovi

Tabela 1. Makroekonomski pregled

	dec. 12	dec. 13	dec. 14	mar. 15	jun 15	sep. 15	dec. 15	jan. 16	feb. 16	mar. 16	dec. 16*
Privredna aktivnost											
BDP, u milijardama EUR	31,7	34,3	33,1	8,2	16,4	24,6	33,0	...	...	...	33,3
Realni rast BDP, međugodišnje stope (kumulativno)	-1,0	2,6	-1,8	-1,8	0,1	0,9	0,7	...	...	...	1,5
BDP po glavi stanovnika, EUR	4.401	4.783	4.626	...	...	...	4.615	...	...	...	4.666
Obim industrijske proizvodnje, međugod. stope rasta (kumulativno)	-2,9	5,5	-7,0	-2,0	4,8	7,6	8,4	8,6	...	...	4,3
Cene i kurs											
Inflacija (CPI), međugodišnje stope (kraj perioda)	12,2	2,2	1,7	1,9	1,9	1,4	1,5	2,4	1,5	...	2,8
Kurs EUR/RSD (kraj perioda)	113,7	114,6	121,0	120,2	120,6	119,7	121,6	123,2	123,5	...	125,1
Tržiste rada											
Stopa nezaposlenosti, ILO definicija, godišnji prosek	24,0	22,1	18,9	...	...	...	17,9	...	...	...	18,2
Godišnji rast prosečne zarade, obračunato za bazu u EUR	-0,5	5,3	-1,5	-2,6	-3,4	-4,0	-3,4	-2,6	...	...	1,1
Spoljna trgovina i platni bilans											
Izvoz dobara i usluga, u milijardama EUR	11,5	13,9	14,5	3,5	7,5	11,6	15,6	...	...	...	16,3
Uvoz dobara i usluga, u milijardama EUR	17,0	17,8	18,1	4,4	9,2	13,9	18,9	...	...	...	19,4
Bilans trgovine dobara i usluga, u milijardama EUR	-5,5	-3,8	-3,6	-0,9	-1,7	-2,3	-3,3	...	...	...	-3,2
Bilans trgovine dobara i usluga, % BDP	-17,4	-11,2	-11,0	-11,0	-10,2	-9,5	-9,9	...	...	...	-9,5
Bilans tekućeg računa, u milijardama EUR	-3,6	-2,1	-2,0	-0,5	-0,8	-1,1	-1,6	...	...	...	-1,5
Bilans tekućeg računa, % BDP	-11,5	-6,1	-6,0	-6,2	-4,9	-4,6	-4,8	...	...	...	-4,4
Neto SDI, u milijardama EUR (kumulativno)	0,7	1,3	1,2	0,3	0,8	1,3	1,8	...	...	...	1,9
Neto SDI, u % BDP	2,1	3,8	3,7	4,1	4,7	5,2	5,4	...	...	...	5,7
Fiskalni pokazatelji											
Budžetski bilans konsolidovane države, u milijardama RSD	-245,2	-212,1	-258,1	-21,1	-35,1	-51,2	-148,7	30,0	...	...	-173,3
Budžetski bilans konsolidovane države, u % BDP	-6,8	-5,5	-6,7	-2,2	-1,8	-1,7	-3,7	9,3	...	...	-4,2
Javni dug, u milijardama EUR	17,7	20,1	22,8	24,2	23,8	24,1	24,8	24,8	...	...	26,4
Javni dug, u % BDP-a	55,9	58,8	68,6	74,0	73,6	73,3	75,0	77,0	...	...	79,4
Monetarni pokazatelji											
Domaći krediti, u milijardama EUR	16,5	16,1	15,9	16,0	15,9	16,0	16,3	16,2	...	...	16,6
Domaći krediti, međugod. stope rasta, obračunato za bazu u EUR	-1,0	-1,4	-1,2	1,7	0,0	1,0	2,4	2,1	...	...	2,7
Referentna kamatna stopa, kraj perioda	11,25	9,50	8,00	7,50	6,00	5,00	4,50	4,50	4,25	4,25	5,25
Međunarodni pokazatelji											
Realni rast BDP u Evrozoni, međugodišnje stope	-0,8	-0,3	0,9	1,3	1,6	1,6	1,6	...	...	...	1,5
Kurs EUR/CHF (kraj perioda)	1,21	1,23	1,20	1,04	1,04	1,09	1,09	1,11	1,09	...	1,10
Kurs EUR/USD (kraj perioda)	1,32	1,37	1,21	1,07	1,11	1,12	1,09	1,08	1,09	...	1,08
Referentna kamatna stopa Evropske centralne banke, kraj perioda	0,75	0,25	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,00
Referentna kamatna stopa Švajcarske centralne banke, kraj perioda	0,00	0,00	-0,25	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
Euribor 3M, kraj perioda	0,19	0,29	0,08	0,02	-0,01	-0,04	-0,13	-0,16	-0,21	...	-0,40
Liber CHF 3M, kraj perioda	0,01	0,02	-0,06	-0,81	-0,79	-0,73	-0,76	-0,76	-0,81	...	-0,77

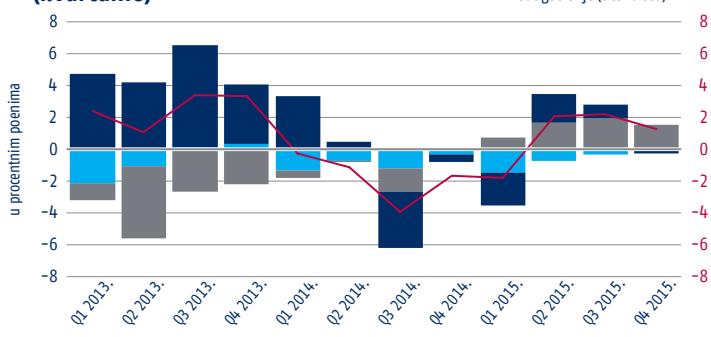
* prognoze

Izvor: NBS, RZS, Ministarstvo finansija, Bloomberg, Ekonomski istraživanja Hypo Alpe-Adria-bank (u daljem tekstu: Hypo Research)

Ekonomska aktivnost

- Privredni rast je u poslednjem kvartalu 2015. usporio na 1,2% međugodišnje (u odnosu na +2,3% u trećem kvartalu), čime je ostvaren realni rast BDP-a od 0,7% na nivou 2015.
- Prošlogodišnji privredni rast je bio vođen rastom neto izvoza i investicija u skladu sa blagim oporavkom eksterne tražnje i izvođenja radova na infrastrukturnim projektima, dok tražnja domaćinstava i države i dalje vrši negativan uticaj na rast, po svemu sudeći u vezi sa sprovodenjem mera fiskalne konsolidacije.
- Rast aktivnosti tokom poslednjih meseci 2015. i početkom 2016. je donekle usporila, po svemu sudeći usled slabljenja eksterne tražnje u Evrozoni, glavnog trgovinskog partnera Srbije.
- Ipak, na nivou 2016. može se očekivati blago ubrzavanje aktivnosti i rast od oko 1,5%, pre svega u skladu sa daljim intenziviranjem rada na građevinskim projektima, dok bi neto izvoz i potrošnja domaćinstava pružili neutralan doprinos.

**Grafikon 1.
Doprinos rastu BDP-a
po upotrebnom principu i
međugodišnja stopa rasta BDP-a
(kvartalno)**



Izvor: RZS, Hypo Research

Tabela 2. Realni rast BDP-a, po delatnostima

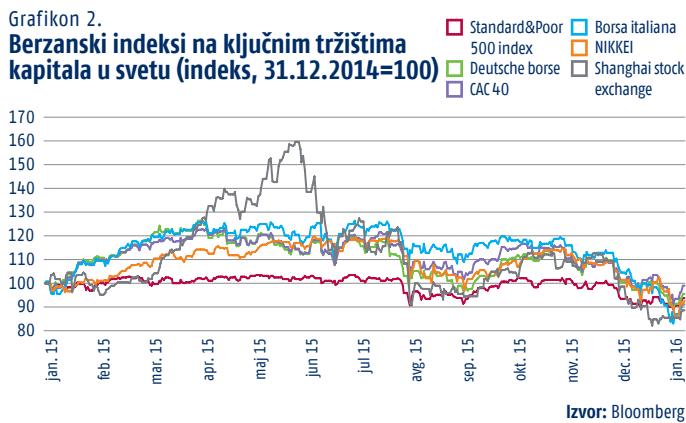
	2012.	2013.	2014.	1Q 2015.	2Q 2015.	3Q 2015.	4Q 2015.		2012.	2013.	2014.	1Q 2015.	2Q 2015.	3Q 2015.	4Q 2015.
	Međugodišnji rast u %								Doprinos rastu u pp						
Poljoprivreda, šumarstvo i ribarstvo	-17,3	20,9	2,0	-8,4	-9,8	-6,0	-6,7	-1,5	1,5	0,2	-0,6	-0,8	-0,6	-0,6	-0,6
Rudarstvo, preradivačka industrija, snabdevanje električnom energijom, gasom i parom, snabdevanje vodom i upravljanje vodama	5,6	6,0	-7,6	-3,9	8,1	8,4	6,8	1,1	1,2	-2,1	-0,8	1,6	1,6	1,6	1,3
Gradbevinarstvo	-9,8	-3,9	-1,5	-1,8	17,3	18,9	8,0	-0,5	-0,2	0,2	-0,1	0,7	0,8	0,8	0,4
Trgovina na veliko i malo i opravka motornih vozila, Saobraćaj i skladištenje, Usluge smeštaj i ishrane	-0,7	2,3	1,1	0,3	0,4	1,2	0,7	-0,1	0,3	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2	0,1
Informisanje i komunikacije	2,8	-0,1	-3,9	-3,5	-0,5	2,9	-0,4	0,1	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,1	0,1	0,0
Finansijske delatnosti i delatnosti osiguranja	-8,0	-9,5	-2,8	1,6	-1,3	5,0	4,1	-0,3	-0,3	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Poslovanje nekretninama	1,0	1,0	-1,3	-0,2	-0,6	-1,0	-0,6	0,1	0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Stručne, naučne, inovacijske i tehničke delatnosti i administrativne i pomoćne uslužne delatnosti	3,9	-2,4	0,9	-0,5	-0,7	0,8	-0,7	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Društvena uprava i obavezno socijalno osiguranje, obrazovanje i zdravstvena i socijalna zaštita	1,9	1,2	0,1	-3,6	-2,9	0,5	0,7	0,2	0,2	0,1	-0,5	-0,4	0,1	0,1	0,1
Umetnost, zabava i rekreacija, Ostale uslužne delatnosti, Delatnost domaćinstva kao poslodavca	1,0	-3,3	2,3	0,4	-1,1	0,4	-5,2	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1
Bruto dodata vrednost	-0,8	3,3	-2,0	-2,3	1,6	2,8	1,5	-0,7	2,7	-2,0	-1,9	1,3	2,3	1,2	
Neto porezi	-2,1	-1,0	-0,9	0,6	-1,3	-0,1	0,0	-0,3	-0,2	-0,1	0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0
BDP	-1,0	2,6	-1,8	-1,8	1,1	2,3	1,2	-1,0	2,6	-2,0	-1,8	1,1	2,3	1,2	

Izvor: RZS

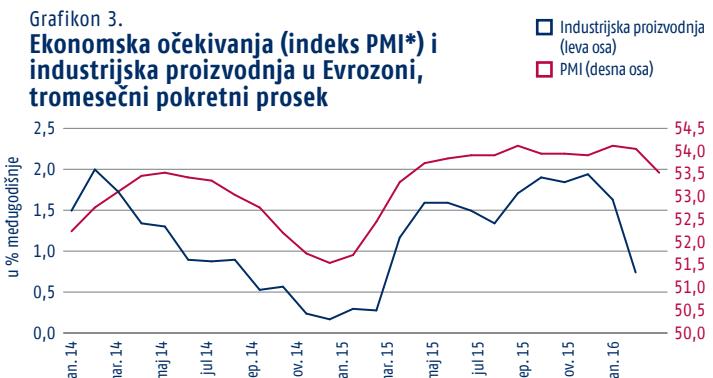
Međunarodno okruženje

- Kretanja na početku tekuće godine obeležena su, pre svega, (i) rastućim geopolitičkim tenzijama, te (ii) usporavanjem privrednog rasta, i postepenim prelaskom na model rasta zasnovanom na privatnoj i državnoj potrošnji, umesto na izvozu i investicijama u pojednim velikim zemljama u razvoju, poput Kine.
- Ovi faktori su, čini se, rezultirali u usporavanju rasta privredne aktivnosti u svetu, padom berzanskih indeksa, te jakim deflatornim pritiscima.
- U ovim uslovima, ECB je najavila produžavanje trajanja programa kvantitativnih olakšica najmanje do marta 2017, dok su čelnici Fed-a nagovestili da će, nakon pooštravanja krajem 2015., u tekućoj godini izostati značajnija povećanja kamatne stope.
- Tako bi se u narednim mesecima moglo očekivati da se inflacija, kao i referentne i tržišne kamatne stope na vodećim tržištima zadrže na veoma niskim nivoima.

Grafikon 2.
Berzanski indeksi na ključnim tržištima kapitala u svetu (indeks, 31.12.2014=100)



Grafikon 3.
Ekonomska očekivanja (indeks PMI*) i industrijska proizvodnja u Evrozonu, tromesečni pokretni prosek



*Indeks PMI (Purchasing managers index), je mesečni indeks sentimenta menadžera nabavke, koji se u anketi operdeljuju da li je njihovo poslovanje (i) bolje, (ii) lošije, ili (iii) isto u odnosu na prethodni mesec. Ocena x u indeksu za zemlju i se kreće u rasponu $0 \leq x \leq 100$, pri čemu vrednosti od $0 \leq x < 50$ predstavljaju pogoršanje, $x = 50$ odsustvo promene, a $50 < x \leq 100$ poboljšanje.

Poljoprivredna proizvodnja

- Tokom zimskih meseci zabeleženo je relativno toplo vreme sa manje snežnih padavina u odnosu na višegodišnji prosek. Uprkos tome, rast i razvoj jesenjih ratarskih kultura i višegodišnjih za sada nije ugrožen.
- Prošlogodišnja poljoprivredna sezona je bila relativno slaba, i to najviše usled letošnje suše koja je najviše pogodila prolećne ratarske kulture.
- Tako je od ovih kultura, obim proizvodnje kukuruza opao za gotovo 10% u odnosu na višegodišnji prosek, a šećerne repe za čak gotovo 30%.
- Naspram domaćoj, prošlogodišnja svetska poljoprivredna proizvodnja je bila u okvirima višegodišnjeg proseka, što je doprinelo daljem snižavanju svetskih berzanskih cena poljoprivrednih sirovina.
- Tako u uslovima slabih formiranih zaliha iz prošlogodišnje proizvodnje, uz niske svetske cene tih roba, postoji mogućnost da se u 2016. ostvari relativno slab realni rast u poljoprivrednom sektoru.

Tabela 3. Obim proizvodnje glavnih ratarskih kultura

		2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	Prosek 2005.-2015.	Stopa rasta u 2015. u odnosu na desetogodišnji prosek
Kukuruz	Požnjevene površine, ha	1.004.611	962.636	992.941	1.048.815	994.612	1.014.570	1.036.859	976.020	980.334	1.057.877	1.010.227	1.007.227	0,3
	Ukupan prinos, t	7.085.366	6.016.765	3.904.825	6.158.122	6.396.262	7.207.191	6.479.564	3.532.602	5.864.419	7.951.583	5.454.841	6.004.685	-9,2
	Prinos, t/ha	7,1	6,3	3,9	5,9	6,4	7,1	6,2	3,6	6,0	7,5	5,4	5,9	-9,2
Pšenica	Požnjevene površine, ha	630.255	607.123	625.912	612.256	636.434	619.403	619.612	603.275	631.640	604.748	589.922	616.416	-4,3
	Ukupan prinos, t	2.522.565	2.367.911	2.342.244	2.632.091	2.598.182	2.085.529	2.609.188	2.399.225	2.690.266	2.387.202	2.428.203	2.460.237	-1,3
	Prinos, t/ha	4,0	3,9	3,7	4,3	4,1	3,4	4,2	4,0	4,3	3,9	4,1	4,0	2,7
Soja	Požnjevene površine, ha	130.936	156.680	146.988	143.684	144.386	170.255	165.253	162.714	159.724	154.249	184.841	156.337	18,2
	Ukupan prinos, t	368.023	429.639	303.950	350.946	349.193	540.859	440.847	280.638	385.214	545.898	454.431	404.513	12,3
	Prinos, t/ha	2,8	2,7	2,1	2,4	2,4	3,2	2,7	1,7	2,4	3,5	2,5	2,6	-3,2
Suncokret	Požnjevene površine, ha	197.843	186.431	154.793	187.822	157.337	169.384	174.270	185.918	188.189	175.366	166.192	176.686	-5,9
	Ukupan prinos, t	350.762	384.945	294.502	454.282	377.549	378.409	432.020	366.020	512.839	509.250	437.084	408.878	6,9
	Prinos, t/ha	1,8	2,1	1,9	2,4	2,4	2,2	2,5	2,0	2,7	2,9	2,6	2,3	12,2
Šećerna repa	Požnjevene površine, ha	68.400	76.130	84.085	51.261	65.354	70.968	59.221	69.069	66.527	64.112	42.123	65.205	-35,4
	Ukupan prinos, t	3.297.583	3.391.570	3.412.089	2.454.605	2.977.781	3.551.074	3.004.237	2.482.962	3.180.008	3.507.441	2.183.194	3.040.231	-28,2
	Prinos, t/ha	48,2	44,6	40,6	47,9	45,6	50,0	50,7	35,9	47,8	54,7	51,8	47,1	10,0

Izvor: RZS, Hypo Research

Trgovina na malo

- Rast prometa u trgovini na malo je blago ubrzao u drugoj polovini 2015., te je na nivou prethodne godine dostignut relativno skroman realni rast od 1,8%.
- Od toga, ovaj rast je bio najizraženiji u oblasti trgovine neprehrabrenih proizvoda (osim motornih goriva), čiji promet je porastao realno za 2,2%, te hrane, piće i duvana (+1,8%), i motornih goriva (+1,1%).

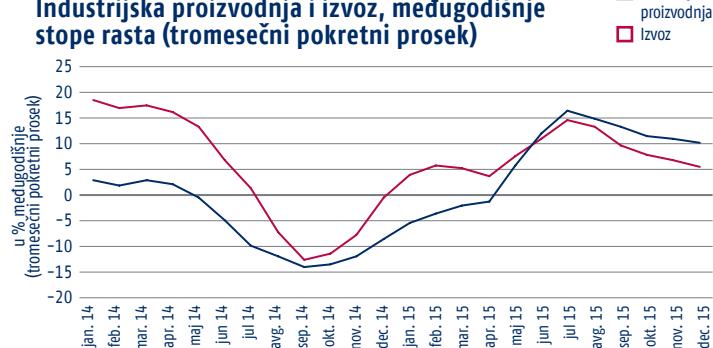
građevinska delatnost

- Počev od sredine prošle godine beleži se oporavak građevinske delatnosti u skladu sa intenziviranjem radova na infrastrukturnim objektima, kao i pojedinim projektima visokogradnje.
- Tako je u 2015. zabeležen realni rast građevinskih radova u zemlji od 16,4%, od čega rast u oblasti ostalih građevina (tj. uglavnom infrastrukture) iznosi 16,5%, a gradnje zgrada 16,1%.

Industrijska proizvodnja

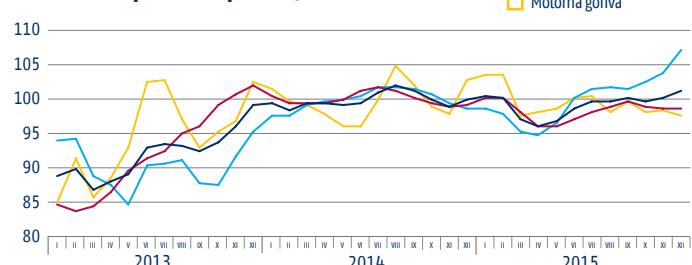
- Obim industrijske proizvodnje je tokom 2015. ostvario rast od 8,2%, izlazeći tako iz kontrakcije zabeležene 2014.
- Ovom industrijskom oporavku je najviše doprineo rast eksterne tražnje u zemljama Evrozone, ali i efekat niske baze u energetici, u kojoj je prošle godine normalizovana proizvodnja nakon poplava u maju 2014.
- Ipak, tokom poslednjih meseci se beleži usporavanje stope rasta, što je po svemu sudeći posledica slabljenja tražnje u Evrozoni, kao rezultat pada aktivnosti i optimizma tržišnih učesnika prisutnog tokom poslednjeg kvartala 2015. i početka 2016.
- Posmatrano po sektorima, izuzev energetike, ključan doprinos rastu u 2015. su dale izvozno orijentisane preradivačke grane, i to pre svega duvanska industrija (rast obima proizvodnje od 57,7%), farmaceutskih proizvoda (+16,3%) i osnovnih metala (+20,6%).
- Sa druge strane obim proizvodnje motornih vozila, u kome dominira najveći domaći izvoznik FIAT automobili Srbija, je tokom ovog perioda opala za 4,6% međugodišnje, u skladu sa, po svemu sudeći, blagim slabljenjem tražnje za modelom ovog proizvođača na stranim tržištima.

Grafikon 7.
Industrijska proizvodnja i izvoz, međugodišnje stope rasta (tromesečni pokretni prosek)



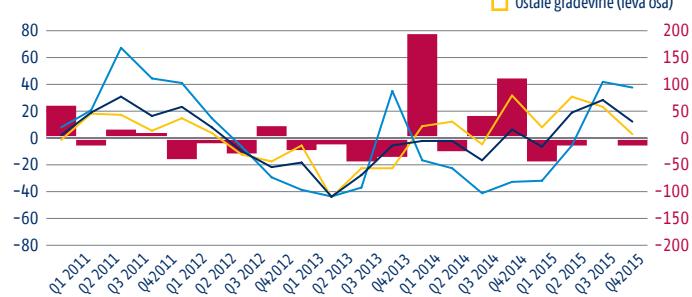
Izvor: RZS, Hypo Research

Grafikon 5.
Indeks prometa u trgovini na malo po glavnim kategorijama proizvoda (2014=100, tromesečni pokretni prosek)



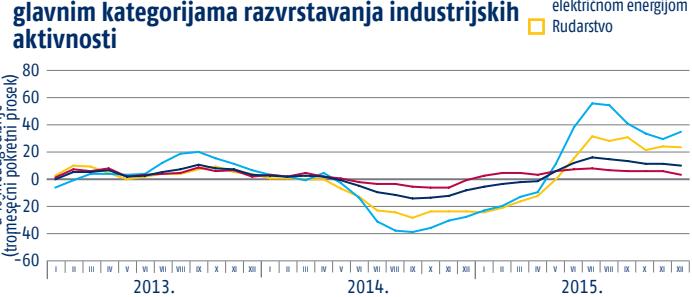
Izvor: RZS, Hypo Research

Grafikon 6.
Međugodišnja stopa rasta vrednosti izvedenih radova u građevinarstvu



Izvor: RZS, Hypo Research

Grafikon 8.
Industrijska proizvodnja u Srbiji, međugodišnje stope rasta (tromesečni pokretni prosek), po glavnim kategorijama razvrstavanja industrijskih aktivnosti



Izvor: RZS, Hypo Research

Tabela 4. Međugodišnje stope rasta industrijske proizvodnje

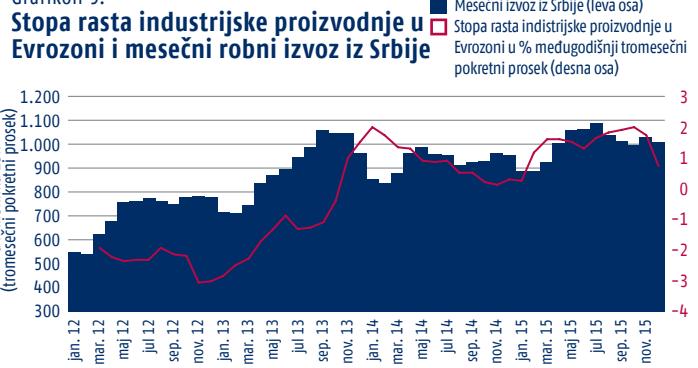
	2013.	2014.	jan.-mar. 2015.	jan.-jun 2015.	jan.-sep. 2015.	2015.
	Međugodišnje stope rasta industrijske proizvodnje					
UKUPNA INDUSTRIJSKA PROIZVODNJA	5,5	-6,5	-2,0	4,8	7,6	8,2
Preradivačka industrija	5,3	-16,7	-16,0	-3,4	6,5	10,5
Rudarstvo	8,1	-20,1	-13,0	3,9	13,4	18,8
Snabdевање električnom energijom, gasom, parom i klimatizacijom	4,8	-1,4	4,2	6,1	6,1	5,3
Proizvodnja prehrambenih proizvoda	-4,6	4,4	5,1	4,8	3,7	0,0
Proizvodnja pića	-7,3	-0,6	-3,1	3,3	5,8	4,6
Proizvodnja duvanskih proizvoda	-7,3	-2,5	157,0	75,2	80,8	57,7
Proizvodnja tekstila	-2,3	-19,3	8,3	61,5	46,3	24,6
Proizvodnja odevnih predmeta	-5,0	-0,6	-5,6	-2,3	-4,4	-4,4
Proizvodnja kože i predmeta od kože	-5,8	-12,6	-9,5	-14,0	-19,0	-16,1
Prerada drveta i proizvodi od drveta, plute, slame i pruća, osim nameštaja	-0,3	12,4	-17,3	-10,4	-10,2	-7,2
Proizvodnja papira i proizvoda od papira	-0,1	1,5	3,8	7,6	7,6	5,9
Štampanje i umnožavanje audio i video zapisa	-3,4	-4,6	-11,8	6,1	12,6	10,8
Proizvodnja koksa i derivata nafte	48,2	-1,7	1,1	0,4	8,2	7,9
Proizvodnja hemikalija i hemijskih proizvoda	23,9	-12,9	-3,2	1,1	-2,7	4,2
Proizvodnja osnovnih farmaceutskih proizvoda i preparata	4,7	0,3	20,1	13,4	16,5	16,3
Proizvodnja proizvoda od gume i plastike	-7,9	-0,2	-0,2	4,0	5,7	7,3
Proizvodnja proizvoda od ostalih nemetalnih minerala	-13,7	3,1	-7,7	1,1	1,3	3,0
Proizvodnja osnovnih metala	-7,8	8,5	9,5	25,1	23,5	20,6
Proizvodnja metalnih proizvoda, osim mašina i uređaja	5,3	-24,7	5,1	6,0	4,0	6,8
Proizvodnja računara, elektronskih i optičkih proizvoda	-44,4	8,6	-14,1	-23,1	-29,3	-22,2
Proizvodnja električne opreme	11,2	-2,4	-7,3	-7,5	-2,3	2,3
Proizvodnja nepomenutih mašina i nepomenute opreme	-34,4	29,0	116,5	102,3	53,5	19,1
Proizvodnja motornih vozila, prikolica i poluprikolica	139,3	-2,9	-1,0	-2,5	-4,0	-4,6
Proizvodnja ostalih saobraćajnih sredstava	-33,5	-3,3	-3,6	-19,9	-21,8	-14,9
Proizvodnja nameštaja	-1,4	-4,4	-4,5	3,2	-0,7	0,9
Ostale preradivačke delatnosti	19,9	-7,9	3,2	21,0	28,6	44,9
Popravka i montaža mašina i opreme	0,4	-15,0	-7,5	-0,3	2,1	6,6

Izvor: RZS, Hypo Research

Spoljna trgovina i platni bilans

- Tokom protekle godine je zabeleženo ubrzanje stope rasta izvoza, čini se, u skladu sa rastom eksterne tražnje u zemljama Evrozone.
- Tako je sa dostignutih 12 milijardi evra, izvoz tokom 2015. porastao za 7,8% (+1,4% u 2014), ali se tokom poslednjih meseci beleži usporavanje rasta, čini se, u vezi sa slabljenjem aktivnosti i optimizma u zemljama Evrozone, Grafikon 9.
- Posmatrano po sektorima, glavni doprinos rastu izvoza protekle godine su davalni osnovni metali, u skladu sa obimom rasta proizvodnje Smederevske železare, te Impola i Valjaonice bakra iz Sevojna.
- Takođe veoma snažan doprinos rastu izvoza daje prerada duvana (posebno u slučaju kompanije Philip Morris), te proizvođača automobilskih delova u oblasti električnih, gumenih i plastičnih proizvoda (posebno izraženo u slučaju preduzeća Yura, Tigar tyres i Leoni).
- Osnovni negativan doprinos rastu izvoza pruža automobilski sektor, čini se, u skladu sa pomenutim smanjenjem proizvodnje vozila u FIAT-ovoj fabrići u Kragujevcu, Grafikon 11.
- Sa druge strane, stopa rasta uvoza roba je u 2015. takođe porasla, najvećim delom u skladu sa jačim uvozom robe nerazvrstane po statističkoj klasifikaciji, zbog čega za sada nije u potpunosti moguće utvrditi prirodu pojačanog uvoza.
- Izuvez neklasifikovane robe (čiji uvoz iznosi čak oko 2 milijarde evra, tj. oko 12% ukupnog uvoza), ključni doprinos rastu pruža uvoz računarske i električne opreme, kao i industrijskih mašina od gotovo 11% u odnosu na 2014., što bi se moglo dovesti u vezu sa realnim rastom fiksnih investicija od 8% međugodišnje (u prva tri kvartala 2015.), kao i sa rastom neto stranih direktnih investicija od gotovo 50% međugodišnje (u prvih 11 meseci 2015.).

Grafikon 9.



Izvor: RZS, Hypo Research

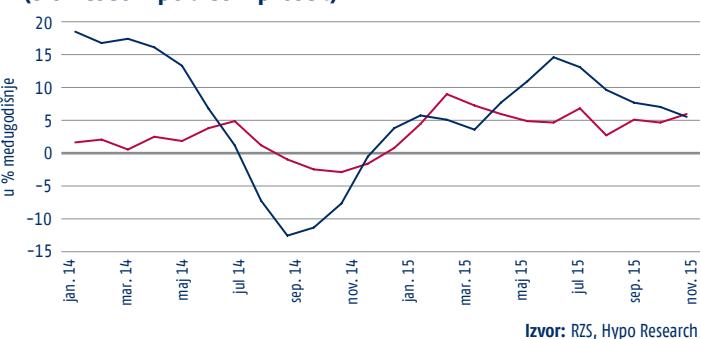
- Sa druge strane, snažniji rast uvoza je tokom protekle godine bio ograničen relativno slabom domaćom tražnjom, ali i padom svetskih cena sirovina, što se tokom poslednjih godina posebno snažno odražava na snižavanje troškova po osnovu uvoza nafte, naftnih derivata i prirodnog gasa, Grafikon 12.
- Tako je uvoz roba u 2015. porastao za 5,6% (+0,4% u 2014.), dostigavši nivo od oko 16,4 milijardi evra.
- U skladu sa ovim trendovima, deficit u spoljnoj trgovini je tokom 2015. ostao na nivou onog iz 2014., dostigavši nivo od 4,4 milijarde evra (13,2% BDP-a), dok je stepen pokrivenosti uvoza izvozom dostigao 73,4%.

Tabela 5. Izvoz po ključnim kategorijama delatnosti, kumulativno

Po delatnostima	dec. 13	dec. 14	mar. 15	jun. 15	sep. 15	dec. 15
	Ukupan izvoz, u milionima EUR					
Poljoprivredni i prehrambeni proizvodi	1.900,2	2.057,5	513,2	1.090,0	1.664,3	2.229,5
Energija i rude	271,1	121,8	17,9	66,7	111,1	133,1
Koks i derivati nafte	305,7	346,9	52,5	123,1	192,0	252,2
Hemikalije i hemijski proizvodi	657,8	561,3	133,9	313,8	471,7	620,6
Proizvodi od gume i plastike	761,1	776,6	197,3	426,0	660,9	879,2
Osnovni metali	816,0	831,9	246,5	512,4	755,4	972,0
Električna oprema	744,5	794,8	161,0	361,3	614,2	859,6
Motorna vozila i prikolice	1.960,7	1.866,1	496,3	1.005,1	1.378,0	1.800,6
Ostale delatnosti	3.581,9	3.800,1	954,5	2.064,4	3.155,6	4.281,6
UKUPAN IZVOZ	10.999,0	11.157,0	2.773,1	5.962,8	9.003,2	12.028,4

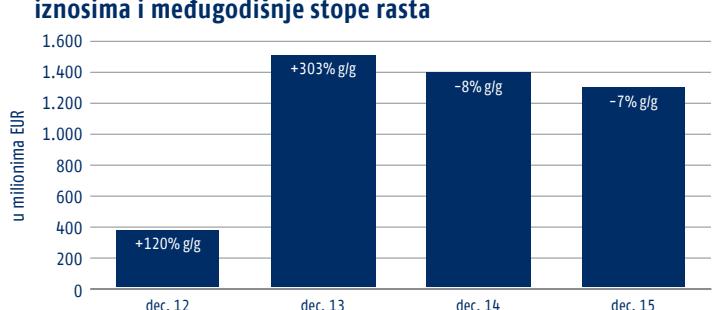
Izvor: RZS, Hypo Research

Grafikon 10. Međugodišnje stope rasta izvoza i uvoza (tromesečni pokretni prosek)



Izvor: RZS, Hypo Research

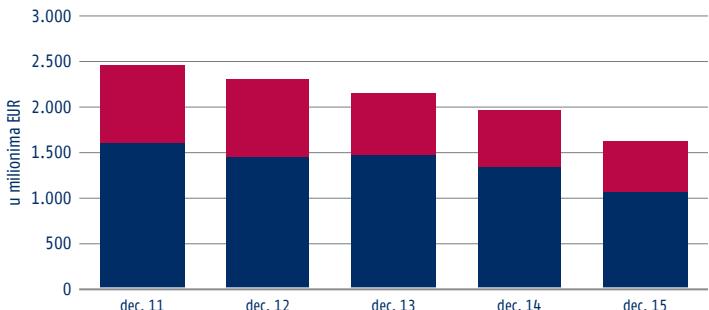
Grafikon 11. Izvoz drumskih vozila u absolutnim iznosima i međugodišnje stope rasta



Izvor: RZS, Hypo Research

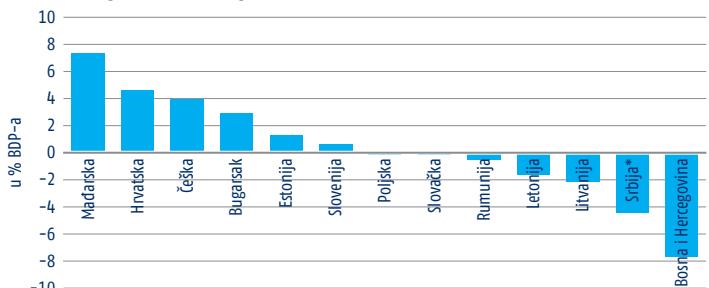
- Iako je spoljnotrgovinski robni deficit ostao relativno nepromjenjen u odnosu na 2014., deficit platnog bilansa je tokom protekle godine umanjen za čak oko petinu (međugodišnje, za period od prvih jedanaest meseci 2015.).
- Ovo sužavanje u odnosu na 2014. je najviše rezultat povećanih neto doznaka i rasta suficita u trgovini uslugama.
- Tako je deficit platnog bilansa tokom prvih jedanaest meseci 2015. dostigao 1,3 milijarde evra (odnosno oko 4,5% BDP-a) što je, iako znatno suženo, i dalje među najvišim u centralnoj i istočnoj Evropi, Grafikon 13.
- Pored toga što je eksterni deficit sužen, on je takođe bio i adekvatno pokriven pojačanim neto prilivima kapitala iz inostranstva u odnosu na 2014., što je između ostalog omogućilo i stabilizaciju vrednosti dinara tokom većeg dela prethodne godine.
- Jačem neto priliv kapitala su najviše doprineli: (i) rast neto priliva stranih direktnih investicija od 46% međugodišnje (1,6 milijardi evra u 11 meseci 2015.), od čega je najviše bilo usmereno u finansijski sektor, te prerađivačku industriju (od čega najviše u prehrambenu, tekstilnu i automobilsku industriju), i (ii) smanjeno neto razduživanjem bankarskog sektora od 55% međugodišnje (-320 miliona evra), Grafikon 14.
- Ipak, tokom poslednjih meseci, beleži se relativno snažan neto odliv portfolio investicija (najviše prisutnih na domaćem tržištu duga), što je po svemu sudeći posledica pooštavanja američke monetarne politike, odnosno smanjivanja atraktivnosti perifernih u odnosu na američko tržište duga i kapitala.

Grafikon 12. Uvoz nafte, naftnih derivata i prirodnog gasa



Izvor: NBS, Hypo Research

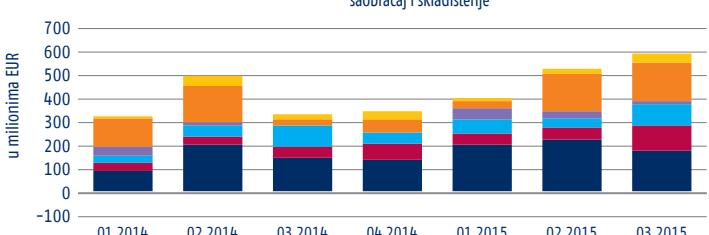
Grafikon 13. Tekući račun platnog bilansa zemalja u istočnoj i centralnoj Evropi u 2015.



* Podaci za Srbiju se odnose na prvih 11 meseci 2015.

Izvor: Bloomberg, NBS, Hypo Research

Grafikon 14. Neto priliv stranih direktnih investicija po granama aktivnosti, kvartalno



Izvor: RZS, Hypo Research

Tabela 6. Platni bilans Republike Srbije*

	dec. 13	dec. 14	jun 15	sep. 15	nov. 15	dec. 13	dec. 14	mar. 15	jun 15	sep. 15	nov. 15
	u milionima EUR, kumulativno					u % BDP-a					
I TEKUĆE TRANSAKCIJE	-2.098,3	-1.984,7	-778,4	-1.082,5	-1.346,0	-6,1	-6,0	-6,4	-4,8	-4,5	-4,5
1. Roba	-4.158,7	-4.110,7	-1.918,8	-2.810,5	-3.535,5	-12,1	-12,4	-12,7	-11,9	-11,7	-11,7
Izvoz robe	10.515,0	10.641,0	5.588,4	8.467,7	10.403,1	30,7	32,2	31,8	34,6	35,3	34,4
Uvoz robe	14.673,7	14.751,7	7.507,2	11.278,2	13.938,6	42,8	44,6	44,5	46,5	47,1	46,1
2. Usluge	313,5	465,3	250,5	465,4	621,3	0,9	1,4	1,7	1,6	1,9	2,1
Izvoz usluga	3.422,0	3.809,6	1.931,2	3.098,5	3.811,1	10,0	11,5	11,3	11,9	12,9	12,6
Od čega: transport	811,8	884,8	471,4	745,2	919,1	2,4	2,7	2,8	2,9	3,1	3,0
Turizam	792,1	863,3	360,6	684,9	840,3	2,3	2,6	1,9	2,2	2,9	2,8
Građevinarstvo	197,4	304,7	127,3	188,2	210,5	0,6	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7
Informatičke i kompjuterske usluge	436,9	486,8	282,4	427,3	541,4	1,3	1,5	1,6	1,7	1,8	1,8
Uvoz usluga	3.108,6	3.344,4	1.680,6	2.633,0	3.189,8	9,1	10,1	9,7	10,4	11,0	10,6
Od čega: transport	840,8	895,3	458,5	702,8	872,3	2,5	2,7	2,8	2,8	2,9	2,9
Turizam	841,2	888,6	448,8	770,1	906,9	2,5	2,7	2,4	2,8	3,2	3,0
Građevinarstvo	83,0	136,3	49,7	73,4	88,7	0,2	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
Informatičke i kompjuterske usluge	278,1	287,0	136,4	203,9	251,5	0,8	0,9	0,9	0,8	0,9	0,8
3. Primarni dohodak (neto)	-1.418,6	-1.342,6	-745,8	-1.200,0	-1.460,0	-4,1	-4,1	-3,8	-4,6	-5,0	-4,8
Od čega: neto prihod od direktnih investicija	-918,7	-795,3	-410,5	-703,7	-917,1	-2,7	-2,4	-1,4	-2,5	-2,9	-3,0
Neto prihod od portfolio investicija	-251,2	-375,2	-269,7	-398,9	-453,6	-0,7	-1,1	-1,9	-1,7	-1,7	-1,5
4. Sekundarni dohodak (neto)	3.165,6	3.003,3	1.635,7	2.462,6	3.028,2	9,2	9,1	8,5	10,1	10,3	10,0
od toga: Priliv doznaka	2.102,6	1.794,6	1.004,7	1.509,5	1.853,5	6,1	5,4	5,1	6,2	6,3	6,1
II KAPITALNE TRANSAKCIJE (neto)	15,3	6,5	3,7	4,5	3,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
III FINANSIJSKI RAČUN	1.630,1	1.705,1	468,9	654,6	847,1	4,8	5,2	4,9	2,9	2,7	2,8
1. Direktne investicije (neto)	1.298,1	1.236,3	761,1	1.231,4	1.572,2	3,8	3,7	4,3	4,7	5,1	5,2
2. Portfolio investicije (neto)	1.882,7	368,9	132,7	27,6	-194,3	5,5	1,1	5,8	0,8	0,1	-0,6
3. Ostale investicije	-854,7	-1.702,8	-340,3	-227,2	-165,4	-2,5	-5,2	-3,8	-2,1	-0,9	-0,5
3.1. Trgovinski krediti (neto)	203,8	-116,4	8,6	-61,3	-146,9	0,6	-0,4	-0,1	0,1	-0,3	-0,5
3.2. Finansijski krediti (neto)*	-1.285,9	-756,7	-200,8	-150,6	-142,3	-3,8	-2,3	-2,9	-1,2	-0,6	-0,5
NBS	-656,7	-574,3	-112,4	-138,7	-146,0	-1,9	-1,7	-0,7	-0,7	-0,6	-0,5
Vlada	444,9	728,3	148,9	220,2	328,8	1,3	2,2	-0,8	0,9	0,9	1,1
Banke	-813,7	-862,9	-165,9	-184,6	-321,9	-2,4	-2,6	-1,0	-1,0	-0,8	-1,1
Ostali sektori	-389,0	-114,9	-40,9	-47,1	-5,5	-1,1	-0,3	-0,2	-0,3	-0,2	0,0
3.3. Gotov novac i depoziti (neto)	227,5	-829,7	-148,1	-15,3	123,8	0,7	-2,5	-0,8	-0,9	-0,1	0,4
3.4. Ostalo	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
IV GREŠKE I PROPUSTI (neto)	453,0	273,1	305,8	423,3	495,8	1,3	0,8	1,4	1,9	1,8	1,6
V UKUPAN BILANS bez Sredstava rezervi kod NBS	696,7	-1.796,7	78,7	378,4	367,7	2,0	-5,4	1,3	0,5	1,6	1,2

Napomena: NBS počev od maja 2014. izražava statistiku platnog bilansa prema novoj metodologiji, zbog čega su vrednosti pojedinih stavki platnog bilansa izmenjene u odnosu na prethodne objave

Izvor: NBS, Hypo Research

Devizni kurs

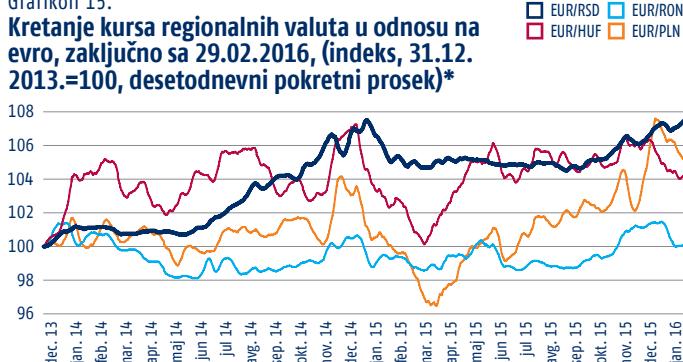
- Krajem 2015. i početkom 2016. beleže se pojačani depresijski pritisci na vrednost dinara, najviše pod uticajem, po svemu sudeći, neto odliva portfolio investicija sa domaćeg tržišta duga, što je zabeleženo i u slučaju drugih regionalnih valuta koje su u režimu plutajućeg deviznog kursa.
- Tako je dinar od početka godine, zaključno sa 29.02.2016., oslabio za 1,5% u odnosu na evro.
- Kako bi ublažila ove depresijske pritiske, NBS je tokom dosadašnjeg dela godine (zaključno sa 29. februarom) intervenisala neto prodajom od

ukupno 390 miliona evra (naspram neto kupovine od 520 miliona evra u 2015.), Grafikon 16.

- U srednjem roku, moguća je postepena nominalna depresijska dinara, u skladu sa i dalje relativno značajnim spoljnjim deficitom, što čini domaću valutu osetljivijom na eventualne epizode neto odliva kapitala u slučaju epizoda rizika na međunarodnim tržištima.

Grafikon 15.

Kretanje kursa regionalnih valuta u odnosu na evro, zaključno sa 29.02.2016. (indeks, 31.12.2013.=100, desetodnevni pokretni prosek)*

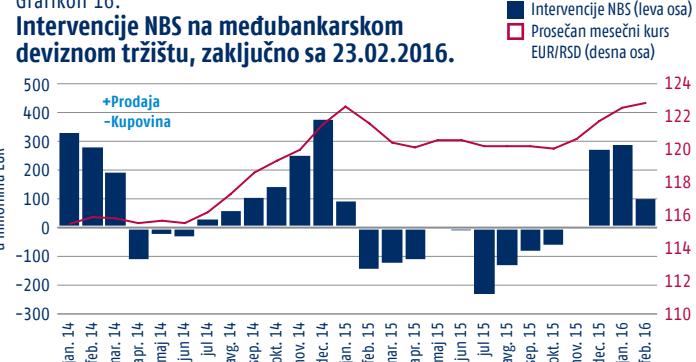


* Rastuće vrednosti indeksa ukazuju na depresijsku, opadajuće vrednosti na apresijsku domaće valute u odnosu na evro.

Izvor: Bloomberg, NBS, Hypo Research

Grafikon 16.

Intervencije NBS na međubankarskom deviznom tržištu, zaključno sa 23.02.2016.



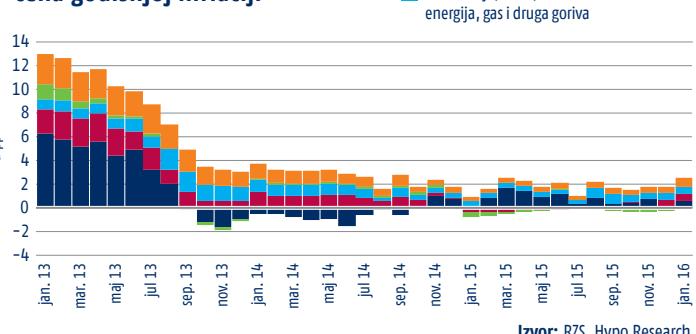
Izvor: NBS, Hypo Research

Cene

- Domaća privreda se tokom prethodnih meseci suočava sa relativno snažnim deflacionim pritiscima, i to po svemu sudeći usled: (i) slabe domaće tražnje, kao i (ii) oštrog snižavanja svetskih cena sirovina koje je u toku od protekle godine.
- Tako je godišnja inflacija dostigla svega 2,4% na kraju januara 2016. (+1,4% na kraju 2015., +1,7% na kraju 2014.), što predstavlja više od dve godine kretanja ispod donje granice ciljanog koridora NBS ($4\pm1,5\%$), Grafikon 9.
- Godišnja inflacija će se u predstojećim mesecima, po svemu sudeći, zadržati na relativno niskom nivou, i to usled (i) slabe domaće tražnje, (ii) produženih izgleda niskih cena sirovina u svetu, dok bi određeni inflatori pritisci ipak mogli doći sa strane obnovljene depresijske dinara, kao i efekta niske baze.

Grafikon 18.

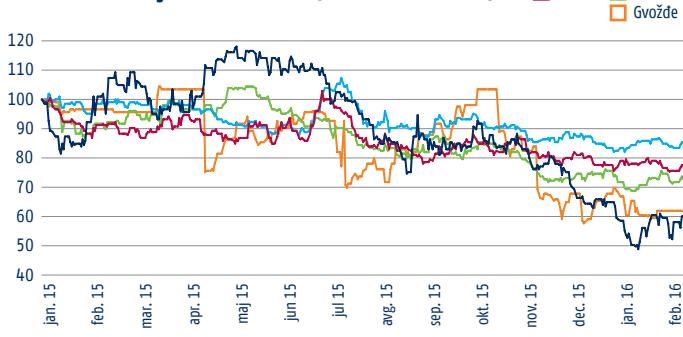
Doprinosi glavnih kategorija cena godišnjoj inflaciji



Izvor: RZS, Hypo Research

Grafikon 17.

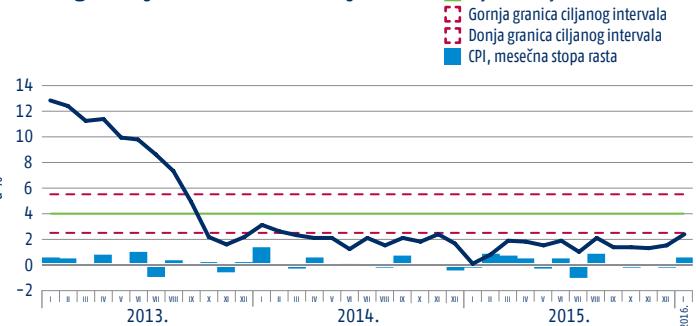
Svetske cene ključnih sirovina (31.12.2014=100)



Izvor: Bloomberg, Hypo Research

Grafikon 19.

Međugodišnja i mesečna inflacija (CPI)



Izvor: RZS, Hypo Research

Zarade

- Prosečne zarade su u toku 2015. realno porasle za svega 1,5% međugodišnje izraženo u dinarskom iznosu, odnosno ostvarile nominalni pad od oko 3,4% izraženo u evrima, Grafikon 19.

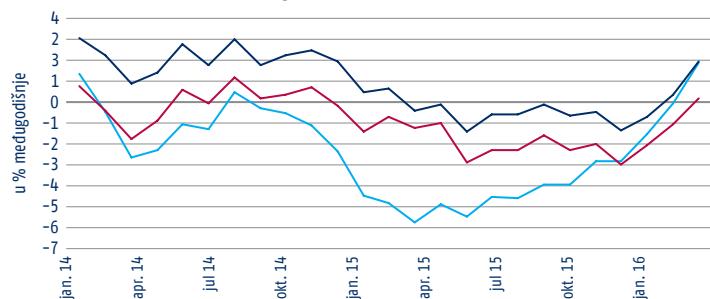
Tabela 7. Prosečna kumulativna* zarada u Srbiji

	dec. 11	dec. 12	dec. 13	dec. 14	mar. 15	jun 15	sep. 15	dec. 15
Prosečna neto zarada u RSD	43.887	46.923	50.820	49.970	43.121	44.583	43.925	51.485
Prosečna neto zarada u EUR	426	413	443	411	358	370	365	423

* Kumulativna zarada predstavlja prosečne mesečne zarade za sve mesecе u dotadašnjem delu godine.

Izvor: RZS, Hypo Research

Grafikon 20.
Tromesečni pokretni prosek rasta mesečnih zarada u Srbiji



Izvor: RZS, Hypo Research

Spoljni dug Srbije

- Ukupan spoljni dug Srbije je tokom prvih devet meseci 2015. porastao za oko 460 miliona evra, dostigavši nivo od oko 26,3 milijardi evra. Najveći deo ovog porasta se odnosi na povećanje duga države od oko 740 miliona evra, dok su se preduzeća i banke razdužile za oko 275 miliona evra, Tabela 8.

Tabela 8. Spoljni dug Srbije, privatni i javni

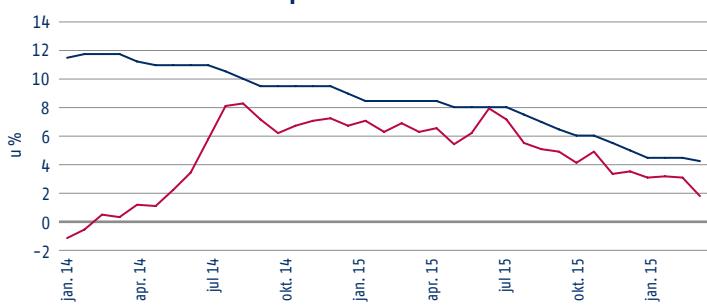
	dec. 11	dec. 12	dec. 13	dec. 14	mar. 15	jun 15	sep. 15
u milionima EUR							
Država	10.773	12.185	13.166	14.189	15.101	14.918	14.926
od toga: MMF	2.077	1.841	1.131	614	567	538	514
Privatni sektor	13.352	13.460	12.579	11.637	11.649	11.591	11.362
Banke	4.364	4.150	3.400	2.566	2.459	2.408	2.417
Preduzeća	8.988	9.310	9.179	9.071	9.189	9.183	8.945
Ukupni spoljni dug Srbije	24.125	25.645	25.745	25.826	26.750	26.509	26.288
u % BDP-a							
Država	32,2	38,4	38,4	42,9	46,0	45,5	45,4
Privatni sektor	40,0	42,4	36,7	35,2	35,5	35,3	34,6
Banke	13,1	13,1	9,9	7,8	7,5	7,3	7,4
Preduzeća	26,9	29,4	26,8	27,4	28,0	28,0	27,2
Ukupni spoljni dug	72,2	80,9	75,1	78,1	81,5	80,8	80,0

Izvor: NBS, Hypo Research

Monetarni sektor

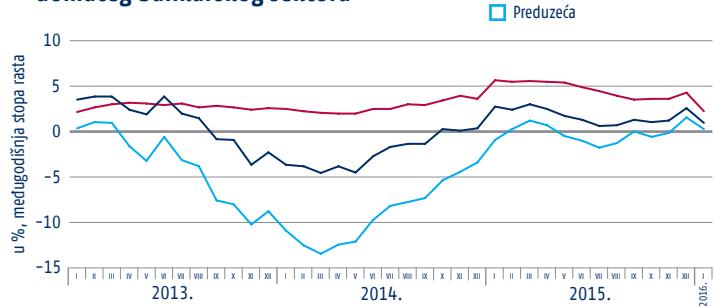
- U skladu sa slabim inflatornim pritiscima, te nagoveštajima produžavanja ciklusa ekspanzivnosti ključnih centralnih banaka u svetu, NBS je februaru oborila referentnu kamatnu stopu za 0,25pp na 4,25%, nakon pauze koja je trajala od novembra 2015., Grafikon 21.
- Imajući u vidu producene izglede niske inflacije, NBS bi u predstojećim mesecima mogla imati prostora za dalje postepeno popuštanje monetarne restriktivnosti, ali će to po svemu sudeći, biti u funkciji daljih postupaka ključnih centralnih banaka u svetu.
- U uslovima relativno slabe domaće tražnje, stok nedospelih kredita beleži tek blag rast, koji je do kraja januara iznosio svega 1,7% međugodišnje (+2,6% na kraju 2015., +0,4% na kraju 2014.).
- Glavni pozitivan doprinos ovom rastu pruža rast kredita sektoru stanovništva (+2,9% mg na kraju januara 2016.), dok je stok kredita u sektoru privatnih i javnih preduzeća porastao za 1%, Grafikon 22.
- U međuvremenu, godišnji rast štednje stanovništva je relativno skroman, te je tako sa dostignutih 8,8 milijardi evra na kraju januara 2016., ostvaren rast od 2% mg (+1,7% na kraju 2015., +1,5% na kraju 2014.), Tabela 10.

Grafikon 21.
Nominalni i realni nivo referentne kamatne stope NBS



Izvor: NBS, Hypo Research

Grafikon 22.
Međugodišnji rast kredita* iz domaćeg bankarskog sektora



* Korigovan za efekat promene kursa dinara na indeksirane kredite, kao i za iznos nenaplativih plasmana ugašenih banaka.

Izvor: NBS, Hypo Research

Tabela 9. **Konsolidovani bilans komercijalnih banaka**

	dec. 12	dec. 13	dec. 14	mar. 15	jun 15	sep. 15	dec. 15	jan. 16
UKUPNA AKTIVA	27.775	27.485	27.352	27.403	27.687	27.947	28.196	27.896
Likvidna sredstva	7.799	8.365	8.328	8.253	8.596	8.675	8.641	8.325
Gotovina i depoziti kod NBS	4.431	4.340	3.724	3.979	4.030	3.785	3.929	3.371
od toga: obavezna rezervacija (izdvojena devizna + obračunata dinarska)	4.036	3.868	3.289	3.326	3.359	3.245	3.086	2.834
Devizna likvidna sredstva	1.489	1.184	2.203	2.053	2.088	1.932	1.706	1.915
Plasmani u repo, blagajničke zapise NBS i trezorske zapise RS	1.879	2.842	2.401	2.220	2.478	2.958	3.005	3.039
Plasmani	18.176	17.305	17.319	17.516	17.431	17.633	17.934	17.917
Preduzećima	10.762	9.684	9.379	9.351	9.210	9.322	9.547	9.416
Stanovništvu	5.739	5.876	5.991	6.108	6.183	6.202	6.238	6.251
Ostali	1.674	1.744	1.949	2.057	2.038	2.109	2.149	2.249
Fiksna i ostala imovina	1.800	1.815	1.706	1.634	1.660	1.639	1.622	1.654
UKUPNA PASIVA	27.775	27.485	27.352	27.403	27.687	27.947	28.196	27.896
Depoziti	13.623	14.099	14.618	14.588	14.760	14.885	15.506	15.110
Depoziti države	313	444	683	688	676	645	718	719
Transakcionni depoziti	1.632	2.129	2.249	2.090	2.253	2.439	2.725	2.542
Dinarski oročeni depoziti	1.513	1.407	1.516	1.425	1.412	1.485	1.629	1.369
Devizni oročeni depoziti	10.166	10.119	10.169	10.385	10.419	10.316	10.435	10.479
Obaveze prema inostranstvu	5.109	4.301	3.395	3.359	3.245	3.322	3.167	3.219
Rezervisanja za potencijalne gubitke	1.986	2.082	2.183	2.400	2.360	2.346	2.472	2.532
Kapital i rezerve	5.377	5.429	5.198	5.040	5.196	5.275	5.126	4.980
Ostala pasiva	1.680	1.573	1.960	2.016	2.125	2.119	1.924	2.055

Izvor: NBS, Hypo Research

Tabela 10. **Ukupna štednja stanovništva**

	dec. 12	dec. 13	dec. 14	mar. 15	jun 15	sep. 15	dec. 15	jan. 16
UKUPNA ŠTEDNJA STANOVNIŠTVA	8.156	8.439	8.568	8.664	8.708	8.622	8.712	8.800
Ukupna dinarska štednja	155	294	315	304	332	350	373	380
Kratkoročna	143	269	284	271	280	287	284	289
Po viđenju	41	55	63	57	67	73	85	89
Do jednog meseca	9	9	9	10	21	19	6	7
Do tri meseca	27	48	42	45	26	27	34	33
Do šest meseci	21	36	40	35	48	48	49	49
Do jedne godine	45	122	130	124	118	119	110	111
Dugoročna	12	24	31	33	52	63	89	91
Do dve godine	6	15	13	15	31	37	61	62
Do pet godina	6	9	17	17	20	26	27	27
Preko pet godina	0	0	1	0	0	0	2	2
Ukupna devizna štednja	8.001	8.146	8.253	8.360	8.376	8.273	8.339	8.420
Kratkoročna	6.432	6.458	6.432	6.475	6.372	6.162	5.766	5.823
Po viđenju	1.669	2.067	2.677	2.841	3.046	3.139	3.465	3.565
Do jednog meseca	58	19	23	24	32	32	15	13
Do tri meseca	475	207	201	222	134	127	126	128
Do šest meseci	570	421	436	372	383	361	326	323
Do jedne godine	3.659	3.744	3.095	3.015	2.776	2.503	1.835	1.794
Dugoročna	1.569	1.687	1.821	1.885	2.004	2.111	2.573	2.597

Izvor: NBS, Hypo Research

Fiskalni tokovi i javni dug

- Budžetski deficit konsolidovane države je tokom 2015. sužen za oko 42%, dostigavši nivo od oko 150 milijardi dinara (1,2 milijardi evra), odnosno oko 3,7% BDP-a.
- Do ovog sužavanja u odnosu na 2014. je došlo pre svega usled rasta prihoda od 4,6% međugodišnje, i to najviše u kategoriji neporeskih prihoda, čiji rast od čak 30% mg. je najvećim delom prouzrokovao uplatama dobiti pojedinih javnih i državnih preduzeća.
- Istovremeno je zabeležen pad rashoda od 1,9% međugodišnje, i to pre svega kao posledica smanjenih troškova za zarade u javnom sektoru (-9,7%) i za penzije (-3,5%).
- Izvršenje budžeta u januaru 2016. ukazuju na relativno značajan fiskalni deficit od gotovo 30 milijardi dinara, što je u skladu sa sezonski boljem izvršenjem budžeta karakterističnim za januar, Grafikon 23.
- Rezultat u januaru je postignut pre svega usled rasta prihoda od 12,6% međugodišnje, dok su istovremeno rashodi porasli za 1,8%.
- Ovaj snažan rast prihoda je gotovo u potpunosti postignut usled: (i) rasta prihoda od akciza od 46% međugodišnje, uglavnom usled zakonske promene rokova za njihovu upлатu u budžet, (ii) rasta neporeskih prihoda od 33%, uglavnom u skladu sa prodajom prava korišćenja dodatnih frekvencijskih domaćim mobilnim operaterima, prema analizi Fiskalnog saveta.

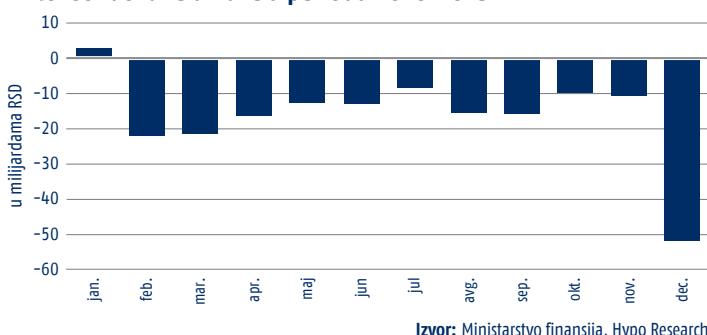
Tabela 11. Realizacija budžeta konsolidovane države

	dec. 14	jan. 15	mar. 15	jun 15	sep. 15	dec. 15	jan. 16		dec. 14	jan. 15	mar. 15	jun 15	sep. 15	dec. 15	jan. 16
	u milionima EUR, kumulativno								u % BDP-a						
I JAVNI PRIHODI	13.336,4	1.036,3	3.159,5	6.676,7	10.290,9	13.917,8	1.167,9	41,8	39,2	39,0	40,9	41,6	42,5	44,2	
1. Tekući prihodi	13.262,9	1.034,4	3.150,8	6.652,0	10.250,2	13.858,5	1.167,2	41,6	39,2	38,9	40,8	41,5	42,3	44,2	
1.1. Poreski prihodi	11.841,2	876,1	2.697,1	5.753,2	8.873,6	12.021,1	956,8	37,1	33,2	33,3	35,3	35,9	36,7	36,2	
Porez na dohodak građana	1.205,4	83,1	270,0	565,0	879,1	1.205,5	80,7	3,8	3,1	3,3	3,5	3,6	3,7	3,1	
Porez na zarade	888,2	60,4	204,7	431,5	657,9	894,7	62,2	2,8	2,3	2,5	2,6	2,7	2,7	2,4	
Ostali porez na dohodak	317,1	22,7	65,3	133,5	221,2	310,8	18,5	1,0	0,9	0,8	0,8	0,9	0,9	0,7	
Porez na dobit	598,6	30,6	107,6	322,7	419,4	514,7	28,5	1,9	1,2	1,3	2,0	1,7	1,6	1,1	
PDV	3.370,1	291,8	798,6	1.628,3	2.532,3	3.417,3	298,3	10,6	11,0	9,9	10,0	10,2	10,4	11,3	
Akcize	1.748,3	154,3	384,5	858,6	1.391,7	1.936,6	225,8	5,5	5,8	4,7	5,3	5,6	5,9	8,5	
Akcize na derivate naftne	998,4	55,6	196,3	464,2	759,9	1.046,2	84,3	3,1	2,1	2,4	2,8	3,1	3,2	3,2	
Akcize na duvanske prerađevine	638,3	92,3	167,8	339,2	540,1	741,4	123,6	2,0	3,5	2,1	2,1	2,2	2,3	4,7	
Ostale akcize	111,7	6,5	20,4	55,2	91,7	149,0	17,9	0,3	0,2	0,3	0,3	0,4	0,5	0,7	
Carine	255,3	16,3	65,4	131,1	200,5	273,7	16,8	0,8	0,6	0,8	0,8	0,8	0,8	0,6	
Ostali poreski prihodi	471,6	19,4	111,2	244,2	388,2	519,9	21,0	1,5	0,7	1,4	1,5	1,6	1,6	0,8	
Doprinosi	4.191,9	280,5	959,7	2.003,4	3.062,4	4.153,5	285,7	13,1	10,6	11,8	12,3	12,4	12,7	10,8	
1.2. Neporeski prihodi	1.421,7	158,3	453,7	898,8	1.376,5	1.837,4	210,4	4,5	6,0	5,6	5,5	5,6	5,6	8,0	
2. Donacije	73,6	1,9	8,7	24,7	40,7	59,3	0,7	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	
II JAVNI RASHODI	15.460,4	906,8	3.334,3	6.967,7	10.716,6	15.139,2	923,3	48,4	34,3	41,1	42,7	43,4	46,2	34,9	
1. Tekući rashodi	13.965,4	872,9	3.186,2	6.547,1	9.982,1	13.930,9	873,9	43,8	33,0	39,3	40,1	40,4	42,5	33,1	
Rashodi za zaposlene	3.766,3	236,7	820,1	1.666,7	2.508,1	3.395,8	231,3	11,8	9,0	10,1	10,2	10,1	10,4	8,7	
Kupovina roba i usluga	2.112,9	99,4	422,3	923,8	1.490,6	2.162,4	115,9	6,6	3,8	5,2	5,7	6,0	6,6	4,4	
Otplate kamata	947,7	53,1	336,7	607,6	878,9	1.066,6	32,1	3,0	2,0	4,2	3,7	3,6	3,3	1,2	
Subvencije	962,8	39,8	155,5	352,8	564,0	1.102,2	41,0	3,0	1,5	1,9	2,2	2,3	3,4	1,6	
Socijalna pomoć i transferi	5.734,0	432,6	1.384,1	2.825,0	4.284,1	5.828,9	441,0	18,0	16,4	17,1	17,3	17,3	17,8	16,7	
Penzije	4.180,6	320,1	1.004,1	2.022,1	3.043,3	4.026,3	318,8	13,1	12,1	12,4	12,4	12,3	12,3	12,1	
Naknade nezaposlenim licima	103,7	8,4	25,6	50,4	74,1	103,0	7,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	
Naknade za bolovanja	72,2	6,7	18,7	38,6	59,2	79,9	7,0	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	
Socijalna pomoć	1.157,2	81,5	280,8	600,4	928,9	1.363,8	85,7	3,6	3,1	3,5	3,7	3,8	4,2	3,2	
Ostali transferi domaćinstvima	220,4	15,9	54,9	113,5	178,6	255,9	22,2	0,7	0,6	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	
Ostali tekući rashodi	441,7	11,2	67,4	171,2	256,3	375,0	12,6	1,4	0,4	0,8	1,0	1,0	1,1	0,5	
2. Kapitalni rashodi	795,4	21,1	86,9	284,7	530,1	938,6	33,4	2,5	0,8	1,1	1,7	2,1	2,9	1,3	
3. Aktivirane garancije	244,0	12,8	57,1	124,7	187,6	247,3	14,0	0,8	0,5	0,7	0,8	0,8	0,8	0,5	
4. Budžetske pozajmice	455,6	0,0	4,0	11,2	16,8	22,4	2,1	1,4	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	
III KONSOLIDOVANI BILANS (I - II)	-2.124,0	129,6	-174,8	-291,0	-425,7	-1.221,4	244,6	-6,7	4,9	-2,2	-1,8	-1,7	-3,7	9,3	
IV PRIMARNI BILANS (III - otplate kamata)	-1.176,3	182,7	161,9	316,6	453,3	-154,8	276,7	-3,7	6,9	2,0	1,9	1,8	-0,5	10,5	

Izvor: Ministarstvo finansija, Hypo Research

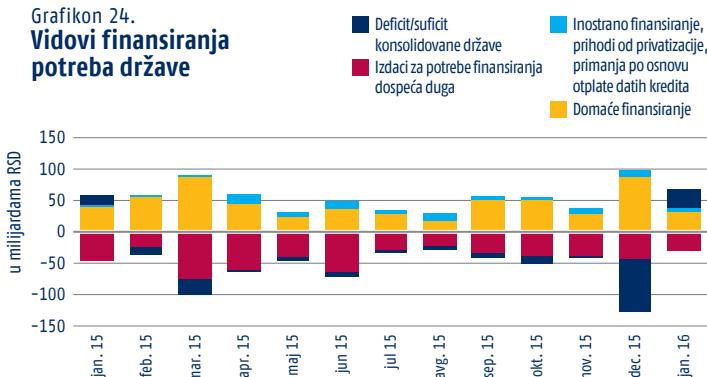
- Potrebe države za finansiranjem deficit-a, kao i dospeća ranije emitovanog duga su u 2015. iznosile oko 5 milijardi evra, koje su najviše izvršavane kroz zaduživanje, i to u najvećoj meri kroz emisije trezorskih zapisa i obveznica na domaćem tržištu, a znatno manje kroz zaduživanje kod stranih vlada i institucija i kroz privatizacije.
- Prema Zakonu o budžetu za 2016, ovogodišnje potrebe države za finansiranjem, od oko 5-5,5 milijardi evra (16%-17% BDP-a), biće izvršene kroz: (i) emisije trezorskih zapisa i obveznica na domaćem tržištu (oko 3,5 milijarde), (ii) emisije dužničkih hartija na inostranom tržištu (oko 1 milijarde), (iii) zaduživanje kod stranih vlada i međunarodnih finansijskih organizacija (oko 700 miliona evra).
- Tako je, u skladu sa ovakvim načinom finansiranja potreba države, kao i skorašnjom apresijacijom američkog dolara, javni dug do kraja januara 2016. porastao za oko 2 milijarde evra u odnosu na kraj 2014., dostigavši nivo od oko 24,8 milijardi evra, odnosno oko 75% BDP-a.
- Interesovanje investitora za trezorske zapise i obveznice i početkom 2016. ostaje relativno snažno, u skladu sa relativno ograničenim alternativama za ulaganje. Tako je stok nedospelih trezorskih zapisa i obveznica tokom prva dva meseca porastao za oko 200 miliona evra.

Grafikon 23.
Prosječno mesečno izvršenje budžeta konsolidovane države u periodu 2010-2015



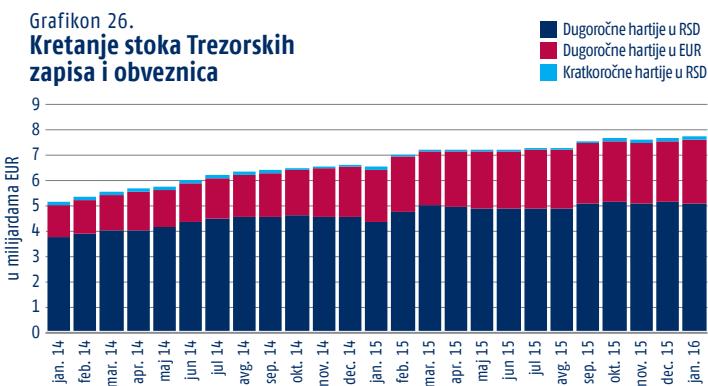
Izvor: Ministarstvo finansija, Hypo Research

Grafikon 24.
Vidovi finansiranja potreba države



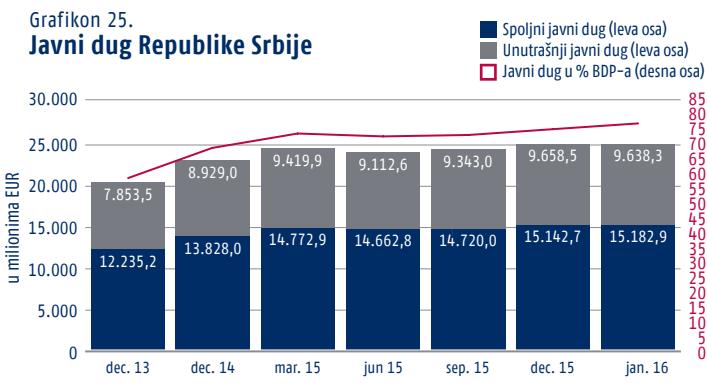
Izvor: Ministarstvo finansija, Hypo Research

Grafikon 26.
Kretanje stoka Trezorskih zapisa i obveznica



Izvor: Ministarstvo finansija, Hypo Research

Grafikon 25.
Javni dug Republike Srbije



Izvor: Ministarstvo finansija, Hypo Research

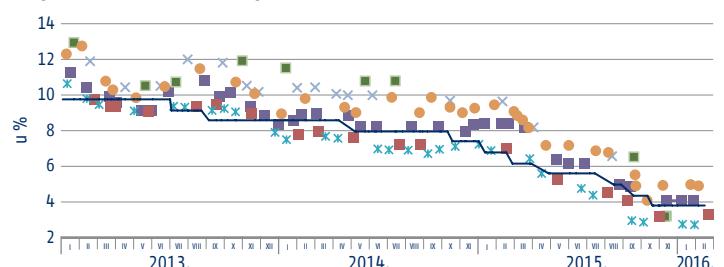
TRŽIŠTE NOVCA

Pregled aukcije trezorskih zapisa i obveznica

- Prinosi na trezorske zapise i obveznice nastavljaju blago snižavanje tokom proteklih nedelja, u skladu sa obnovljenim ciklusom monetarnog popuštanja NBS, nakon trenda stagnacije zabeleženog krajem 2015. i početkom tekuće godine, Grafikon 27.
- Istovremeno, na stranim tržištima se beleži stagnacija prinosa na evroobveznice Srbije, dok prinosi na ervoobveznice drugih zemalja u regionu beleže blagu korekciju naniže tokom prethodnih nedelja, Grafikon 28.
- Tako prinosi na srpske evroobveznice ostaju, zajedno sa hrvatskim, najviše u regionu centralne i istočne Evrope, što bi eventualno moglo ukazivati na i dalje viši percipirani rizik inostranih portfolio investitora prema domaćoj privredi.

Grafikon 27.

Referentna stopa NBS i prinosi na trezorske zapise i obveznice (izdatih do 4.3.2016.)

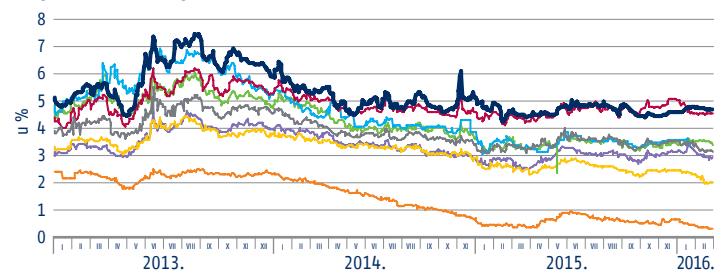


□ 1n repo ■ 53 n T-bills × 3 g T-bills
✖ 3 m T-bills ◆ 18 m T-bills ▨ 5 g T-bills
■ 6 m T-bills ● 2 g T-bills

Izvor: Ministarstvo finansija, Hypo Research

Grafikon 28.

Prinosi na desetogodišnje dolarske evroobveznice zemalja u regionu (do 4.3.2015.)



□ Srbija ■ Slovenija □ Češka
▨ Rumunija ▨ Madarska ▨ Poljska
■ Hrvatska ▨ Slovačka

Izvor: Ministarstvo finansija, Hypo Research

Lokalno tržište novca i NBS operacije na otvorenom tržištu

- Trend snižavanja tržišne dinarske kamatne stope (Belibor) nastavlja se tokom početka 2016. u skladu sa nastavkom ciklusa monetarnog popuštanja NBS, te viškom likvidnosti u domaćem bankarskom sektoru, Grafikon 29.
- Stok blagajničkih zapisa NBS se tokom prvog kvartala 2016. postepeno smanjiva, dostigavši nivo od oko 20 milijardi dinara početkom marta, naspram oko 30 milijardi krajem 2015., Grafikon 30.

Grafikon 29.

Tržišne i referentne kamatne stope u Srbiji

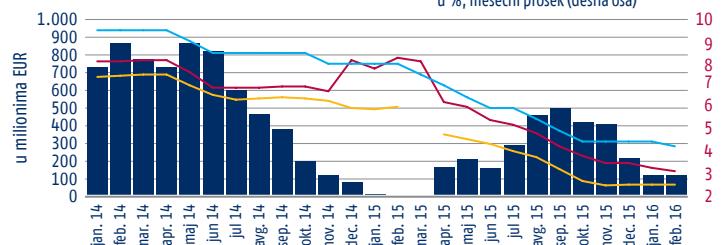
■ Referentna kamatna stopa NBS
■ 6M Belibor



Izvor: Bloomberg

Grafikon 30.

Pregled aukcijske trgovine hartijama od vrednosti kojima NBS obavlja operacije na otvorenom tržištu (do 4.3.2016.).



■ Repo stok, kraj perioda (leva osa)
□ Referentna kamatna stopa, u %, kraj perioda (desna osa)

■ 1n BELIBOR, u %, mesečni prosek (desna osa)
■ Prosečna kamatna stopa na REPO aukcijama, u %, mesečni prosek (desna osa)

10
9
8
7
6
5
4
3
2
1
0
1.000
900
800
700
600
500
400
300
200
100
0
jan. 14 feb. 14 mar. 14 apr. 14 maj 14 jun 14 jul 14 avg. 14 sep. 14 oct. 14 nov. 14 jan. 15 feb. 15 mar. 15 apr. 15 maj 15 jun 15 jul 15 avg. 15 sep. 15 oct. 15 nov. 15 dec. 15 jan. 16 feb. 16

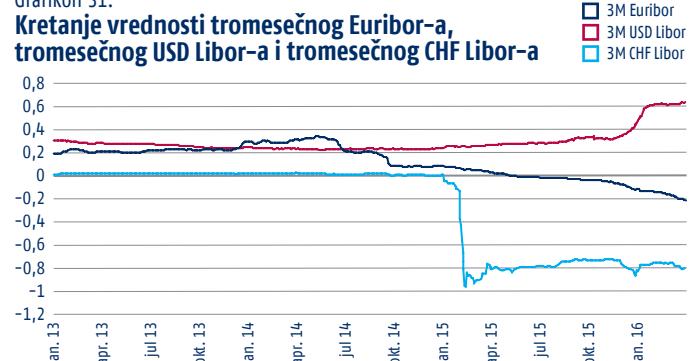
Izvor: NBS

Međunarodno tržište novca

- Jaz između kamatnih stopa na evro i dolar (USD Libor, Euribor, respektivno) se znatno proširio od decembra 2015., u skladu sa (i) povećanjem američke referentne kamatne stope krajem 2015. i (ii) produženjem programa kvantitativnih olakšica ECB početkom 2016., Grafikon 31.
- Pomenuti trend širenja kamatnog diferencijala između tržišnih stopa u Evrozoni i SAD će se po svemu sudeći nastaviti i u predstojećim mesecima, imajući u vidu relativno skromne rezultate programa kvantitativnih olakšica ECB i očekivanja tržišta da će se ovaj program povećati i produžiti.
- Istovremeno, švajcarski Libor ostaje u negativnoj zoni u skladu sa veoma ekspanzivnom monetarnom politikom švajcarske centralne banke (SNB).

Grafikon 31.

Kretanje vrednosti tromesečnog Euribora, tromesečnog USD Libora i tromesečnog CHF Libora



Izvor: Bloomberg

Pregled kretanja vodećih svetskih valuta

- Tokom poslednjih nedelja beleži se postepeno slabljenje evra u odnosu na američki dolar i švajcarski franak, nakon relativne stabilnosti zabeležene krajem 2015. i početkom 2016.
- Slabljenje evra je obnovljeno, po svemu sudeći, u skladu sa očekivanjima daljeg širenja kamatnog diferencijala između evropskih i američkih, odnosno švajcarskih tržišnih kamatnih stopa, te se ovaj trend, čini se, može nastaviti i u toku predstojećih nedelja.

Tabela 12. Prognoze kamata centralnih banaka, tržišnih kamatnih stopa i valutnih parova (na dan 5.3.2016.)

	Q1 2016	Q2 2016	Q3 2016	Q4 2016	Q1 2017
kamatne stope centralnih banaka, u %					
ECB	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
FED	0,65	0,85	1,05	1,30	1,50
SNB	-0,65	-0,65	-0,70	-0,65	-0,65
tržišne kamatne stope, u %					
3M Euribor	-0,14	-0,16	-0,15	-0,15	-0,16
3M USD Libor	0,69	0,92	1,12	1,33	1,58
3M CHF Libor	-0,76	-0,76	-0,77	-0,74	-0,65
valutni parovi					
EUR / USD	1,06	1,05	1,04	1,05	1,05
EUR / CHF	1,08	1,09	1,11	1,11	

Izvor: Bloomberg contributor composite

Grafikon 32.



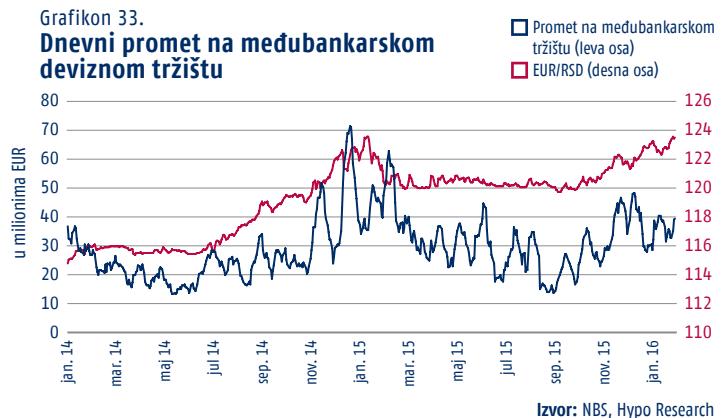
* Vrednosti ispod 100 sugeriraju slabljenje evra, a iznad 100 ukazuju na jačanje, izraženo u procentnim poenima u odnosu na kraj 2014.

Izvor: Bloomberg, Hypo Research

DEVIZNO TRŽIŠTE

Obim trgovanja na međubankarskom deviznom tržištu (MDT)

- Promet na međubankarskom tržištu je povećan tokom početka 2016., u skladu sa obnovljenim depresijskim pritiscima na vrednost dinara, nakon epizode stabilnosti tokom većeg dela 2015. godine, Grafikon 33.



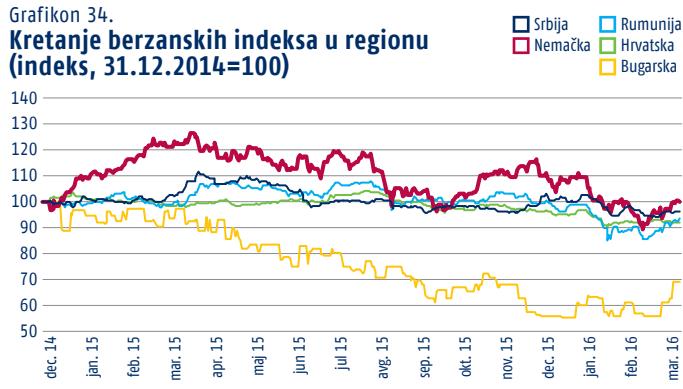
TRŽIŠTE KAPITALA

- Domaća, regionalna i evropska tržišta kapitala su tokom početka 2016. godine zabeležile blag pad vrednosti indeksa, najverovatnije u skladu sa smanjenim tržišnim optimizmom u svetu.
- Tako je u ovim uslovima promet na Beogradskoj berzi tokom prva dva meseca 2016. dostigao oko 40 miliona evra, što je ipak gotovo dvostruko

više nego u istom periodu lane, od čega su strani investitori učestvovali sa oko 40%, dok se najviše trgovalo akcijama AIK banke.

- Očekivanja tržišnih učesnika za mart 2016., iskazana kroz indeks Belex sentiment, su relativno povoljna, Grafikon 35.

Grafikon 34.
Kretanje berzanskih indeksa u regionu
(indeks, 31.12.2014=100)



Grafikon 35.
BelexSentiment i mesečni promet

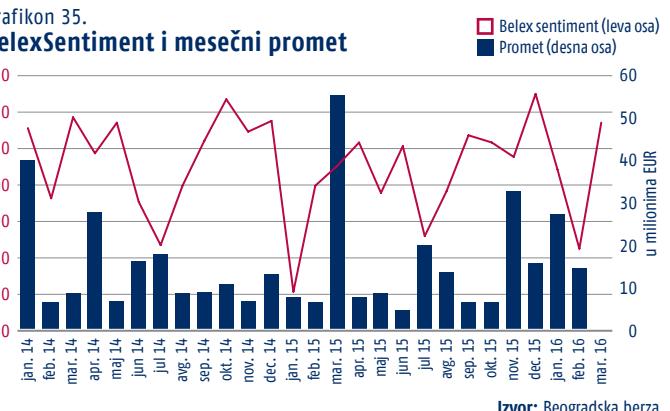


Tabela 13. Najtrgovanje akcije u prva dva meseca 2016.

Simbol	Naziv	Poslednja cena (RSD)	Promena (%)	Promet (EUR)	Učešće u ukupnom prometu od početka godine (%)
AIKB	AIK banka a.d. Beograd	1.800	-2,1	5.197.858,1	12,4
NIIS	NIS a.d. Novi Sad	539	-10,2	1.442.035,3	3,4
ENHL	Energoprojekt holding a.d. Beograd	928	-10,5	793.847,6	1,9
MTLC	Metalac a.d. Gornji Milanovac	2.621	7,0	641.936,6	1,5
IMLK	Imlek a.d. Beograd	5.106	-1,4	289.745,4	0,7
AERO	Aerodrom Nikola Tesla a.d. Beograd	935	-18,9	263.774,9	0,6
FITO	Galenika Fitofarmacija a.d. Zemun	2.202	-7,3	257.799,4	0,6
TGAS	Messer Tehnogas a.d. Beograd	8.150	-6,3	163.480,6	0,4
KMBN	Komercijalna banka a.d. Beograd	1.499	-7,7	146.588,4	0,4
ALFA	Alfa plam a.d. Vranje	33.500	-1,3	145.003,8	0,3

Izvor: Beogradска берза

