



Народна банка Србије

2013  
август

# ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ



2013  
август

# ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

**НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ**

**Београд, Краља Петра 12**

**Тел. 011/3027-100**

**Београд, Немањина 17**

**Тел. 011/333-8000**

**[www.nbs.rs](http://www.nbs.rs)**

**Тираж: 120 примерака**

**ISSN 1820-9408**

## Уводна напомена

Споразум о циљању (таргетирању) инфлације, који су потписале Влада Републике Србије и Народна банка Србије, означава формални прелазак Народне банке Србије на инфлационо таргетирање као режим монетарне политике почевши од 1. јануара 2009. године. Основни принципи и функционисање овог режима утврђени су Меморандумом о циљању (таргетирању) инфлације као монетарној стратегији.

Будући да је један од основних принципа инфлационог таргетирања јачање транспарентности монетарне политике и ефикасна комуникација с јавношћу, Народна банка Србије тромесечно припрема и објављује *Извештај о инфлацији*, као најважније средство информисања јавности. Овим извештајем јавности се пружају на увид дешавања у економији која опредељују одлуке Извршног одбора Народне банке Србије и активности централне банке.

*Извештај о инфлацији* садржи информације о садашњој и очекиваној инфлацији, анализу макроекономских кретања која је детерминишу, објашњење разлога за доношење конкретних одлука Извршног одбора, као и оцену ефикасности монетарне политике која је вођена у протеклом тромесечју. Садржи и пројекцију инфлације за осам наредних тромесечја, приказ претпоставки на којима се та пројекција заснива, као и анализу главних ризика остваривања циљане инфлације.

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

Августовски *Извештај о инфлацији* размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 8. августа 2013. године.

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

Извршни одбор Народне банке Србије:

Јоргованка Табаковић, гувернер

Ана Глигоријевић, вицегувернер

Веселин Пјешчић, вицегувернер

Диана Драгутиновић, вицегувернер

Ђорђе Јевтић, директор Управе за надзор над финансијским институцијама

**СКРАЋЕНИЦЕ КОРИШЋЕНЕ  
У ОВОМ ИЗВЕШТАЈУ**

**БДП** – бруто домаћи производ  
**ВІS** – Банка за међународне обрачуне  
**б.п.** – базни поен  
**СЕFTA** – Уговор о слободној трговини земаља централне Европе  
**ДФО** – друге финансијске организације  
**дсз.** – десезонирано  
**ЕЦБ** – Европска централна банка  
**ЕИБ** – Европска инвестициона банка  
**ЕМВІ** – индекс обвезница тржишта у успону  
**ФЕД** – Систем федералних резерви САД  
**FISIM** – услуге финансијског посредовања индиректно мерене  
**ХоВ** – хартије од вредности  
**ИПЦ** – индекс потрошачких цена  
**М** – месец  
**МДТ** – међубанкарско девизно тржиште  
**мг.** – међугодишње  
**млн** – милион  
**млрд** – милијарда  
**ММФ** – Међународни монетарни фонд  
**НДВ** – непољопривредна додата вредност  
**NPL** – проблематични кредити  
**П** – полугодиште  
**п.п.** – процентни поен  
**СДИ** – стране директне инвестиције  
**SDR** – специјална права вучења  
**СТО** – Светска трговинска организација  
**Т** – тромесечје

Не наводе се друге општепознате скраћенице.

# Садржај

<b>I. Резиме</b>	1
<b>II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији</b>	5
<i>Осврт 1: Ребаланс буџета и нове мере структурног прилагођавања</i>	6
<b>III. Кретање инфлације</b>	7
<b>IV. Детерминанте инфлације</b>	13
1. Кретања на тржишту новца и капитала и кредити банака	13
<i>Осврт 2: Узроци успоравања раста кредитне активности</i>	21
2. Кретања на девизном тржишту и курс динара	23
3. Агрегатна тражња	26
<i>Осврт 3: Смањење дефицита текућег рачуна платног биланса у 2013. години</i>	31
4. Економска активност	33
<i>Осврт 4: Позитивни ефекти експанзије у аутомобилској индустрији</i>	35
5. Кретања на тржишту рада	36
6. Међународно окружење	38
<b>V. Пројекција инфлације</b>	41
<i>Осврт 5: Ефекти нове пољопривредне сезоне</i>	44
Табела А. Индикатори екстерне позиције Србије	50
Табела Б. Основни макроекономски индикатори	51
Додатак 1. Писмо Народне банке Србије Влади Републике Србије због одступања инфлације од утврђеног циља	52
Списак графикана и табела	54
Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе	56
Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије	57



## I. Резиме

*Инфлаторни притисци су знатно ослабили у протеклих осам месеци, о чему сведочи просечна месечна инфлација од око 0,3%.*

*Инфлациона очекивања су релативно стабилна.*

*У П2 се предвиђа почетак постепеног опоравка зоне евра, који би требало да се стабилизује у 2014.*

*Депрецијацијски притисци крајем маја и у јуну нису били особеност само Србије.*

*Влада је припремила ребаланс буџета и донела нове мере структурног прилагођавања.*

Пад мг. инфлације, започет у Т1 и накратко прекинут у априлу због сезонског раста цена воћа и поврћа, настављен је наредних месеци. У складу са очекивањима изнетим у мајском Извештају о инфлацији, мг. инфлација је у Т2 постала једноцифрена и у јуну је износила 9,8%. И даље релативно висока мг. стопа инфлације последица је пре свега поскупљења у периоду јул–октобар 2012. године (7,1 п.п.), а знатно мањим делом раста цена у последњих осам месеци (2,5 п.п.).

Пад инфлационих очекивања становништва и релативно стабилна инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде обележили су период од претходног Извештаја о инфлацији. У наредном периоду очекујемо да ће се с даљим падом инфлације смањити и инфлациона очекивања.

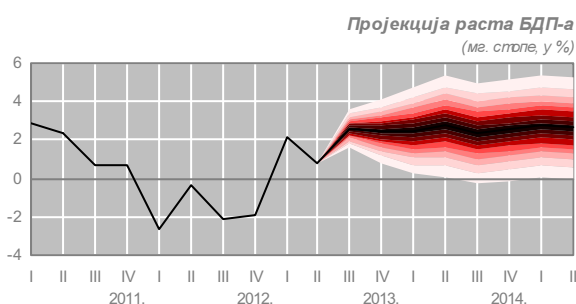
Процењује се да је економска активност у зони евра и у Т2 опала, а у П2 се предвиђа почетак постепеног опоравка, који би требало да постане одржив у 2014. Пројекција економског раста зоне евра за 2013. поново је коригована наниже и тренутно се, према *Consensus Forecast*-у и ММФ-у, очекује пад од 0,6%. Рецесионе тенденције, уз смањење инфлаторних притисака, навеле су ЕЦБ да у мају спусти референтну каматну стопу за 0,25 п.п., на историјски најнижи ниво од 0,5%, и најави да ће стопа на ниском нивоу остати неодређено време. За разлику од ЕЦБ-а, ФЕД је наговестио могућност смањења обима квантитативног попуштања до краја 2013. и окончање тог програма средином 2014. уколико се процени да је економски раст постао одржив.

Међутим, неповољнија кретања на међународном финансијском тржишту, после такве најаве ФЕД-а, утицала су на смањење спремности инвеститора да прихвате ризике, што је условило раст премије ризика и, последично, депрецијацијске притиске у скоро свим земљама региона. Депрецијацијским притисцима код нас је допринела и оцена ММФ-а да је неопходно донети додатне мере фискалне консолидације.

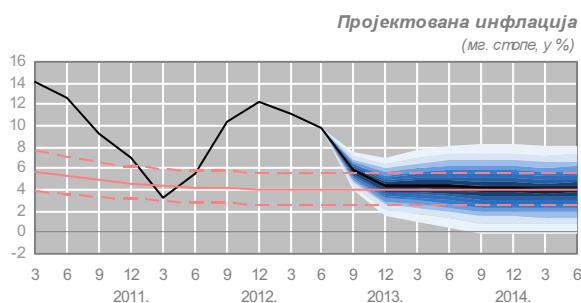
Да би се обезбедило неопходно фискално прилагођавање, због подбацавања прихода у односу на план, ребаланс буџета за 2013. усвојен је већ средином године. Влада је истовремено донела и нове мере структурног прилагођавања, чије

**Смањивање спољне неравнотеже  
у току ове године  
брже је него што смо очекивали.**

**Раст БДП-а у 2013. и 2014. требало би да буде  
вођен нето извозом.**



**Повратак мг. инфлације у границе  
дозвољеног одступања од циља очекује се  
до октобра, након чега би она требало да  
настави да се креће у оквиру тих граница.**



спровођење треба да ограничи раст дефицита, стабилизује јавне финансије и поправи општи привредни амбијент. Ребаланс буџета предвиђа републички дефицит од 4,7% БДП-а, а на консолидованом нивоу од 5,2% БДП-а.

Очекивано побољшање у текућем рачуну платног биланса ове године биће резултат пре свега побољшања у трговинском билансу. У прилог томе говоре и кретања од почетка године – у првих шест месеци дефицит текућег рачуна био је 53,5% нижи него у истом периоду прошле године, захваљујући знатнијем повећању извоза у односу на увоз (20,2% мг. наспрам 1,9% мг.). Према нашој пројекцији, активирање инвестиција у аутомобилској и нафтној индустрији и фискална консолидација требало би да резултирају смањењем дефицита текућег рачуна платног биланса у 2013. на испод 7,0% БДП-а, што је ближе одрживом нивоу.

Показује се да је економски опоравак започет у Т4 2012. одржив. У Т1 остварен је мг. раст БДП-а од 2,1%, а у Т2 0,7%, који је с расходне стране вођен нето извозом. Према нашој пројекцији, БДП ће у 2013. порастати за око 2,0%, а у 2014. за око 2,5%. Највећи допринос расту БДП-а у 2013. даће нето извоз, упркос погоршаним перспективама опоравка наших главних спољнотрговинских партнера, док ће приватна и државна потрошња забележити пад по основу нижих реалних примања, односно због спровођења фискалне консолидације. Раст БДП-а у 2014. биће вођен првенствено нето извозом, а у мањој мери и инвестицијама. Ризици пројекције су симетрични и тичу се пре свега брзине привредног опоравка главних спољнотрговинских партнера Србије и ефеката пољопривредне сезоне.

Према нашој процени, пад мг. инфлације биће интензиван у Т3, а повратак мг. инфлације у границе дозвољеног одступања од циља очекује се до октобра. Након тога, у Т4 и у 2014. години мг. инфлација требало би да се креће у оквиру граница дозвољеног одступања од циља ( $4 \pm 1,5$  п.п.). Главни дезинфлаторни фактор у наредном периоду биће ослабљени трошковни притисци у производњи хране, пре свега по основу даљег пада цена примарних пољопривредних производа. Поред тога, ниска домаћа тражња остаје главни фактор који ће умањивати инфлаторне притиске (и) у средњем року. Процесу дезинфлације у овој години допринеће и предузете мере монетарне политике у претходном периоду, али и висока прошлогодишња база, тј. високе месечне стопе инфлације у П2 2012.

*Карактер монетарне политике у наредном периоду у највећој мери ће одредити кретање цена пољопривредних производа, кретања у међународном окружењу и фискална кретања.*

Под претпоставком даљег пада цена пољопривредних производа, одсуства екстерних шокова и спровођења фискалне консолидације у складу с планом, Извршни одбор Народне банке Србије ће у наредном периоду размотрити могућност даљег ублажавања монетарне политике.



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

*Започето ублажавање монетарне политике у мају настављено је у јуну опрезном динамиком. У јулу и августу је референтна каматна стопа задржана на непромењеном нивоу.*

Процењујући да су инфлаторни притисци у паду и да ће се инфлација до октобра вратити у границе дозвољеног одступања од циља ( $4 \pm 1,5\%$ ), **Извршни одбор Народне банке Србије је на седници у јуну одлучио да референтну каматну стопу смањи за 25 б.п., на 11,0%**. Мајска пројекција инфлације била је нижа у целом периоду пројекције у односу на пројекцију из фебруара, захваљујући пре свега очекиваном већем смањењу цена примарних пољопривредних производа. Тиме је додатно наглашено да ће кључни дезинфлаторни фактор у кратком року бити очекиван пад цена хране, а у средњем року ниска агрегатна тражња. Поред тога, Извршни одбор је оценио да ће рестриктивне мере монетарне политике које су предузимане од средине 2012. произвести свој пуни ефекат на инфлацију у току ове године. Оцењено је да ће паду мг. инфлације допринети и излазак из обрачуна високих месечних стопа инфлације у истом периоду 2012. године, као и стабилизација динара постигнута у протеклом периоду.

Депрецијацијски притисци који су се појавили крајем маја и у јуну нису били особеност само Србије. Неповољнија кретања на међународном финансијском тржишту утицала су на смањење спремности инвеститора да прихвате ризике, што је условило раст премије ризика и, последично, депрецијацијске притиске у скоро свим земљама региона. Иако је спољнотрговински и текући дефицит платног биланса знатно смањен, депрецијацијским притисцима код нас је допринело и одсуство аранжмана с ММФ-ом и неповољне оцене тренутног стања у јавним финансијама. Слично реакцији других централних банака у том периоду, Народна банка Србије је интервенисала на девизном тржишту како би ублажила прекомерне дневне осцилације девизног курса. Од краја маја и током јуна интервенисано је продајом девиза у износу од 305,0 млн евра. Поред тога, повећан је обим ХоВ које се продају на репо аукцијама како би се апсорбовао вишак ликвидности, тако да се просечна репо стопа задржала на нивоу из маја.

**Не мењајући висину референтне каматне стопе у јулу**, Извршни одбор је констатовао да је, иако је и даље изнад горње границе дозвољеног одступања од циља, мг. инфлација у паду. Њен пад биће настављен и у наредном периоду, тако да се очекује да ће се од октобра кретати у границама циља. Паду инфлације су у највећој мери допринеле мере монетарне политике и стабилизација на тржишту хране. Добра пољопривредна сезона и повољна кретања на светском тржишту пољопривредних производа утицалаће на појефтинјење хране на домаћем тржишту. Успоравање кредитне активности, као и раста зарада и пензија, потврђује да ће ниска тражња остати кључни дезинфлаторни фактор и у наредном периоду.

**Доносећи и у августу одлуку да висину референтне каматне стопе задржи на нивоу од 11,0%**, Извршни одбор је истакао да ослабљени инфлаторни притисци указују да ће се тренд пада мг. инфлације убрзати у наредном периоду и да ће се инфлација до октобра вратити у границе циља од  $4 \pm 1,5$  одсто.

Економски опоравак започет крајем 2012. настављен је током 2013. године и, према оцени Извршног одбора, привредни раст у овој години износиће око 2,0% и биће вођен повећањем извоза. Да је економски опоравак одржив указује и смањивање спољне неравнотеже, о чему сведочи и чињеница да је текући дефицит платног биланса у првој половини 2013. износио 5,7% процењеног БДП-а.

Извршни одбор сматра да ће додатне мере фискалне консолидације и спровођење структурних реформи допринети даљем смањењу инфлаторних притисака, али и спољне неравнотеже, као и да ће позитивно утицати на перцепцију ризика улагања у Србију.

Међутим, имајући у виду да су на најаву ФЕД-а о могућем смањењу обима квантитативног попуштања инвеститори на међународном финансијском тржишту реаговали смањењем спремности да прихвате ризике, што је утицало на раст премије ризика, и последично депрецијацијске притиске у готово свим земљама региона и Србији, Извршни одбор је одлучио да референтну каматну стопу задржи на непромењеном нивоу.

## Осврт 1: Ребаланс буџета и нове мере структурног прилагођавања

Ребаланс буџета за 2013. усвојен је већ средином године, јер је због подбацивања прихода у односу на план постало очигледно да би извршење постојећег буџета значило знатно премашивање планираног дефицита. Заједно с ребалансом, Влада је усвојила план за спровођење пакета структурних реформи, као и план ограничења раста плата у јавном сектору и пензија до краја 2014. године.

Ребаланс буџета предвиђа републички дефицит од 4,7% БДП-а, који би на консолидованом нивоу требало да резултира дефицитом од 5,2% БДП-а. За свођење дефицита на те нивое предвиђено је смањење расхода у укупном износу од 38,1 млрд динара, пре свега по основу смањења трансфера Републичком фонду за пензијско и инвалидско осигурање због промене стопа пореза на зараде и доприносе (16,4 млрд динара) и уштеда на капиталним расходима (13,2 млрд динара), субвенцијама (7,8 млрд динара) и јавним набавкама (0,6 млрд динара). Приходи који су буџетом били прецењени на 965,7 млрд динара ребалансом су смањени за 92,3 млрд динара.

Планом ограничења раста плата у јавном сектору и пензија до краја 2014. године предвиђено је њихово повећање од по 0,5% у октобру 2013. и априлу 2014. и 1,0% у октобру 2014.

Планом за спровођење пакета структурних реформи предвиђен је низ мера, од којих су најзначајније завршетак реструктурирања бивших друштвених предузећа, рационализација броја запослених у државној управи и промене у управљању јавним предузећима, затим поједностављивање и скраћивање поступка издавања грађевинских дозвола, као и мере усмерене на сузбијање сиве економије. Са становишта стабилизације јавног дуга важан део плана представља и ограничавање издавања државних гаранција.

Позитивно оцењујемо доношење плана завршетка реструктурирања 179 бивших друштвених предузећа са око 54.000 запослених, а посебно прецизност плана који предвиђа тачне рокове, као и средства за његову реализацију (пре свега за реализацију социјалног програма), и плана рационализације броја запослених у државној управи. У делу плана који се односи на јавна предузећа, најављена је рационализација броја запослених, контрола зарада и промене у пословању јавних предузећа. Подршку овим реформама требало би да пружи и планирана реформа тржишта рада, првенствено отклањање препрека приликом запошљавања и отпуштања, као и унапређење правног оквира за подстицање samozapošljavanja. Успешна реализација у кратком року значила би даљи раст броја незапослених, али би у дугом року морала донети позитивне ефекте и на запосленост и на економску активност, а у крајњој инстанци и на буџет.

С обзиром на то да је јачање фискалне позиције услов монетарне и финансијске стабилности, Народна банка Србије сматра да су додатне мере фискалне консолидације и структурне реформе неопходне и подржава одређеност Владе да се оне спроведу. Тиме ће се испунити један од битних услова за даље ублажавање монетарне политике.



допринеле цене хране с постепеним изласком прошлогодишњих поскуплења из њеног обрачуна. Будући да се инфлација у протеклих шест месеци (јануар–јун) кретала изнад горње границе дозвољеног одступања од циља, Народна банка Србије је писмом обавестила Владу о разлозима тог одступања, мерама које је предузела и које треба предузети да би се обезбедила ниска и стабилна инфлација у средњем року, као и када се очекује повратак инфлације у границе циља.<sup>1</sup>

**Цене хране и безалкохолних пића** порасле су у Т2 за 3,7%. Непрерађена храна је забележила раст од 10,9% и допринела укупној инфлацији са 1,4 п.п. Раст тих цена готово је у потпуности изазван поскуплењем воћа и поврћа. Остварени раст цена воћа и поврћа од 19,3% био је већи од очекиваног за ово доба године због лошијег прошлогодишњег рода и, последично, ниже понуде поврћа на тржишту непосредно пред долазак новог рода, али и неповољних временских прилика у првој половини јуна. С друге стране, слабљење трошkových притисака у производњи хране резултирало је падом цена прерађене хране од 0,4% и негативним доприносом укупној инфлацији од 0,1 п.п.

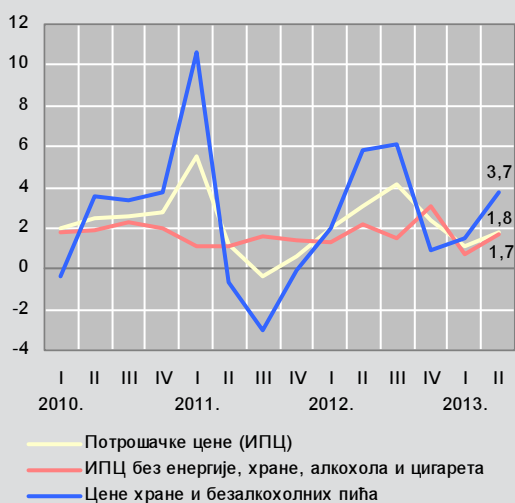
Табела III.0.2. Показатељи раста цена (мг. стопе, у %)

	IX 2012. IX 2011.	XII 2012. XII 2011.	III 2013. III 2012.	VI 2013. VI 2012.
Потрошачке цене	10,3	12,2	11,2	9,8
Цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште	7,0	6,4	5,4	4,3
Цене произвођача пољопривредних производа	39,0	35,4	17,3	8,3*
Цене елемената и материјала за уграђивање у грађевинарству	7,1	5,1	3,3	3,1

\* Мај на мај.  
Извор: РЗС и прерачун НБС.

Знатно успоравање раста цена у поређењу с претходним тромесечјем забележено је код **индустријских производа без хране и енергије** (0,9%). Највећи допринос расту ове групе производа потиче од раста цена фармацеутских производа због повећања цена лекова у мају и јуну.

Графикон III.0.2. Кретање цена (тримесечне стопе, у %)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Процењујемо да је деловање сезонских фактора у највећој мери утицало на виши раст цена у Т2 у поређењу с Т1.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Највећи допринос расту потрошачких цена у Т2 потиче од непрерађене хране.

<sup>1</sup> Видети Додатак 1 на стр. 52.

Цене у оквиру групе **енергије** смањене су за 0,9%. Највећи негативан допринос дале су цене течних горива и мазива (допринос укупној инфлацији -0,1 п.п.). Као последица пада цене нафте на светском тржишту, цене нафтних деривата су опале приближно као у претходном тромесечју (2,7%) и дале негативан допринос укупној инфлацији од 0,1 п.п.

Истовремено, цене **услуга** су оствариле виши раст у поређењу с Т1 (1,8%). Највећи позитиван допринос потиче од сезонског раста цена туристичких аранжмана од око 34% (допринос укупној инфлацији 0,2 п.п.) и стамбено-комуналних услуга (допринос укупној инфлацији 0,1 п.п.).

**Базна инфлација** (мерена ИПЦ-ом по искључењу цена енергије, хране, алкохола и цигарета) у Т2 била је виша (1,7%) у поређењу с претходним тромесечјем (0,7%), док је на мг. нивоу настављено њено успоравање – 7,1% у јуну. Посматрано по категоријама, највећи позитиван допринос потиче од раста цена производа и услуга који се индексирају девизним курсом (туристички аранжмани, лекови, аутомобили и станарине).

**Регулисане цене** су у Т2 порасле 0,7%. Посматрано од почетка године, регулисане цене су оствариле релативно низак раст (3,6%), чему је допринело и одлагање корекције цена електричне енергије за август. У оквиру ове групе, највећи допринос расту у Т2 долази од цена лекова и стамбено-комуналних услуга.

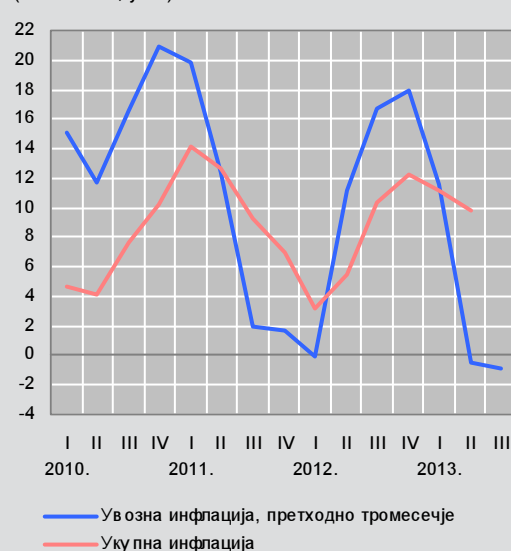
**Цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште** су у Т2 опале за 0,2%. На мг. нивоу настављена је тенденција успоравања раста – 4,3% у јуну. Посматрано по намени, једино су цене произвођача нетрајних производа за широку потрошњу порасле. Највећи пад цена забележен је у области експлоатације сирове нафте и природног гаса, производњи деривата нафте и производњи дуванских производа, што се одразило и на пад цена цигарета од 1,3%. Слабљење трошkových притисака у производњи хране утицало је на даљи пад цена произвођача у прехранбеној индустрији.

**Цене произвођача пољопривредних производа<sup>2</sup>** су у мају биле за 5,3% ниже у односу на Т1. На мг. нивоу дошло је до знатног успоравања њиховог раста – са 17,3% у марту на 8,3% у мају. Пад цена у Т2

Графикон III.0.4. Допринос мг. стопи раста потрошачких цена (у п.п.)



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



<sup>2</sup> Цене произвођача у области пољопривреде и рибарства.

регистрован је у категоријама жита, индустријског биља, воћа и сточарских производа (млека и јаја). Међутим, знатно су порасле цене кромпира и осталог поврћа, као и живе стоке.

**Цене елемената и материјала за уграђивање у грађевинарству** благо су повећане у Т2 (0,9%), али је њихов мг. раст наставио да успорава и у јуну је износио 3,1%.

Пад **увозних цена изражених у динарима**<sup>3</sup> (0,5%)<sup>4</sup> био је мањи у Т2 у поређењу са Т1, као последица депрецијације динара крајем маја и током јуна. Посматрано на мг. нивоу, пад ових цена, започет у Т1, настављен је и у јуну је износио 0,9%. Смањењу увозних цена, као и у претходном тромесечју, допринео је пад цена средстава за репродукцију, а током Т2 биле су ниже и светске цене сирове нафте. За разлику од претходног тромесечја, светске цене хране су у Т2 деловале нешто инфлаторније, а настављен је и раст увозних цена потрошних добара.

## Краткорочна пројекција инфлације

*Процењујемо да ће потрошачке цене у Т3 остварити знатно нижи раст него у Т1 и Т2. Раст потрошачких цена ће у највећој мери бити одређен очекиваним растом цена електричне енергије.*

Према нашој процени, пад мг. инфлације биће интензиван у Т3, чему ће допринети пре свега појефтињење хране услед очекивано повољније пољопривредне сезоне у поређењу с претходном како у земљи, тако и у свету. Процесу дезинфлације допринеће и предузете мере монетарне политике у претходном периоду, ниска агрегатна тражња, али и висока прошлогодишња база, тј. високе месечне стопе инфлације у 2012. години. Посматрано на нивоу тромесечја, раст потрошачких цена у Т3 у највећој мери биће одређен најављеним растом цена електричне енергије.

Негативан допринос инфлацији у Т3 даће цене хране, и то пре свега по основу очекиваног сезонског пада цена воћа и поврћа. Због ослабљених трошковних притисака у производњи хране,

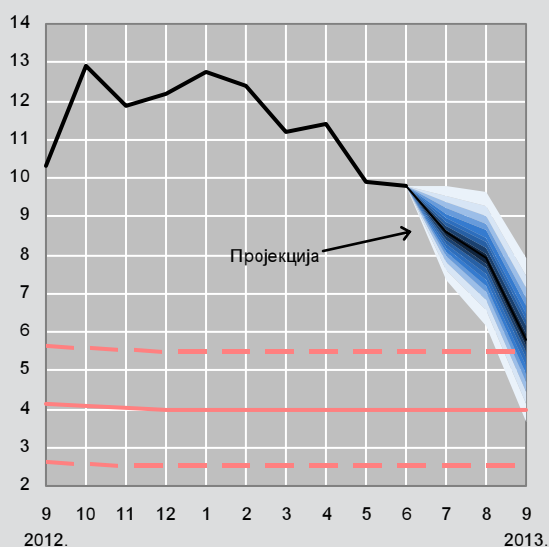
негативан допринос инфлацији требало би да потекне и од прерађене хране. Једино се код свежег меса очекује сезонско поскупљење.

Процењујемо да ће цене индустријских производа без хране и енергије у Т3 имати нешто виши раст у поређењу с Т2 и да ће он пре свега бити резултат раста цена цигарета у јулу и августу.

У оквиру групе енергија, очекујемо највиши раст и појединачно највећи допринос укупној инфлацији. Имајући у виду учешће електричне енергије у ИПЦ-у (5,1%), као и најављени раст цена електричне енергије у августу од 10,9%, директан допринос инфлацији по овом основу износиће 0,55 п.п. Очекујемо и умерено поскупљење нафтних деривата због раста светских цена нафте у последњих месец дана.

Процењујемо да ће цене услуга имати приближно исти раст као у претходном тромесечју. Раст цена у овој групи у највећој мери биће вођен растом цена стамбено-комуналних услуга.

Графикон III.0.6. Краткорочна пројекција инфлације (мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

Пад мг. инфлације интензивираће се током Т3.

<sup>3</sup> Као индикатор увозних цена коришћен је пондерисани просек индекса светских цена нафте и хране, извозних и потрошачких цена Немачке, нашег најзначајнијег спољнотрговинског партнера.

<sup>4</sup> Однос просека два узастопна тромесечја.

Највећа неизвесност пројекције за Т3 повезана је с кретањем цена воћа и поврћа, као и примарних пољопривредних производа на светском и домаћем тржишту и њиховог утицаја на цене хране на домаћем тржишту.

## Инфлациона очекивања

*Инфлациона очекивања становништва су у паду, а осталих сектора релативно стабилна. У наредном периоду, с наставком смањења инфлације може се очекивати и даљи пад инфлационих очекивања.*

Пад инфлационих очекивања становништва и релативно стабилна инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде обележили су период од претходног Извештаја о инфлацији. У наредном периоду очекујемо да ће се с даљим смањењем инфлације смањити и инфлациона очекивања.

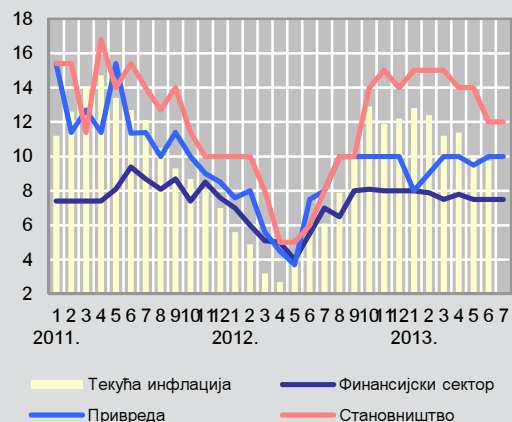
Према резултатима анкете агенције **Блумберг**, инфлациона очекивања **финансијског сектора** за годину дана унапред била су релативно стабилна.

Након што су у мају смањена за 0,3 п.п., на 7,0%, инфлациона очекивања финансијског сектора су на том нивоу остала и у јуну, да би у јулу била смањена на 6,9%.

Инфлациона очекивања **финансијског сектора** за годину дана унапред била су релативно стабилна и према резултатима анкете агенције **Ипсос**. Она се, након смањења са 7,8% у априлу на 7,5% у мају, у јуну и јулу нису мењала. **Привреда** је у мају смањила инфлациона очекивања на 9,5%, да би их у јуну повећала на априлски ниво од 10,0%, који је задржала и у јулу. Очекивања **становништва** су у априлу и мају износила 14,0%, да би у јуну била смањена на 12,0% и у јулу остала непромењена.

Дисперзија одговора испитаника финансијског сектора показује опадајућу тенденцију према обе анкете, с тим да је неслагање међу испитаницима финансијског сектора и даље мање према анкети Блумберг него према анкети Ипсос. Међу испитаницима из сектора привреде, дисперзија очекивања је након фебруарског максимума смањена, али је и даље изражена. Највеће неслагање

Графикон III.0.7. Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред – по секторима\* (мг. стопе, у %)



Извор: Галуп, Ипсос и НБС.

\* Агенција Ипсос од новембра 2011, а агенција Галуп у претходном периоду.

*Становништво је смањило инфлациона очекивања током Т2, док су их остали сектори задржали на готово истом нивоу.*

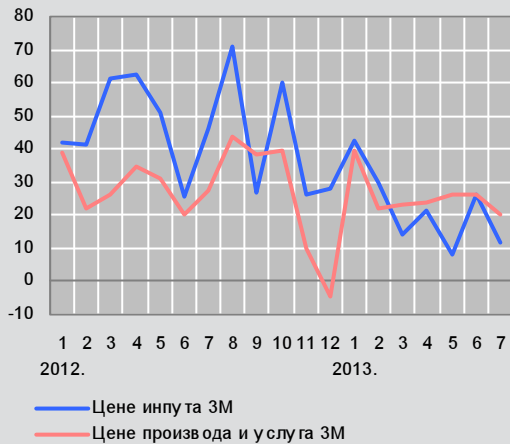
Графикон III.0.8. Циљана инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред – финансијски сектор (мг. стопе, у %)



Извор: Блумберг и НБС.

*Неслагање међу испитаницима у погледу очекиване инфлације смањено је у Т2 у поређењу с претходним тромесечјем.*

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



Извор: Ипсос и НБС.

*Нето проценат предузећа која очекују раст цена својих производа био је релативно стабилан током Т2. Очекивања у погледу цена инпута била су знатно нестабилнија.*

у погледу будуће инфлације бележи се код становништва, али је и оно, након максимума у априлу, почело да се смањује.

Резултати анкете агенције Ипсос указују да је нето проценат предузећа<sup>5</sup> која у наредна три месеца очекују раст цена својих производа био релативно стабилан током Т2. Када су у питању цене инпута, очекивања су била нестабилнија, на шта су утицале и најаве о поскупљењу електричне енергије и кретање цена нафте. У јулу је смањено учешће предузећа која очекују повећање цена инпута, као и предузећа која очекују повећање цена својих производа.

<sup>5</sup> Разлика између процента предузећа која су се изјаснила да очекују повећање и процента предузећа која су се изјаснила да очекују смањење цена својих инпута и производа и услуга. Ради повећања репрезентативности, подаци су пондерисани пословним приходом.

## IV. Детерминанте инфлације

### 1. Кретања на тржишту новца и капитала и кредити банака

#### Каматне стопе

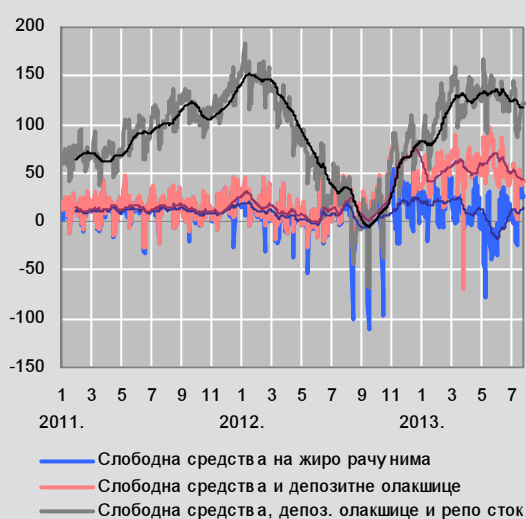
*Пад каматних стопа на тржишту новца, који је био присутан од септембра прошле године, заустављен је у јуну углавном због повећања аверзије страних инвеститора према ризику.*

Просечна пондерисана репо стопа је током априла и маја била готово изједначена са стопом на депозитне олакшице. Током јуна, са интервенцијама Народне банке Србије на МДТ-у и повећањем износа повлачења ликвидности на репо аукцијама, ликвидност банкарског сектора је у извесној мери

смањена. Последично, смањено је одступање просечне пондерисане репо стопе од референтне каматне стопе, а повећана разлика у односу на стопу на депозитне олакшице. Тако је крајем Т2 просечна пондерисана репо стопа износила 8,75% и била је за 2,25 п.п. нижа од референтне стопе, односно за 0,25 п.п. изнад стопе на депозитне олакшице.

Промет на преконоћном тржишту новца додатно је смањен током Т2. Просечан дневни промет износио је свега 0,6 млрд динара, што је за 0,6 млрд динара мање него у Т1, док је број дана у којима није било трговања повећан. Каматна стопа *BEONIA* је забележила пад, тако да је њена просечна вредност у јуну износила 8,9% и у односу на март била је нижа за 0,5 п.п. Тај пад је био нижи од пада који је забележила просечна пондерисана репо стопа у истом периоду.

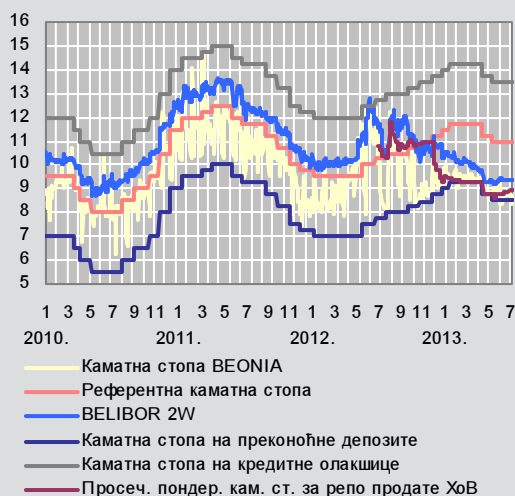
Графикон IV.1.1. Динарска ликвидност (днев на стања и покретни просеци, у млрд RSD)



Извор: НБС.

*Иако нижа него у Т1, ликвидност банкарског сектора је у Т2 и даље била висока.*

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



Извор: Томсон Ројтерс и НБС.

*Висока ликвидност банкарског сектора утицала је да каматне стопе на тржишту новца наставе пад током већег дела Т2.*

Каматне стопе на међубанкарском тржишту новца свих рочности бележиле су пад у Т2, при чему је он био израженији за дуже рочности. Просечне месечне вредности каматних стопа *BELIBOR* су у јуну у односу на март биле ниже за 0,5 п.п. за најкраћу рочност, а за 1,5 п.п. за најдужу рочност. Просечне вредности стопа *BELIBOR* за све рочности биле су у јуну једноцифрене и кретале су се у распону од 9,1% до 9,9%.

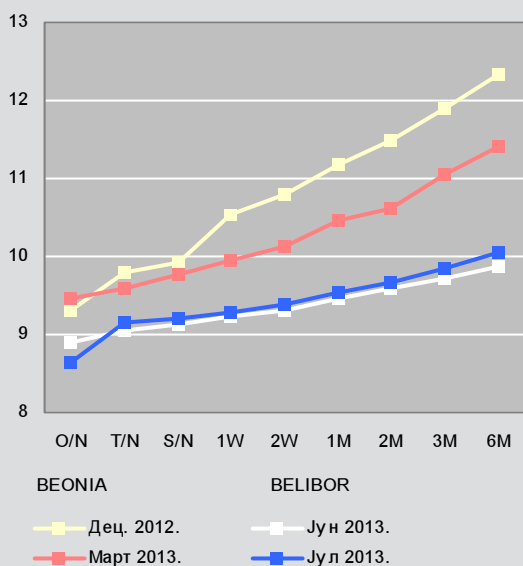
Током јула заустављен је пад каматних стопа на међубанкарском тржишту новца, док је, иако повећан у односу на јун, промет на преконоћном тржишту међубанкарских позајмица и даље низак.

Пад каматних стопа на примарном тржишту државних ХоВ настављен је у Т2, тако да је просечна пондерисана каматна стопа смањена за 0,9 п.п., на 9,5%. Смањење каматних стопа које је, зависно од рочности, износило од 0,3 до 0,9 п.п. остварено је углавном у прва два месеца и дугује се пре свега великом интересовању инвеститора, посебно страних. Камате су се кретале у распону од 9,1% за рочност од шест месеци до 12,25% за рочност од седам година. Најава могућег смањења програма квантитативних олакшица ФЕД-а утицала је на пад интересовања инвеститора за улагања како у Србију,

тако и у земље региона. Смањењу интересовања страних инвеститора за улагање у динарске ХоВ допринеле су и оцене ММФ-а о стању у јавним финансијама. Стога је на примарном тржишту државних ХоВ крајем маја и током јуна био приметан пад тражње, што се одразило и на нижи степен реализације (30,9% у јуну) на аукцијама државних ХоВ, а у мањој мери и на кретање каматних стопа. У том периоду држава је одлучила да, упркос малој тражњи, искључиво прихвата понуде с ниским каматним стопама, с обзиром на то да је у ранијем периоду обезбедила средства на међународном тржишту задуживањем под повољнијим условима. У току Т2 продате су ХоВ номиналне вредности 67,8 млрд динара (од укупно емитованих 89,0 млрд динара), док је на наплату доспело 64,1 млрд динара. То је резултирало повећањем стања дуга по основу продатих динарских ХоВ за свега 3,8 млрд динара, на 380,3 млрд динара.

У току Т2 организоване су четири аукције ХоВ деноминираних у еврима, на којима су, од укупно понуђених 225,0 млн евра, продате ХоВ номиналне вредности 157,3 млн евра. Постигнуте каматне стопе биле су ниже у односу на оне из Т1 и кретале су се у распону од 3,15% за рочност од годину дана до 5,0%

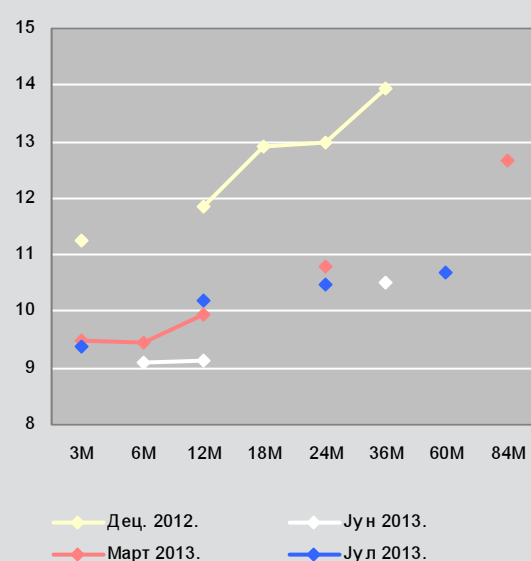
Графикон IV.1.3. Крива приноса на међубанкарском тржишту новца (просечне вредности, на годишњем нивоу, у %)



Извор: Томсон Ројтерс и НБС.

Пад каматних стопа забележен је у Т2, а у јулу је заустављен.

Графикон IV.1.4. Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ (на годишњем нивоу, у %)



Извор: Министарство финансија и привреде.

Након пада у Т2, каматне стопе су у јулу повећане.

за рочност од пет година. Током Т2 није било доспећа раније емитованих ХоВ, а стање дуга по овом основу повећано је на 1,1 млрд евра.

Иако је укупан промет на секундарном тржишту смањен са 71,7 млрд динара у Т1 на 64,1 млрд динара у Т2, промет по искључењу трговања до два радна дана од датума салдирања примарног трговања повећан је за 22,3 млрд динара, на 36,5 млрд динара. Таква кретања подударају се са смањеним учешћем нерезидената на примарном тржишту државних ХоВ крајем маја и током јуна. У том периоду стопе приноса на секундарном тржишту благо су повећане и крајем јуна кретале су се у распону од 9,0% за преосталу рочност од једног месеца до 11,3% за рочност од 28 месеци. Ипак, на нивоу тромесечја стопе приноса су биле у паду, који одговара смањењу стопа на примарном тржишту.

Током јула каматне стопе на примарном и секундарном тржишту државних ХоВ оствариле су раст.

Просечна пондерисана каматна стопа на новоодобрене динарске кредите смањена је у Т2 за 2,0 п.п., на 17,5%. Пад бележе и каматне стопе на кредите привреди (за 2,5 п.п., на 15,9%) и на кредите становништву (за 0,6 п.п., на 20,4%).

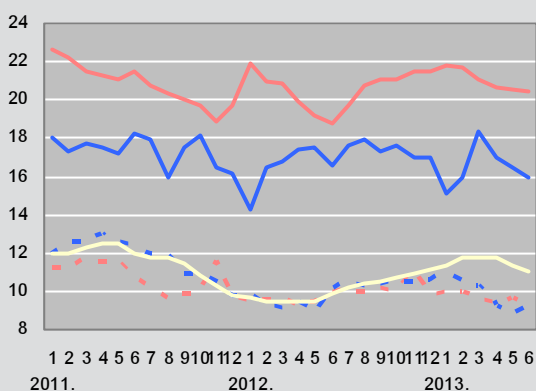
Каматне стопе на већину динарских кредита привреди бележе пад, при чему су највише смањене каматне стопе на најзаступљеније, кредите за обртна средства, док је једино цена инвестиционих кредита повећана. Смањење каматних стопа на динарске кредите становништву резултат је пре свега пада каматних стопа на готовинске кредите за 0,6 п.п., које су у јуну износиле 20,4%. У истом периоду смањене су и каматне стопе на потрошачке кредите за 0,4 п.п., на 21,3%.

Каматне стопе на новоодобрене кредите у еврима и динарске евроиндексиране кредите смањене су у Т2 за 1,3 п.п. и у јуну су износиле 6,7%. Каматне стопе на кредите привреди су смањене за 1,4 п.п., на 6,5% у јуну, при чему је пад забележен за све врсте кредита – обртна средства, инвестиционе кредите, извоз, увоз и остале кредите. И каматне стопе на кредите становништву су смањене за 1,1 п.п., на 7,6%, по основу пада стопа на потрошачке и остале кредите, док је цена стамбених кредита готово непромењена.

Просечне пондерисане каматне стопе на новоположене динарске депозите становништва у Т2 су смањене за 0,3 п.п. и у јуну су износиле 9,3%. И код привреде су оне смањене за 1,0 п.п., на 9,3%, што је, уз већи пад каматних стопа на динарске кредите,

Графикон IV.1.5. Кретање каматних стопа на динарске кредите и депозите привреди и становништву\*

(просечне пондерисане вредности, на годишњем нивоу, у %)



— Нов оодобрене динарске кредите становништву  
— Нов оодобрене динарске кредите привреди  
- - Нов оположени динарске депозите становништву  
- - Нов оположени динарске депозите привреди  
— Референтна каматна стопа, просек периода

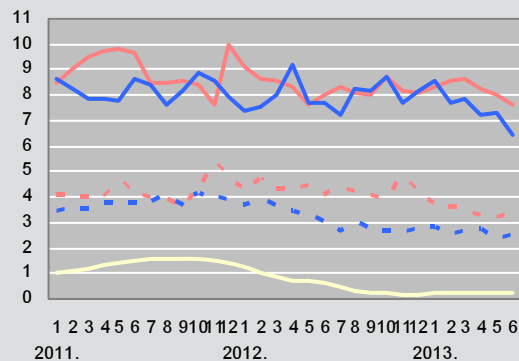
Извор: НБС.

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

Током Т2 динарске активне и пасивне каматне стопе биле су у паду.

Графикон IV.1.6. Кретање каматних стопа на девизне кредите и депозите привреди и становништву\*

(просечне пондерисане вредности, на годишњем нивоу, у %)



— Нов оодобрене девизни кредити становништву\*\*  
— Нов оодобрене девизни кредити привреди\*\*  
- - Нов оположени девизни депозити становништву  
- - Нов оположени девизни депозити привреди  
— EURIBOR 3M

Извор: НБС и Европска банкарска федерација.

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

\*\* У еврима и евроиндексирани.

Каматна маржа на девизне изворе смањена је у Т2.

утицало на смањење каматне марже на динарске изворе од 1,0 п.п.

Пад каматних стопа на штедњу становништва у еврима настављен је и у Т2, када су оне смањене за 0,2 п.п., на 3,3% у јуну. Толико је износио и пад каматних стопа на депозите привреде у еврима, на 2,5%. Каматна маржа на девизне изворе је смањена за 1,1 п.п.

## Кретања на берзи

*Индекси и промет на Београдској берзи су бележили пад током Т2. Осим на Београдској, пад вредности индекса забележен је и на већини берзи у региону.*

За разлику од Т1, када је на Београдској берзи забележен раст, који је био један од највиших у региону, цене акција биле су у паду током Т2. Вредност индекса најликвиднијих акција *BELEX15* смањена је у Т2 за 16,8% и на крају јуна је износила 480,1 индексни поен. Општи индекс акција *BELEXline* смањен је за 11,9% и на крају јуна износио је 956,0 индексних поена.

Позитивна очекивања инвеститора у погледу макроекономских кретања у 2013, којима је био вођен раст цена акција током Т1, смањена су у Т2. Пад цена акција делом је последица реакције инвеститора на најаву могућег смањења програма квантитативних олакшица. Док су индекси појединих берзи у региону после првобитног потреса отпочели раст у јуну, опоравак цена акција на Београдској берзи уследио је у јулу.

Укупан промет акцијама у Т2 је износио 1,9 млрд динара. Од тога, на промет акцијама које улазе у састав индекса *BELEX15* односи се 1,4 млрд динара, што је за 55,9% ниже од промета овим акцијама у Т1.

Страни инвеститори су у Т2 више куповали него продавали акције (0,2 млрд динара), али у мањој мери него што је то био случај у Т1.

Трговање обвезницама старе девизне штедње у Т2 износило је 0,4 млрд динара, што је за 0,1 млрд динара више него у Т1. Највише се трговало обвезницама које доспевају 2014. године. Стопе приноса до доспећа су смањене у односу на крај марта и кретале

Графикон IV.1.7. Индекс *BELEX15* и промет на Београдској берзи

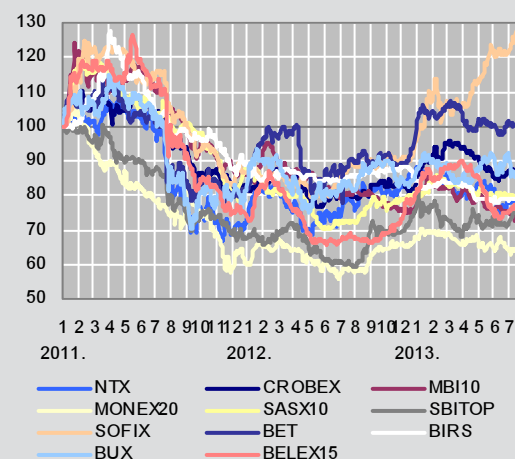


Извор: Београдска берза.

*Након пада вредности индекса у Т2, у јулу је започет благ опоравак цена акција.*

Графикон IV.1.8. Кретање берзанских индекса у региону

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



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

*Током Т2 забележен је пад вредности индекса на већини берзи у региону.*



рачуноу преконоћних депозита код Народне банке Србије него током априла и маја, пре свега због интервенција Народне банке Србије на МДТ-у. Обрачуната обавезна резерва која се издваја у динарима повећана је за 3,1 млрд динара, док је износ динарских депозита локалних нивоа власти остао непромењен у односу на крај Т1.

Понуда новца је на тромесечном нивоу реално повећана. При томе, раст је био најизраженији код М1 (3,4%), у највећој мери због раста трансакционих депозита привреде. И поред пада средстава на штедним и ороченим депозитима, новчана маса М2 реално је повећана у Т2 за 1,0%, док је најшири монетарни агрегат М3 забележио раст од свега 0,5%. Трошење средстава с девизних депозита државе највише је утицало на раст М3 током Т2. С друге стране, смањено кредитирање приватног сектора, првенствено привредних друштава, имало је највећи негативан утицај на кретање М3.

Посматрано по компонентама новчане масе М3, поред готовог новца у оптицају, раст су забележили депозити по виђењу (9,6 млрд динара), пре свега средства на рачунима привреде. Средства на штедним

и ороченим депозитима смањена су за 2,8 млрд динара. Износ девизних депозита исказан у динарима повећан је за 23,5 млрд динара, док је исказан у еврима минимално повећан (7,9 млн евра). При томе, средства на рачунима привреде и ДФО<sup>9</sup> незнатно су повећана, док је девизна штедња становништва, и поред доспећа серије обвезнице старе девизне штедње, забележила пад. Смањена расположивост осталих извора потрошње становништва, али и мање каматне стопе на девизне депозите могу бити узроци изостанка раста девизне штедње грађана. За разлику од девизне, динарска штедња грађана је повећана за 10,6% (2,0 млрд динара), и то највише депозити рочности до шест месеци, што указује на постепено јачање поверења у домаћу валуту.

Опредељење привредних субјеката да више износе средстава држе у најликвиднијем облику највише је утицало да у јуну М1 забележи реалан мг. раст од 11,0%, док је М2 повећан за 0,9% мг. Међугодишњи пад М3 је настављен у току Т2 и у јуну је овај агрегат био реално мањи за 4,8% у односу на исти период претходне године.

Вредност монетарног мултипликатора остала је скоро иста као у Т1 (за монетарни агрегат М1 та вредност је износила 1,0, а за М2 1,6). Повећање трансакционих депозита допринело је паду брзине оптицаја М1, док је код ширих новчаних агрегата она непромењена у поређењу с Т1.

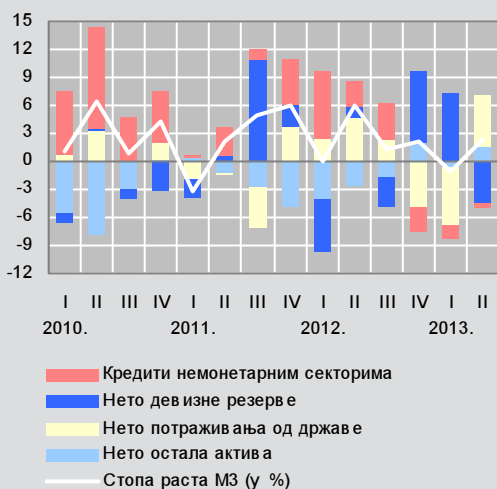
Трошење средстава с девизних депозита државе највише је утицало на раст М3 и током јула.

## Кредити банака

*Друго тромесечје заредом кредитна активност бележи пад, док је на мг. нивоу њен раст додатно успорен. За разлику од привреде, кредити становништву бележе раст.*

У јуну је мг. раст домаћих кредита, по искључењу ефеката промене девизног курса<sup>10</sup>, износио свега 1,0%, чиме се кредитна активност додатно успорава. То је последица пре свега смањеног одобравања кредита банака током П1. И одузимање дозвола за рад двома банкама, у октобру 2012. и априлу 2013, допринело је да кредитна активност знатно успори мг. раст у Т2.<sup>11</sup>

Графикон IV.1.10. Доприноси тромесечној стопи раста М3 (у п.п.)



Извор: НБС.

*Трошење девизних депозита државе највише је утицало на раст М3.*

<sup>9</sup> Обухватају осигуравајућа друштва, добровољне пензијске фондове, лизинг компаније, инвестиционе фондове, дилерско-брокерско друштва итд.

<sup>10</sup> Обрачунато по курсу динара према еврима на дан 31. августа 2008, уз претпоставку да су сви девизни и девизно индексирани кредити одобрени у еврима.

<sup>11</sup> Уколико би се из потраживања домаћих банака по основу кредита искључила потраживања Агробанке, односно Нове Агробанке и Развојне банке Војводине, кредитна активност би на мг. нивоу бележила више стопе раста.

На нивоу тромесечја, кредитна активност наставља да опада, тако да су, искључујући ефекат промене девизног курса, домаћи кредити у Т2 смањени за 1,3%. То смањење је у највећој мери последица пада кредита привреди. Пад потраживања по основу кредита резултирао је и падом њиховог учешћа у оцењеном БДП-у<sup>12</sup> за 1,3 п.п., на 52,4% на крају Т2.

Кључан фактор финансирања кредитне активности банака у Т2 био је раст динарских депозита како привреде, тако и становништва, а у мањој мери и раст девизних депозита. С друге стране, банке су се и у току Т2 определиле да део средстава држе у неризичним пласманима, тј. репо ХоВ, а наставиле су и да држе релативно високе износе средстава на рачуну депозитних вишкова, иако мање него у Т1. Такође, пребациле су део средстава на рачуне у иностранству. Повећана су и њихова потраживања по основу кредита нерезидентима, а истовремено су смањене њихове кредитне обавезе према иностранству.

Уколико се искључи ефекат промене курса, кредити привреди бележе пад од 3,6% на нивоу тромесечја, док у апсолутном износу то смањење износи 36,7 млрд

динара. Смањено кредитирање привреде огледа се у већем износу враћених доспелих кредита од износа новоодобрених кредита, што је највише допринело смањењу потраживања банака по овом основу. Престанак програма субвенционисаног кредитирања привреде додатно је утицао да се износ новоодобрених кредита смањи. У Т2 одобрено је мање нових кредита привреди него током Т1 и истом периоду претходне године. Пад укупних потраживања по основу кредита делом је и резултат одузимања дозволе за рад Развојној банци Војводине, чиме је највећи део потраживања ове банке по основу кредита пребачен на Агенцију за осигурање депозита, тј. искључен из биланса банкарског сектора. Смањено је одобравање по основу свих врста кредита, при чему су међу новоодобреним најзаступљенији били кредити за обртна средства. Програм субвенционисаног кредитирања привреде обустављен је у марту, пошто су средства предвиђена буџетом за ове намене потрошена. Имајући у виду предузете мере фискалне консолидације, не очекује се наставак субвенционисаног кредитирања привреде у овој години.

За разлику од привреде, кредитирање становништва је повећано у Т2. Када се искључи ефекат промене

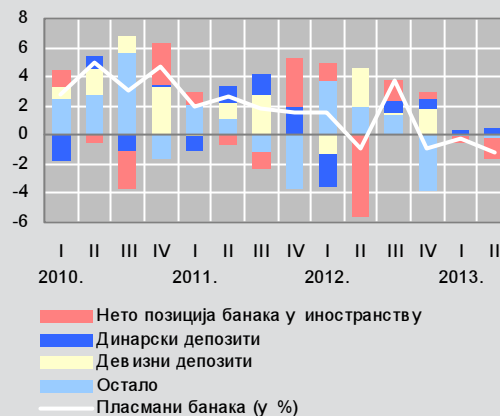
Графикон IV.1.11. Кредитна активност и БДП  
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС и РЗС.

Током Т2 настављено је успоравање мг. раста кредитне активности.

Графикон IV.1.12. Доприноси тромесечној стопи раста кредита банака\*  
(у п.п.)



Извор: НБС.

\* Кредити немонетарним секторима искључујући ефекат промене курса.

Раст нето потраживања банака од иностранства неповољно је утицао на кредитну активност у Т2.

<sup>12</sup> Оцењени БДП у последња четири тромесечја.

девизног курса, раст кредита становништву је износио 11,7 млрд динара, или 2,0%. Највише је одобрено готовинских и стамбених кредита. Поред тих кредита, и потрошачки кредити су у Т2 коришћени у већој мери него у претходном тромесечју. Задуживање по основу најкупљих видова кредитирања – кредитних картица и прекорачења на текућим рачунима – није промењено у односу на Т1, док су револвинг кредити коришћени у нешто мањој мери. Банке су и у Т2 одобравале субвенционисане стамбене кредите, у укупном износу од 3,1 млрд динара.

Учешће динарских пласмана у укупним пласманима привреди и становништву смањено је за 0,8 п.п. у односу на март и у јуну је износило 27,4%. Учешће динарских пласмана код становништва повећано је за 0,5 п.п. (на 36,4%), док је код привреде смањено за 1,7 п.п. (на 22,3%). Када се искључи ефекат промене девизног курса<sup>13</sup>, учешће динарских пласмана у укупним пласманима у јуну је смањено за 0,4 п.п., на 27,5%.

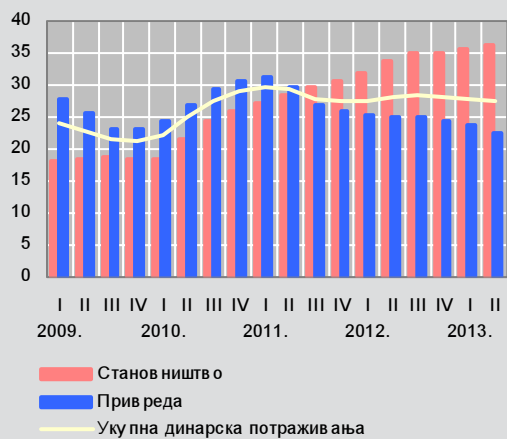
Учешће *NPL* у укупним кредитима, рачунато по бруто принципу, није промењено у односу на март и у јуну

је износило 19,9%. Учешће *NPL* код сектора привреде и становништва повећано је у односу на март (за по 0,5 п.п.) и у јуну је износило 21,3% за привреду и 9,2%<sup>14</sup> за становништво. Раст *NPL* привреди био је мањи у односу на Т1 делом и због одузимања дозволе за рад Развојној банци Војводине и искључивања већег дела њених потраживања из укупних потраживања банака.

И поред високог учешћа *NPL* у укупним кредитима, коефицијент адекватности капитала од 20,2% у јуну указује да стабилност домаћег банкарског сектора није нарушена. Исправка вредности укупних кредита у јуну је износила 52,0% *NPL*, а регулаторна резервисања за билансну изложеност у потпуности покривају износ бруто *NPL* и у јуну су износила 115,9%.

Очекујемо да ће смањењу *NPL* код становништва у наредном периоду допринети то што су банке прихватиле препоруку Народне банке Србије да корисницима стамбених кредита индексираних у швајцарским францима омогуће да у одређеном временском периоду отплаћују кредит у мањим износима у односу на првобитно уговорене ануитете.

Графикон IV.1.13. Учешће динарских потраживања у укупним потраживањима банака од привреде и становништва\* (у %)

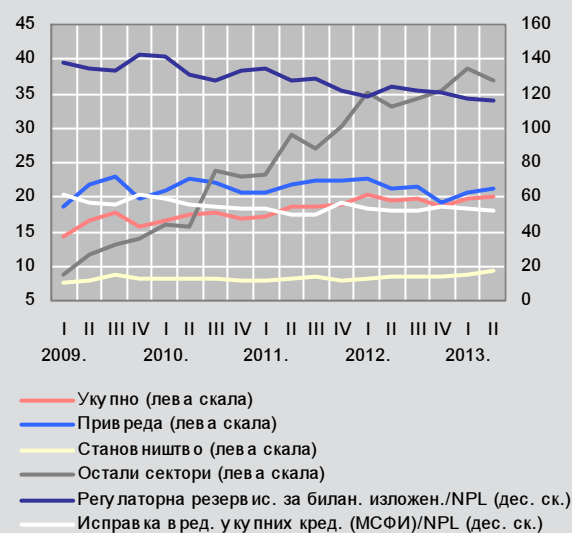


Извор: НБС.

\* Искључујући ефекат промене курса.

Учешће динарских потраживања код становништва је повећано у Т2, док је код привреде смањено.

Графикон IV.1.14. Учешће *NPL* у укупним кредитима, бруто принцип (у %)



Извор: НБС.

Учешће *NPL* у укупним кредитима је у Т2 непромењено.

<sup>13</sup> Обрачунато по курсу динара према евра на дан 31. децембра 2012.

<sup>14</sup> Уколико се укључе предузетници, кашњење у отплати кредита повећано је такође за 0,5 п.п. и износи 10,5%.

## Осврт 2: Узроци успоравања раста кредитне активности

Иако позитивне, м.г. стопе раста кредитне активности континуирано опадају већ две и по године. Тако је у јуну 2013. м.г. раст домаћих кредита износио свега 1,0%<sup>1</sup>, чиме се кредитна активност приближила зони стагнације. Разлози за такво кретање налазе се како на страни тражње за кредитима, тако и на страни понуде кредита. На страни тражње, ограничавајући фактори раста кредитне активности су пре свега спор привредни опоравак, висока незапосленост и релативно висок ниво каматних стопа. Истовремено, већу кредитну активност на страни понуде ограничавају погоршана кредитна способност приватног сектора и поштравање кредитних стандарда, у складу с повећаном аверзијом према ризику, а у неким случајевима и ограничени извори финансирања кредитне активности банака (нето раздуживање према иностранству и ограниченост домаћих извора финансирања).

Због ограничавајућих фактора на страни понуде и тражње, смањено је одобравање нових кредита, које је од суштинског значаја за опоравак економске активности. Тако је у П1 2013. одобрено око 8% мање нових кредита у односу на исти период 2012. и 2011. године. При томе, кредитирање привреде мање је за око 15%. Иако је ново кредитирање становништва веће за око 20%, с обзиром на већу заступљеност кредита привреди, укупни новоодобрени кредити бележе пад.

Од доношења пакета мера усмерених на умањивање негативних ефеката светске економске кризе почетком 2009, субвенционисано кредитирање постаје значајан фактор који утиче на кретање кредитне активности. Мада одступа од принципа тржишне економије, његово постојање се оправдава у периодима економске кризе. Утицај ове категорије кредита на убрзање раста кредитне активности посебно је видљив у 2010, када је одобрено око 1,9 млрд евра ових кредита, као и крајем 2012, када је за само три месеца одобрено 1,1 млрд евра кредита уз субвенцију државе. Престанак „великих“ програма субвенционисаног кредитирања, попут овог последњег, у условима смањеног комерцијалног кредитирања<sup>2</sup> директно је видљив кроз смањене стопе раста кредита.

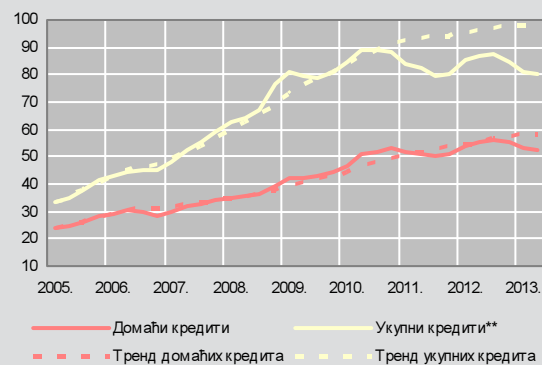
И одузимање дозволе за рад двома банкама у октобру 2012. и априлу 2013. године одразило се на остваривање нижих м.г. стопа раста кредитне активности, јер је највећи део њихових потраживања по основу кредита искључен из биланса банкарског сектора и пребачен на Агенцију за осигурање депозита. Уколико из серије искључимо потраживања ове две банке, кредитна активност бележи више стопе раста, али је тренд успореног раста и даље присутан.

Графикон О.2.1. Раст кредитне активности  
(м.г. стопе, у %)



Извор: НБС.

Графикон О.2.2. Јаз учешћа кредита\* у БДП-у  
(у % БДП-а)



\* Искључена потраживања банака којима је одузета дозвола за рад.

\*\* Домаћи кредити и прекогранично задуживање.

Извор: НБС.

<sup>1</sup> Обрачунато по курсу динара према евра на дан 31. августа 2008, уз претпоставку да су сви девизни и девизно индексирани кредити одобрени у еврима.

<sup>2</sup> Посматрано из угла новоодобрених кредита, у П1 2013. одобрено је 18% мање нових кредита под тржишним условима него у истом периоду 2012.

На погоршање кретања на кредитном тржишту указује и јаз учешћа домаћих кредита у БДП-у, тј одступање учешћа домаћих кредита у БДП-у од тренда<sup>3</sup>, који је од Т2 2011. године у негативној фази, а од краја 2012. се продубљује. Продубљивање негативног јаза последица је пре свега престанка субвенционисаних кредита и спорог опоравка економске активности. Због раздуживања предузећа према иностранству, јаз је још израженији уколико се посматра учешће укупних кредита у БДП-у.

Слична кретања на кредитном тржишту запајају се и у другим земљама. С обзиром на оштрину кризе која је погодила банкарски сектор, оцењује се да ће опоравак кредитне активности бити постепен и да ће уследити након јасног испољавања знакова да је економска активност на узлазној путањи.

---

<sup>3</sup> Једнострано *HP* филтер ( $\lambda = 400.000$ ).

## 2. Кретања на девизном тржишту и курс динара

*Јачање динара настављено је у априлу. Крајем маја уследили су депрецијацијски притисци који су били последица како глобалних, тако и фактора карактеристичних за Србију.*

Након апрецијације у априлу, девизни курс динара је током већег дела маја био стабилан, да би крајем месеца уследила депрецијација, која је настављена и у јуну. Тако је у односу на крај марта, динар крајем јуна ослабио према еврџу за 1,9%, док је његова просечна депрецијација на нивоу тромесечја износила 0,4%. Вредност курса динара према еврџу кретала се у распону од 110,5 до 114,5.

Слабљење динара према еврџу, али и слабљење евра према долару, допринело је да динар према долару у Т2 у просеку депрецира за 1,5%. Посматрано на крају периода, због слабљења долара према еврџу, вредност динара према долару није промењена.

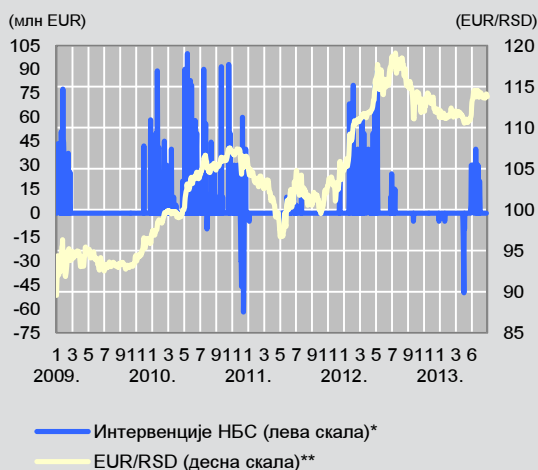
У складу с таквим кретањима, номинални ефективни курс динара<sup>15</sup> је током Т2 у просеку ослабио за 0,6%,

док је посматрано крајем периода забележена депрецијација од 1,6% у односу на Т1. Виша номинална депрецијација курса у односу на разлику између домаће и иностране инфлације утицала је да реални ефективни курс динара у просеку депрецира за 0,2% (према еврџу је реално непромењен у односу на Т1, док је према долару депрецирао за 0,8%).

Јачање динара настављено је у априлу као резултат повећане понуде девиза по основу улагања нерезидената у државне ХоВ, као и већег откупа ефикативности од мењача. Апрецијацијски притисци су били израженији крајем месеца по објављивању препоруке Европске комисије о отварању преговора о чланству са Србијом.

На слабљење динара у другој половини Т2 утицали су како глобални, тако и фактори карактеристични за Србију. Наиме, најављивања ФЕД-овог програма квантитативних олакшица условила је повећану аверзију инвеститора према ризику на међународном финансијском тржишту. Последице, институционални инвеститори су смањили изложеност према релативно ризичнијим тржиштима, а тиме и тржиштима земаља централне и источне

Графикон IV.2.1. Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту



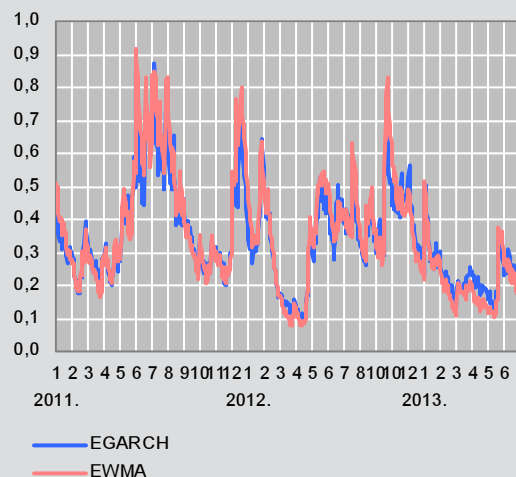
Извор: НБС.

\* + продаја; - куповина.

\*\* 1 ЕУР у РСД.

*Народна банка Србије је у Т2 интервенисала на МДТ-у претежно продајом девиза.*

Графикон IV.2.2. Краткорочна волатилност курса динара према еврџу (у %)



Извор: НБС.

*Након ниских вредности у априлу и мају, осцилације курса динара према еврџу су у јуну повећане.*

<sup>15</sup> Израчунао као геометријски просек номиналних курсева ЕУР/РСД и УСД/РСД, с пондерима 0,8 и 0,2, респективно, тј. према формули  $(EUR/RSD^{0,8}) * (USD/RSD^{0,2})$ .

Европе. То је утицало на раст премије ризика ових земаља и изазвало слабљење њихових валута. Поред глобалних фактора, повећаној опрезности инвеститора према Србији допринеле су и негативне оцене о стању јавних финансија.

Тражња домаћих предузећа за девизама повећана је у односу на Т1 (куповина девиза била је већа за 22,0%), али је и даље нижа у односу на исти период претходне године.

Текући дефицит је у Т2 био веома низак, али је истовремено забележен и одлив капитала у иностранство. С друге стране, понуда ефикативне од стране мењача и физичких лица знатно је повећана, надмашивши износе у претходним тромесечјима протекле четири године. То је делом резултат повећаног прилива по основу дознака, а највероватније и трошења девизне штедње грађана у условима мање доступности осталих извора потрошње.

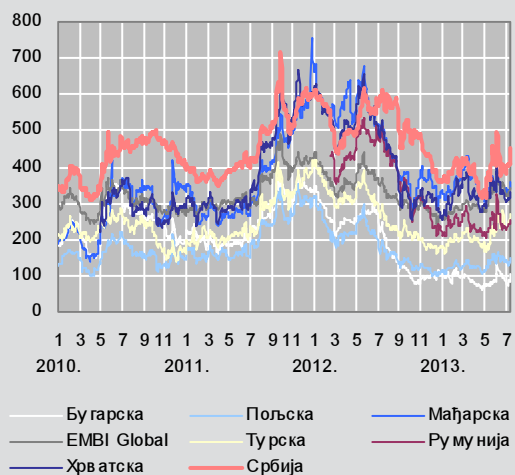
Просечан дневни промет на МДТ-у у Т2 износио је 43,2 млн евра и сличан је оном оствареном у Т1, а скоро за трећину мањи у односу на исти период

претходне године. Током априла и у већем делу маја вредности промета биле су релативно ниске, да би крајем маја, када су нерезиденти почели да купују веће износе девиза, оне биле повећане и до краја јуна остале су на релативно високом нивоу. Осцилирање девизног курса, мерено методама *EWMA*<sup>16</sup> и *EGARCH*<sup>17</sup>, кретало се у складу с кретањем промета на МДТ-у. У априлу и мају оно је било на ниском нивоу, да би се у јуну повећало. Посматрано на нивоу тромесечја оно је ниже него у Т1.

Како би ублажила прекомерне дневне осцилације курса динара, Народна банка Србије је током априла и почетком маја од банака на МДТ-у укупно купила 80,0 млн евра. Од краја маја и током јуна интервенисала је продајом девиза, у укупном износу од 305,0 млн евра.

Народна банка Србије је током Т2 наставила са организовањем тромесечних и двонедељних девизних своп аукција. На тромесечним аукцијама је укупно своп продала и купила по 4,0 млн евра, док је на двонедељним аукцијама укупно своп продала и купила по 41,0 млн евра.

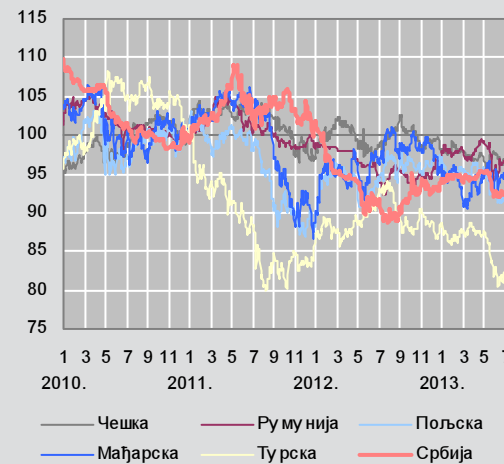
Графикон IV.2.3. Показатељ премије ризика – *EMBI* по земљама (дневни подаци, у б.п.)



Извор: JP Morgan.

Раст премије ризика посебно је био наглашен у јуну, након најаве о могућности смањења квантитативног попуштања.

Графикон IV.2.4. Кретање курсева одређених националних валута према евр<sup>\*</sup> (дневни подаци, 31. 12. 2010 = 100)



Извор: НБС и веб-сајтов и централних банака.

\* Раст представља апрецијацију.

Крајем маја, због глобалних фактора, дошло је до депрецијације већине валута у региону.

<sup>16</sup> *EWMA* (*Exponentially Weighted Moving Average*) – метод пондерисаних покретних просека код кога се процентуалним дневним променама девизног курса додељују различити пондери за различите временске тренутке, при чему ти пондери експоненцијално опадају удаљавањем од садашњег момента.

<sup>17</sup> *EGARCH* (*Exponential General Autoregressive Conditional Heteroskedastic*) – метод оцене условне варијансе који приказује асиметричан ефекат позитивних и негативних шокова на оцену условне варијансе.

Током јула су депрецијацијски притисци ослабили, тако да је динар благо ојачао према еврџ (0,3%). Народна банка Србије је на МДТ-у интервенисала два пута, укупном продајом 30,0 млн евра.

Премија ризика земаља у региону, мерена *EMBI*, била је у благом паду током априла и већег дела маја, да би тренд био преокренут крајем маја након најаве смањења програма квантитативних олакшица. Раст премије ризика у свим земљама региона настављен је у јуну, а посебно је био наглашен после најаве могућих рокова смањења и укидања квантитативних олакшица, да би реакција била ублажена крајем месеца. На крају Т2 у односу на крај Т1, највише је повећана премија ризика Турске (26 б.п.) и Србије (24 б.п.). Највећи пад забележила је вредност *EMBI* за Мађарску (77 б.п.) и Хрватску (25 б.п.). На нивоу просека тромесечја, вредност *EMBI* за већину земаља у региону је благо повећана, док су пад забележиле премије ризика Бугарске (18 б.п.), Србије и Румуније (за по 4 б.п.). Крајем јула вредност *EMBI* за Србију износила је 453 б.п. и у односу на крај јуна повећана је за 13 б.п.

Агенција за кредитне рејтинге *Moody's* је у јулу Србији доделила рејтинг на нивоу В1, са стабилним изгледима, а након тога је агенција *Fitch* потврдила постојећи рејтинг Србије на нивоу ВВ-, с негативним изгледима.

Поред динара, већина валута осталих земаља региона са сличним режимом девизног курса је у Т2 ослабила према еврџ. Посматрано крајем периода, највише су ослабили турска лира (7,6%) и пољски злот (3,5%), док су румунски леј и чешка круна ослабили за 1,0% и 0,8%, респективно. Једино је мађарска форинта ојачала у односу на еврџ (за 3,1%), због позитивних оцена о постигнутом фискалном прилагођавању и оствареном економском расту у Т1.

## Прилив капитала из иностранства

*У Т2 је забележен нето одлив капитала у иностранство, највећим делом по основу портфолио инвестиција због превремене отплате дуга према Лондонском клубу поверилаца.*

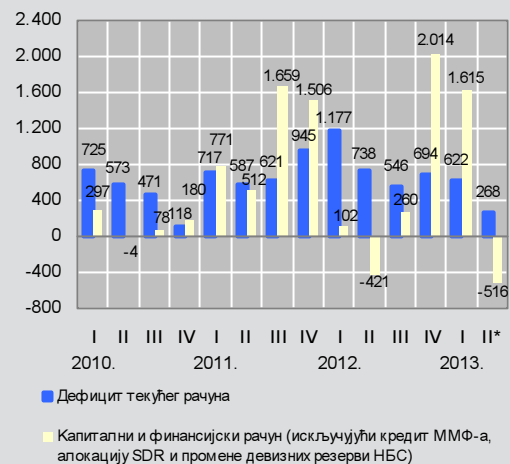
У Т2 прилив капитала је остварен по основу СДИ и задуживања државе путем коришћења финансијских

кредита, док је по основу портфолио инвестиција забележен нето одлив. Такође, Народна банка Србије, банке и предузећа су смањили своје кредитне обавезе према иностранству.

Нето прилив остварен по основу СДИ у Т2 износио је 139,0 млн евра, чиме је од почетка године достигао износ од 294,3 млн евра. Највише је инвестирано у прерађивачку индустрију (22,5%), сектор саобраћаја и складиштења (22,4%), трговину (17,1%), грађевинарство (16,1%) и послове с некретнинама (12,4%).

По основу портфолио инвестиција забележен је нето одлив у укупном износу од 346,7 млн евра. Највећи део одлива односи се на превремену отплату дела дуга према Лондонском клубу поверилаца (400,0 млн долара). Најава ФЕД-а о смањивању програма квантитативних олакшица условила је повећану аверзију инвеститора према ризику на међународном тржишту, која се одразила на изостанак интересовања нерезидената за улагања у државне ХоВ, односно на повлачење из постојећих улагања на домаћем тржишту од краја маја.

Графикон IV.2.5. Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала (у млн EUR)

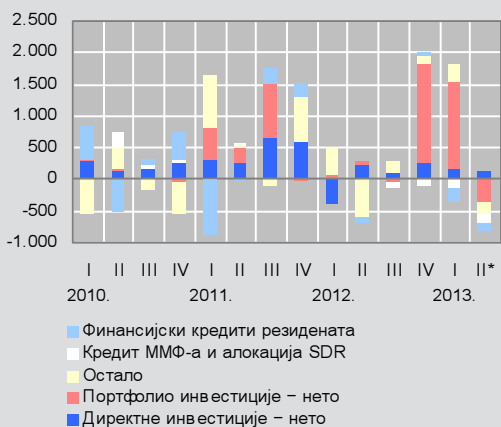


Извор: РЗС и НБС.

\* Прелиминарни подаци.

*У Т2 забележен је низак дефицит текућег биланса, али и нето одлив капитала у иностранство.*

Графикон IV.2.6. Структура финансијског биланса  
(у млн EUR)

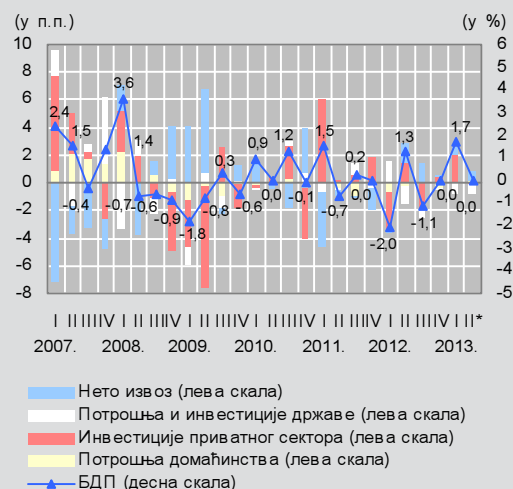


Извор: РЗС и НБС.

\* Прелиминарни подаци.

*Нето одлив капитала који је забележен у Т2 у највећој мери је резултат превремене отплате дела дуга према Лондонском клубу поверилаца.*

Графикон IV.3.1. Доприноси тромесечној стопи раста БДП-а – расходна страна



Извор: РЗС и прерачун НБС.

\* Процена НБС.

*Раст БДП-а у Т2 у потпуности је вођен нето извозом.*

Резиденти су се по основу финансијских кредита у току Т2 нето раздужили према иностранству за 115,7 млн евра. При томе, банке су се према иностранству раздужиле за 45,0 млн евра, а предузећа за 112,4 млн евра. Нето обавезе државе према иностранству по основу финансијских кредита повећане су за 41,6 млн евра због коришћења кредита ЕИБ-а, Немачке развојне банке и Развојне банке Савета Европе.

Током Т2 незнатно је смањено и нето задуживање предузећа по основу трговинских кредита (2,3 млн евра).

По основу отплате главнице дуга према ММФ-у забележен је одлив у износу од 147,6 млн евра.

### 3. Агрегатна тражња

*Нето извоз је био главни покретач тромесечног раста агрегатне тражње у Т2. Домаћа тражња је у истом периоду забележила пад због смањења инвестиција.*

Позитивни спољнотрговински трендови, започети у последњем тромесечју 2012, настављени су и у П1. Тако је нето извоз у Т2 остварио раст од 2,6% дсз. и позитивно допринео БДП-у са 0,6 п.п. С друге стране, домаћа тражња је, за разлику од претходног тромесечја, у Т2 забележила тромесечни пад од 0,5% дсз. и негативно допринела агрегатној тражњи са -0,6 п.п.

Према процени, раст агрегатне тражње у Т2 настављен је на мг. нивоу и износио је 0,7%. Пад домаће тражње од 4,0% мг. (допринос агрегатној тражњи -5,0 п.п.) у потпуности је компензован растом нето извоза од 22,3% (допринос агрегатној тражњи 5,7 п.п.). Снажан раст нето извоза резултат је наставка експанзије у аутомобилској индустрији, а приметан је раст и извоза фармацеутских производа и електричне опреме.

Процењујемо да ће се позитивни трендови из П1 наставити и у П2. и да ће раст агрегатне тражње на нивоу 2013. износити око 2,0%. Он ће у највећој мери бити одређен растом нето извоза (допринос агрегатној тражњи 2,4 п.п.). С друге стране, мере фискалне консолидације предвиђене новим ребалансом буџета утицаће на смањење приватне и државне потрошње, па се по том основу може очекивати негативан допринос расту агрегатне тражње (-0,6 п.п. и -0,5 п.п., респективно).

#### Домаћа тражња

*Пад приватних инвестиција утицао је највећим делом на смањење домаће тражње на тромесечном нивоу, док су на мг. нивоу све њене компоненте наставиле пад.*

Приватна потрошња је, према нашој процени, наставила мг. пад, који је у Т2 износио 0,8% (допринос агрегатној тражњи -0,6 п.п.), али је он

Графикон IV.3.2. Потрошња домаћинстава (дсз. стопе, у %)

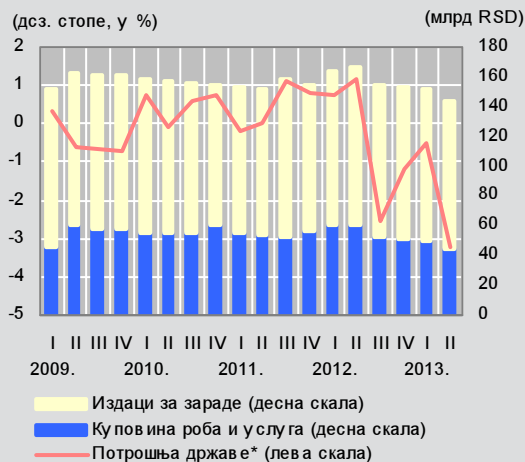


Извор: РЗС и прерачун НБС.

\* Процена НБС за Т2 2013. године.

У Т2 забележен је знатан раст промета у трговини на мало.

Графикон IV.3.3. Потрошња државе (реални износи)



Извор: Министарство финансија и привреде и прерачун НБС.

\* Процена НБС за Т2 2013. године.

Државна финална потрошња четврто тромесечје заредом бележи реални пад.

мањи него у претходном тромесечју. Опоравак приватне потрошње, која већ девет тромесечја заредом бележи м.г. пад, онемогућен је високом стопом незапослености и ограничењем раста зарада у јавном сектору.

На тромесечном нивоу, приватна потрошња је у Т2 порасла за 0,3% дсз., на шта указује раст промета у трговини на мало од 4,1% дсз.

С друге стране, већина извора потрошње указује на негативне тенденције. Иако је у Т2 прилив дознака из иностранства порастао, зараде и пензије, као главни извор потрошње, забележиле су реалан пад.

**Приватне инвестиције** су, према нашој процени, у Т2 забележиле м.г. пад од 5,7% (допринос агрегатној тражњи -1,4 п.п.). Пад од 0,6% дсз. забележен је и на тромесечном нивоу (допринос агрегатној тражњи -0,2 п.п.). Пад бруто додате вредности сектора грађевинарства и физичког обима производње грађевинског материјала упућују на пад грађевинске активности. Такође, на пад обима инвестиција указује и мањи увоз средстава за рад, што је делом последица и завршетка инвестиционог циклуса у аутомобилској и нафтној индустрији. Негативне тенденције у кретању инвестиција објашњава и процес раздуживања привреде према иностранству.

**Потрошња државе** је у текућем тромесечју нижа за 3,2% дсз. (допринос агрегатној тражњи -0,6 п.п.), на

Табела IV.3.1. Индикатори кретања инвестиција

	2012.			2013.	
	II	III	IV	I	II
<b>Реални показатељи</b> (дсз. подаци, тромесечни раст, у %)					
Грађевинарство	-3,2	-8,4	-11,4	-3,0	-3,2*
Индустријска производња капиталних производа (физички обим)	1,9	4,5	-1,2	29,2	4,9
Извоз средстава за рад**	14,2	-1,5	0,2	6,9	-14,5
Увоз средстава за рад**	0,5	-2,7	-10,6	3,0	-6,8
Залихе капиталних производа	-9,9	1,6	3,6	-1,0	5,3
Индустријска производња интермедијарних производа (физички обим)	3,2	-6,9	-1,1	-0,6	1,5
Извоз интермедијарних производа**	3,5	-3,1	1,4	11,6	1,9
Увоз интермедијарних производа**	-0,1	-5,2	2,8	2,7	-6,3
Залихе интермедијарних производа	4,1	-3,8	2,8	4,8	2,7
Индустријска производња грађевинског материјала (физички обим)	3,9	-3,2	-1,4	-5,3	-7,3
Залихе грађевинског материјала	-3,5	1,2	0,7	-4,7	1,0
Инвестиције државе***	-31,2	-2,9	4,4	-22,4	-2,5

\* Процена НБС.

\*\* Извоз и увоз су изражени у еврима.

\*\*\* Инвестициона потрошња државе је дефлационирана индексом цена произвођача индустријских производа.

шта указује реални пад масе зарада у јавном сектору, као последица њиховог ограниченог номиналног раста у априлу од 2,0%. Тромесечни пад је, уз високу





финансијским тржиштима у погледу наставка експанзивне монетарне политике ФЕД-а. Након саопштења челника ФЕД-а да се неће мењати монетарна политика док економски раст не постане одржив, у другој половини јуна неизвесност на међународном тржишту новца је смањена, што је утицало и на пад цене нафте.

У јулу је цена нафте порасла за 4,5%. Раст је био последица политичке нестабилности у Египту и побољшања индикатора економске активности у зони евра и САД.

Цена бакра је током Т2 забележила велик пад, који је и на нивоу просека тромесечја и посматрано крајем периода износио око 10,0%. Главни узроци смањења цене били су нижа тражња из Кине због слабијих индикатора економског раста и повећана производња

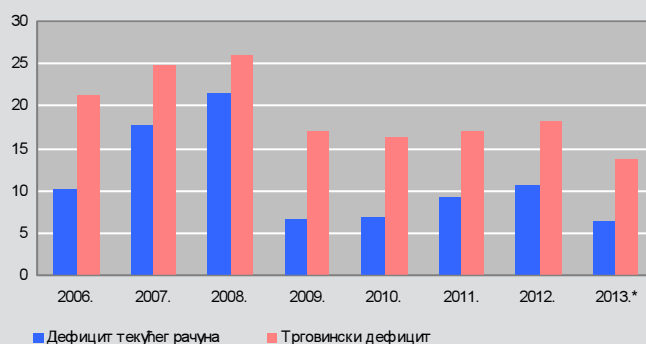
у Чилеу, водећем произвођачу бакра. На пад цене крајем јуна утицало је и слабљење долара након најаве ФЕД-а да ће одржати текући ниво експанзивности монетарне политике.

Светске цене хране су се у Т2 задржале на просечном нивоу из Т1. Највећи притисак на раст цена током овог периода потицао је од цена млека и млечних производа које су у априлу порасле око 15,0%. Остале компоненте индекса светских цена хране биле су у паду, при чему је пад, као и у Т1, био најизраженији код житарица и шећера. На смањење цена житарица највише су утицале повољне временске прилике у пољопривредној производњи у целом свету и процене о знатном повећању понуде у поређењу с претходном годином. Пад цена житарица које су основни инпут у производњи сточне хране прелио се и на пад светских цена меса.

### Осврт 3: Смањење дефицита текућег рачуна платног биланса у 2013. години

Након више него троструког смањења дефицита текућег рачуна платног биланса у 2009. и 2010. у односу на период пре кризе (тј. 2008. годину), овај дефицит је у последње две године поново забележио повећање и у 2012. је износио 10,5% БДП-а. То повећање било је последица пре свега инвестиционог циклуса у аутомобилској и нафтној индустрији, који је захтевао повећан увоз опреме и репроматеријала, али и високе предизборне фискалне потрошње у П1 2012. Према пројекцији Народне банке Србије, активирање наведених инвестиција и фискална консолидација требало би да резултирају смањењем дефицита текућег рачуна платног биланса у 2013. на испод 7,0% БДП-а, што је ближе одрживом нивоу.

Графикон О.3.1. Кретање дефицита текућег рачуна платног биланса и трговинског дефицита (у % БДП-а)



\* Пројекција НБС.

За разлику од смањења дефицита у 2009. и 2010. години, очекивано побољшање у текућем рачуну платног биланса ове године биће резултат пре свега побољшања у трговинском билансу која су условљена повећањем извоза, а не смањењем увоза. У прилог томе говоре и кретања од почетка године. Наиме, у првих шест месеци 2013. дефицит текућег рачуна (890,7 млн евра) био је 53,5% нижи него у истом периоду прошле године, чему је највише допринело знатније повећање извоза у односу на увоз (20,2% мг. наспрам 1,9% мг.). Раст извоза био је најизраженији у аутомобилској индустрији (око 425,0% мг.). Томе су, поред компаније „Фијат аутомобили Србија“, допринела и предузећа која производе ауто-компоненте. Повећање извоза забележено је и у другим важним извозним гранама (хемијској индустрији, производњи производа од гуме и пластике и производњи електричне опреме), а већи извоз нафтне индустрије очекује се од П2 текуће године. Низак раст увоза у истом периоду резултат је завршетка поменутих инвестиционих циклуса у појединим гранама и ниске домаће тражње. Тако је нпр. у оквиру нафтних деривата, увоз гасних уља<sup>1</sup> у П1 смањен за више од 50,0% мг. (око 145,0 млн евра), а увоз средстава за рад 5,0% мг.

О позитивним променама у правцу смањења спољне неравнотеже сведочи и податак да је извоз у првих шест месеци ове године био 36,4% изнад преткризног нивоа, а увоз 9,8% испод тог нивоа<sup>2</sup>, док је 12-месечна покривеност увоза извозом у јуну достигла рекордних 67,1%. Ако извоз и увоз до краја године буду на нивоу забележеном у Т2, под осталим непромењеним околностима, дефицит текућег рачуна платног биланса ове године могао би бити нижи од 6,0% БДП-а. Иако ће извоз пољопривредних производа у 2013. бити нижи него претходне

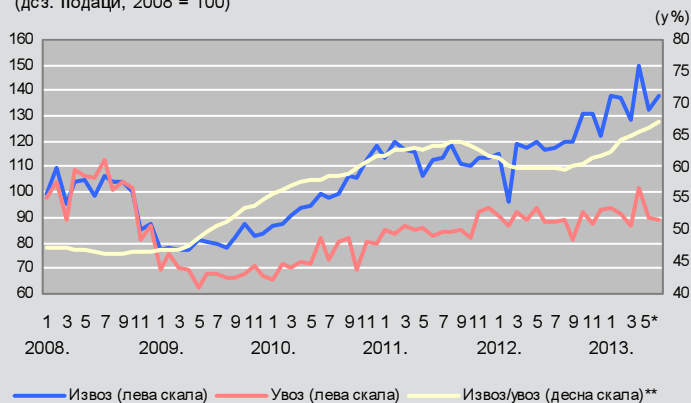
<sup>1</sup> У гасна уља, између осталог, спадају и деривати Евро 5 стандарда, које је прошле године почела да производи Нафтна индустрија Србије.

<sup>2</sup> Просечан извоз/увоз у П1 2008. године.

године због негативних ефеката који је прошлогодишња суша имала на њихов извоз (пре свега кукуруза<sup>3</sup>) у П1, извоз пољопривредних производа у П2 оствариће раст.

Графикон О.3.2. Кретање робне размене

(дсз. подаци, 2008 = 100)



\* Пад извоза у мају последица је чињенице да је ове године Ускрс (два нерадна дана) празнован у мају уместо у априлу, као што је уобичајено.

\*\* 12-месечни покретни просеци.

Извор: НБС.

У П1, дефицит текућег рачуна платног биланса износио је 5,7% БДП-а. Поред повољних трговинских кретања, побољшању у овом рачуну допринели су и нижи одлив по основу камата (за 17,8%) и виши прилив по основу дознака (за 22,8%) у односу на исти период прошле године.

Посматрано на нивоу целе године, дефицит текућег рачуна платног биланса износиће око 2,1 млрд евра, а трговински дефицит око 4,5 млрд евра, што је за 33,4%, односно 17,0%, мање него у прошлој години. При томе, раст физичког обима извоза робе у 2013. години требало би да убрза на 11,5%, а увоза да успори на 1,8%.<sup>4</sup> Одлив по основу камата износиће ове године око 950,0 млн евра (повећање од 15,9% у односу на 2012), а прилив по основу текућих трансфера око 3,1 млрд евра (повећање од 3,5%).

Смањење дефицита текућег рачуна платног биланса очекује се и у наредним годинама, али постепенијим темпом. Поред очекиваног већег извоза аутомобилске и нафтне индустрије и извоза пољопривредних производа, наставку повећања извоза допринеће и економски опоравак зоне евра, односно наших најважнијих спољнотрговинских партнера.

<sup>3</sup> У првих пет месеци ове године, извоз кукуруза био је нижи за око 200,0 млн евра, тј. око 11 пута, у односу на исти период прошле године.

<sup>4</sup> Прошле године физички обим извоза робе порастао је 4,2%, а увоза 2,5%.

## 4. Економска активност

*Опоравак економске активности, започет крајем претходне године, настављен је и у Т2. Упркос томе, негативни производни јаз је продубљен.*

Према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, економска активност је у Т2 порасла 0,7% у односу на исти период претходне године. Тиме је настављен тренд опоравка започет у Т1, мада споријом динамиком.

Посматрано у односу на претходно тромесечје, БДП је у Т2 стагнирао. Истовремено, економска активност, мерена НДВ-ом, била је нижа за 0,3% дсз. Иако је економска активност у Т2 и даље нижа у односу на период пре кризе<sup>20</sup> – 1,7%, мерено БДП-ом, и 2,0%, мерено НДВ-ом, од почетка 2013. приметан је убрзани повратак преткризном нивоу.

Физички обим индустријске производње у Т2 је забележио раст од 1,0% дсз. и у потпуности је био одређен позитивним кретањима у прерађивачкој индустрији. Овај сектор индустрије забележио је раст од 2,8% дсз. и позитивно допринео расту укупне индустрије са 1,8 п.п. Међутим, сектори рударства и

снабдевања електричном енергијом, гасом и паром забележили су тромесечни пад (3,5% и 3,9% дсз., респективно) и дали негативан допринос кретању физичког обима укупне индустрије од 0,2 п.п. и 0,6 п.п., респективно.

У оквиру прерађивачке индустрије највећи позитиван допринос расту физичког обима потиче од производње кокса и деривата нафте (1,3 п.п.). Позитивна кретања забележена су и код производње хемијских производа, производње моторних возила, као и производње основних метала, што је резултат покретања производње у смедеревској железари током Т2. Највећи негативан допринос, с друге стране, дала је производња фармацеутских производа (–0,2 п.п.).

Негативан допринос тромесечном расту БДП-а од 0,1 п.п. очекује се од смањења активности у сектору грађевинарства, који је у Т2 забележио пад од 3,2% дсз., на шта указује смањење физичког обима производње производа од неметалних минерала. Промет у трговини на мало, након три тромесечја пада, од почетка године бележи опоравак, који је у Т2 убрзан (раст од 4,1% дсз.).

Према процени, м.г. раст БДП-а у Т2 је био вођен опоравком пољопривредне (0,9 п.п.) и растом

Графикон IV.4.1. Кретање индикатора економске активности (дсз. подаци, П1 2008 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

*Економска активност је у Т2 стагнирала, док је промет у трговини на мало наставио опоравак.*

Графикон IV.4.2. Доприноси м.г. стопи раста БДП-а – производна страна (у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

*Међугодишњи раст БДП-а у Т2 и даље је вођен растом пољопривредне и индустријске производње.*

<sup>20</sup> Ниво из П1 2008. године.

индустријске производње (0,3 п.п.), док су грађевинарство (-0,9 п.п.) и трговина (-0,6 п.п.) деловали у правцу његовог успоравања.

Физички обим индустријске производње у Т2 је био виши 2,9% на мг. нивоу, при чему је раст остварен у свим секторима индустрије. Највећи допринос потиче од прерађивачке индустрије (2,3 п.п.), чији је физички обим порастао 3,0%. Расту физичког обима индустријске производње позитивно су допринели и сектори рударства (0,1 п.п.) и снабдевања електричном енергијом, гасом и паром (0,5 п.п.), који су у Т2 остварили раст од 1,7% и 3,2% мг., респективно.

У оквиру прерађивачке индустрије настављен је снажан мг. раст физичког обима производње у

областима моторних возила и приколица (220,4%) и кокса и деривата нафте (37,6%) које су позитивно допринеле расту физичког обима укупне индустрије (2,6 п.п. и 2,5 п.п., респективно).

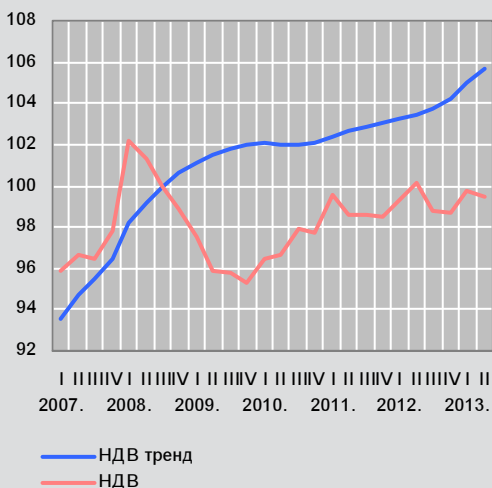
Према нашој процени, економски раст у целој 2013. износиће око 2,0%, у највећој мери захваљујући опоравку пољопривредне (1,0 п.п.) и индустријске (0,7 п.п.) производње.

Након изузетно лоше прошлгодишње пољопривредне сезоне, у овој години нас очекује њен снажан раст (око 14%). Пovolне временске прилике позитивно ће утицати на приносе већине ратарских култура, што ће умањити трошкове у сточарској производњи и допринети опоравку и ове области пољопривреде.<sup>21</sup>

Према процени Народне банке Србије, сви сектори индустрије ће у 2013. остварити раст. Највећи допринос даће прерађивачка индустрија (0,5 п.п.), док ће сектори рударства и снабдевања електричном енергијом, гасом и паром пружити знатно мањи допринос (по 0,1 п.п.). У оквиру прерађивачке индустрије, снажан позитиван допринос очекује се од производње моторних возила (1,0 п.п.) и нафтних деривата (0,5 п.п.). Спорији од очекиваног опоравак у зони евра утицаће на успорен раст или пад осталих грана прерађивачке индустрије.

Тренд НДВ-а, којим оцењујемо производни потенцијал привреде<sup>22</sup>, бележи раст од Т4 2012. по основу активирања нових производних капацитета у аутомобилској и нафтној индустрији. С друге стране, економска активност, мерена НДВ-ом, стагнирала је у Т2, што се одразило на продубљивање негативног производног јазу. То указује да ће агрегатна тражња задржати дезинфлаторни утицај у средњем року.

Графикон IV.4.3. Производни јаз  
(Т3 2008 = 100)



Изв ор: прерачун НБС.

*Продубљивање негативног производног јазу у Т2 последица је раста производних потенцијала привреде.*

<sup>21</sup> Видети Осврт 5: Ефекти нове пољопривредне сезоне, стр. 44.

<sup>22</sup> Као апроксимација потенцијалног БДП-а користи се тренд НДВ-а оцењен Калмановим филтером.

#### Осврт 4: Позитивни ефекти експанзије у аутомобилској индустрији

Позитивни ефекти производње у компанији „Фијат аутомобили Србија“ (ФАС) на раст БДП-а Србије из Т4 2012. настављени су и у П1 2013. Током 2012. године произведено је око 30.000 возила, док је за ову годину планирана производња 110.000–140.000 возила. С обзиром на то да је највећи део производње извезен, аутомобилска индустрија знатно је допринела и смањењу дефицита текућег рачуна. Ипак, то, с друге стране, повећава изложеност домаће економије кретањима у међународном окружењу.

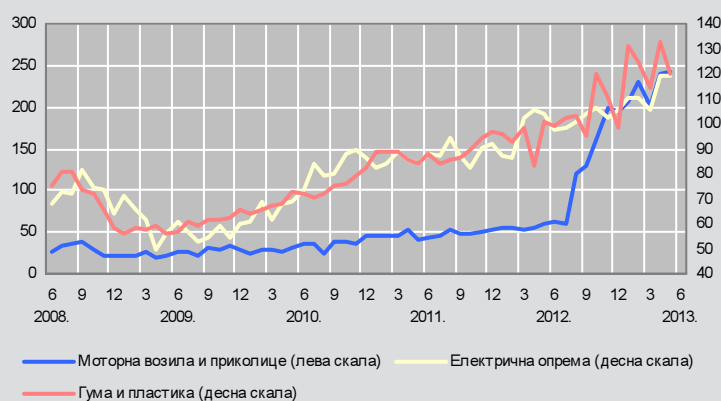
Како је највећи део производње намењен извозу, на тражњу ће утицати пре свега услови на циљним тржиштима – ЕУ и САД, што ће суштински одредити ниво производње. Ситуација на тржишту у ЕУ није охрабрујућа, јер је, након две године слабог раста, у 2012. забележен пад продаје аутомобила од 5,5%. С друге стране, тржиште аутомобила у САД, на које је извоз ФАС-а кренуо у Т2, бележи опоравак у последњих неколико година (раст продаје 13,4% у 2012). Прве позитивне оцене новог модела *FIAT 500L* у САД могле би да подстакну тражњу и позитивно допринесу повећању домаћих испорука.<sup>1</sup>

Посматрано по земљама, највећи извоз аутомобила у П1 остварен је на тржишту Италије, које је у посматраном периоду забележило пад продаје аутомобила од 8,9%. Треба, међутим, истаћи да је велики део возила извезених у Италију намењен даљем извозу на тржишта земаља зоне евра, тако да је директна изложеност домаће ауто-индустрије италијанском тржишту мања. Остала важна извозна тржишта у П1 била су Немачка, Француска и Велика Британија. Позитиван ефекат на извоз у перспективи могао би се очекивати и по основу склапања споразума с Русијом о бесцаринском извозу моторних возила.

Поред производње у ФАС-у и у компанијама кооперантима<sup>2</sup>, знатан раст активности бележи се и у другим предузећима која послују у области аутомобилске индустрије и која своју целокупну производњу самостално пласирају на инострана тржишта. Према подацима Агенције за привредне регистре, број запослених у тим компанијама је у 2012. порастао за око 3.000 и на крају године је достигао близу 14.000. Такође, пословни приходи тих компанија повећани су преко 50% у поређењу са 2011. Будући да су неке од тих компанија класификоване не само у оквиру производње моторних возила већ и у другим областима прерађивачке индустрије, од почетка текуће године уочљив је и раст извоза електричне опреме и гуме и пластике (Графикон О.4.1).

И поред планиране производње од најмање 110.000 возила у ФАС-у у 2013, у нашим пројекцијама пошли смо од конзервативније претпоставке од 100.000 произведених возила и учешћа домаће компоненте од 38%. У том случају процењени допринос аутомобилске индустрије расту БДП-а у текућој години износио би 1,0 п.п., док би са опоравком привреде зоне евра у 2014. могло доћи до додатног раста производње и извоза ФАС-а.

Графикон О.4.1. Извоз одабраних грана прерађивачке индустрије  
(дес. подаци, 2012 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

<sup>1</sup> Амерички дневни лист *USA Today* је у свом чланку објављеном 15. јула дао позитивне критике након тестирања новог модела *FIAT 500L*.

<sup>2</sup> *Johnson Controls, Magnetti Marelli, Sigit* и *PMC Automotive*.

## 5. Кретања на тржишту рада

### Зараде

*Нето зараде у приватном сектору оствариле су реални раст у Т2, док су у јавном сектору и даље у паду. Јединични трошкови рада у прерађивачкој индустрији настављају дсз. пад.*

Номинални раст просечних нето зарада у Т2 (1,4% дсз.) био је недовољан да доведе и до њиховог реалног раста (-0,5% дсз.), и поред успоравања инфлације. Реалне зараде у приватном сектору су оствариле тромесечни раст, док је у јавном сектору забележен пад.

Посматрано по делатностима, највећи тромесечни раст реалних зарада забележен је у секторима трговине и информисања и комуникација. Раст реалних зарада је, за разлику од претходног тромесечја, остварен и у свим секторима индустрије. Просечне реалне зараде у сектору пољопривреде бележе пад већ пето узастопно тромесечје, што би се могло довести у везу с лошом прошлогодишњом пољопривредном сезоном. У паду су и реалне зараде у сектору грађевинарства.

На мг. нивоу, номиналне нето зараде у Т2 настављају раст (6,2%), док у реалном изразу убрзавају пад (5,7%). И поред априлског благог повећања номиналних зарада у јавном сектору од 2,0%, оне су у Т2 забележиле реални мг. пад (4,7%). С друге стране, зараде у приватном сектору у текућем тромесечју успоравају реални мг. пад (0,8%).

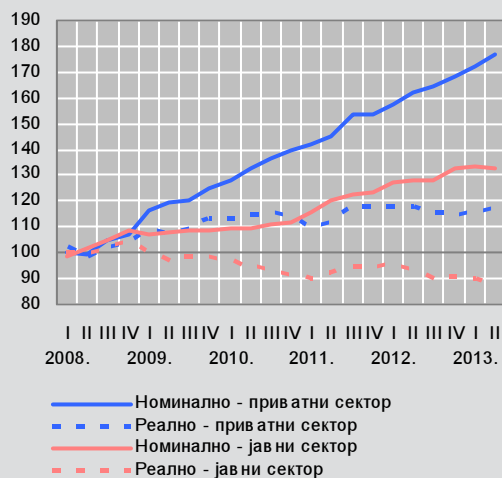
Просечна нето зарада у Републици Србији у Т2 порасла је у односу на претходно тромесечје и износила је 44.249 динара.

Реална маса зарада је у Т2 забележила пад од 1,6% дсз. На пад је у највећој мери утицало смањење броја запослених лица. То указује да се прилагођавање на тржишту рада и даље, у већој мери, врши смањењем запослености.

Јединични трошкови рада укупне индустрије су у Т2 повећани за 2,6% дсз., као резултат бржег раста бруто реалних зарада од продуктивности. Ипак, у прерађивачкој индустрији, која производи највећи део разменљивих добара, бржи раст продуктивности од раста зарада у Т2 утицао је на наставак тренда смањења јединичних трошкова рада (-1,1% дсз.), који је присутан већ три узастопна тромесечја.

Графикон IV.5.1. Кретање просечних нето зарада

(дсз. подаци, П1 2008 = 100)

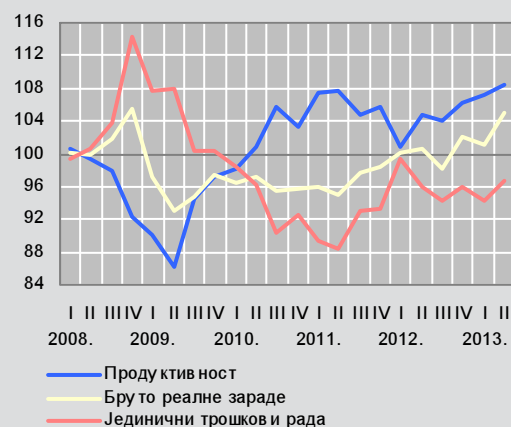


Извор: РЗС и прерачун НБС.

Током Т2 зараде у приватном сектору су порасле, док су у јавном сектору опале.

Графикон IV.5.2. Кретање продуктивности, бруто реалних зарада и јединичних трошкова рада у индустрији

(дсз. подаци, П1 2008 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Бржи раст бруто реалних зарада од продуктивности водио је расту јединичних трошкова рада индустрије у Т2.

## Запосленост

*Резултати најновије Анкете о радној снази у поређењу с прошлогодишњим анкетама повољнији су у односу на априлску, а неповољнији у односу на октобарску, тако да с доношењем поузданијих закључака о индикаторима на тржишту рада треба сачекати.*

Индикатори тржишта рада показују знаке благог опоравка у односу на оне од пре годину дана. Стопа незапослености је у априлу 2013. у односу на април 2012. смањена за 1,4 п.п. (са 25,5% на 24,1%). Истовремено, запосленост је порасла за 2,0 п.п. (са 34,3% на 36,3%), а стопа активности за 1,8 п.п. (са 46,1% на 47,9%). Ипак, и поред исказаног побољшања, ти индикатори су и даље међу најнеповољнијима у Европи.

С друге стране, када се пореде резултати најновије анкете с резултатима из октобра 2012, примећује се наставак негативних тенденција на тржишту рада започетих са избијањем кризе 2008. Стога с доношењем поузданијих закључака о поправљању стања на тржишту рада треба сачекати.

Побољшање индикатора на тржишту рада у односу на оне од пре годину дана могло би се довести у везу са опоравком економске активности започетим у Т4 2012. Тај опоравак био је вођен експанзијом извозних сектора прерађивачке индустрије (пре свега аутомобилске и нафтне), па је и број запослених у оквиру читаве прерађивачке индустрије у последњој години дана повећан за чак 24.956 лица. Висок раст запослености у истом периоду бележи се и у области пољопривреде и информисања и комуникација, док је највећи пад броја запослених регистрован у грађевинарству.

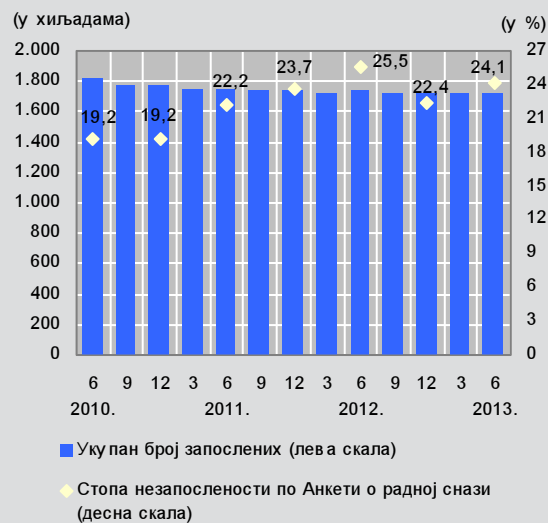
Раст стопе запослености и стопе активности утицао је на смањење незапослености у односу на април 2012. Број незапослених у протеклој години дана смањен је за 28.114 лица, при чему је део незапослених прешао у неформално запослене — стопа неформалне запослености је у априлу 2013. порасла за 1,2 п.п., на 18,2%. Ипак, незапосленост је и даље велики проблем домаћег тржишта рада. Посебно брину подаци о стопи незапослености међу младом популацијом (15–24 године), која је, иако смањена, и даље на нивоу од око 50%. Високо је и учешће дугорочно

незапослених у укупном броју незапослених лица (изнад 75%). Дугорочно задржавање ових индикатора на високим вредностима могло би да доведе до ерозије „људског“ капитала и тако утиче на смањење потенцијала дугорочног раста.

Посматрано по категоријама запослених лица, у последњој години дана повећан је број samozапослених и запослених, док је број помажућих чланова домаћинства смањен. У оквиру броја запослених, приметно је смањење броја лица која раде пуно радно време (43.590), што је компензовано повећањем броја лица с непуним радним временом (49.330). То указује да је међу послодавцима и даље присутна неизвесност у погледу будућих привредних кретања.

За разлику од позитивних трендова забележених у Анкети у радној снази, резултати истраживања РАД Републичког завода за статистику која прате број формално запослених<sup>23</sup> показују да је у Т2 опао број запослених лица за 1.612. Пад је у већој мери био вођен смањењем броја запослених лица у јавном сектору. Број запослених смањен је и у приватном сектору. Посматрано на мг. нивоу, раст је забележен у јавном сектору и одређен је пре свега повећањем броја запослених у административним делатностима.

**Графикон IV.5.3. Запосленост и стопа незапослености**



Извор: РЗС.

*Стопа незапослености је смањена у последњој години дана.*

<sup>23</sup> Формална запосленост обухвата запослене који имају заснован радни однос с послодавцем (правна лица и приватни предузетници) на основу уговора о

раду. Запосленима се не сматрају лица која раде на основу уговора о делу или уговора о обављању привремених и повремених послова.

С друге стране, број запослених лица у приватном сектору је у Т2 био нижи у односу на претходну годину, што је првенствено последица смањења броја предузетника и запослених код њих.

Према подацима Националне службе за запошљавање, у периоду од априла 2012. до априла 2013. број незапослених лица која активно траже запослење повећан је за 17.623, што није у складу с резултатима Анкете о радној снази. Ипак, када се анализира последње тромесечје, број незапослених лица смањен је за 15.990. У складу с тим, током Т2 смањен је и број корисника новчане накнаде за незапосленост за 7.470 лица, тако да је њихов број у јуну износио 65.761.

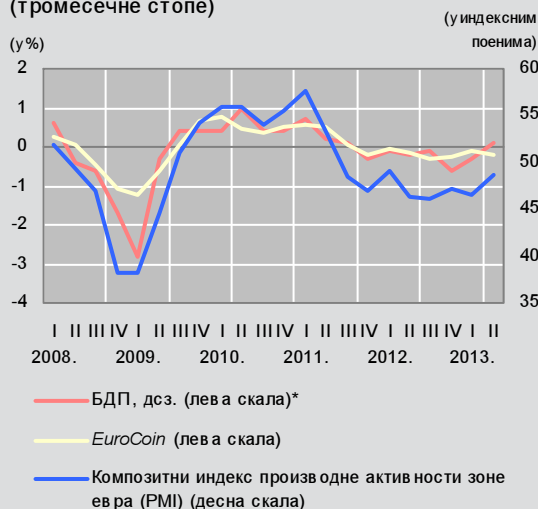
## 6. Међународно окружење

*Процењује се да је економска активност у зони евра у Т2 била у паду, а од П2 се предвиђа почетак постепеног опоравка. За разлику од ФЕД-а, ЕЦБ још увек не најављује смањење експанзивности монетарне политике.*

**Рецесија у зони евра** настављена је и у Т1, шесто тромесечје заредом, али је пад економске активности (0,3%) био нижи у поређењу с Т4 2012. Према кретању раних индикатора економске активности зоне евра (*PMI* и *Eurocoin*), и у Т2 је вероватан пад БДП-а зоне евра. Истовремено, стопа незапослености је и у јуну остала на историјски највишем нивоу од 12,1%.

**Пројекција економског раста зоне евра** за 2013. поново је коригована наниже и тренутно се, према *Consensus Forecast*-у и ММФ-у, очекује пад од 0,6%. Ипак, у П2 се предвиђа почетак опоравка економске активности, који би требало да постане одржив у 2014 (раст БДП-а од 0,8%). На раст економске активности у наредном периоду требало би највише да утиче опоравак екстерне тражње из САД и тржишта у успону. Такође, смањење тензија у погледу кризе јавног дуга требало би да поправи инвестициону климу, па се очекује да и приватне инвестиције после дужег времена дају допринос економском опоравку. С друге стране, мере фискалне консолидације у појединим земљама чланицама, као и висока незапосленост, и даље ће успоравати економски раст, али у мањој мери него у претходном периоду.

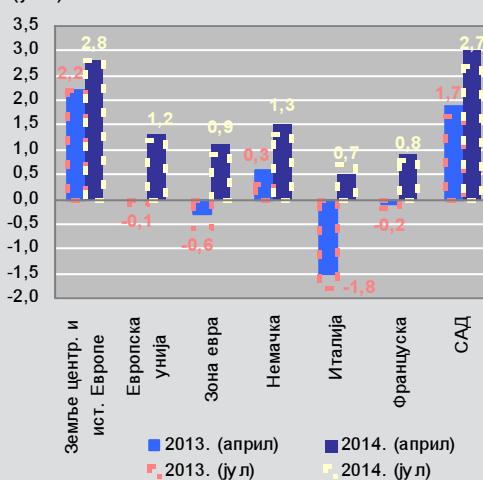
Графикон IV.6.1. Кретање БДП-а и индикатора економске активности зоне евра (тримесечне стопе)



Извор: Eurostat, Markit Group и Banca d'Italia.  
\* Процена Consensus Forecast-а за Т2 2013.

*Индикатори указују на пад економске активности зоне евра у Т2, а постепени опоравак очекује се од П2.*

Графикон IV.6.2. Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2013. и 2014. ММФ-а\* (у %)



Извор: ММФ WEO (април 2013) и ММФ WEO Update (јул 2013).

\* Ревизија у односу на априлски WEO.

*ММФ је у јулу кориговао наниже прогнозе раста већине развијених земаља.*

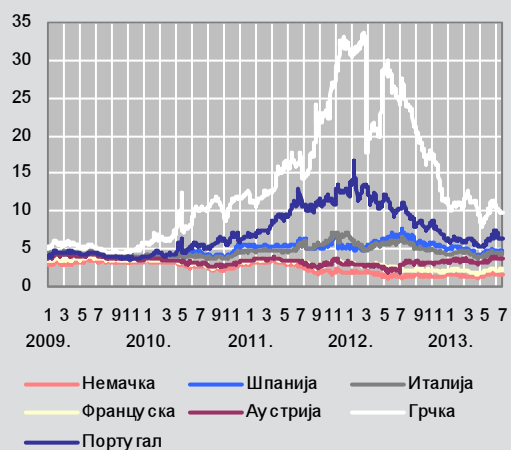
Покретач привредног раста међу земљама зоне евра требало би да буде Немачка, која од почетка године бележи благ раст (0,1% у Т1 дсз.). *PMI Composite* Немачке за јун порастао је у односу на мај и износи 50,4 поена<sup>24</sup>, што указује да се економска активност и у Т2 налази у зони раста. Привреда Италије је још у рецесији због смањења домаће тражње, али благо повећање извоза и раст *PMI Manufacturing*-а наговештавају могућ позитиван раст у наредној години. У прилог крају рецесије у зони евра од П2 упућује и успоравање пада БДП-а у земљама чланицама с већом задуженошћу.

И поред тога што је у јуну повећана стопа инфлације у зони евра на 1,6% м.г., инфлаторни притисци и даље су ниски због пада цена примарних производа и ниске агрегатне тражње. То је омогућило ЕЦБ-у да у мају спусти референтну стопу за 0,25 п.п., на историјски минималних 0,5%. У јулу су челници ЕЦБ-а учинили и несвакидашњи корак у комуникацији с јавношћу саопштивши да ће референтна стопа остати ниска на неодређени период, чиме су покушали да увере инвеститоре да се тренутно не разматра смањење експанзивности монетарне политике.

Краткорочне перспективе раста земаља централне и источне Европе у Т2 благо су погоршане, тако да је раст у 2013. за регион у целини, према *Consensus Forecast*-у, коригован наниже на 2,3%, што је слично и пројекцији ММФ-а (2,2%). Погоршане перспективе резултат су високе спољне задужености и повезаности с кретањима економске активности у зони евра, која је њихово главно извозно тржиште. За Чешку, Хрватску и Словенију које су забележиле пад БДП-а у 2012. предвиђа се наставак пада и у 2013. За разлику од њих, Мађарска је у Т1 остварила раст од 0,7% дсз. и, према проценама, забележиће раст од 0,3% у 2013.

У региону централне и источне Европе, практично у свим земљама, у Т2 је настављено слабљење инфлаторних притисака по основу ниске агрегатне тражње и нижих цена сировина. Највећи пад инфлације забележен је у Пољској, где је м.г. инфлација у јуну износила 0,2%. Централне банке Пољске, Мађарске и Турске су на слабљење инфлаторних притисака реаговале наставком ублажавања монетарне политике. У јулу је с монетарним ублажавањем започела и централна банка Румуније, док је у Пољској и Мађарској референтна стопа додатно снижена.

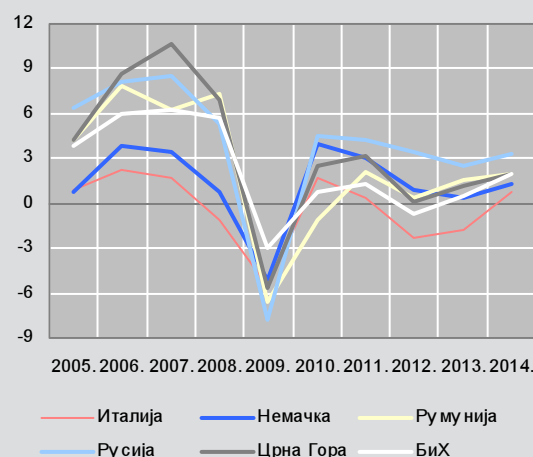
Графикон IV.6.3. Принос на десетогодишње обвезнице земаља зоне евра (дневни подаци, у %)



Извор: Блумберг.

Најава ФЕД-а о могућем смањењу експанзивности монетарне политике утицала је на благ раст приноса на ХоВ земаља зоне евра у јуну.

Графикон IV.6.4. Кретање БДП-а главних спољнотрговинских партнера Србије (м.г. стопе, у %)



Извор: ММФ WEO (последњи расположиви подаци).

Прогноза раста главних спољнотрговинских партнера Србије коригована је наниже.

<sup>24</sup> Вредност овог индекса изнад 50 поена указује на експанзију, а испод 50 поена на смањење економске активности.

**Економска активност у САД** је, након слабог раста у Т4 2012. (0,1% дсз.), у Т1 **убрзала раст** на 0,3% дсз., чему је највише допринео опоравак личне потрошње и извоза. Према прелиминарној процени, раст економске активности настављен је и у Т2 и износио је 0,4% дсз. Ипак, на нивоу 2013. очекује се успоравање раста у односу на 2012. на 1,7%, као последица негативних ефеката мера фискалне штедње и погоршаних перспектива глобалног економског раста. **Стопа незапослености је благо повећана** у мају за 0,1 п.п., на 7,6%, и на том нивоу задржала се и у јуну, али број новоотворених радних места (у јуну је без сектора пољопривреде износио 195.000) указује на позитивне тенденције на тржишту рада. У јулу је стопа незапослености смањена на 7,4%. И поред раста м.г. стопе инфлације у јуну на 1,8% (0,4 п.п. у односу на мај), **инфлација у САД је под контролом** и испод вредности које би захтевале реакцију монетарне политике.

У јуну је ФЕД повећао прогнозу економског раста за 2014. годину и потврдио наговештаје из маја о могућности **смањења обима квантитативног попуштања**<sup>25</sup> до краја 2013. и окончање тог програма средином 2014. уколико се процени да је економски раст постао одржив и да је стопа незапослености испод 7%. То је имало глобалне последице на финансијска тржишта – смањење вредности берзанских индекса, пораст приноса на државне обвезнице и депрецијацију готово свих валута на тржиштима у успону. С друге стране, ММФ је ревидирао наниже пројекцију економског раста САД за 2014. за 0,2 п.п., на 2,7%.

Током Т2 вредност девизног **курса евра према долару** је осцилирала. У мају је, након смањења референтне стопе ЕЦБ-а, дошло до јачања вредности долара, док је изостанак даљег ублажавања монетарне политике ЕЦБ-а условио јачање вредности евра у првој половини јуна. Након тога курс долара је поново ојачао првенствено због саопштења ФЕД-а о могућем смањивању обима квантитативних олакшица у наредном периоду. Ипак, објављивање повољних макроекономских индикатора зоне евра од средине јула водило је слабљењу долара према еврџу, које је настављено до краја месеца.

**Цена злата** је током Т2 забележила снажан пад од преко 25% посматрано крајем периода. Пад је резултат смањења инфлаторних притисака на глобалном нивоу и мање тражње за златом, које се традиционално сматра заштитником вредности средстава од инфлације.

Током Т2 промењен је **кредитни рејтинг** појединих земаља у региону. Агенција *Standard & Poor's* снизила је рејтинг Македоније за један ниво, с ВВ на ВВ-, а агенција *Fitch* кредитни рејтинг Словеније такође за један ниво, са А- на ВВВ+. Као главни разлог промене рејтинга обеју земаља наведени су проблеми у јавним финансијама. Истовремено, *Fitch* је повећао кредитни рејтинг Грчке за два нивоа, са ССС на В-, услед побољшања фискалне позиције и отклањања неизвесности у погледу опстанка Грчке у зони евра.

<sup>25</sup> Смањење месечног откупа хипотекарних и државних ХоВ, који тренутно износи 85 млрд долара.

## V. Пројекција инфлације

*Повратак мг. инфлације у границе дозвољеног одступања од циља очекује се до октобра, након чега би она требало да настави да се креће у оквиру тих граница. Поред рестриктивних мера монетарне политике предузиманих у П2 прошле и Т1 текуће године, на пад инфлације утицаће и пад трошкова у производњи хране, ниска агрегатна тражња и ефекат високе прошлогодишње базе. Ризици остварења пројекције инфлације односе се првенствено на кретање цена пољопривредних производа, а у одређеној мери и на кретања у међународном окружењу и домаћа фискална кретања.*

*Након пада у 2012. години, БДП ће у 2013. и 2014. остварити раст од око 2,0%, односно од око 2,5%, који ће бити вођен нето извозом.*

Циљ средњорочне пројекције инфлације је да прикаже пројектовано кретање инфлације (индекс потрошачких цена) 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

Међугодишња инфлација се у току Т2 кретала унутар граница краткорочне пројекције инфлације објављене у мајском Извештају о инфлацији. Мада је њен пад накратко прекинут у априлу, она је, у складу са очекивањима изнетим у том извештају, у Т2 постала једноцифрена и у јуну је износила 9,8%. И даље релативно висока мг. стопа инфлације највећим делом последица је поскупљења у периоду јул–октобар 2012. године (7,1 п.п.), а знатно мањим делом поскупљења у последњих осам месеци (2,5 п.п.).

Регулисане цене су у Т2 повећане знатно мање (0,7%) него у Т1, а на њихово повећање највише је утицало поскупљење лекова. Посматрано од почетка године, регулисане цене су забележиле релативно низак раст (3,6%), чему је допринело и одлагање корекције цене електричне енергије за другу половину године.

Иако су у Т2 инфлациона очекивања сектора становништва опала, очекивања финансијског сектора и привреде остала су релативно непромењена. Према најновијим анкетама, очекивања финансијског

сектора за годину дана унапред и даље се налазе изнад горње границе дозвољеног одступања од циља и износе 6,9% (агенција Блумберг), односно 7,5% (агенција Ипсос).

Као и већина валута у региону, динар је у Т2 ослабио према евр (0,4%)<sup>26</sup>. При томе, прву половину Т2 обележило је његово јачање због повећане понуде девиза по основу улагања нерезидената у државне ХоВ и већег откупа ефикативне од мењача, да би од краја маја уследили депрецијацијски притисци. Ти притисци били су последица деловања глобалних фактора (ФЕД-ова најава смањивања програма квантитативних олакшица, након чега је повећана премија ризика<sup>27</sup> земаља у региону, укључујући Србију), али и негативних оцена о стању домаћих јавних финансија.

Као резултат реалне апрецијације динара, која је била усклађена са апрецијацијским трендом<sup>28</sup>, јаз реалног девизног курса је и у Т2 остао затворен, тј. притисци на цене по основу увозних трошкова и даље су неутрални<sup>29</sup>.

<sup>26</sup> Просечна номинална депрецијација у периоду.

<sup>27</sup> Мерена *EMBI*.

<sup>28</sup> Тренд реалног девизног курса оцењен је применом Калмановог филтера.

<sup>29</sup> Маргинални трошкови нето увозника.

Консолидовани буџетски дефицит у првих шест месеци (4,6% БДП-а) био је већи од планираног због мањих од очекиваних јавних прихода. У оквиру недавно усвојених додатних мера фискалне консолидације, извршен је ребаланс буџета, ограничен раст плата у јавном сектору и пензија до краја следеће године и усвојен план за спровођење пакета структурних реформи. Ребаланс буџета предвиђа републички дефицит од 4,7% БДП-а у 2013, који би на консолидованом нивоу требало да резултира дефицитом од 5,2% БДП-а.<sup>30</sup>

Према процени Народне банке Србије, БДП је у Т2 стагнирао, односно порастао за 0,7% м. Посматрано с расходне стране, нето извоз је остварио раст, док је домаћа тражња забележила пад. Као и у претходна два тромесечја, раст извоза био је вођен извозом аутомобилске индустрије. Највећи позитиван допринос БДП-у с производне стране дале су пољопривредна производња и прерађивачка индустрија.

Негативан производни јаз<sup>31</sup> је у Т2 благо повећан, као последица стагнације НДВ-а, с једне, и пораста потенцијалног производа (због активирања нових производних капацитета у аутомобилској и нафтној

индустрији), с друге стране. Негативан производни јаз указује на задржавање дезинфлаторних притисака по основу тражње у средњем року.

Зону евра и даље карактеришу рецесионе тенденције. Рани индикатори економског раста (*PMI* и *Eurocoin*) указују да је БДП зоне евра и у Т2 опао, док се стопа незапослености у јуну задржала на рекордних 12,1%. Након снижавања референтне каматне стопе у мају на историјски најнижи ниво (0,5%), званичници ЕЦБ-а саопштили су да ће та стопа остати ниска на неодређени период.

## Претпоставке пројекције

### Екстерне претпоставке

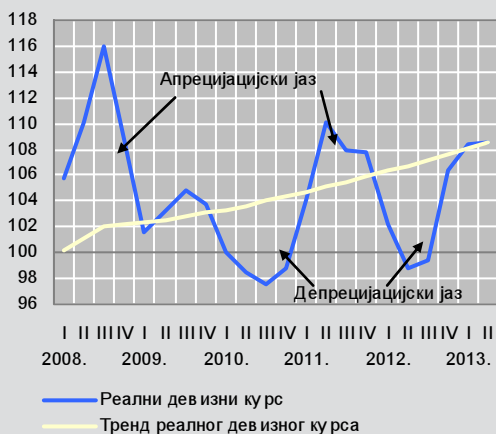
У текућој средњорочној пројекцији инфлације, претпоставка о расту БДП-а зоне евра у 2013. години коригована је наниже за 0,2 п.п. у односу на мајску пројекцију, тј. претпоставља се пад БДП-а од 0,6%.<sup>32</sup> Ипак, очекује се да ће опоравак почети у П2 текуће године, а у 2014. БДП зоне евра требало би да оствари раст од 0,8%. На раст економске активности у наредном периоду највише би требало да утиче опоравак екстерне тражње из САД и тржишта у успону, док ће висока стопа незапослености и фискална консолидација у појединим чланицама зоне евра наставити да успоравају економски раст по основу домаће тражње, али у мањој мери у поређењу с претходним периодом.

Инфлација у зони евра у јуну је износила 1,6% м. и инфлациона очекивања за текућу, као и за 2014. годину, остају чврсто усидрена испод нивоа од 2,0%. Према *Consensus Forecast*-у, тржишта не очекују да ће ЕЦБ до краја ове године мењати референтну каматну стопу.

Кретање цена примарних пољопривредних производа на светском тржишту има кључан утицај на кретање тих цена на домаћем тржишту. Наставак пада светских цена пшенице и кукуруза у Т2 водио је паду цена ових производа и на домаћем тржишту. Актуелне цене фјучерса на примарне пољопривредне производе указују на снажан пад светских цена тих производа до краја 2013. У пројекцији је претпостављено да ће ове цене у току 2014. остварити одређени раст у односу на 2013.

Графикон V.0.1. Реални девизни курс и његов тренд\*

(базни индекс, Т1 2010 = 100)



Извор: НБС.

\* Оцена је базирана на процени утицаја реалног девизног курса на инфлацију.

Јаз реалног девизног курса остао је затворен и у Т2.

<sup>30</sup> Видети Осврт 1: Ребаланс буџета и нове мере структурног прилагођавања, стр. 6.

<sup>31</sup> Производни јаз рачунат је на основу НДВ-а (БДП умањен за вредност пољопривредне производње и нето пореза). Као апроксимација потенцијалног производа користи се тренд НДВ-а оцењен Калмановим филтером.

<sup>32</sup> Претпоставке о расту БДП-а зоне евра у 2013. и 2014. години у складу су са очекивањима изнетим у најновијем *Consensus Forecast*-у.

Претпоставка пројекције је да ће цена нафте крајем 2013. бити на нивоу од 106,0 долара по барелу. И поред тога што фјучерси на нафту указују да ће крајем 2014. године та цена бити нижа, у пројекцији смо претпоставили њено задржавање на нивоу из 2013.

### Интерне претпоставке

Текућа средњорочна пројекција инфлације заснива се на претпоставци да ће раст регулисаних цена у 2013. (9,8%) бити на сличном нивоу као у 2012.

Посматрано по тромесечјима, највећи део раста регулисаних цена десиће се у Т3 (око 4,0%), првенствено као последица поскупљења електричне енергије.

Претпоставка пројекције је да ће, због потребе за постепеним отклањањем ценовних диспаритета, регулисане цене у 2014. години забележити бржи раст него укупан ИПЦ. Очекивани раст регулисаних цена у 2014. виши је за 1,0 п.п. у односу на очекивања изнета у мајском Извештају о инфлацији.

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

	2013.		2014.	
<b>Екстерне претпоставке</b>				
Инфлација у зони евра (Т4 на Т4)	1,3%	(-0,3)	1,5%	(-0,2)
Референтна каматна стопа ЕЦБ (на крају године)	0,5%	(-)	0,5%	(-)
Раст БДП-а у зони евра	-0,6%	(-0,2)	0,8%	(-0,1)
Цене примарних пољопривредних производа на светском тржишту (Т4 на Т4)*	-30,0%	(-8,0)	7,0%	(+3,5)
Цена уралске нафте по барелу (крај године, у USD)	106,0	(+6,0)	106,0	(+6,0)
<b>Интерне претпоставке</b>				
Регулисане цене (дец. на дец.)	9,8%	(+0,1)	9,0%	(+1,0)
<b>Трендови</b>				
Апрецијацијски тренд реалног курса (просек)	1,8%	(-0,1)	2,0%	(-)
Тренд реалне камате (просек)	3,2%	(+0,6)	3,3%	(+0,8)

\* Композитни индекс цена соје, пшенице и кукуруза.

Извор: НБС.

### Осврт 5: Ефекти нове пољопривредне сезоне

Пољопривредна производња је у претходној сезони била под утицајем неповољних временских прилика, што је за последицу имало мање приносе и раст цена примарних пољопривредних производа у свету и код нас. Међутим, ове године временске прилике су до сада у највећој мери погодовале пољопривредним активностима, па се стога очекују супротни трендови у кретању производње и цена пољопривредних производа.

Према последњим проценама америчког министарства пољопривреде, годишњи раст производње пшенице на глобалном нивоу требало би да износи 6,5%, при чему се раст очекује и у земљама које су претходне године биле у великој мери погођене сушом (Европска унија, Русија и Украјина), а које су међу водећим светским извозницима. То би требало да утиче на добру снабдевеност тржишта пшеницом до наредне жетве и пад цена. Повећање производње на глобалном нивоу од 12,2% предвиђа се и у случају кукуруза, захваљујући у највећој мери опоравку производње у САД након прошлогодишње суше.

Добар род најзначајнијих ратарских култура очекује се и у Србији. Жетва пшенице у Србији је у јулу приведена крају и, према првим проценама, предвиђа се рекордан род од око 2,5 млн тона, што је за преко 30% више од прошлогодишњег (Табела О.5.1). Кукуруз новог рода, чија жетва почиње у септембру, тренутно се налази у добром стању и, уз изостанак екстремних временских прилика у наредних месец дана, требало би да се знатно повећа производња у односу на претходну годину. У сличном стању налазе се и усеви индустријског биља (сунцокрет, шећерна репа и соја), па се и од ових култура очекује позитиван допринос расту пољопривредне производње. Међутим, од друге половине јула започео је период високих температура без падавина, што би могло неповољно да утиче на усеви кукуруза и индустријског биља који се тренутно налазе у осетљивим фазама развоја. И поред тога, процењујемо да је мало вероватно да ће се поновити ниски прошлогодишњи приноси, будући да се због мањег исцрпљивања<sup>1</sup> и веће количине падавина током зимских и пролећних месеци земљиште налази у бољем стању од прошлогодишњег.

Имајући претходно наведено у виду, процењујемо да ће пољопривредна производња у 2013. порастати за око 14% и позитивно допринети опоравку економске активности са 1,0 п.п. Већа производња пшенице и кукуруза омогућиће и њихов већи извоз. Ипак, за безбедан пласман на страна тржишта потребно је спровести превентивне мере у складиштењу кукуруза новог рода како се не би поновила прошлогодишња ситуација са зараженим кукурузом.

Табела О.5.1. Остварени и пројектовани приноси и производња најзначајнијих пољопривредних производа

	Просечни приноси (тона/хектар)		Остварена производња (1.000 тона)		Процењени годишњи раст (у %)
	2012.	2013.**	2012.	2013.**	2013/2012.
Пшеница	4,0	4,5*	1.911,0	2.508*	31,3*
Кукуруз	2,8	4,8	3.533,0	5.731	62,2
Сунцокрет	2,2	2,3	366,0	437	20,4
Соја	1,7	2,5	280,6	400	37,0
Шећерна репа	35,9	48,1	2.328,3	3.000	10,5

\* Процена НБС.

\*\* Процена Министарства пољопривреде, шумарства и водопривреде.

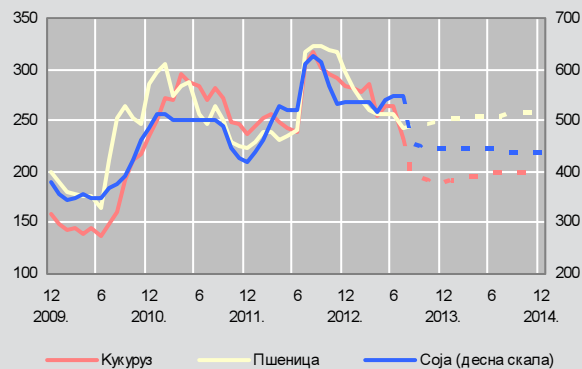
Извор: РЗС, Министарство пољопривреде, шумарства и водопривреде и НБС.

<sup>1</sup> Ниски приноси из претходне пољопривредне сезоне утицали су и на слабије искоришћавање резерви хранљивих материја из земљишта.

Велики извозни вишкови пшенице и кукуруза у односу на претходну годину додатно ће допринети доминантном утицају цена ових производа на светском тржишту на кретање домаћих цена. Цена домаће пшенице је у јулу забележила месечни пад од 27,0%, прилагођавајући се цени која преовлађује на околним тржиштима. Слично кретање очекује се и код домаћих цена кукуруза с доласком новог рода у октобру. Цена старог рода кукуруза је већ у јулу опала 7,7% и тако се приближила цени пшенице која се делом користи као супститут у исхрани стоке. Такође, први склопљени уговор о продаји соје новог рода указује да би њена цена с доласком нове жетве у септембру могла бити и за око 40% нижа у односу на прошлогодишњи ниво.

Пад цена примарних пољопривредних производа водиће и нижим трошковима у производњи прерађене хране, за које на нивоу године процењујемо да ће бити нижи за око 30% (Графикон О.5.1). Да ли ће се у пуној мери пад цена сировина прелити и на ниже цене хране за крајње потрошаче зависи од тржишних услова у производњи и промету прехранбених производа. Према нашој процени, цене хране биће главни дезинфлаторни фактор у наредном периоду.

Графикон О.5.1. **Цене примарних пољопривредних производа и њихових фјучерса (USD/t)**



Извор: CBOT - Chicago Board of Trade.

## Пројекција инфлације

Пад мг. инфлације биће интензивиран у Т3 и њен повратак у границе дозвољеног одступања од циља очекује се до октобра. Након тога, у Т4 и у 2014. години мг. инфлација требало би да се креће у оквиру граница дозвољеног одступања од циља ( $4 \pm 1,5$  п.п.).

Главни дезинфлаторни фактор у наредном периоду биће ослабљени трошковни притисци у производњи хране, а у истом смеру деловаће и мере монетарне политике из претходног периода и ниска домаћа тражња. Такође, релативно брзом снижавању мг. инфлације до октобра допринеће висока прошлогодишња база, тј. високе месечне стопе инфлације у периоду август–октобар 2012.

Нижи трошкови у производњи прехранбених производа очекују се пре свега по основу даљег пада цена примарних пољопривредних производа. Сада је већ извесно да ће овогодишња пољопривредна сезона бити знатно повољнија од претходне како у земљи, тако и у свету.<sup>33</sup> Цена пшенице на светском тржишту

наставила је да пада и у Т2 и почетком Т3, а новим (јесењим) родом кукуруза и соје „унапред“ се тргује по 35,0%, односно 25,0%, нижој цени у односу на исти период претходне године. С обзиром на високу узајамну повезаност кретања ових цена на домаћем и страном тржишту, и под претпоставком одсуства шокова, трошкови сировина у домаћој производњи хране биће знатно нижи бар до следеће пољопривредне сезоне. У складу с тим, и стопе прехранбене инфлације у наредном периоду требало би да буду ниске.

Повољан ефекат на прехранбену инфлацију, односно директан дезинфлаторни утицај на ИПЦ у Т3, имаће и цене воћа и поврћа. Сезонски је уобичајено да оне забележе пад у Т3, који би ове године могао бити још израженији због стабилизације временских прилика од средине јуна. Као резултат тога, а имајући у виду и пад цена примарних пољопривредних производа, раст цена у Т3 биће знатно нижи него у Т2.

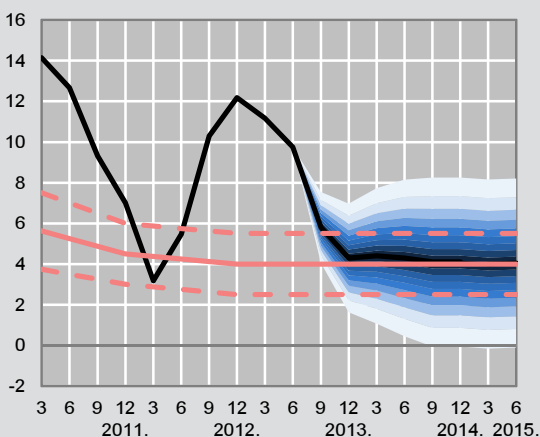
Такође, рестриктивне мере монетарне политике које је Народна банка Србије предузимала у П2 прошле и Т1 текуће године настављају да доприносе паду мг. инфлације, а ниска домаћа тражња остаје главни фактор који ће успоравати раст цена у средњем року.

Насупрот наведеним факторима с дезинфлаторним дејством, инфлаторно ће деловати корекција појединих регулисаних цена, пре свега електричне енергије у августу. Међутим, с обзиром на релативно ограничен директан и индиректан утицај на инфлацију (око 0,7 п.п.), као и на то да је већ узето у обзир приликом израде пројекције, оно неће угрозити повратак инфлације у границе дозвољеног одступања од циља. Према нашој процени, регулисане цене ће инфлацији у 2013. допринети са укупно око 2,0 п.п., при чему ће највећи допринос бити управо од корекције цене електричне енергије.

Слабљење динара крајем маја и почетком јуна, тј. евентуално отварање депрецијацијског јаза реалног девизног курса динара у наредном периоду, могло би имати одређени инфлаторни утицај кроз раст увозних цена, а његова јачина зависиће од могућности нето увозника да у условима ниске домаће тражње повећају своје цене.

Извршни одбор Народне банке Србије наставиће пажљиво да прати кретање цена на тржишту

Графикон V.0.2. Пројекција инфлације (мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

*Повратак мг. инфлације у границе дозвољеног одступања од циља очекује се до октобра. Ризици остварења пројекције инфлације су симетрични.*

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 графикону износи 10%.

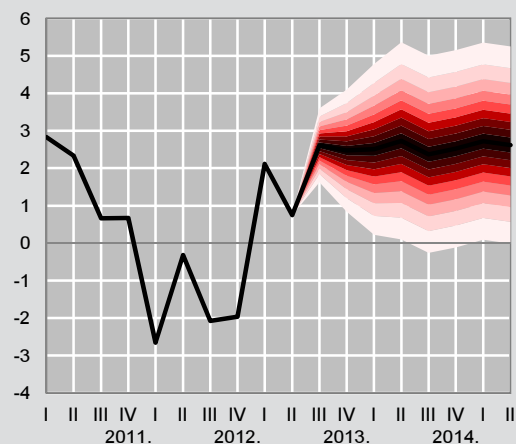
<sup>33</sup> Видети Осврт 5: Ефекти нове пољопривредне сезоне, стр. 44.

пољопривредних производа и кретања у међународном окружењу. Под претпоставком даљег пада цена пољопривредних производа, одсуства екстерних шокова и спровођења фискалне консолидације у складу с планом, Извршни одбор ће у наредном периоду размотрити могућност даљег ублажавања монетарне политике.

**Према пројекцији Народне банке Србије**, након пада у 2012. години, БДП ће у 2013. порастати за око 2,0%. Та пројекција заснива се на очекивању веће пољопривредне производње у односу на прошлу годину (претпоставка о просечној пољопривредној сезони) и повећању производње у аутомобилској и нафтној индустрији. Повећање производних капацитета у ове две индустрије утицаће на то да нето извоз да највећи допринос расту БДП-а ове године, упркос погоршаним перспективама опоравка наших главних спољнотрговинских партнера. Истовремено, приватна и државна потрошња ће забележити пад по основу ниског нивоа реалних примања, односно због спровођења фискалне консолидације.

У 2014. години приватна потрошња требало би да стагнира, док ће државна бити у паду због наставка спровођења мера фискалне консолидације. Према нашој пројекцији, БДП ће у 2014. години остварити раст од око 2,5%, који ће бити вођен растом нето извоза, а у мањој мери и инвестицијама. Ова пројекција је ревидирана наниже (за 0,5 п.п.) у односу

Графикон V.0.3. Пројекција раста БДП-а (мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

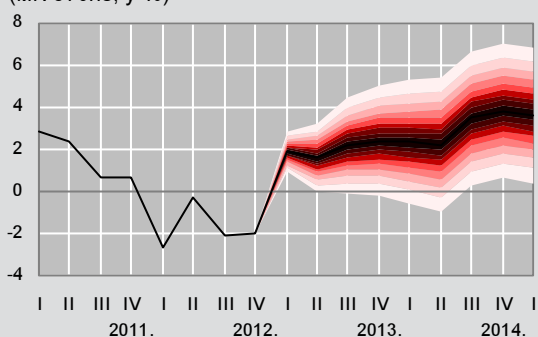
*Економска активност требало би да забележи раст од око 2,0% у 2013. и од око 2,5% у 2014. години.*

на мајски Извештај о инфлацији због, у међувремену, погоршаних перспектива раста зоне евра.

Распон пројекције раста БДП-а је симетричан, тј. вероватноћа одступања навише и наниже је подједнака. Неизвесност пројекције БДП-а односи се пре свега на почетак и брзину привредног

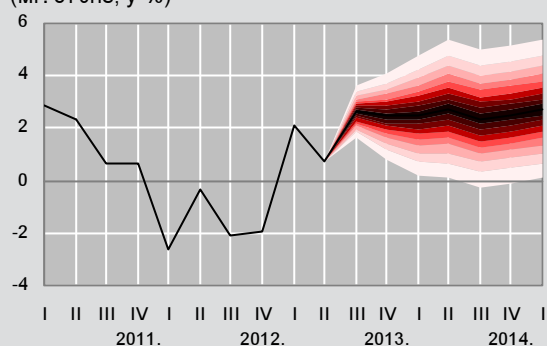
Графикон V.0.4. Поређење текуће с претходном пројекцијом раста БДП-а

Мајска пројекција  
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

Августовска пројекција  
(мг. стопе, у %)



*Пројекција раста БДП-а за 2013. остала је непромењена, док је пројекција за 2014. ревидирана наниже за 0,5 п.п.*

опоравка зоне евра, односно главних спољнотрговинских партнера Србије, а у одређеној мери и на могућност боље од просечне овогодишње пољопривредне сезоне.

## Ризици остварења пројекције

Ризици у погледу остварења пројекције инфлације односе се пре свега на потенцијална одступања од претпоставки у погледу кретања цена пољопривредних производа, а у одређеној мери и на кретања у међународном окружењу, као и на домаћа фискална кретања.

Текућа пројекција инфлације заснива се на претпоставци да ће овогодишња пољопривредна сезона у Србији и свету бити просечна, што би требало да резултира даљим падом цена примарних пољопривредних производа и на светском и на домаћем тржишту. Међутим, у случају да пад цена примарних пољопривредних производа ипак не буде настављен до краја године, очекивани дезинфлаторни утицај на цене прерађене хране био би умањен. С друге стране, важи и обрнуто уколико пад цена примарних пољопривредних производа ове године буде израженији од претпостављеног у пројекцији.

Неизвесност у наредном периоду представљаће и кретање цена воћа и поврћа. Наиме, иако је пад цена ове групе производа сезонски уобичајен у Т3 и, према досадашњим знацима, требало би да буде забележен и ове године, реч је о категорији цена коју, генерално, карактерише висок степен нестабилности. Због тога

њихово кретање није могуће предвидети са сигурношћу, тј. утицај на пројекцију инфлације могућ је у оба смера.

Због економских и финансијских веза Србије са иностранством, нарочито са зоном евра, дешавања у међународном окружењу у знатној мери одређују и домаћа економска кретања. Евентуално већи пад БДП-а зоне евра у 2013. години од претпостављеног могао би значити мање извозне могућности и продубљивање негативног производног јаза у односу на очекиване, тј. веће дезинфлаторне притиске по основу агрегатне тражње. Такође, неповољнија кретања на светским финансијским тржиштима одразила би се на премију ризика земље и кретања на домаћем финансијском тржишту.

У одређеној мери, ризик остварења пројекције представљају и будућа фискална кретања, тј. могућност да консолидовани буџетски дефицит ове године буде већи од очекиваног (5,2% БДП-а). Ипак, са усвајањем додатних мера фискалне консолидације, тај ризик је умањен.

Према нашој процени, ризици пројекције су симетрични.

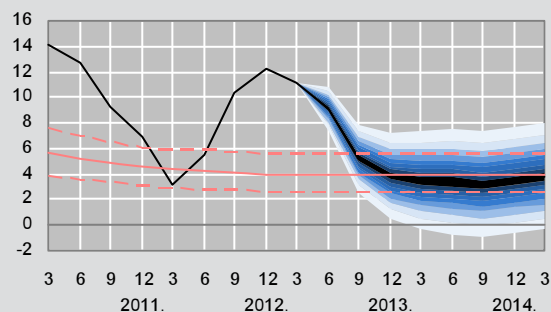
## Поређење и остварење пројекција

Нова пројекција инфлације је у целом периоду пројекције незнатно виша у односу на пројекцију из мајског Извештаја о инфлацији, пре свега због вишег раста цена непрерађене хране (тј. воћа и поврћа) од очекиваног у Т2. Међутим, повратак инфлације у

Графикон V.0.5. Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације

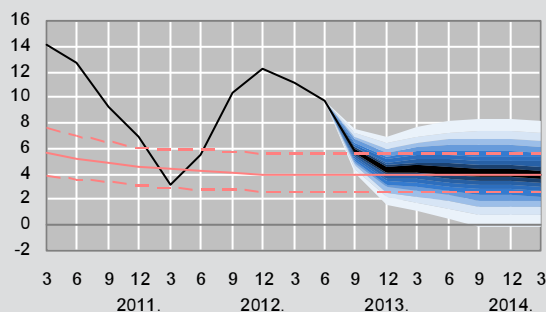
### Мајска пројекција

(мг. стопе, у %)



### Августовска пројекција

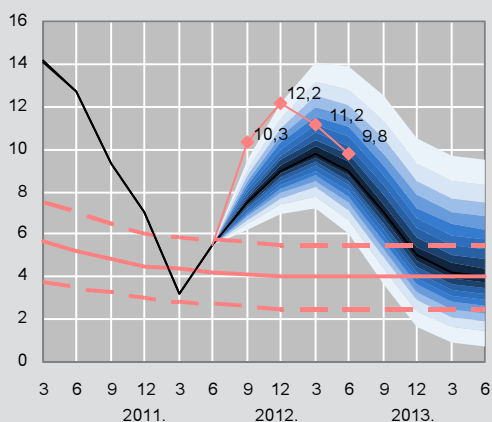
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

Нова пројекција инфлације је у односу на пројекцију из маја 2013. незнатно виша.

Графикон V.0.6. **Остварење пројекције инфлације из августа 2012.**  
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

*Међугодишња инфлација се у Т3 и Т4 2012. налазила изван граница распона пројекције из августа 2012.*

границе дозвољеног одступања од циља и даље се очекује до октобра. Распон пројекције је у средњем року остао непромењен.

Међугодишња инфлација се у Т3 и Т4 2012. кретала изнад горње границе распона пројекције објављене у Извештају о инфлацији из августа 2012. године. Такво кретање инфлације било је последица вишег од очекиваног раста цена примарних пољопривредних производа и воћа и поврћа услед дуготрајне суше прошле године, а додатни инфлаторни утицај имао је и већи раст регулисаних цена од очекиваног у 2012. години и повећање ПДВ-а и акциза у октобру 2012. Међутим, са ишчезавањем ефекта пољопривредног шока, мг. инфлација је у П1 2013. била у оквиру поменутих граница, приближивши се у Т2 централној вредности распона пројекције.

Табела А  
Индикатори екстерне позиције Србије

	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	I 2013.	II 2013.
<b>ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ ЛИКВИДНОСТИ (у %)</b>													
Девизне резерве/увоз робе и услуга (у месецима)	4,1	4,7	3,9	6,1	9,0	7,2	5,2	9,5	8,2	8,7	7,6	8,2	7,4
Девизне резерве/краткорочни дуг	360,7	535,6	702,2	519,2	941,7	917,5	380,8	528,8	546,4	1.861,0	2.213,0	3.285,1	3.459,1
Девизне резерве/БДП	13,6	16,4	16,3	24,2	38,7	33,8	25,0	36,6	35,7	38,3	36,5	38,9	34,0
Отплата дуга/БДП	1,4	2,0	3,9	4,7	7,0	10,1	10,6	11,4	12,6	13,0	13,6	13,7	15,4
Отплата дуга/извоз робе и услуга	7,0	9,0	16,4	17,7	23,5	33,2	34,0	39,1	35,2	35,6	34,3	33,7	35,6
<b>ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)</b>													
Спољни дуг/БДП	58,7	55,9	49,8	60,1	60,9	60,2	64,6	77,7	84,9	76,7	85,9	87,7	83,1
Краткорочни дуг/БДП	3,8	3,1	2,3	4,7	4,1	3,7	6,6	6,9	6,5	2,1	1,6	1,2	1,0
Спољни дуг/извоз робе и услуга	300,9	251,6	211,5	228,9	204,1	197,3	207,6	265,3	236,2	210,3	215,9	216,2	202,5
<b>ИНДИКАТОРИ ИЗЛОЖЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКОМ РИЗИКУ (у %)</b>													
Девизне резерве/М1	143,3	195,1	220,1	290,3	356,1	306,7	300,4	393,4	416,6	429,6	402,1	425,6	371,5
Девизне резерве/примарни новац	131,9	167,8	165,5	169,8	179,5	173,8	140,7	190,5	196,4	207,6	197,9	213,6	192,1
СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ)/БДП	59,3	63,9	73,7	73,6	81,2	85,8	86,8	75,6	88,2	89,3	97,3	94,6	97,7
<b>МЕМОРАНДУМ: (у милионима евра)</b>													
БДП	16.028	17.306	19.026	20.306	23.305	28.468	32.668	28.954	28.006	31.472	29.932	7.446	8.181 <sup>1)</sup>
Спољни дуг	9.402	9.678	9.466	12.196	14.182	17.139	21.088	22.487	23.786	24.125	25.721	26.722	26.072
Сервисирање спољног дуга	218	348	736	945	1.635	2.885	3.453	3.314	3.542	4.085	4.084	1.000	1.261
Девизне резерве НБС	2.186	2.836	3.104	4.921	9.020	9.634	8.162	10.602	10.002	12.058	10.914	11.844	10.673
Краткорочни дуг	606	529	442	948	958	1.050	2.143	2.005	1.830	648	493	361	309
Биланс текућих трансакција	-671	-1.347	-2.620	-1.778	-2.356	-5.053	-7.054	-1.910	-1.887	-2.870	-3.155	-622	-268

	2004.		2005.		2006.		2007.		2008.		2009.		2010.		2011.		2012.		2013.	
	Нов.	Мај	Јул	Феб.	Апр.	Јун	Дец.	Дец.	Нов.	Март	Авг	Јул	Нов.	Март	Авг	Јул	Нов.	Март	Авг	Јул
<b>КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ</b>	S&P	B+	BB-	BB-/позитиван	BB-/стабилан	BB-/стабилан	BB-/негативан	BB-/стабилан	BB-/стабилан	BB-/стабилан	BB-/стабилан	BB-/стабилан	BB-/стабилан	BB-/стабилан	BB-/стабилан	BB-/стабилан	BB-/стабилан	BB-/стабилан	BB-/стабилан	BB-/стабилан
	Fitch		BB-	BB-/стабилан	BB-/стабилан	BB-/стабилан	BB-/негативан	BB-/стабилан	BB-/стабилан	BB-/стабилан	BB-/стабилан	BB-/стабилан	BB-/стабилан	BB-/стабилан	BB-/стабилан	BB-/стабилан	BB-/стабилан	BB-/стабилан	BB-/стабилан	BB-/стабилан
	Moody's			BB-/стабилан	BB-/стабилан	BB-/стабилан	BB-/негативан	BB-/стабилан	BB-/стабилан	BB-/стабилан	BB-/стабилан	BB-/стабилан	BB-/стабилан	BB-/стабилан	BB-/стабилан	BB-/стабилан	BB-/стабилан	BB-/стабилан	BB-/стабилан	B1/стабилан

## Методолошка објашњења:

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

Девизне резерве/краткорочни дуг (у %) – однос стања девизних резерви и стања краткорочног дуга крајем посматраног периода.

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

Отплата дуга/БДП (у %) – однос отплате дуга и БДП-а током посматраног периода.

Отплата дуга/извоз (у %) – однос отплате дуга и извоза робе и услуга током посматраног периода.

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

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.

<sup>1)</sup> Процена НБС.

## Напомене:

1. Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.

2. У публикацији ММФ-а *International Financial Statistics* од октобра 2006. налази се страница за Републику Србију с подацима из монетарне статистике. За потребе тог извештаја, НБС је своје статистичке извештаје ускладила с међународним статистичким стандардима и методологијом која је, на нивоу ММФ-а, усклађена за све земље. С тим у вези, ускладили смо индикаторе изложености финансијском ризику.

3. Размена са Црном Гором регистрована је према припадајућим трансакцијама од 2003. године.

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

5. У складу с *ВРМ5*, део проценених дознака пребачен је из финансијског у текући биланс.

6. Од 1. јануара 2010. РЗС, према препорукама Канцеларије УН, увео је општи систем трговине, који представља шири концепт и код извоза и увоза. 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.

7. Од септембра 2010. измењена је методологија статистике спољног дуга тако да се у спољни дуг јавног сектора укључују обавезе по основу алокације SDR (443,5 млн евра), искоришћене у децембру 2009. као и капитализована камата према Париском клубу поверилаца (86,4 млн евра), док су из спољног дуга приватног сектора искључени кредити закључени пре 20. децембра 2000. по којима се не врше плаћања (875,4 млн евра, од чега се 397 млн евра односи на домаће банке, а 478,4 млн евра на домаћа предузећа).

Табела Б  
Основни макроекономски индикатори

	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	I 2013.	II 2013.
Реални раст БДП-а (у %) <sup>1)</sup>	4,3	2,5	9,3	5,4	3,6	5,4	3,8	-3,5	1,0	1,6	-1,7	2,1	0,7
Потрошачке цене (у % у односу на исти месец претходне године) <sup>2)</sup>	14,8	7,8	13,7	17,7	6,6	11,0	8,6	6,6	10,3	7,0	12,2	11,2	9,8
Девизне резерве НБС (у млн евра)	2.186	2.836	3.104	4.921	9.020	9.634	8.162	10.602	10.002	12.058	10.914	11.844	10.673
Извоз робе и услуга (у млн евра) <sup>3)</sup>	3.125	3.847	4.475	5.330	6.949	8.686	10.157	8.478	10.070	11.472	11.913	2.964	3.545
- стопа раста у % у односу на претходну годину	16,0	23,1	16,3	19,1	30,4	25,0	16,9	-16,5	18,8	13,9	3,8	17,6	17,0
Увоз робе и услуга (у млн евра) <sup>3)</sup>	-6.387	-7.206	-9.543	-9.613	-11.971	-16.016	-18.843	-13.404	-14.643	-16.627	-17.211	-4.077	-4.448
- стопа раста у % у односу на претходну годину	27,2	12,8	32,4	0,7	24,5	33,8	17,7	-28,9	9,2	13,6	3,5	0,9	2,9
Текући рачун платног биланса <sup>4)</sup>													
(у млн евра)	-671	-1.347	-2.620	-1.778	-2.356	-5.053	-7.054	-1.910	-1.887	-2.870	-3.155	-622	-268
у % БДП-а	-4,2	-7,8	-13,8	-8,8	-10,1	-17,7	-21,6	-6,6	-6,7	-9,1	-10,5	-8,4	-3,3
Незапосленост по Анкети (у %) <sup>5)</sup>	13,3	14,6	18,5	20,8	20,9	18,1	13,6	16,1	19,2	23,0	23,9		24,1
Зараде (просечне за период, у еврима)	152,1	176,9	194,6	210,4	259,5	347,6	402,417	337,9	330,1	372,5	364,5	370,8	394,8
Републички буџетски дефицит/суфицит (у % БДП-а) <sup>6)</sup>	-4,3	-2,6	-0,3	0,3	-1,9	-1,7	-1,7	-3,4	-3,7	-4,2	-5,7	-6,0	-5,2
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а)	-1,8	-2,4	0,8	0,9	-1,9	-2,0	-2,6	-4,5	-4,7	-4,9	-6,4	-4,4	-4,8
Јавни дуг Републике Србије (спољни + унутрашњи, у % БДП-а) <sup>7)</sup>	72,9	66,9	55,3	52,2	37,7	31,5	29,2	34,7	44,5	48,2	59,3	62,5	60,6
Курс динара према долару (просек у периоду)	64,29	57,56	58,45	66,87	67,03	58,39	55,76	67,47	77,91	73,34	88,12	84,61	85,90
Курс динара према долару (крај периода)	58,98	54,64	57,94	72,22	59,98	53,73	62,90	66,73	79,28	80,87	86,18	87,43	87,41
Курс динара према евра (просек у периоду)	60,69	65,12	72,69	82,99	84,11	79,96	81,44	93,95	103,04	101,95	113,13	111,70	112,15
Курс динара према евра (крај периода)	61,52	68,31	78,89	85,50	79,00	79,24	88,60	95,89	105,50	104,64	113,72	111,96	114,17
<b>Меморандум</b>													
БДП (у млн евра)	16.028	17.306	19.026	20.306	23.305	28.468	32.668	28.954	28.006	31.472	29.932	7.446	8.181 <sup>1)</sup>

<sup>1)</sup> У сталним ценама претходне године.

<sup>2)</sup> Цене на мало до 2006. године.

<sup>3)</sup> Размена с Црном Гором регистрована је према припадајућим трансакцијама од 2003. године.

<sup>4)</sup> У складу с ВРМ5, део процењених дознака пребачен је из финансијског у текући биланс.

<sup>5)</sup> Извор: Анкета о радној снази, Републички завод за статистику.

<sup>6)</sup> Извор: Министарства финансија РС за јавни дуг и НБС за процењени БДП.

<sup>7)</sup> Државне ХоВ по номиналној вредности.

<sup>8)</sup> Од 1. јануара 2010. РЗС, према препорукама Канцеларије УН, увео је општи систем трговине, који представља шири концепт и код извоза и увоза. 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.

<sup>9)</sup> Процена НБС.

<sup>10)</sup> Прелиминарни подаци.

Напомене:

1. Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.

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

ГУВЕРНЕР

КГ-Ср 137/2/13.

Београд, 12. јула 2013. године

**ВЛАДИ РЕПУБЛИКЕ СРБИЈЕ**  
**Г. Ивици Дачићу, председнику Владе**

Поштовани г. Дачићу,

Инфлација се у протеклих шест узастопних месеци кретала изнад горње границе дозвољеног одступања од циља. Стога Вам се, у складу са Споразумом о циљању (таргетирању) инфлације закљученим између Владе и Народне банке Србије (тачка 6. став 4), обраћамо – да бисмо објаснили разлоге због којих је инфлација изнад те горње границе, упознали Вас с мерама које смо до сада предузели и које би требало предузети да би се обезбедила ниска и стабилна инфлација у средњем року, као и нашег очекивања у погледу времена у коме ће се инфлација вратити у оквиру дозвољеног одступања од циља.

Међугодишња инфлација у периоду од јануара до јуна 2013. године бележила је вредности изнад горње границе дозвољеног одступања од циља, али и пад са 12,8% у јануару на 9,8% у јуну. У првој половини 2013. године међугодишње стопе инфлације су високе углавном због високог месечног раста потрошачких цена у другој половини 2012. године. Раст инфлације у другој половини 2012. године, са 6,1% у јулу на 12,2% у децембру, у највећој мери последица је изузетно високог раста цена хране. Од 6,1 процентног поена, колико је износио раст међугодишње инфлације у овом периоду, на допринос цена хране односила су се 4,0 процентна поена. Према нашим очекивањима, паду инфлације са 12,8% у јануару на 9,8% у јуну такође су пресудно допринеле цене хране (1,9 процентних поена).

Узроци високих осцилација цена хране су у ниској пољопривредној производњи и знатном расту цена хране у 2012. години у свету, али и у специфичностима тржишта хране у Србији. Због затечених системских решења – цене хране у Србији су знатно нестабилније у односу на земље у окружењу, чему доприноси и њихово високо учешће у индексу потрошачких цена, а то онда знатно доприноси осцилацијама укупне инфлације. Поред хране, расту инфлације допринело је и повећање стопе пореза на додату вредност и акциза у октобру 2012. године, чији су ефекти, према нашим проценама, једнократни и њихов допринос расту инфлације износи 1,1 процентни поен. Такође, инфлаторни притисци по основу увозних трошкова су били високи, услед ефеката слабљења динара у првој половини године.

Извршни одбор Народне банке Србије предузео је мере из своје надлежности да се инфлација у средњем року врати у оквире дозвољеног одступања од циља. Повећање степена рестриктивности монетарне политике, започето у јуну 2012. године, настављено је и почетком 2013. године. Референтна каматна стопа је у јануару и фебруару повећана за по 25 базних поена – на 11,75%. С обзиром на природу фактора који су утицали на раст инфлације (шокови на страни понуде), референтна каматна стопа је повећавана ради спречавања њихових секундарних ефеката, тј. њиховог преливања на остале цене. Предузете мере монетарне политике већ су дале ефекте – инфлација је у првој половини године износила свега 3,0%. Процењујући да ће се, у одсуству интерних и екстерних шокова, међугодишња инфлација у границе циља од  $4\pm 1,5\%$  вратити до октобра, референтна каматна стопа је у мају и јуну смањена, и тренутно износи 11,0%.

Мере монетарне политике које ће Народна банка Србије доносити у наредном периоду биће усмерене на обезбеђење стабилности цена у средњем року. Повећању ефикасности монетарне политике у постизању ниске и стабилне инфлације допринеће доследно спровођење фискалне консолидације и структурних реформи, као и мере економске политике усмерене на стабилизацију тржишта хране, јачање конкуренције и транспарентност планова и механизма корекција регулисаних цена. Народна банка Србије монетарну политику и даље спроводити доследно и на предвидив начин, у складу са економским кретањима и инфлаторним притисцима, што ће допринети стварању стабилнијег пословног и инвестиционог амбијента.

С поштовањем,



Ко:

- г. Расиму Љајићу, потпредседнику Владе и министру спољне и унутрашње трговине и телекомуникација
- г. Млађану Динкићу, министру финансија и привреде
- г. Горану Кнежевићу, министру пољопривреде, шумарства и водопривреде

## Списак графикана и табела

### Графикони

III.0.1.	Кретање цена (мг. стопе)	7
III.0.2.	Кретање цена (тримесечне стопе)	8
III.0.3.	Допринос тримесечној стопи раста потрошачких цена	8
III.0.4.	Допринос мг. стопи раста потрошачких цена	9
III.0.5.	Домаћа и увозна инфлација	9
III.0.6.	Краткорочна пројекција инфлације	10
III.0.7.	Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред – по секторима	11
III.0.8.	Циљана инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред – финансијски сектор	11
III.0.9.	Очекивања предузећа у погледу промене цена њихових инпута и производа и услуга	12
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.	Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ	14
IV.1.5.	Кретање каматних стопа на динарске кредите и депозите привреди и становништву	15
IV.1.6.	Кретање каматних стопа на девизне кредите и депозите привреди и становништву	15
IV.1.7.	Индекс <i>BELEX15</i> и промет на Београдској берзи	16
IV.1.8.	Кретање берзанских индекса у земљама у региону	16
IV.1.9.	Монетарни агрегати и потрошачке цене	17
IV.1.10.	Доприноси тримесечној стопи раста МЗ	18
IV.1.11.	Кредитна активност и БДП	19
IV.1.12.	Доприноси тримесечној стопи раста кредита банака	19
IV.1.13.	Учешће динарских потраживања у укупним потраживањима банака од привреде и становништва	20
IV.1.14.	Учешће <i>NPL</i> у укупним, бруто принцип	20
IV.2.1.	Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту	23
IV.2.2.	Краткорочна волатилност курса динара према евр	23
IV.2.3.	Показатељ премије ризика – <i>EMBI</i> по земљама	24
IV.2.4.	Кретање курсева одређених националних валута према евр	24
IV.2.5.	Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала	25
IV.2.6.	Структура финансијског биланса	26
IV.3.1.	Доприноси тримесечној стопи раста БДП-а – расходна страна	26
IV.3.2.	Потрошња домаћинства	27
IV.3.3.	Потрошња државе	27
IV.3.4.	Извоз и увоз робе и услуга	28
IV.3.5.	Кретање главних компоненти увоза	28
IV.3.6.	Кретање индикатора екстерне тражње и извоза Србије	29
IV.3.7.	Кретање цена нафте и бабра	29
IV.3.8.	Индекс светских цена хране	29
IV.4.1.	Кретање индикатора економске активности	33
IV.4.2.	Доприноси мг. стопи раста БДП-а – производна страна	33
IV.4.3.	Производни јаз	34
IV.5.1.	Кретање просечних нето зарада	36
IV.5.2.	Кретање продуктивности, бруто реалних зарада и јединичних трошкова рада у индустрији	36
IV.5.3.	Запосленост и стопа незапослености	37

IV.6.1.	Кретање БДП-а и индикатора економске активности зоне евра	38
IV.6.2.	Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2013. и 2014. ММФ-а	38
IV.6.3.	Принос на десетогодишње обвезнице земаља зоне евра	39
IV.6.4.	Кретање БДП-а главних спољнотрговинских партнера Србије	39
V.0.1.	Реални девизни курс и његов тренд	42
V.0.2.	Пројекција инфлације	46
V.0.3.	Пројекција раста БДП-а	47
V.0.4.	Поређење текуће с претходном пројекцијом раста БДП-а	47
V.0.5.	Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације	48
V.0.6.	Остварење пројекције инфлације из августа 2012.	49

#### Табеле

III.0.1.	Раст потрошачких цена по компонентама	7
III.0.2.	Показатељи раста цена	8
IV.1.1.	Монетарни агрегати	17
IV.3.1.	Индикатори кретања инвестиција	27
V.0.1.	Претпоставке пројекције	43
Табела А. Индикатори екстерне позиције Србије		50
Табела Б. Основни макроекономски индикатори		51

#### Графикони у освртима

O.2.1.	Раст кредитне активности	21
O.2.2.	Јаз учешћа кредита у БДП-у	21
O.3.1.	Кретање дефицита текућег рачуна платног биланса и трговинског дефицита	31
O.3.2.	Кретање робне размене	32
O.4.1.	Извоз одабраних грана прерађивачке индустрије	35
O.5.1.	Цене примарних пољопривредних производа и њихових фјучерса	45

#### Табеле у освртима

O.5.1.	Остварени и пројектовани приноси и производња најзначајнијих пољопривредних производа	44
--------	---	----

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

### 2012. година

Датум	Референтна каматна стопа (на годишњем нивоу, у %)	Промена (у базним поенима)
19. јануар	9,50	-25
9. фебруар	9,50	0
8. март	9,50	0
12. април	9,50	0
10. мај	9,50	0
7. јун	10,00	+50
12. јул	10,25	+25
9. август	10,50	+25
6. септембар	10,50	0
9. октобар	10,75	+25
8. новембар	10,95	+20
14. децембар	11,25	+30

### 2013. година

Датум	Референтна каматна стопа (на годишњем нивоу, у %)	Промена (у базним поенима)
17. јануар	11,50	+25
5. фебруар	11,75	+25
12. март	11,75	0
11. април	11,75	0
14. мај	11,25	-50
6. јун	11,00	-25
11. јул	11,00	0
8. август	11,00	0
12. септембар		
17. октобар		
7. новембар		
12. децембар		

## Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије

### Саопштење са седнице Извршног одбора, 6. 6. 2013.

Извршни одбор Народне банке Србије је на данашњој седници одлучио да референтну каматну стопу смањи за 0,25 процентних поена и она сада износи 11 одсто.

Доносећи овакву одлуку, Извршни одбор је имао у виду да је у наредним месецима изванредно даљи пад међугодишње инфлације и инфлационих притисака, што ће, према очекивањима, потврдити и месечна стопа инфлације у мају. Томе ће допринети до сада предузете мере монетарне политике, нова пољопривредна сезона кроз ниже цене хране, ниска агрегатна тражња, као и додатне мере на плану фискалне консолидације које ће отклонити неизвесности у погледу будуће економске политике. По оцени Извршног одбора, међугодишња инфлација ће се до октобра вратити у границе циља од  $4 \pm 1,5$  одсто.

Имајући у виду смањење спољнотрговинског и текућег дефицита платног биланса, Извршни одбор је оценио да су актуелна кретања на девизном тржишту последица глобалних кретања на међународним финансијским тржиштима и појачане осетљивости инвеститора за преузимање ризика.

Од конкретних мера, динамике њиховог доношења и дубине реформи које ће се предузети за поправљање стања у јавним финансијама зависиће ефекти на плану фискалне консолидације и њихов утицај на монетарну политику и мере које ће у наредном периоду предузимати Народна банка Србије, констатовао је Извршни одбор.

Следећа седница Извршног одбора на којој ће се одлучивати о референтној каматној стопи одржаће се 11. јула.

### Саопштење са седнице Извршног одбора, 11. 7. 2013.

Извршни одбор Народне банке Србије је на данашњој седници одлучио да референтну каматну стопу задржи на непромењеном нивоу од 11 одсто.

Међугодишња стопа инфлације се смањује, чему највише доприноси ниска агрегатна тражња. Добра пољопривредна сезона и повољна кретања на светском тржишту пољопривредних производа утицаће на појефтинијење хране на домаћем тржишту. Успоравање кредитне активности, као и раста зарада и пензија, потврђује да ће ниска тражња остати кључни дезинфлаторни фактор и у наредном периоду, констатовао је Извршни одбор, који очекује да ће се инфлација до октобра вратити у границе циља.

Неповољнија кретања на међународним финансијским тржиштима утицала су на мању спремност инвеститора да прихвате ризике, што је условило раст премије ризика и, последично, депрецијацијске притиске у скоро свим земљама региона.

Извршни одбор сматра да ће конкретни ефекти додатних мера фискалне консолидације и спровођење структурних реформи допринети даљем смањењу инфлаторних притисака, као и да ће утицати на смањење агрегатне тражње и на повећану спремност инвеститора за улагања у српску економију.

Следећа седница Извршног одбора на којој ће се одлучивати о референтној каматној стопи одржаће се 8. августа.

### Саопштење са седнице Извршног одбора, 8. 8. 2013.

Извршни одбор Народне банке Србије је на данашњој седници одлучио да референтну каматну стопу задржи на непромењеном нивоу од 11 одсто.

Пад међугодишње инфлације се наставља, чему су у највећој мери допринеле мере монетарне политике и стабилизација на тржишту хране, констатовао је Извршни одбор. Ослабљени инфлаторни притисци указују да ће се тај тренд убрзати у наредном периоду и да ће се инфлација до октобра вратити у границе циља од  $4 \pm 1,5$  одсто.

Економски опоравак, започет крајем 2012. године, настављен је и током 2013. Према оцени Извршног одбора, привредни раст у овој години износиће 2% и биће вођен повећањем извоза. Да је економски опоравак одржив указује и смањивање спољне неравнотеже, о чему сведочи и чињеница да је текући дефицит платног биланса у првој половини 2013. износио 5,7% процењеног бруто домаћег производа.

Извршни одбор сматра да ће додатне мере фискалне консолидације и спровођење структурних реформи допринети даљем смањењу инфлаторних притисака, али и спољне неравнотеже, као и да ће позитивно утицати на перцепцију ризика улагања у Србију.

Међутим, имајући у виду да су на најаву ФЕД-а о могућем смањењу обима квантитативног попуштања инвеститори на међународном финансијском тржишту реаговали смањењем спремности да прихвате ризике, што је утицало на раст премије ризика и, последично, на депрецијацијске притиске у готово свим земљама региона и Србији, Извршни одбор је одлучио да референтну каматну стопу задржи на непромењеном нивоу.

Следећа седница Извршног одбора на којој ће се одлучивати о референтној каматној стопи одржаће се 12. септембра.



**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