



Народна банка Србије

2013  
новембар

# ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ



2013  
носембар

# 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.

Новембарски *Извештај о инфлацији* размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 7. новембра 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

**б.п.** – базни поен

**дсз.** – десезонирано

**ЕЦБ** – Европска централна банка

**ЕИБ** – Европска инвестициона банка

**ЕМВИ** – индекс обвезница тржишта у успону

**ФЕД** – Систем федералних резерви САД

**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

**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
<b>III. Кретање инфлације</b>	7
<i>Осврт 1: Циљане стопе инфлације утврђене до краја 2016. године</i>	13
<b>IV. Детерминанте инфлације</b>	15
1. Кретања на тржишту новца и капитала и кредити банака	15
2. Кретања на девизном тржишту и курс динара	23
3. Агрегатна тражња	26
<i>Осврт 2: Утицај нових мера економске политике на главне макроекономске показатеље у 2014. години</i>	31
4. Економска активност	32
<i>Осврт 3: Коришћење претприступних фондова ЕУ</i>	34
5. Кретања на тржишту рада	36
6. Међународно окружење	37
<i>Осврт 4: Утицај монетарне политике ФЕД-а на Србију и земље у окружењу</i>	41
<b>V. Пројекција инфлације</b>	43
Табела А. Индикатори екстерне позиције Србије	50
Табела Б. Основни макроекономски индикатори	51
Додатак 1. Меморандум Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације до 2016. године	52
Списак графикана и табела	53
Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе	55
Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије	56



## I. Резиме

*Међугодишња инфлација се у септембру вратила у границе дозвољеног одступања од циља ( $4 \pm 1,5\%$ ).*

*Пад цена примарних пољопривредних производа резултирао је падом цена хране у 2013.*

*И инфлациона очекивања финансијског сектора за наредну годину дана су се вратила у границе циља.*

*Изгледи економског опоравка зоне евра су повољнији од претходно очекиваних – за 2013. се очекује мањи пад, а у 2014. већи раст економске активности.*

*И током трећег тромесечја курс динара је у највећој мери био под утицајем глобалних фактора.*

Инфлаторни притисци наставили су да слабе у току трећег тромесечја и у септембру се међугодишња инфлација вратила у границе дозвољеног одступања од циља, што је потврдило пројекцију и очекивања која је Народна банка Србије износила у протеклих 18 месеци. Кључан допринос томе дали су мере монетарне политике, пад цена примарних пољопривредних производа, ниска агрегатна тражња и релативна стабилност курса динара.

Добра пољопривредна сезона у земљи и свету и, последично, нижи трошкови у производњи хране резултирали су падом цена непрерађене хране и тек незнатним растом цена прерађене хране посматрано од почетка године. Дезинфлаторни утицај цена хране требало би да се задржи бар до следеће пољопривредне сезоне.

Слабљењу инфлаторних притисака допринео је и знатан пад инфлационих очекивања готово свих сектора. Инфлациона очекивања финансијског сектора за наредну годину дана су се у октобру вратила у границе дозвољеног одступања од циља. У новембру су додатно смањена.

Зона евра је у другом тромесечју изашла из рецесије и за наредни период очекује се наставак започетог опоравка са изгледима да постане одржив, што ће се позитивно одразити на привредна кретања у Србији и земљама региона. Светска економска дешавања су и током трећег тромесечја у највећој мери била под утицајем дешавања у Сједињеним Америчким Државама како по основу ишчекивања одлуке о смањењу обима квантитативних олакшица, тако и по основу буџетске кризе и достизања дозвољене границе јавног дуга.

Неизвесност на међународним финансијским тржиштима била је присутна све до септембарског састанка ФЕД-а, када је одлука о смањењу обима квантитативног попуштања одложена. Захваљујући томе, као и позитивним тенденцијама у спољнотрговинској размени, депрецијацијски притисци на домаћем девизном тржишту су од средине септембра ослабили, а у току октобра су се јавили апрецијацијски притисци.

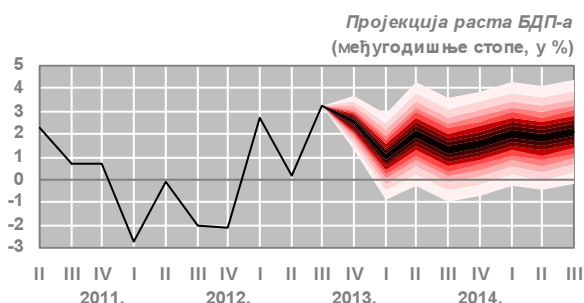
*Могући негативни утицаји из међународног окружења у наредном периоду могли би у знатној мери бити компензовани доследним спровођењем фискалне консолидације.*

*Интересовање страних инвеститора за улагање у државне хартије од вредности повећано је од октобра.*

*Циклус ублажавања монетарне политике, који је у трећем тромесечју био привремено заустављен, настављен је од октобра.*

*Смањивање спољне неравнотеже се наставља.*

*Процењени раст бруто домаћег производа у 2013. години од око 2,0% изнад је просека земаља југоисточне Европе.*



Влада је у октобру представила нов пакет мера фискалне консолидације који треба да допринесе стабилизацији јавних финансија и опоравку привреде. Најзначајније предложене краткорочне мере су повећање посебне стопе пореза на додату вредност, увођење „солидарног пореза“ на изнадпросечна примања у јавном сектору и уштеде у набавци робе и услуга. Предложено продужење фиксне индексације плата у јавном сектору и пензија и смањење субвенција требало би да допринесе фискалном прилагођавању на средњи рок.

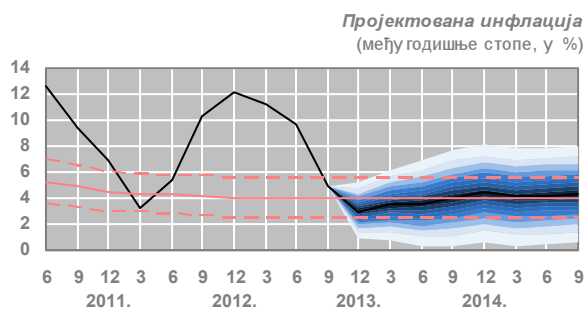
После објаве мера фискалне консолидације порасло је учешће нерезидената на примарном тржишту државних хартија од вредности, што је подстакло благо јачање динара према еврџу. Како би спречила прекомерно дневно јачање динара, Народна банка Србије је на међубанкарском девизном тржишту интервенисала куповином 165,0 милиона евра.

Извршни одбор Народне банке Србије опрезно спроводи циклус ублажавања монетарне политике – након смањења у мају и јуну, референтна каматна стопа је до октобра задржана на непромењеном нивоу, а затим је, пошто су ризици везани за међународна и домаћа фискална кретања смањени, у октобру и новембру снижена за по 50 базних поена, на ниво од 10,0%.

Захваљујући изузетно позитивним тенденцијама у спољнотрговинској размени и вишем приливу по основу дознака и мањим отплатама камата, дефицит текућег рачуна је током првих девет месеци 2013. смањен за око 58% међугодишње. Снажан раст нето извоза резултат је пре свега наставка експанзије у аутомобилској индустрији, ефекта супституције увоза нафтних деривата, али и мера фискалне консолидације. На нивоу године очекујемо да ће дефицит текућег рачуна износити 4–5% бруто домаћег производа, што је ниже од очекивања изнетих у августовском Извештају о инфлацији.

Током трећег тромесечја дошло је до убрзавања раста економске активности, која је с производне стране пре свега вођена растом производње у индустрији и пољопривреди, а с расходне нето извозом. Поменути фактори определиће и кретање бруто домаћег производа на нивоу године, за који процењујемо да ће порастати око 2,0%. Очекујемо да ће започети опоравак зоне евра, као и почетак преговора о чланству у Европској унији, кључно допринети расту инвестиција у 2014. години и наставку раста нето извоза. Међутим, због спровођења фискалне консолидације, допринос потрошње државе и

**Међугодишња инфлација ће се и наредне године кретати у границама циља.**



**Извршни одбор ће у наредном периоду размотрити даље ублажавање монетарне политике.**

домаћинства расту бруто домаћег производа остаће негативан. На основу процене да ће се додатне мере фискалне консолидације у кратком року негативно одразити на економску активност, пројекцију раста за 2014. ревидирали смо наниже – на око 1,5%.

Међугодишња инфлација би свој минимум требало да достигне у октобру, када ће из обрачуна изаћи висока месечна стопа инфлације забележена у октобру претходне године (2,8%) узрокована у највећој мери повећањем опште стопе пореза на додату вредност и акциза. Очекујемо да ће се крајем текуће, као и у току 2014. године, међугодишња инфлација кретати у оквиру граница дозвољеног одступања од циља ( $4 \pm 1,5\%$ ).

Имајући у виду смиривање инфлаторних притисака и под претпоставком спровођења фискалне консолидације у складу с планом, Извршни одбор ће у наредном периоду размотрити даље ублажавање монетарне политике. Ипак, због могуће неочекиване промене утицаја појединих фактора на наведену пројекцију инфлације, изнето очекивање у погледу карактера монетарне политике у наредном периоду није обавезујуће за Народну банку Србије.



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

*Циклус ублажавања монетарне политике, који је у ТЗ привремено заустављен, настављен је од октобра.*

Инфлаторни притисци су током ТЗ наставили да слабе. Томе је, поред до сада предузетих мера монетарне политике, у највећој мери допринело смањење трошкова у производњи хране, због знатно повољније пољопривредне сезоне како у земљи, тако и глобално. Као што је Извршни одбор Народне банке Србије и најављивао, м.г. инфлација се у септембру, када је износила 4,9%, вратила у границе дозвољеног одступања од циља од  $4 \pm 1,5\%$ .

Текући циклус ублажавања монетарне политике Извршни одбор опрезно спроводи. Референтна каматна стопа, чије је смањење започето у мају и настављено у јуну, задржана је до октобра на непромењеном нивоу од 11,0%. На такву одлуку Извршног одбора утицале су неизвесност на међународном финансијском тржишту у погледу будуће монетарне политике ФЕД-а, као и неопходност да се усвоје додатне мере фискалне консолидације и структурних реформи.

Наиме, Извршни одбор је имао у виду да су на саму најаву ФЕД-а о могућем смањењу обима квантитативних олакшица инвеститори током маја и јуна реаговали повећањем аверзије према ризику, што је за последицу имало депрецијацијске притиске у готово свим земљама региона и Србији. У јулу је, након умирујућих изјава челника ФЕД-а о карактеру монетарне политике у наредном периоду, дошло до извесног смиривања ситуације на светском финансијском тржишту. Ипак, неизвесност у погледу одлуке о смањењу (и укидању) обима квантитативних олакшица била је присутна све до септембарског састанка ФЕД-а, када је доношење такве одлуке одложено. Захваљујући томе, депрецијацијски притисци на домаћем девизном тржишту су од средине септембра ослабили, што је, уз ефекте рестриктивне монетарне политике вођене у претходном периоду и знатно смањење екстерне неравнотеже, водило стабилизацији девизног курса.

Могући негативни утицаји из међународног окружења, према оцени Извршног одбора, могли би у

наредном периоду у знатној мери бити компензовани доследним спровођењем мера фискалне консолидације и структурних реформи. Нови пакет мера Владе, представљен у октобру, као најзначајније краткорочне мере предвиђа повећање посебне стопе ПДВ-а са 8% на 10%, а за неке производе на 20%, затим увођење „солидарног пореза“ на примања преко 60.000 динара у јавном сектору и уштеде у набавци робе и услуга. Међу средњорочним мерама су продужење фиксне индексације плата у јавном сектору и пензија на 2015. и 2016. годину (ограничено на по 0,5% у априлу и октобру, независно од инфлације и економског раста), реструктурирање јавних предузећа, као и постепено смањење субвенција. Као дугорочна мера, најављено је повећање старосне границе за одлазак жена у пензију са 60 на 63 године до 2020.

Фискално прилагођавање, подржано системском реформом јавног сектора, неопходно је како би се обезбедила фискална одрживост и зауставио даљи раст јавног дуга. То би имало позитивне ефекте на перцепцију инвеститора за улагања у Србију и допринело смањењу унутрашње и спољне неравнотеже, нижој инфлацији и одрживом економском расту.

**Доносећи у октобру и новембру одлуку о смањењу референтне каматне стопе за по 50 б.п., на 10,0%,** Извршни одбор узео је у обзир слабљење инфлаторних притисака, као и смањене ризике везане за фискална кретања, након најављених мера фискалног прилагођавања. Очекује се да ће се те мере одразити на пад тражње и да ће негативан производни јаз и даље имати снажан дезинфлаторни ефекат, упркос постепеном опоравку економске активности. Раст БДП-а у 2014. години ревидиран је наниже, пре свега због очекиваних негативних ефеката фискалне консолидације на укупну финалну потрошњу.

У таквим условима повећање ПДВ-а, чији је утицај једнократан, имаће мање директне и индиректне ефекте на инфлацију. Поред тога, очекује се и смиривање неизвесности на међународном финансијском тржишту.



## III. Кретање инфлације

Инфлаторни притисци наставили су да слабе у току ТЗ и у септембру се м.г. инфлација вратила у границе дозвољеног одступања од циља, што је потврдило пројекцију и очекивања која је Народна банка Србије износила у протеклих 18 месеци. Кључан допринос томе дали су мере монетарне политике, пад цена примарних пољопривредних производа, ниска агрегатна тражња и релативна стабилност курса динара. Слабљењу инфлаторних притисака допринео је и пад инфлационих очекивања готово свих сектора.

Након октобарског минимума, м.г. инфлација ће до краја године забележити умерен раст, али ће остати у границама циља.

### Кретање инфлације у ТЗ

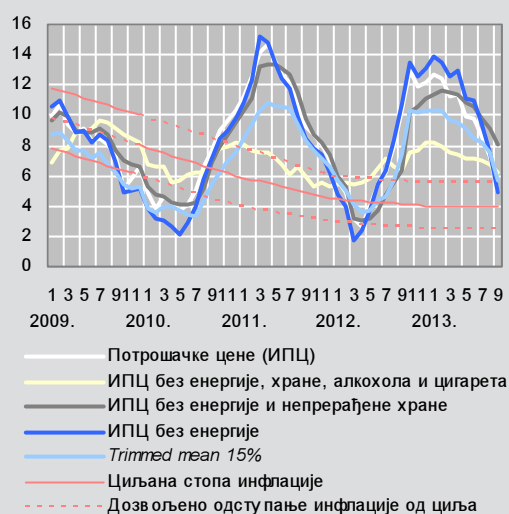
Пад потрошачких цена у ТЗ забележен је захваљујући паду цена хране, у већој мери непрерађене, због сезонског пада цена воћа и поврћа.

Међугодишња инфлација се у току ТЗ кретала унутар граница краткорочне пројекције инфлације објављене у августовском Извештају о инфлацији и у септембру је износила 4,9%. Тиме се м.г. инфлација вратила у

границе дозвољеног одступања од циља, што је потврдило пројекцију и очекивања која је Народна банка Србије износила у протеклих 18 месеци. Кључан допринос повратку инфлације у границе циља дали су мере монетарне политике, пад цена примарних пољопривредних производа, ниска агрегатна тражња и релативна стабилност курса динара.

Слабљењу инфлаторних притисака, присутно од краја 2012. године, настављено је и у ТЗ. Посматрано

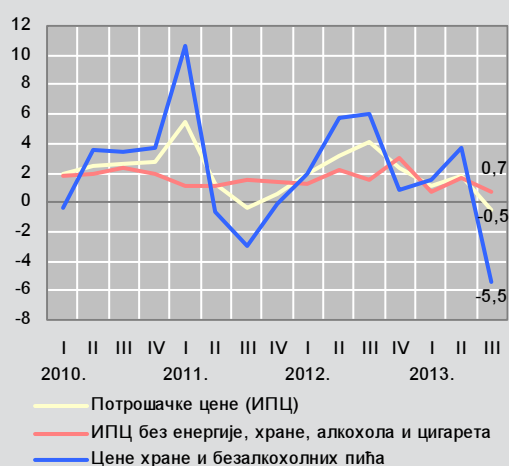
Графикон III.0.1. Кретање цена  
(м.г. стопе, у %)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

У складу с нашим очекивањима, м.г. инфлација се у септембру вратила у границе циља.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Укупна инфлација је у паду, захваљујући смањењу цена хране и успоравању базне инфлације.

од почетка године, просечна месечна стопа инфлације износила је 0,3%, односно 2,5% у првих девет месеци. При томе, око 1,9 п.п. укупне инфлације дугује се расту регулисаних цена. Добра пољопривредна сезона и, последично, нижи трошкови у производњи хране резултирали су падом цена непрерађене хране и тек незнатним растом цена прерађене хране.

**Потрошачке цене** су у Т3 смањене за 0,5%. Посматрано по месецима, инфлација је у јулу опала (0,9%) због сезонског пада цена воћа и поврћа, у августу је забележен раст (0,4%) по основу раста цена електричне енергије, док је у септембру остала непромењена.

**Цене хране и безалкохолних пића** у Т3 су опале за 5,5%. Знатно већи пад забележен је код непрерађене хране, која је појефтинила за 13,4% и допринела паду укупне инфлације са 1,9 п.п. У оквиру непрерађене хране бележи се пад цена воћа и поврћа од 25,6%, док су цене свежег меса порасле за 8,9%. Слабљење трошковних притисака у производњи хране резултирало је и смањењем цена прерађене хране од 0,3% и негативним доприносом укупној инфлацији од 0,1 п.п. Највећи негативан допринос у оквиру те

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

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

\* Август на август.

Извор: РЗС и прерачун НБС.

категије потиче од пада цена хлеба и производа од житарица због пада цена пшенице.

**Цене индустријских производа без хране и енергије** повећане су у Т3 у већој мери (2,0%) у поређењу с претходним тромесечјем, што се пре свега дугује поскупљењу цигарета у јулу и августу (допринос укупној инфлацији 0,5 п.п.). Индиректан

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

	2012.		2013.		
	III	IV	I	II	III
<b>Потрошачке цене (ИПЦ)</b>	4,2	2,3	1,1	1,8	-0,5
Непрерађена храна	9,1	-7,8	2,2	10,9	-13,4
Прерађена храна	4,2	6,3	1,1	-0,4	-0,3
Индустријски производи без хране и енергије	3,6	4,8	1,7	0,9	2,0
Енергија	3,5	1,1	-0,2	-0,9	5,1
Услуге	1,4	3,3	0,6	1,8	0,7
<b>Индикатори базе инфлације</b>					
ИПЦ без енергије	4,3	2,6	1,4	2,3	-1,4
ИПЦ без енергије и непрерађене хране	3,3	5,0	1,2	0,7	1,0
ИПЦ без енергије, хране, алкохола и цигарета	1,5	3,1	0,7	1,7	0,7
<b>Регулисане цене</b>	2,9	5,2	2,9	0,7	5,6

Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Највећи допринос паду инфлације у Т3 потиче од сезонског пада цена воћа и поврћа.

ефекат депрецијације динара из претходног тромесечја и повећања цена електричне енергије на инфлацију био је нижи него што смо очекивали због ниске агрегатне тражње.

Цене у оквиру групе **енергије** повећане су за 5,1%. Поред раста цена електричне енергије за домаћинства од 10,8% (допринос укупној инфлацији 0,5 п.п.), позитиван допринос дали су и нафтни деривати (0,1 п.п.). Заоштравање ситуације на Блиском истоку проузроковало је раст цене нафте на светском тржишту и, последично, раст цене нафтних деривата од 2,7%.

Истовремено, цене **услуга** су оствариле нижи раст него у Т2 (0,7%). Највећи позитиван допринос потиче од раста цена комуналних услуга (вода за домаћинство).

Смањење инфлаторних притисака допринело је да **базна инфлација** (мерена ИПЦ-ом по искључењу цена енергије, хране, алкохола и цигарета) у Т3 буде нижа (0,7%) у поређењу с претходним тромесечјем (1,7%). На мг. нивоу настављено је њено успоравање и она је у септембру износила 6,3%.

**Регулисане цене** су, посматрано од почетка године, највећи раст оствариле у Т3 (5,6%), који је био

одређен пре свега растом цена електричне енергије за домаћинства и цигарета. Од осталих регулисаних цена, раст је забележен још код цена природног гаса, комуналних и саобраћајних услуга у појединим градовима и лекова.

**Цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште** у Т3 су порасле за 1,1%, пре свега као последица раста цена електричне енергије (допринос 1,8 п.п.). Истовремено, највећи пад цена забележен је у области експлоатације руда метала. На мг. нивоу настављена је тенденција успоравања раста – 1,6% у септембру.

**Цене произвођача пољопривредних производа<sup>1</sup>** су у августу биле ниже за 13,6% у односу на Т2, а у односу на исти период претходне године за 17,5%. Пад цена у Т3 од преко 25% регистрован је у категоријама жита и индустријског биља. Знатан пад забележен је и у категорији воћа и поврћа. Једино су цене живе стоке порасле, што је резултирало и растом малопродајних цена свежег меса.

**Цене елемената и материјала за уграђивање у грађевинарству** повећане су у Т3 за 2,6%, али је њихов мг. раст наставио да успорава и у септембру је износио 2,5%.

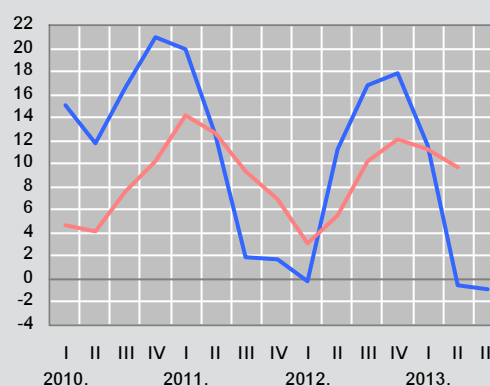
Графикон III.0.4. Допринос мг. стопи раста потрошачких цена (у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

*Пад цена хране допринео је паду мг. инфлације и њеном повратку у границе циља у септембру.*

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



Извор: НБС и Eurostat.

*Увозне цене су у Т3 продубиле мг. пад, па би и у наредном периоду требало да делују дезинфлаторно.*

<sup>1</sup> Цене произвођача у области пољопривреде и рибарства.

За разлику од претходна три тромесечја, **увозне цене исказане у динарима**<sup>2</sup> су у Т3 забележиле раст од 2,1%<sup>3</sup>. Повећање светских цена нафте и раст увозних цена потрошних добара деловали су у правцу раста увозне инфлације. Раст је био и последица депрецијације динара према евр. С друге стране, у Т3 су снижене светске цене хране, као и увозне цене средстава за репродукцију, што је успорило раст увозне инфлације. Посматрано на мг. нивоу, увозне цене су у Т3 продубиле пад, који је у септембру износио 3,2%.

## Краткорочна пројекција инфлације

*Међугодишња инфлација ће у Т4 бити нижа, док ће на тромесечном нивоу бити забележен раст, пре свега због повећања регулисаних цена.*

Према нашим проценама, мг. инфлација ће минимум достићи у октобру, када ће се највероватније наћи испод доње границе циља. У наредна два месеца се очекује њен умерен пораст и кретање у границама циља.

Посматрано на нивоу тромесечја, највећи позитиван допринос инфлацији у Т4 очекује се по основу цена услуга и непрерађене хране због сезонски очекиваног раста цена воћа и поврћа. С друге стране, због изузетно ниских трошковних притисака у производњи хране, негативан допринос очекује се од прерађене хране.

Процењујемо да ће цене индустријских производа без хране и енергије у Т4 имати нижи раст него у Т3. Индиректни ефекти преливања раста цена електричне енергије и депрецијације динара из Т2 на остале цене за сада су изостали, а због ниске домаће тражње не очекујемо да ће бити значајнијих ефеката по том основу ни током Т4.

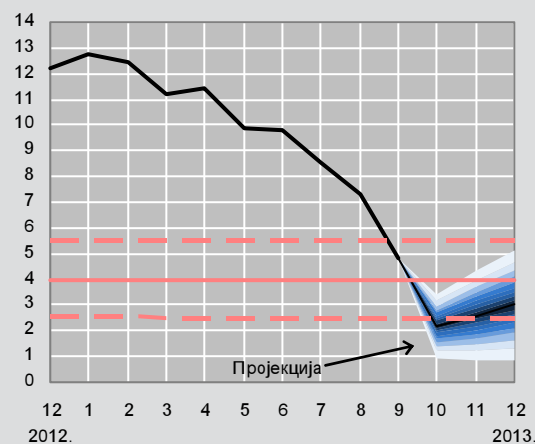
У оквиру групе енергије очекујемо знатно нижи раст у поређењу с Т3. Очекујемо поскупљење грејања због раста цена природног гаса у септембру, као и сезонски раст цена чврстих горива због почетка грејне сезоне. С обзиром на то да се смирују тензије на Блиском истоку и да је тренутно цена нафте на светском тржишту у паду, не очекујемо раст цена нафтних деривата.

Процењујемо да ће раст цена услуга бити вођен сезонским растом цена туристичких аранжмана и саобраћајних услуга, као и поскупљењем смештаја у студентским и ученичким домовима. Због раста цена услуга очекујемо и нешто виши раст базне инфлације него у Т3, али ће на мг. нивоу њен пад бити настављен и она ће се после шест тромесечја вратити у границе дозвољеног одступања од циља.

Након представљања додатних мера фискалне консолидације за наредни средњорочни период, ризици везани за домаћа фискална кретања и њихов потенцијални утицај на девизни курс су смањени.

Највећа неизвесност пројекције за Т4 повезана је пре свега с кретањем цена воћа и поврћа, а у мањој мери и с дешавањима у међународном окружењу и њиховим потенцијалним ефектима на премију ризика и девизни курс. Такође, постоји могућност да до корекције посебне стопе ПДВ-а дође у децембру, а не у јануару следеће године као што смо претпоставили. Поред тога, евентуално поопштравање геополитичких тензија могло би да се неповољно одрази на цене примарних производа на светском тржишту.

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



Изв ор: НБС.

*Након октобарског минимума, мг. инфлација ће до краја године забележити умерен раст, али ће остати у границама циља.*

<sup>2</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>3</sup> Однос просека два узастопна тромесечја.

## Инфлациона очекивања

*Пад м. инфлације био је праћен смањењем инфлационих очекивања свих сектора, при чему су очекивања финансијског сектора од октобра у границама дозвољеног одступања од циља.*

Према резултатима анкете агенције **Блумберг**, инфлациона очекивања **финансијског сектора** за годину дана унапред су, након августовског смањења на 6,8%, убрзала пад у наредним месецима – на 6,3% у септембру и 5,5% у октобру. До пада од 0,8 п.п. у октобру дошло је упркос најављеном повећању посебне стопе ПДВ-а, будући да су истовремено најављене нове мере фискалне консолидације. Захваљујући том паду, инфлациона очекивања финансијског сектора су се наша на горњој граници дозвољеног одступања од циља, а у новембру су смањена на 5,0%.

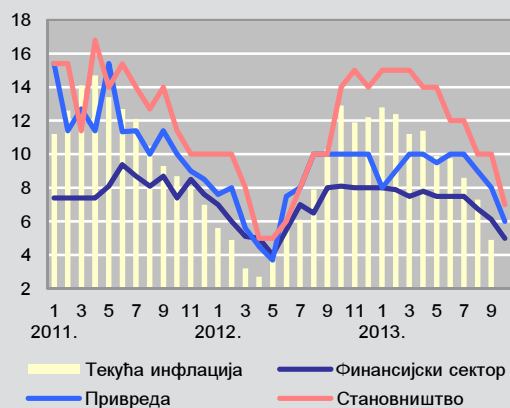
Знатан пад инфлационих очекивања свих сектора бележи се и према анкети агенције **Ипсос**. Инфлациона очекивања **финансијског сектора** за годину дана унапред смањена су за по 0,7 п.п. у

августу и септембру, а затим за додатни 1,1 п.п. у октобру, на 5,0%. Тиме су се она наша у границама дозвољеног одступања од циља. Смањење инфлационих очекивања **привреде** је још израженије – за по 1,0 п.п. у августу и септембру, а потом за 2,0 п.п. у октобру, на 6,0%. Иако су и даље највиша, очекивања становништва су у највећој мери смањена – у августу за 2,0 п.п., на ниво од 10,0%, на ком су остала и у септембру, и у октобру за чак 3,0 п.п., на 7,0%.

Тенденција смањења дисперзије одговора испитаника финансијског сектора настављена је 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 повећања у јулу, у наредним месецима знатно смањена, али је и даље изражена. Највеће неслагање у погледу будуће инфлације бележи се код становништва, али је и оно, након повећања у јулу, у наредним месецима смањено.

Резултати агенције Ипсос указују да предузећа не очекују раст цена својих производа и услуга у наредна три месеца. О томе сведочи оштар пад нето процента

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



Извор: Галуп, Ипсос и НБС.

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

*Пад текуће инфлације пратио је пад инфлационих очекивања свих сектора.*

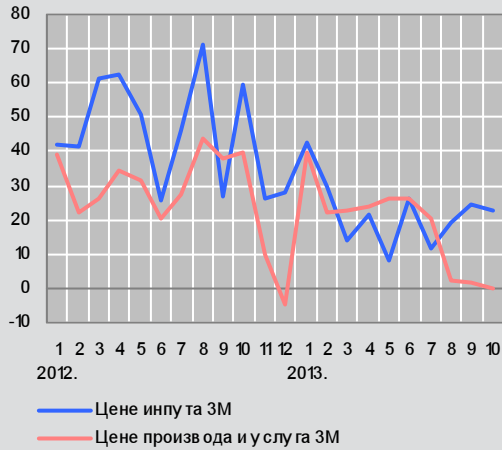
Графикон III.0.8. Циљана инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред – финансијски сектор (м. стопе, у %)



Извор: Блумберг и НБС.

*Разлике у одговорима испитаника у погледу очекиване инфлације и даље се смањују.*

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



Извор: Ипсос и НБС.

*Предузећа не очекују раст цена својих производа.*

предузећа<sup>4</sup> која очекују раст цена својих производа. Пад је забележен упркос томе што је нето проценат предузећа која очекују раст цена инпута повећан током Т3. Ипак, доминантно је учешће предузећа која не очекују ни раст цена инпута (око 75,0%).

<sup>4</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.

## Осврт 1: Циљане стопе инфлације утврђене до краја 2016. године

Извршни одбор Народне банке Србије је на октобарској седници утврдио средњорочну циљану стопу мг. инфлације за 2015. и 2016. годину – мг. стопа инфлације и границе дозвољеног одступања од циља задржане су на истом нивоу ( $4\% \pm 1,5$  п.п.).<sup>1</sup>

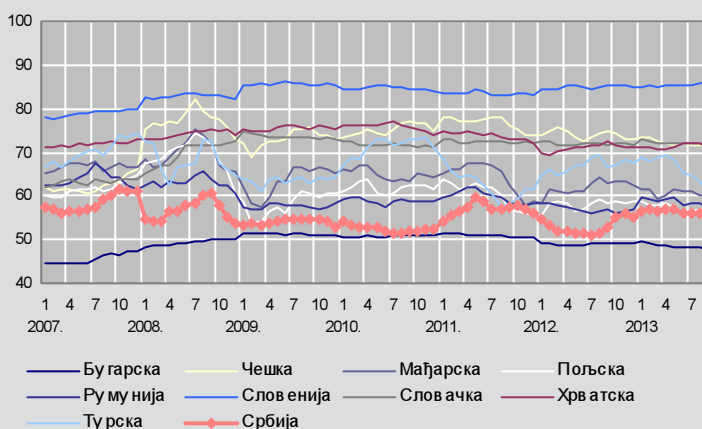
Одлуку о задржавању циљане инфлације до краја 2016. определила је пре свега чињеница да конвергенција нивоа цена у Србији нивоу цена у ЕУ није завршена, посебно код регулисаних цена. Ниво цена у Србији је у септембру, мерено индексом потрошачких цена, износио 55,5% просечног нивоа цена у ЕУ, док је, на пример, на крају 2009. он достигао 53,9% тог просека. На основу тога може се закључити да је конвергенција нивоа цена у Србији европским ценама у посматраном периоду била спора. Разлог томе су изражена колебања реалног ефективног курса динара према евр, због чега је тај процес у неким периодима био и реверзибилан. Због тога и није лако предвидети којом ће се динамиком конвергенција одвијати у наредним годинама.

Низак ниво конвергенције нарочито је присутан код регулисаних цена – ниво ових цена у Србији у односу на ниво цена у ЕУ у септембру је износио 45,3%<sup>2</sup>. При томе, најмањи степен конвергенције бележи се код цена одношења смећа, снабдевања водом, отпадних вода и лекова (око 38%), док је највећи степен конвергенције остварен код телефонских услуга и грејања (преко 50%). Како и за период за који је циљ дефинисан очекујемо раст регулисаних цена од око 8–10% годишње, а имајући у виду њихово учешће у корпи потрошачких цена (22,4%), допринос укупној инфлацији само по овом основу износиће 2 п.п.

Границе дозвољеног одступања од циља су до краја 2016. године задржане на истом нивоу. Наиме, инфлација се претходних година кретала у ширем опсегу него што је било дефинисано границама дозвољеног одступања од циља. На осцилирање инфлације највише је утицала нестабилност на тржишту хране, која је појачана непостојањем адекватних системских мера у аграрној политици, али и одсуство средњорочног оквира прилагођавања регулисаних цена с јасним правилима везаним за динамику њихове корекције.

Смањење осцилација инфлације представља приоритет монетарне политике у наредном периоду, али захтева време. У том смислу, неопходно је да Влада дефинише мере које ће допринети стабилизацији и установљавању стимулативног пословног и инвестиционог амбијента у пољопривреди и производњи и преради хране, као и да утврди прецизну динамику корекција регулисаних цена. Очекујемо да ће то допринети трајном усидравању инфлационих очекивања на ниво циљане инфлације.

Графикон О.1.1. Укупни нивои цена по земљама (ЕУ27 = 100)



Извор: Eurostat.

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

<sup>2</sup> Просек ЕУ27.



## IV. Детерминанте инфлације

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

#### Каматне стопе

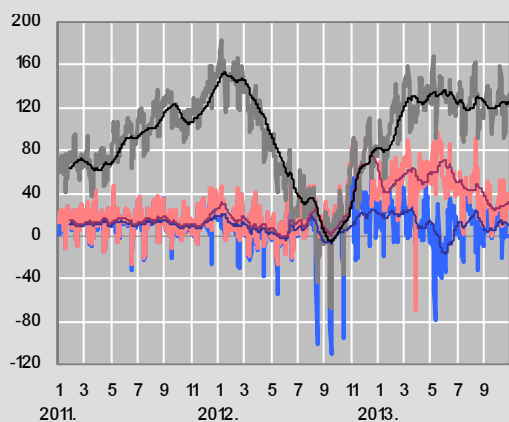
Каматне стопе на међубанкарском тржишту новца и државних ХоВ оствариле су благ раст током ТЗ. Повећане су и каматне стопе на динарске кредите привреди, док је цена динарског кредитирања становништва смањена.

Просечна репо стопа<sup>5</sup> је током ТЗ благо повећана. Крајем септембра та стопа је износила 9,4% и била је

за 0,6 п.п. виша у односу на крај јуна. Раст ове стопе резултат је повећања износа ликвидности који се повлачи на репо аукцијама. Последично, смањено је одступање просечне репо стопе од референтне каматне стопе.

Просечан дневни промет на међубанкарском преконоћном тржишту новца у ТЗ је износио 1,2 млрд динара, што је за 0,5 млрд динара више него у Т2, док је број дана у којима није било трговања смањен. Ипак, и поред благог опоравка, износ промета је и даље знатно испод просечних тромесечних промета остварених у претходној години. Вредност каматне стопе *BEONIA* није много

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

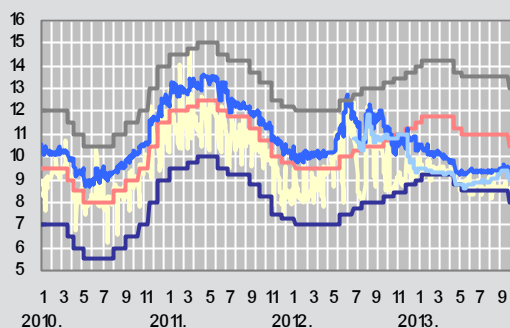


— Слободна средства на жиро рачунима  
— Слободна средства и депозитне олакшице  
— Слободна средства, депоз. олакшице и репо сток

Извор: НБС.

И ТЗ је карактерисао релативно висок ниво ликвидности банкарског сектора...

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



— Каматна стопа BEONIA  
— Референтна каматна стопа  
— BELIBOR 2W  
— Каматна стопа на преконоћне депозите  
— Каматна стопа на кредитне олакшице  
— Просеч. пондер. кам. ст. за репо продате ХоВ

Извор: Томсон Ројтерс и НБС.

...тако да се раст просечне пондерисане репо стопе није одразио у потпуности на кретање каматне стопе на преконоћном тржишту новца.

<sup>5</sup> Стопа остварена на репо аукцијама пондерисана износом продатих ХоВ.

мењана током Т3 – након пада од 0,3 п.п. у јулу, на 8,7%, њена просечна месечна вредност је остала непромењена до краја тромесечја.

Каматне стопе *BELIBOR* свих рочности су у Т3 оствариле благ раст (до 0,2 п.п.), који је био нижи од раста просечне пондерисане репо стопе. Просечне вредности тих стопа у септембру су се кретале у распону између 9,2% за најкраћу до 10,0% за најдужу рочност.

Пратећи смањење референтне каматне стопе, каматне стопе на међубанкарском тржишту новца крајем октобра бележе пад.

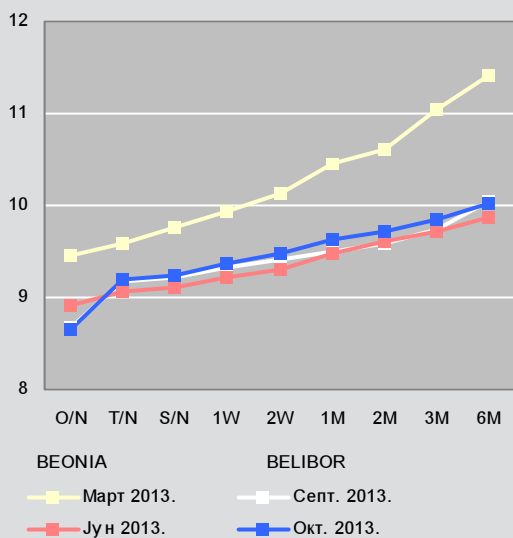
Раст каматних стопа остварен је и на примарном тржишту динарских државних ХоВ, тако да је просечна пондерисана каматна стопа у Т3 повећана за 1,3 п.п., на 10,8%. При томе, раст је био израженији за дуже рочности, а једино је каматна стопа на ХоВ рочности три месеца остала непромењена у односу на крај Т2. Тако су се крајем Т3 каматне стопе кретале у распону од 9,2% за рочност од три месеца до 13,0% за рочност од седам година. Такво кретање каматних стопа било је одређено пре свега смањеним интересовањем страних инвеститора за улагања у државне ХоВ. Пад интересовања последица је

деловања како глобалних, тако и домаћих фактора. Повећање неизвесности око смањења програма квантитативних олакшица ФЕД-а било је праћено погоршањем фискалне позиције Србије. У току Т3 продате су ХоВ номиналне вредности 53,3 млрд динара (од укупно емитованих 83,0 млрд динара), док је на наплату доспело 41,8 млрд динара. То је резултирало повећањем стања дуга по основу продатих динарских ХоВ за 11,5 млрд динара, на 391,8 млрд динара.

У току Т3 организоване су три аукције ХоВ деноминираних у еврима, по једна сваког месеца. Укупна номинална вредност понуђених ХоВ износила је 150,0 млн евра, од чега су продате ХоВ номиналне вредности 114,4 млн евра. Постигнуте каматне стопе биле су више у односу на оне из Т2 (за 0,3 п.п. за рочност од две и пет година и 0,5 п.п. за рочност од три године) и кретале су се у распону од 4,5% за рочност од две године до 5,25% за рочност од пет година. Током Т3 доспеле су раније емитоване ХоВ у вредности од 102,2 млн евра, тако да је стање дуга по овом основу крајем септембра износило 1,1 млрд евра.

Укупан промет на секундарном тржишту у Т3 је износио 13,8 млрд динара и био је за 50,2 млрд динара

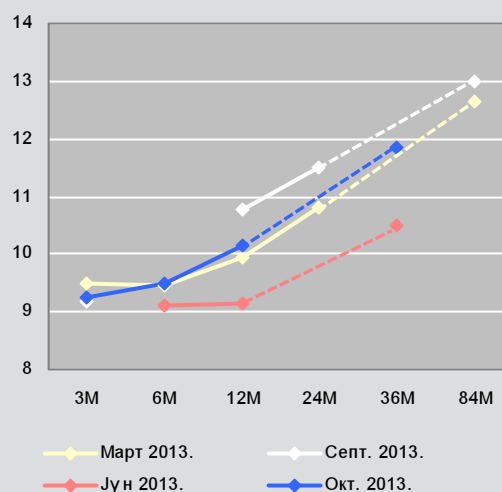
Графикон IV.1.3. Крива приноса на међубанкарском тржишту новца (просечне вредности, на годишњем нивоу, у %)



Извор: Томсон Ројтерс и НБС.

Каматне стопе на међубанкарском тржишту новца благо су повећане у односу на Т2.

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



Извор: Министарство финансија.

Након повратка страних инвеститора на тржиште ХоВ, каматне стопе за дуже рочности бележе пад у октобру.

нижи у односу на Т2. Промет по искључењу трговања до два радна дана од датума салдирања примарног трговања смањен је за 23,5 млрд динара и износио је 13,0 млрд динара. Међутим, стопе приноса на овом тржишту нису се битније промениле и током септембра кретале су се у распону од 9,0% за преосталу рочност од три месеца до 11,2% за рочност од 25 месеци.

У току октобра приметан је раст тражње на примарном тржишту државних ХоВ, који је утицао да после дужег времена на већини аукција буде постигнута потпуна реализација. Одлагање одлуке ФЕД-а о смањењу квантитативних олакшица, најаву нових мера фискалне консолидације српских финансија, али и виши приноси постигнути на ранијим аукцијама утицали су на повећање интересовања страних инвеститора за улагање у државне ХоВ. Каматне стопе на ХоВ краћих рочности благо су повећане, док су код већине ХоВ дужих рочности смањене.

Просечна пондерисана каматна стопа на новоодобрене динарске кредите повећана је у Т3 за 1,4 п.п. и у септембру је износила 18,9%. При томе, каматне стопе на кредите привреди су повећане (за 1,7 п.п., на 17,7%), док су каматне стопе на кредите

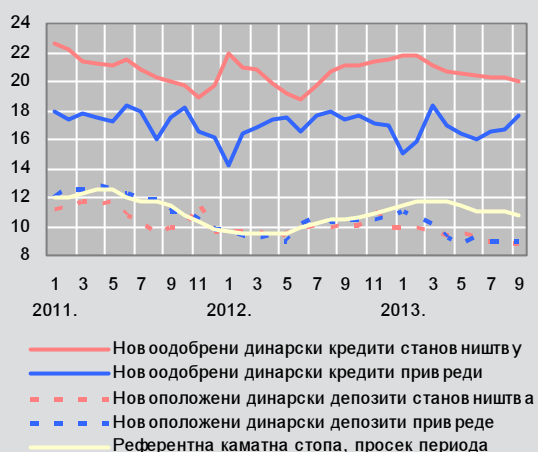
становништву смањене (за 0,5 п.п., на 20,0%). На раст просечне пондерисане каматне стопе на укупне динарске кредите додатно је деловала и измена структуре новоодобрених динарских кредита, с обзиром на то да је учешће кредита становништву, који су скупљи од кредита привреди, знатно повећано у односу на јун.

Каматна стопа на најзаступљеније динарске кредите привреди, за обртна средства, у Т3 је повећана за 2,4 п.п., на 18,9%. Смањење каматних стопа на динарске кредите становништву резултат је пре свега пада каматних стопа на готовинске кредите за 0,4 п.п., које су у септембру износиле 20,0%. У истом периоду каматне стопе на потрошачке кредите смањене су за 1,1 п.п., на 20,2%.

Каматне стопе на новоодобрене кредите у еврима и динарске евроиндексиране кредите повећане су у односу на јун за 0,5 п.п. и у септембру су износиле 7,2%. Код привреде оне су повећане за 0,5 п.п., на 7,0% у септембру, при чему је раст забележен за све врсте кредита. Од тога, каматне стопе на кредите за обртна средства повећане су за 0,3 п.п., на 6,9%, инвестиционе за 0,2 п.п., на 6,6%, и остале кредите за 0,9 п.п., на 7,8%. Каматне стопе на кредите становништву повећане су за 0,4 п.п., на 8,1%, по

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

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



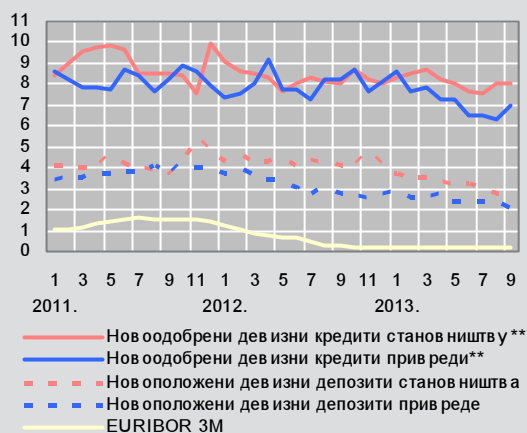
Извор: НБС.

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

*Раст цене динарског кредитирања привреде, уз пад пасивних каматних стопа, утицао је на повећање каматне марже на динарске изворе.*

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

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



Извор: НБС и Европска банкарска федерација.

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

\*\* У еврима и евроиндексирани.

*И каматна маржа на девизне изворе је повећана у Т3.*

основу раста стопа на потрошачке (за 0,2 п.п., на 6,3%), остале (за 0,2 п.п., 11,1%) и стамбене кредите (за 0,3 п.п., на 5,2%).

Просечна пондерисана каматна стопа на новоположене динарске депозите привреде смањена је у Т3 за 0,3 п.п., на 9,0% у септембру. И код становништва она је смањена за 0,5 п.п., на 8,9%.

И каматне стопе на депозите у еврима смањене су у Т3. Каматне стопе на штедњу становништва у еврима смањене су за 0,5 п.п., на 2,8% у септембру, а каматне стопе на депозите привреде у еврима за 0,4 п.п., на 2,1%.

## Кретања на берзи

*Након пада у претходном тромесечју, цене акција на Београдској берзи су у Т3 започеле опоравак.*

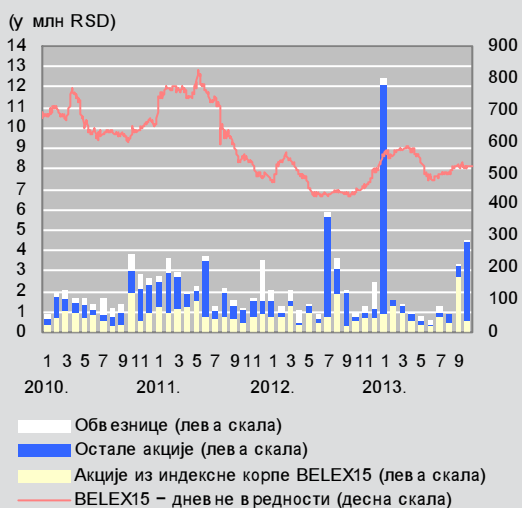
За разлику од индекса берзи у региону, који су отпочели раст крајем Т2, опоравак индекса

Београдске берзе започет је у јулу. Тако је у односу на крај јуна вредност индекса *BELEX15* повећана за 9,3%, на 524,8 индексних поена, колико је износила крајем септембра. Општи индекс акција *BELEXline* је на крају Т3 износио 1035,3 индексна поена, што је за 8,3% више у односу на крај јуна. С растом који је остварен у Т3, вредности индекса Београдске берзе су крајем септембра биле на нивоу приближном оном с краја 2012, тј. *BELEX15* је био виши за 0,2%, а *BELEXline* за 3,0% у односу на крај 2012.

Раст цена акција био је праћен и повећањем промета на Београдској берзи. Укупан промет акцијама у Т3 је износио 5,1 млрд динара, што је за 3,3 млрд више него у Т2. Само у септембру промет је износио 3,3 млрд динара, али се највећи део тог промета односио на мали број трансакција и ХоВ. При томе, промет акцијама које улазе у састав индекса *BELEX15* износио је 4,0 млрд динара, или за 2,7 млрд динара више у поређењу с Т2.

Страни инвеститори су у великој мери допринели расту промета. Они су током целог Т3 више

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

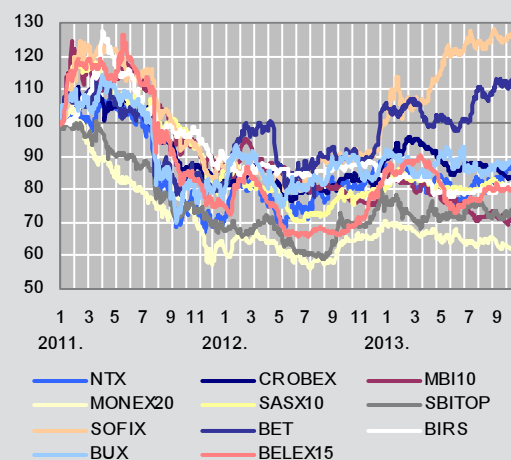


Извор: Београдска берза.

*Након пада у претходном тромесечју, у Т3 је уследио 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-сајтов и берзи у региону.

*Индекси Београдске берзе су у Т3 остварили већи раст него индекси већине берзи у региону.*

продавали него што су куповали акције, што је резултирало нето продајом акција од 1,4 млрд динара. Њихово повлачење резултат је пре свега глобалне реакције на најаве могућег смањења програма квантитативних олакшица, која је захватила већину тржишта у развоју.

Трговање обвезницама старе девизне штедње у ТЗ износило је 0,4 млрд динара, при чему се највише трговало обвезницама које доспевају следеће године. У односу на Т2, промет је смањен за 17,4%, што је једним делом последица доспећа обвезница серије А2013 у мају. Стопе приноса до доспећа благо су повећане у односу на крај јуна и кретале су се у распону од 4,1% за серију А2015 до 4,3% за серију А2014.

Ни у ТЗ није било трговања корпоративним обвезницама на Београдској берзи.

Тржишна капитализација Београдске берзе је у ТЗ смањена за 5,2 млрд динара и у септембру је износила 750,3 млрд динара. Учешће тржишне капитализације у оцењеном БДП-у<sup>6</sup> је у ТЗ смањено за 0,6 п.п., на 20,8% у септембру. Посматрано по сегментима, капитализација регулисаног тржишта смањена је за 8,4 млрд динара, на 412,0 млрд динара, док је тржишна капитализација МТП тржишта<sup>7</sup> повећана за 3,1 млрд динара, на 338,3 млрд динара. На пад тржишне капитализације регулисаног тржишта утицало је пре свега смањење капитализације на *Open market* сегменту<sup>8</sup>.

Од осталих берзи региона, једино је на берзи у Букурешту остварен већи раст индекса (14,8%) него на Београдској. Индекси већине осталих берзи у региону су минимално промењени, док су индекси на берзама у Скопљу и Подгорици забележили највећи пад (6,4% и 7,7%, респективно).

Током октобра вредности индекса Београдске берзе су незнатно промењене – *BELEX15* је смањен за 0,3%, а *BELEXline* повећан за 0,1%. Укупан промет акцијама повећан је у односу на септембар, али је он резултат једне блок трансакције промене власништва. Индекси на берзама у региону бележили су мање промене у оба смера.

<sup>6</sup> Оцењени БДП у последња четири тромесечја.

<sup>7</sup> МТП представља тржиште мултилателарне трговачке платформе. Организује га берза и на њему су тренутно листиране акције компанија које не испуњавају услове за листирање на регулисаном тржишту.

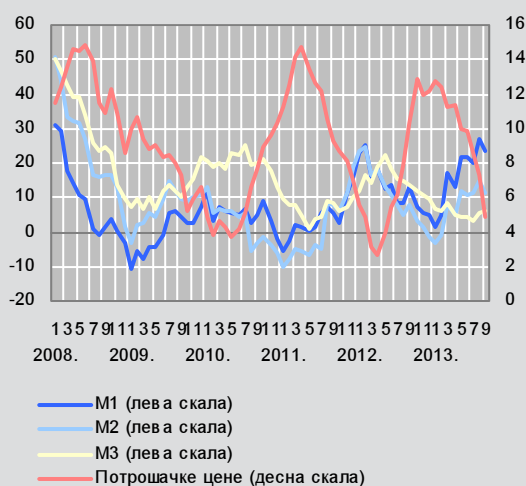
## Монетарни агрегати

*Понуда новца је реално повећана у ТЗ, при чему је раст израженији код динарске компоненте.*

Укупан примарни новац је у ТЗ номинално смањен за 1,2% (реално за 0,7%) због смањења девизних депозита банака на рачуну код Народне банке Србије. Динарски примарни новац благо је повећан (0,3% номинално, односно 0,8% реално) углавном по основу интензивнијег трошења државе, а смањен операцијама на отвореном тржишту и интервенцијама на МДТ-у.

Током ТЗ динарски примарни новац креиран је у највећој мери путем девизних трансакција – монетизацијом девизних депозита државе (24,5 млрд динара), као и по основу трансакција платног промета с Косовом и Метохијом (9,5 млрд динара). Већи степен наплате ПДВ-а (у јулу је забележен рекордан износ наплате) умањео је утицај државе на креирање ликвидности. Највећи део креиране ликвидности повлачен је репо операцијама (20,0 млрд динара) и

Графикон IV.1.9. Монетарни агрегати и потрошачке цене (мг. стопе, у %)



Извор: РЗС и НБС.

*Захваљујући успоравању мг. инфлације, понуда новца је реално повећана у ТЗ.*

<sup>8</sup> Део регулисаног тржишта који чине акције које не испуњавају услове да буду укључене на листинг акција Београдске берзе. Акције на листингу се деле на *prime listing* (најквалитетније) и *standard listing* (остале акције које испуњавају услове листинга).

операцијама Народне банке Србије на МДТ-у (13,8 млрд динара).

У структури динарског примарног новца, готов новац у оптицају је повећан за 3,7 млрд динара, док су слободне динарске резерве банака<sup>9</sup> смањене за 7,8 млрд динара. Пад слободних резерви у највећој мери је последица смањења средстава које банке држе на рачуну преконоћних депозита код Народне банке Србије. Истовремено, обавезна резерва која се издваја у динарима повећана је за 0,6 млрд динара. Такође, средства на динарским рачунима локалних нивоа власти код Народне банке Србије повећана су за 4,5 млрд динара услед повлачења њихових депозита из банака.

Понуда новца је реално повећана у Т3. При томе, раст је био најизраженији код М1 (9,9%), пре свега због раста трансакционих депозита привредних друштава и становништва. Тај раст је утицао да, и поред смањења средстава на штедним и ороченим депозитима, новчана маса М2 буде реално повећана за 6,0%. Поред тога, раст девизних депозита допринео је да најшири монетарни агрегат М3 буде реално повећан за 3,3%.

Раст нето девизних резерви банака (повећање потраживања од иностранства и смањење обавеза према иностранству) највише је утицао на раст М3 током Т3. И држава је продајом ХоВ банкама, као и трошењем средстава с девизних депозита код Народне банке Србије, допринела расту М3. С друге стране, смањено кредитирање приватног сектора, првенствено привреде, имало је највећи негативан утицај на кретање М3.

Посматрано по компонентама новчане масе М3, највише су порасли депозити по виђењу (26,8 млрд динара), пре свега средства на рачунима привредних друштава и становништва. Највећи раст остварен је на трансакционим рачунима предузећа из сектора снабдевања електричном енергијом и рударства и прерађивачке индустрије. Динарска штедња становништва наставила је да расте и у Т3, када је повећана за 12,7% (2,6 млрд динара), при чему су највише повећани депозити рочности између шест месеци и једне године и депозити по виђењу. Међугодишњи раст динарске штедње се убрзала од

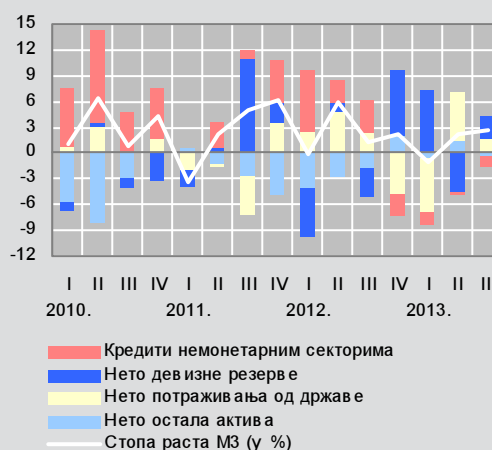
маја и у септембру је износио 30,5%. Међутим, и поред раста динарске штедње становништва, укупна средства на штедним и ороченим депозитима смањена су за 3,5 млрд динара, највише по основу смањења средстава на рачунима привредних друштава и локалних нивоа власти, чији су приходи једним делом смањени због смањења стопе пореза на

Табела IV.1.1. Монетарни агрегати  
(реалне мг. стопе, у %)

	2012.		2013.		Учешће у М3 Септ. 2013. (у %)
	Дец.	Март	Јун	Септ.	
М3	-2,5	-2,7	-4,8	1,2	100,0
Девизни депозити	2,2	-2,5	-7,1	-0,8	69,5
М2	-12,2	-3,2	0,9	5,9	30,5
Динарски орочени и штедни депозити	-21,1	-15,8	-14,7	-13,4	9,4
М1	-6,3	5,2	11,0	17,8	21,0
Депозити по виђењу	-1,6	18,1	21,9	30,8	14,4
Готов новац у оптицају	-13,7	-14,1	-5,8	-3,2	6,6

Извор: НБС.

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



Извор: НБС.

Раст нето девизних резерви банака и нето потраживања од државе утицали су на раст М3, док је негативно деловање кредитне активности настављено и у Т3.

<sup>9</sup> Обухватају средства на жиро рачунима банака, готовину у благајни и преконоћне депозите банака код Народне банке Србије.

зараде. Износ девизних депозита исказан у динарима повећан је за 19,0 млрд динара, док је њихов раст изражен у еврима износио 127,0 млн. То повећање резултат је раста средстава на девизним рачунима привредних друштава и девизне штедње становништва, која је, након пада у Т2, у Т3 повећана за 43,5 млн евра.

Са опадањем инфлације, реални мг. раст монетарних агрегата убрзан је у Т3. При томе, измена рочне структуре динарских депозита у корист трансакционих утицала је да М1 у септембру оствари највећи мг. раст (17,8%). Истовремено, шири динарски агрегат М2 повећан је за 5,9% у односу на исти месец претходне године. Међугодишњи пад М3 је заустављен крајем Т3 и у септембру је овај агрегат реално био већи за 1,2% у односу на исти месец претходне године.

Вредности монетарног мултипликатора повећане су за 0,1, тако да је за монетарни агрегат М1 мултипликатор износио 1,1, а за М2 1,6. Повећање трансакционих депозита утицало је да брзина оптицаја динарских монетарних агрегата буде смањена, док је код М3 она остала скоро иста као у Т2.

## Кредити банака

*Пад кредитне активности на тромесечном нивоу настављен је и у Т3. После дугог периода успореног раста, забележен је њен пад и на мг. нивоу. Таква кретања последица су пада кредита привреди. С друге стране, настављен је раст кредита становништву.*

Смањено одобравање нових кредита од почетка године довело је до пада кредитне активности на мг. нивоу. Тако су у септембру потраживања банака по основу кредита, искључујући ефекат промене девизног курса<sup>10</sup>, била мања за 3,8% у односу на исти период претходне године. Кредитна активност бележи мг. пад и ако се из потраживања домаћих банака по основу кредита искључе потраживања банака којима су у октобру 2012. и априлу 2013. одузете дозволе за рад.

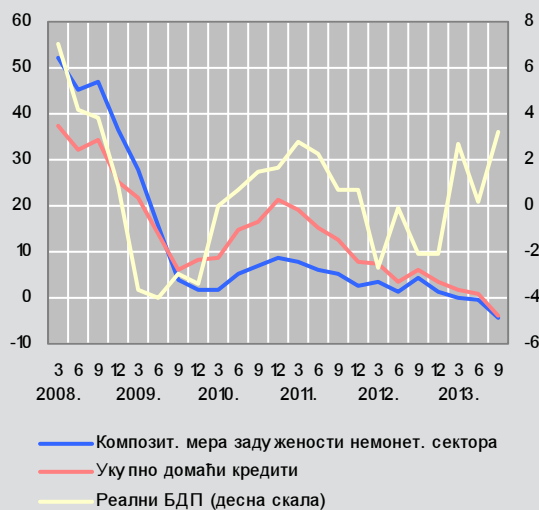
Доспевши у зону мг. пада кредитне активности, Србија се у Т3 прикључила групи земаља централне и

источне Европе које већ неко време бележе негативне стопе раста кредита.<sup>11</sup>

На нивоу тромесечја, кредитна активност наставља да опада већ четврто тромесечје заредом. Искључујући ефекат промене девизног курса, домаћи кредити су у Т3 смањени за 1,1%, што је у највећој мери последица пада кредита привреди. Пад кредита резултирао је и падом њиховог учешћа у оцењеном БДП-у<sup>12</sup> за 1,6 п.п., на 51,2%, на крају Т3.

На страни извора финансирања банака остварен је раст динарских и девизних депозита привреде и становништва<sup>13</sup>. Банке су држале и нешто мањи износ средстава код Народне банке Србије по основу обавезне резерве у девизама, а део средстава су обезбедиле и по основу повећања капитала. Међутим, и током Т3 банке су се у већој мери опредељивале за неризична улагања, тј. улагања у репо ХоВ. 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.

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



Извор: НБС и РЗС.

*Након вишегодишњег успореног раста, кредитна активност је у Т3 забележила мг. пад.*

<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> Чак и у Пољској, земљи која је избегла рецесију, кредитна активност расте успореним темпом.

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

<sup>13</sup> Раст депозитне базе и опадање кредита утицали су на пад односа кредита и депозита (*LTD* коефицијент), који је у септембру износио 118,2%.

Уколико се искључи ефекат промене курса, кредити привреди су смањени за 2,8%, док у апсолутном износу то смањење износи 26,9 млрд динара. Од почетка године пад кредита привреди износи 71,9 млрд динара, или 7,1%. Томе је једним делом допринело и уступање потраживања банака лицима ван финансијског система. Погоршана кредитна способност, уз поштравање кредитних стандарда и нижу тражњу за кредитима, ипак је највише утицала да износ отплате доспелих кредита премаши износ новоодобрених. У Т3 је одобрено за око 5% мање нових кредита него у Т2, док је у односу на исти период претходне године износ мањи за трећину. Смањено је одобравање по основу свих врста кредита, при чему су међу новоодобреним кредитима најзаступљенији били кредити за обртна средства и инвестициони кредити. С обзиром на то да је програм субвенционисаног кредитирања привреде обустављен још у марту, банке нису током Т3 одобравале те кредитне.

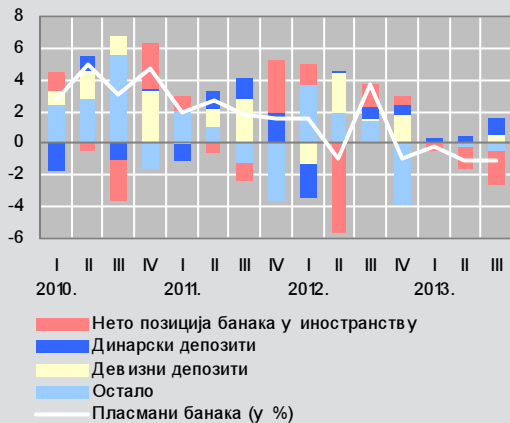
За разлику од привреде, кредитирање становништва наставило је да расте у Т3. Када се искључи ефекат промене девизног курса, кредити становништву повећани су за 6,8 млрд динара, или 1,6%. Највише је

одобрено готовинских кредита, пре свега динарских. Стамбени и потрошачки кредити су коришћени у нешто мањој мери него у Т2. Задуживање грађана по основу најскупљих видова кредитирања (прекорачења на текућим рачунима и задуживање по основу кредитних картица) благо је повећано у поређењу с Т2. Субвенционисано кредитирање становништва настављено је и у Т3, када су банке одобриле 3,3 млрд динара стамбених кредита уз субвенцију државе.

Учешће динарских пласмана у укупним пласманима привреди и становништву у односу на јун смањено је за 0,2 п.п. и у септембру је износило 27,3%. Учешће динарских пласмана код становништва наставило је да расте и у септембру је у односу на јун повећано за 0,9 п.п. (на 37,4%). Код привреде оно је смањено за 1,0 п.п. (на 21,3%).

Учешће *NPL* у укупним кредитима, рачунато по бруто принципу, повећано је за 1,1 п.п. у односу на јун и у септембру је износило 21,1%. Учешће *NPL* код привреде повећано је за 2,3 п.п., на 23,5%, а код становништва за 0,1 п.п., на 9,4%. Народна банка Србије је изменама регулативе из децембра 2012. године донела мере усмерене на решавање проблема акумулираних *NPL*. Те мере омогућавају уступање

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

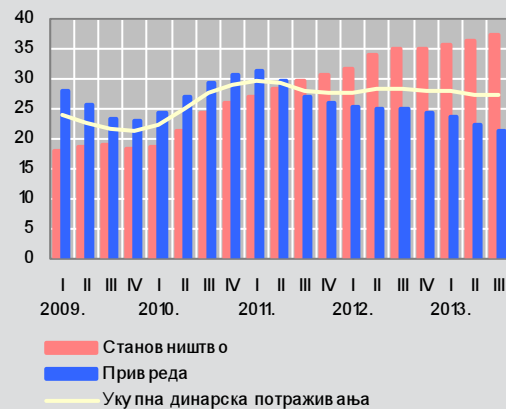


Извор: НБС.

\* Кредити немонетарним секторима искључујући ефекат промене курса.

И поред раста домаћих депозита, раст нето потраживања банака од иностранства определио је кретање кредитне активности.

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



Извор: НБС.

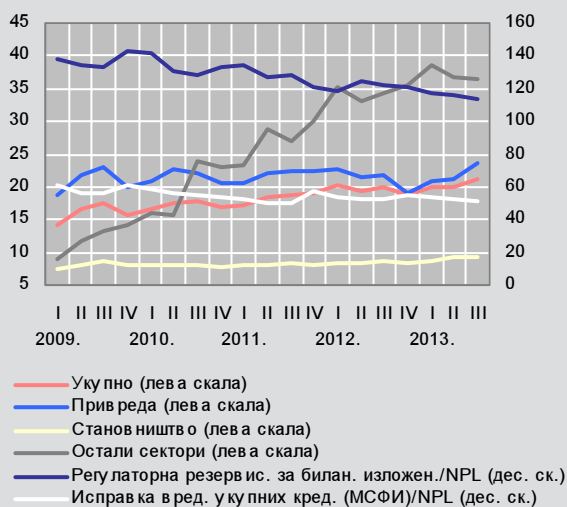
\* Искључујући ефекат промене курса.

Током Т3 степен динаризације потраживања од становништва је повећан, док је код привреде смањен.

доспелих потраживања банке лицима ван финансијског сектора и треба да допринесу ослобађању средстава (претходно формираних резерви за кредитне губитке) за финансирање добрих пројеката и клијената. У периоду од јануара до октобра 2013. године, на основу информација које је Народна банка Србије добила од банака, укупан износ уступљених потраживања износио је 27,7 млрд динара (приближно 242 млн евра). Када се изузму потраживања која остају у банкарском сектору Србије, кроз уступања другим банкама, уступљена потраживања у посматраном периоду износила су 19,9 млрд динара. Имајући у виду наведено, извесни ефекти мера већ су остварени, али се њихов пун ефекат очекује у наредном периоду.

И поред високог учешћа *NPL* у укупним кредитима, коефицијент адекватности капитала од 19,9% у септембру указује да стабилност домаћег банкарског сектора није нарушена. Исправка вредности укупних кредита у септембру је износила 51,2% *NPL*, а регулаторна резервисања за билансну изложеност у потпуности покривају износ бруто *NPL* и у септембру су износила 113,9%.

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



Извор: НБС.

Учешће *NPL* у укупним кредитим повећано је у Т3.

## 2. Кретања на девизном тржишту и курс динара

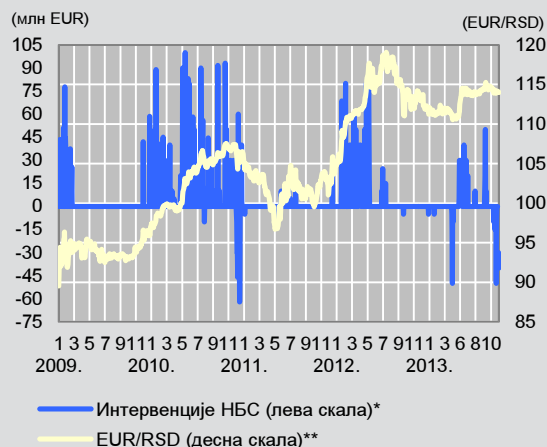
*Након депрецијације у Т2, курс динара је у Т3 био релативно стабилан.*

Прву половину Т3 обележило је стабилно кретање курса динара. Након тога, средином августа појавили су се депрецијацијски притисци, који су интензивирани у првој, а ослабили у другој половини септембра. Тако је крајем Т3 динар био незнатно слабији према евр (за 0,4%) у односу на крај јуна. Просечна вредност динара према евр је у Т3 у односу на Т2 била нижа за 1,8%.

Слабљење динара према евр, али и слабљење долара према евр, допринело је да динар према долару у просеку депрецира за свега 0,3%, док је посматрано крајем периода динар ојачао према долару за 3,0%.

У складу с таквим кретањима, номинални ефективни курс динара<sup>14</sup> је у Т3 у просеку ослабио за 1,5%. Номинална депрецијација курса, уз пад домаћих и раст иностраних цена, утицала је да реални

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



Извор: НБС.

\* + продаја; - куповина.

\*\* 1 EUR у RSD.

Након слабљења крајем Т2, курс динара се у Т3 стабилизовао на вишем нивоу.

<sup>14</sup> Израчунат као геометријски просек номиналних курсева EUR/RSD и USD/RSD, с пондерима 0,8 и 0,2, респективно, тј. према формули  $(EUR/RSD^{0,8}) * (USD/RSD^{0,2})$ .

ефективни курс динара у просеку депрецира за 1,4% (1,6% према еврџу и 0,7% према долару).

Након јунске нестабилности изазване неизвесношћу у вези с будућом политиком квантитативних олакшица ФЕД-а, кретања на девизним тржиштима земаља централне и источне Европе су се стабилизовала у јулу. Почев од средине августа поново су се јавили депрецијацијски притисци подстакнути куповином девиза од стране нерезидената након исплате дивиденди НИС-а. Крајем месеца они су појачани и неизвесношћу на глобалном нивоу због ишчекивања септембарског састанка ФЕД-а и одлуке о могућем смањењу обима квантитативних олакшица. Одлагање одлуке о њиховом смањењу одразило се и на попуштање притисака на домаћем девизном тржишту у другој половини септембра, када се вредност динара вратила на ниво с почетка септембра.

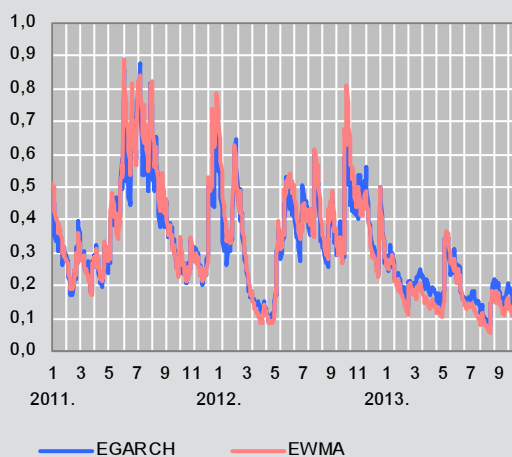
Домаћи фактори додатно су определили кретање динара у ТЗ. Позитивне тенденције у спољнотрговинској размени, али и раст задужења привреде у иностранству утицали су да нето продаја девиза домаћим предузећима у ТЗ буде упола мања у односу на претходно тромесечје. Истовремено,

забележен је већи прилив по основу СДИ у поређењу с претходним тромесечјем, док је нето откуп ефикативности од мењача и физичких лица, иако смањен, и даље виши од просека из претходних година.

На МДТ-у је у току ТЗ просечан дневни промет износио 30,0 млн евра, што је најнижа вредност забележена у последње три и по године. Промет је био релативно уједначен током сва три месеца. Осцилирање девизног курса, мерено методама *EWMA*<sup>15</sup> и *EGARCH*<sup>16</sup>, било је у складу с кретањем промета на МДТ-у. Тако је током целог тромесечја осцилирање курса било на ниском нивоу, при чему је најнижа вредност забележена у августу.

Народна банка Србије интервенисала је током ТЗ укупном продајом 120,0 млн евра на МДТ-у, и то по једном почетком и крајем јула, као и неколико пута средином септембра, како би ублажила прекомерне дневне осцилације курса динара. Такође, наставила је са организовањем тромесечних и двонедељних девизних своп аукција. На тромесечним своп аукцијама укупно је продала и купила по 6,0 млн евра, а на двонедељним по 15,0 млн евра.

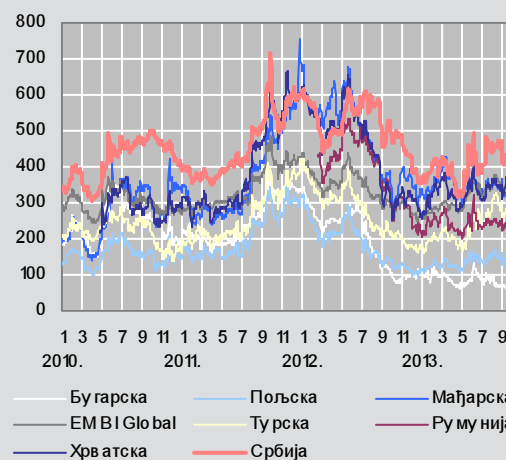
Графикон IV.2.2. Краткорочна волатилност курса динара према еврџу (у %)



Извор: НБС.

Осцилације курса динара према еврџу бележиле су ниске вредности током ТЗ.

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



Извор: JP Morgan.

Кретање EMBI за Србију пратило је регионалну динамику, уз нешто израженије осцилације у оба смера.

<sup>15</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>16</sup> *EGARCH* (Exponential General Autoregressive Conditional Heteroskedastic) – метод оцене условне варијансе који приказује асиметричан ефекат позитивних и негативних шокова на оцену условне варијансе.

После објаве мера фискалне консолидације, у октобру је, први пут након четири месеца, знатније порасло учешће нерезидената на примарном тржишту државних ХоВ. То је допринело благом јачању динара према еврџ (0,5%), а Народна банка Србије је интервенисала на МДТ-у, укупном куповином 165,0 млн евра.

Кретање премије ризика земаља у региону, мерене *EMBI*, у највећој мери одражавало је ишчекивања и реакције тржишта на монетарну политику ФЕД-а. Тако је, након почетног пада, вредност *EMBI* била стабилна током јула, да би у ишчекивању новог састанка, на крају месеца поново била повећана. Оштар, али за већину земаља привремен пад, уследио је средином септембра после неочекиване одлуке ФЕД-а да задржи постојећи обим квантитативних олакшица.

Вредности *EMBI* за Србију пратиле су регионалну динамику, уз нешто израженије промене у оба смера у односу на друге земље. Наиме, оне су биле појачане утицајем домаћих фактора: позитивном вешћу да се покрећу преговори о чланству Србије у

ЕУ и да ће прва међувладина конференција бити одржана најкасније у јануару 2014. и, с друге стране, неповољним оценама о стању у јавним финансијама. Тако је вредност *EMBI* за Србију на крају септембра износила 432 б.п., или за 8 б.п. мање него на крају јуна. Већи пад забележиле су премије ризика Бугарске (49 б.п.), Румуније (29 б.п.) и Мађарске (23 б.п.). На нивоу просека тромесечја, вредност *EMBI* за већину земаља у региону је повећана, највише за Турску (67 б.п.) и Србију (50 б.п.).

Крајем октобра вредност *EMBI* за Србију је износила 430 б.п. и у односу на крај септембра смањена је за 2 б.п. Рејтинг агенција *Standard & Poor's* потврдила је у октобру кредитни рејтинг Србије на нивоу *BB-*, уз задржавање негативних изгледа.

Од осталих валута земаља региона са сличним режимом девизног курса, турска лира и мађарска форинта су у Т3 ослабиле више од динара (8,6% и 1,1%, респективно, наспрам 0,4%), док су пољски злот и чешка круна ојачали (2,7% и 0,8%, респективно).

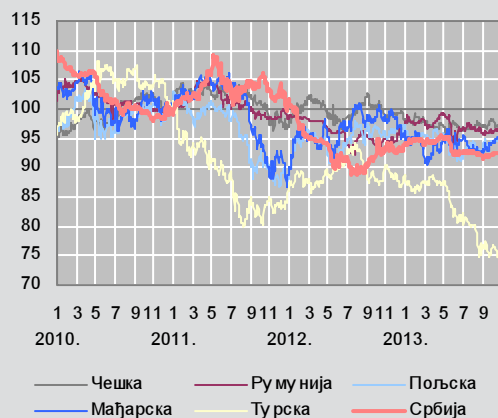
## Прилив капитала из иностранства

*Прилив капитала у Т3 остварен је по основу СДИ и кредитног задуживања државе и предузећа, док је одлив забележен по основу портфолио инвестиција и смањења кредитних обавеза Народне банке Србије и банака.*

Нето прилив остварен по основу СДИ у Т3 је износио 223,8 млн евра, што представља највећи тромесечни прилив остварен 2013. године. Тиме је од почетка године по основу остварен укупан нето прилив од 518,1 млн евра. Током Т3 највише је улагано у прерађивачку индустрију (24,3%), финансијску делатност (22,1%) и предузећа која се баве трговином на велико и мало (21,5%).

По основу портфолио инвестиција забележен је нето одлив у укупном износу од 109,3 млн евра, док је посматрано од почетка године по овом основу остварен прилив од 945,6 млн евра, пре свега због задуживања државе емисијом еврообвезница на

Графикон IV.2.4. Кретање курсова одређених националних валута према еврџ\*  
(дневни подаци, 31. 12. 2010 = 100)

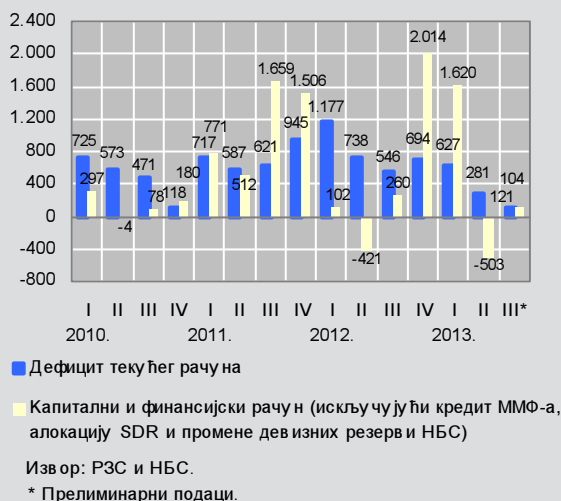


Извор: НБС и веб-сајтови централних банака.

\* Раст представља апрецијацију.

Посматрано крајем периода, динар је био међу валутама које су забележиле најмању промену вредности у Т3.

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



■ Дефицит текућег рачуна

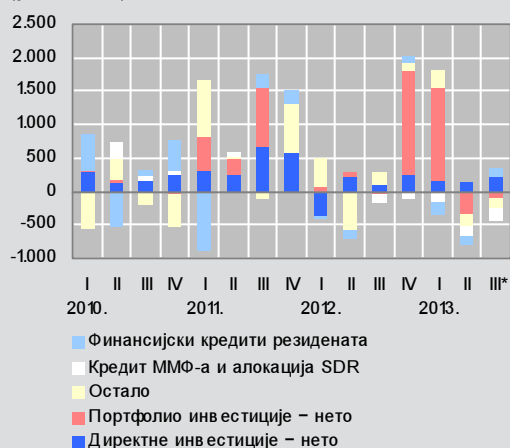
■ Капитални и финансијски рачун (искључујући кредит ММФ-а, алокацију SDR и промене девизних резерви и НБС)

Извор: РЗС и НБС.

\* Прелиминарни подаци.

Иако је прилив капитала у Т3 био скроман, није било већих притисака на девизном тржишту због изузетно ниског дефицита текућег рачуна.

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



■ Финансијски кредити резидената

■ Кредит ММФ-а и алокација SDR

■ Остало

■ Портфолио инвестиције - нето

■ Директне инвестиције - нето

Извор: РЗС и НБС.

\* Прелиминарни подаци.

Нето одлив капитала био је знатно нижи у односу на Т2, захваљујући приливу по основу СДИ и задуживања по основу финансијских кредита.

Најава мера консолидације јавних финансија Србије и одлагање одлуке о смањењу обима квантитативних олакшица у септембру позитивно су се одразили на перцепцију страних инвеститора за улагања на домаћем тржишту ХоВ. Назнаке повећања њиховог присуства на домаћем тржишту, које су се појавиле крајем Т3, потврђене су октобарским кретањима.

Резиденти су се по основу финансијских кредита у току Т3 нето задужили према иностранству за 136,5 млн евра, док су се од почетка године нето раздужили за 183,5 млн евра. Највише су повећане нето обавезе државе, и то за 269,8 млн евра, при чему се 233,1 млн евра односи на кредит Владе Руске Федерације за подршку буџету, а остатак на коришћење кредита ЕИБ-а и Развојне банке Савета Европе. Задужење државе по том основу је од почетка године повећано за 473,5 млн евра. Предузећа су у Т3 нето повећала своје обавезе по основу финансијских кредита за 45,9 млн евра, док су се од почетка године нето раздужила за 99,2 млн евра. Банке су у Т3 смањиле своје нето обавезе према иностранству за додатних 179,1 млн евра, тако да је од почетка године по овом основу забележен одлив од 557,9 млн евра.

Задуживање предузећа по основу трговинских кредита повећано је за 42,1 млн евра.

Народна банка Србије је на име сервисирања обавеза према иностранству током Т3 извршила плаћања у укупном износу од 180,3 млн евра, од чега се највећи део (175,3 млн евра) односи на редовну отплату дуга према ММФ-у. Тиме је износ кредита враћених овој институцији у 2013. достигао износ од 469,8 млн евра.

### 3. Агрегатна тражња

*Раст агрегатне тражње у Т3 у потпуности је вођен растом нето извоза, док је домаћа тражња и у Т3 наставила да опада.*

Након пада забележеног у Т2 (0,5% дсз.), у току Т3 агрегатна тражња је остварила раст од 1,1%. Као и у претходном тромесечју, позитиван допринос расту агрегатне тражње потиче од нето извоза (1,6 п.п.), који је порастао 8,2%, док је домаћа тражња поново била у паду (0,4%) и негативно допринела са 0,5 п.п. Тиме је настављена тенденција структурног прилагођавања привреде, тј. економског раста

међународном финансијском тржишту. Пад интересовања нерезидената за улагања у државне ХоВ и њихова уздржаност у погледу улагања у домаће ХоВ била је присутна током већег дела Т3.

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



Извор: РЗС и прерачуни НБС.

\* Процена НБС.

Расту БДП-а у Т3 је, поред нето извоза, допринело и повећање државне потрошње.

Графикон IV.3.2. Потрошња домаћинства (дсз. подаци, П1 2008 = 100)



Извор: РЗС и прерачуни НБС.

\* Процена НБС за Т3 2013. године.

Тренд пада потрошње домаћинства, присутан од почетка године, настављен је у Т3.

заснованог на повећању нето извоза и смањењу потрошње.

Према процени Републичког завода за статистику, у Т3 је забележен раст укупне тражње и на мг. нивоу од 3,2%. Нето извоз је наставио са снажним мг. растом (33,5%) и позитивно допринео укупној тражњи са 7,8 п.п. Тако је у потпуности надокнађен негативан допринос домаће тражње од 4,6 п.п., која је у Т3 забележила пад од 3,7% мг.

Захваљујући повољним трендовима у спољној трговини од почетка године, који су изнад очекивања изнетих у августовском Извештају о инфлацији, пројекција раста агрегатне тражње за текућу годину задржана је на око 2,0%, упркос снажном паду инвестиционе активности. Процењујемо да ће годишњи раст у потпуности бити вођен нето извозом (5,7 п.п.), на шта указује реалан раст робног извоза у првих девет месеци од чак 22,0% мг. и скроман реалан раст робног увоза од 4,7% мг. С друге стране, све компоненте домаће тражње ће у 2013. негативно допринети укупној тражњи са 3,7 п.п.

## Домаћа тражња

Главни узрок пада домаће тражње у Т3 биле су потрошња домаћинства и приватне инвестиције.

Приватна потрошња је, према нашој процени, наставила пад и у Т3 (2,3% мг.) и негативно допринела кретању укупне тражње са 1,8 п.п. Највећа препрека расту приватне потрошње остају висока незапосленост и ниска примања становништва.

Пад приватне потрошње од 0,8% дсз. забележен је и на тромесечном нивоу. На то указује кретање промета у трговини на мало (који је смањен 6,1% дсз.) и угоститељству, као и пад прихода од ПДВ-а.

Посматрано са становишта извора потрошње, реалан пад бележе плате и пензије, а најављене мере фискалне консолидације које се односе на смањење натпросечних зарада у јавном сектору и индексацију плата и пензија одложиће опоравак потрошње. На пад приватне потрошње могло би да утиче и најављено повећање посебне стопе ПДВ-а.

Приватне инвестиције су у Т3, према нашој процени, биле у снажном мг. паду од 11,3% и дале највећи негативан допринос кретању агрегатне тражње (2,6 п.п.). На тромесечном нивоу, инвестициона активност приватног сектора се у Т3 смањивала знатно споријим темпом (1,0% дсз.) него у Т2.

На смањење инвестиционе активности у Т3 указују готово сви индикатори. Настављен је пад активности у

Табела IV.3.1. Индикатори кретања инвестиција

	2012.		2013.		
	III	IV	I	II	III
<b>Реални показатељи</b> (дсз. подаци, тромесечни раст, у %)					
Грађевинарство	-13,5	-14,1	-6,0	-16,5	-1,6*
Индустријска производња капиталних производа (физички обим)	4,4	-1,7	29,5	5,2	4,4
Извоз средстава за рад**	-3,9	0,3	9,2	-14,3	13,1
Увоз средстава за рад**	-1,8	-8,0	2,2	-3,8	-7,6
Залихе капиталних производа	1,8	3,1	-1,0	5,6	-1,9
Индустријска производња интермедијарних производа (физички обим)	-6,8	-1,5	-0,6	1,8	2,3
Извоз интермедијарних производа**	-4,5	0,3	4,3	2,7	18,3
Увоз интермедијарних производа**	-1,1	0,8	0,6	-2,5	1,7
Залихе интермедијарних производа	-3,1	2,1	4,7	2,8	4,3
Индустријска производња грађевинског материјала (физички обим)	-3,1	-1,2	-5,7	-7,4	-0,5
Залихе грађевинског материјала	2,1	0,7	-4,7	-0,3	-1,0
Инвестиције државе***	-6,9	9,1	-23,8	-2,1	6,1

\* Процена НБС.

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

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

сектору грађевинарства и производњи грађевинског материјала. Такође, друго тромесечје заредом смањен је увоз средстава за рад. С друге стране, дошло је до пада кредита привреди, али и раста прилива СДИ и благог повећања задуживања предузећа у иностранству.

**Потрошња државе** је, након једногодишњег пада, у Т3 виша за 1,6% дсз. (допринос 0,3 п.п.), на шта указује реални раст расхода за набавку робе и услуга, док су, с друге стране, издаци за зараде у јавном сектору смањени. Благ раст државне потрошње од 1,4% забележен је и на мг. нивоу (допринос 0,3 п.п.). Ипак, у складу с најављеним мерама фискалне консолидације, очекује се пад ове категорије тражње у наредном периоду.

**Државне инвестиције** су, имајући у виду кретање консолидованих капиталних расхода државе, успориле мг. пад на 13,5%, док су на тромесечном нивоу стагнирале (-0,1% дсз.). Иако је у периоду споријег економског раста повећање инвестиција државе пожељно, оно ће у наредном периоду бити веома ограничено због процеса фискалне консолидације.

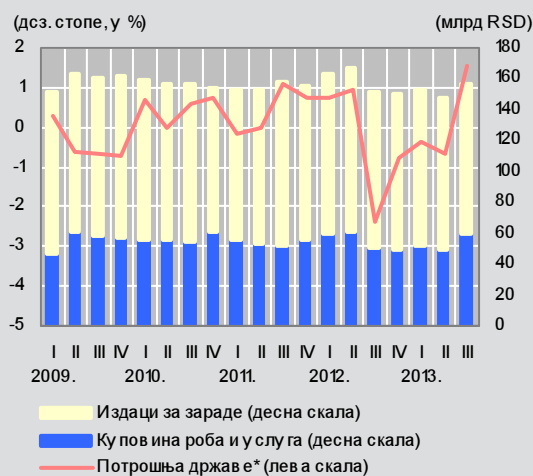
## Нето екстерна тражња

*Нето екстерна тражња је у Т3 наставила да позитивно доприноси расту агрегатне тражње, захваљујући наставку раста извоза прерађивачке индустрије и опоравку извоза пољопривредних производа.*

Наставак снажног реалног раста извоза у Т3 од 12,0% дсз., и поред убрзања реалног раста увоза (6,2% дсз.), водио је повећању нето екстерне тражње од 8,2% дсз. Убрзање реалног раста извоза и увоза настављено је и на мг. нивоу (34,6% и 10,6%, респективно), тако да је нето екстерна тражња у Т3 била за 33,5% виша у односу на исти период претходне године. Такав раст нето извоза резултат је наставка експанзије у аутомобилској индустрији и опоравка извоза пољопривреде, као и ефекта супституције увоза нафтних деривата.

На даљу експанзију извоза указује раст робног извоза израженог у еврима у Т3 од 17,1% дсз. Највећи допринос расту робног извоза и даље потиче од извоза моторних возила, који је у Т3 порастао 38,0% дсз., док је његово учешће у укупном извозу достигло

Графикон IV.3.3. Потрошња државе (реални износи)



Извор: РЗС, Министарство финансија и прерачу у НБС.

\* Процена НБС за Т3 2013. године.

*Раст државне потрошње резултат је повећања расхода за куповину робе и услуга.*

18,7%. Вредност извоза компаније „Фијат аутомобили Србија“ у првих девет месеци 2013. износила је 1,1 млрд евра и за сада је у складу с нашом пројекцијом.

У Т3 је забележен и снажан раст извоза пољопривредних производа од 139,8% дсз. Најзначајнији извозни пољопривредни производ била је пшеница, које је количински извезено скоро три пута више него у истом периоду прошле године. Од септембра приметан је и раст извоза кукуруза, што је резултат доласка новог, квалитетнијег рода.

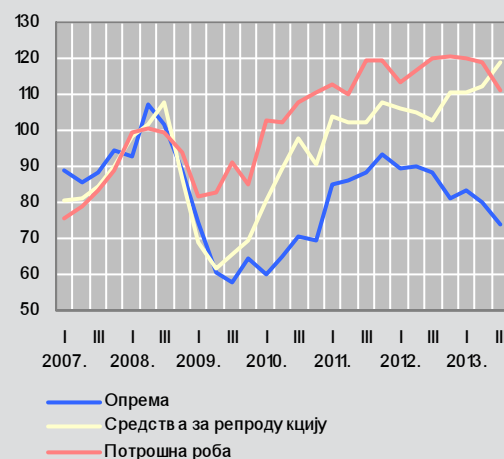
Добри резултати у пољопривредној производњи утицали су и на опоравак прехранбене индустрије, која је такође остварила раст извоза од 8,9% дсз. у Т3. Позитиван допринос расту извоза и даље потиче од извоза основних метала, електричне опреме и одевних предмета. С друге стране, у Т3 је забележен пад извоза фармацеутских производа, обојених метала и осталих машина и опреме.

Робни увоз изражен у еврима порастао је у Т3 3,1% дсз. Тромесечни раст од 6,0% дсз. остварен је код увоза репроматеријала, док је увоз опреме био нижи

за 7,6% дсз., а потрошних добара за 6,4% дсз. Посматрано по намени, раст је остварен код увоза

Графикон IV.3.5. Кретање главних компоненти увоза

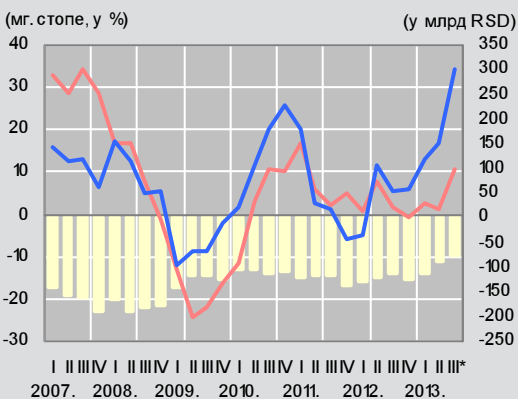
(дсз. подаци, П1 2008 = 100)



Извор: РЗС и прерачуни НБС.

Увоз средстава за репродукцију наставио је дсз. раст у Т3, док су увоз опреме и потрошних добара били у паду.

Графикон IV.3.4. Извоз и увоз робе и услуга (у сталним ценама претходне године, реф. 2005)



Извор: РЗС и прерачуни НБС.  
\* Процена НБС.

Нето извоз је и у Т3 наставио снажан м.г. раст и позитивно допринео расту тражње.

Нето извоз је и у Т3 наставио снажан м.г. раст и позитивно допринео расту тражње.

Графикон IV.3.6. Кретање индикатора екстерне тражње и извоза Србије

(2008 = 100) (дугорочни просек = 100)



Извор: Европска комисија, РЗС и НБС.

\* Без аутомобилске индустрије.

Опоравак економске активности најзначајнијих трговинских партнера допринио расту домаћег извоза.

енергије (10,3% дсз.) и интермедијарних производа (5,4% дсз.), док је увоз трајних производа за широку потрошњу био у паду 10,7% дсз.

Индикатори платнобилансне позиције су у Т3 наставили да се побољшавају. Извоз робе у септембру је био 67,0% виши у односу на преткризни ниво<sup>17</sup>, док се увоз и даље налазио испод тог нивоа (2,9%). Такође, покривеност увоза извозом је и у Т3 наставила да се повећава и у септембру је забележила рекордан ниво од 71,0%<sup>18</sup>.

Растући тренд домаћег извоза у складу је и с кретањем индикатора екстерне тражње Србије<sup>19</sup>, који је у Т3 остварио раст. Тај раст се може повезати са започетим опоравком економске активности код великог броја наших најзначајнијих спољнотрговинских партнера.

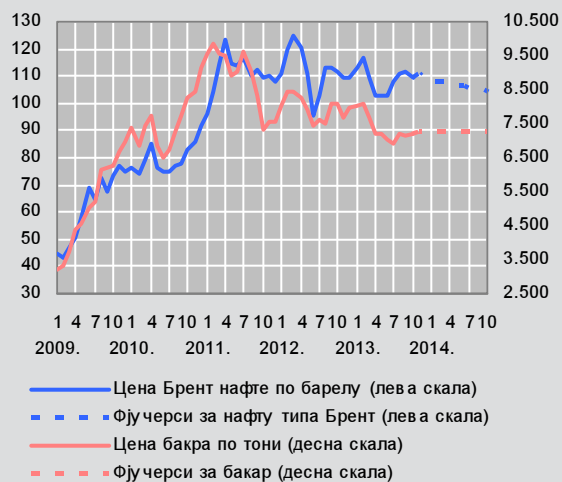
Цена нафте типа брент је у Т3 у просеку била виша 6,8% у односу на Т2. Раст цене, који је започет крајем

јуна, трајао је до септембра и био је вођен пре свега заостравањем геополитичких тензија у Египту и Сирији. Са смиривањем тих тензија и неизвесности око фискалних кретања у САД, цена нафте је у септембру пала на око 110,0 долара за барел и око тог нивоа се кретала и у октобру.

Светска цена бакра је у Т3 била на сличном просечном нивоу као и у Т2. Пад цене у јулу био је последица глобалне неизвесности на робним тржиштима, док је повећана тражња из Кине утицала на раст цене током августа и септембра и њен повратак на ниво с краја Т2.

Снажан пад цена житарица од 16,3% у Т3 у највећој мери је определио кретање индекса светских цена хране, који је у септембру био 5,1% нижи у односу на јун. Поред житарица, пале су и цене уља, док су остале компоненте индекса (месо, млеко и шећер) оствариле благ раст.

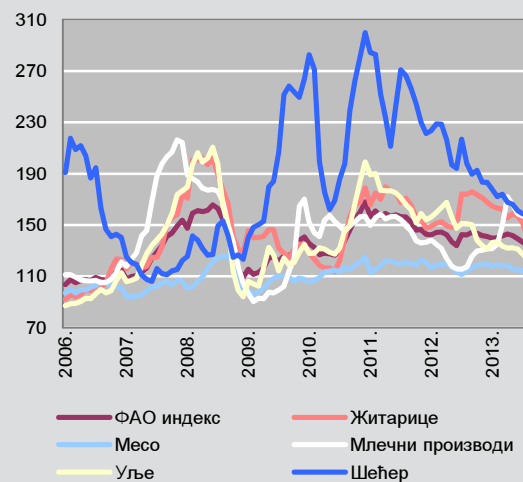
Графикон IV.3.7. Кретање цена нафте и бакра (просечне месечне цене, у USD)



Извор: Блумберг.

Светске цене нафте су у Т3 забележиле раст због заостравања геополитичких тензија на Блиском истоку.

Графикон IV.3.8. Индекс светских цена хране (реално, 2002 - 2004 = 100)



Извор: ФАО, УН.

Током Т3 настављен је пад индекса светских цена хране, вођен нижим ценама житарица након добре пољопривредне сезоне.

<sup>17</sup> П1 2008. године.

<sup>18</sup> 12-месечни покретни просек.

<sup>19</sup> Водећи индикатор екстерне тражње за извозом Србије конструисан је на основу кретања водећег индикатора економске климе Европске комисије (ESI). Обухвата 20 земаља наших најзначајнијих спољнотрговинских партнера, где су пондери њихова учешћа у извозу Србије.

## Осврт 2: Утицај нових мера економске политике на главне макроекономске показатеље у 2014. години

Влада је у октобру представила нове мере економске политике<sup>1</sup> којима би требало да се обезбеди одрживост јавних финансија. Те мере обухватају: смањење броја запослених, увођење тзв. „солидарног пореза“ на нето примања у јавном сектору (20% на примања изнад 60.000 динара, односно 25% на примања изнад 100.000 динара), повећање посебне стопе ПДВ-а (са 8% на 10% за егзистенцијалне производе, односно 20% за информатичку опрему и хотелске услуге), реструктурирање јавних предузећа и смањење субвенција тим предузећима, уштеде у домену куповине робе и услуга, рефинансирање раније узетих скупљих кредита и побољшање пословног амбијента. Према нашој процени, реализација тих мера имала би за ефекат буџетски дефицит који је за око 1,5% БДП-а мањи од дефицита који би био остварен без тих мера. Питање које се поставља јесте утицај тих мера на главне макроекономске показатеље, тј. инфлацију, БДП и платни биланс, следеће године.

Директан утицај на инфлацију имаће повећање посебне стопе ПДВ-а, које ће се у мг. стопи инфлације задржати годину дана. Према нашој процени, једнократни ефекат тог повећања на инфлацију, под претпоставком да цене производа и услуга на које је повећан ПДВ порасту за пун износ повећања пореза, износиће 0,7 п.п. Међутим, приликом израде пројекције инфлације претпоставили смо да ће један део повећања ПДВ-а бити апсорбован смањењем трговачких маржи (изузев у случају регулисаних цена, где је претпостављен пренос од 100%), тј. да ће тај пренос износити 60% на цене хране (досадашње искуство), односно 80% на цене информатичке опреме и хотелских услуга (већи проценат преноса претпостављен је због релативно веће вредности тих производа/услуга и веће промене ПДВ-а у односу на прехранбене производе). Под тим претпоставкама, једнократан ефекат ове мере на инфлацију износио би 0,5 п.п. Секундарни (индиректни) ефекти повећања ПДВ-а на цене биће мали, тј. ограничени могућношћу произвођача да повећају цене у условима ниске домаће тражње.

Утицај нових мера економске политике на БДП одразиће се у кратком року на смањење потрошње домаћинства и државе. Према нашој процени, негативан допринос потрошње домаћинства БДП-у следеће године износиће 0,9 п.п., а потрошње државе око 0,1 п.п.

Најављене мере требало би да допринесу да следеће године не дође до повећања дефицита текућег рачуна платног биланса. Наиме, иако ће трошкови камата бити већи, спровођење фискалне консолидације требало би за резултат да има мањи увоз потрошних добара и репроматеријала, чиме би се компензовало повећање трошкова камата.

Иако се чини да у кратком року превладавају негативни ефекти нових мера економске политике, оне су неопходне ради одржања фискалне стабилности, тј. као услов за макроекономску стабилизацију. Значај њиховог спровођења посебно се не може пренагласити у условима повећане неизвесности која долази из екстерног окружења, када и најмања сумња у одрживост јавних финансија може знатно повећати аверзију инвеститора према улагању у одређену земљу у развоју. Поред тога, у дужем року, спровођење тих мера резултираће побољшањем инвестиционе климе, а тиме и већим економским растом.

<sup>1</sup> Мере су објављене у Фискалној стратегији за 2014. с пројекцијама за 2015. и 2016. годину.

## 4. Економска активност

*Захваљујући наставку позитивних трендова у пољопривреди и појединим гранама индустрије у ТЗ, БДП је забележио раст од 1,1% дсз. упркос неповољним кретањима у секторима грађевинарства и трговине.*

Према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, економска активност је у ТЗ забележила раст од 3,2% у односу на исти период претходне године, чиме је настављен тренд опоравка од почетка године.

Посматрано у односу на претходно тромесечје, БДП је у ТЗ забележио раст од 1,1% дсз., док је истовремено економска активност, мерена НДВ-ом, повећана 0,9% дсз. То је убрзало повратак економске активности преткризном нивоу<sup>20</sup>, па је она у ТЗ била нижа 1,0%, мерено БДП-ом, и 1,7%, мерено НДВ-ом.

Индустријска производња је у ТЗ убрзала раст у односу на претходно тромесечје. Раст физичког обима индустријске производње од 5,0% дсз. у највећој мери је био вођен растом у сектору снабдевања електричном енергијом, гасом и паром од 18,1% (допринос 3,6 п.п.). У секторима рударства и прерађивачке индустрије остварен је раст од 3,2% дсз. и 1,4% дсз., респективно, и њихов допринос расту укупне индустрије износи 0,4 п.п. и 1,1 п.п., респективно.

Успоравање раста прерађивачке индустрије последица је сезонски смањене динамике производње и приближавања пуном производном капацитету у производњи моторних возила и нафтних деривата, грана које су у претходном периоду највише подстицале раст. Тромесечни раст у производњи моторних возила је успорен и износи 5,0%, док је у производњи деривата нафте забележен пад од 4,5%.

Највећи позитиван допринос расту физичког обима потиче од производње хемијских производа, основних метала и производа од гуме и пластике. Такође, добра сезона у пољопривреди утицала је на опоравак производње прехранбених производа. С друге стране, највећи негативан допринос дала је производња дуванских производа и производа од метала.

Поред индустријске производње, позитиван допринос тромесечном расту БДП-а у ТЗ потиче и од сектора пољопривреде и информисања и комуникација (0,1 п.п. и 0,4 п.п., респективно).

Негативан допринос, с друге стране, очекује се од смањења активности у сектору грађевинарства, који је у ТЗ, према нашој процени, забележио пад од 1,6% дсз., на шта указује смањење физичког обима производње грађевинског материјала. Такође, тромесечни пад промета у трговини на мало од 6,1% дсз. упућује на смањену активност у сектору трговине.

Раст БДП-а на мг. нивоу је у ТЗ, слично као у претходном тромесечју, био вођен растом пољопривредне (1,8 п.п.) и индустријске производње (1,0 п.п.). С друге стране, сектор грађевинарства, који је у паду последњих пет тромесечја, наставио је да негативно доприноси расту БДП-а (-1,1 п.п.). Такође, негативан допринос потиче и од активности у сектору трговине (0,3 п.п.), мада мањи него у П1.

Физички обим индустријске производње је у ТЗ убрзао мг. раст на 10,5%. Сва три сектора индустрије

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

*Индустријска производња је наставила раст и у ТЗ, док је промет у трговини на мало био у паду.*

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

су позитивно допринела расту физичког обима, при чему је највећи допринос (6,4 п.п.) дала прерађивачка индустрија, која је порасла 8,4%. Сектор снабдевања електричном енергијом, гасом и паром порастао је 20,5%, а рударства 7,5% п.п., чиме су позитивно допринели расту физичког обима укупне индустрије са 3,2 п.п. и 0,8 п.п., респективно.

Снажан п.п. раст физичког обима производње настављен је и у областима производње моторних возила (172,0%) и деривата нафте (149,8%), које су дале највеће позитивне доприносе у оквиру прерађивачке индустрије. Од осталих области, позитивне трендове у ТЗ бележе хемијска и фармацеутска индустрија и производња основних метала.

Према нашој процени, економски раст у 2013. износиће око 2,0%, и биће вођен опоравком пољопривредне (1,5 п.п.) и индустријске производње (0,7 п.п.). С друге стране, снажан пад активности у сектору грађевинарства од 35,0% негативно ће допринети економском расту (-1,2 п.п.).

Повољни временски услови омогућили су раст пољопривредне производње од око 20% у 2013.

години. Према проценама Министарства пољопривреде, остварен је снажан раст производње главних ратарских култура (кукуруз 62,2% и пшеница 45,1%), а опоравак је забележен и у производњи воћа (38,0%) и поврћа (16,4%). Добри резултати у пољопривреди доприносе и нижим инфлаторним притисцима по основу цена хране.

Позитиван допринос расту БДП-а на нивоу 2013, према нашој процени, требало би да дају сви сектори индустрије. У оквиру прерађивачке индустрије, позитиван допринос очекује се по основу наставка експанзије у производњи аутомобила (1,0 п.п.) и нафтних деривата (0,5 п.п.), док ће већина осталих грана дати негативан допринос због и даље спорог економског опоравка у зони евра.

Раст производних потенцијала привреде<sup>21</sup>, започет крајем претходне године, настављен је и у ТЗ, али је економска активност, мерена НДВ-ом, расла брже, што је довело до благог смањења негативног производног јаза. Ипак, он и даље указује на снажне дезинфлаторне притиске по основу ниске агрегатне тражње.

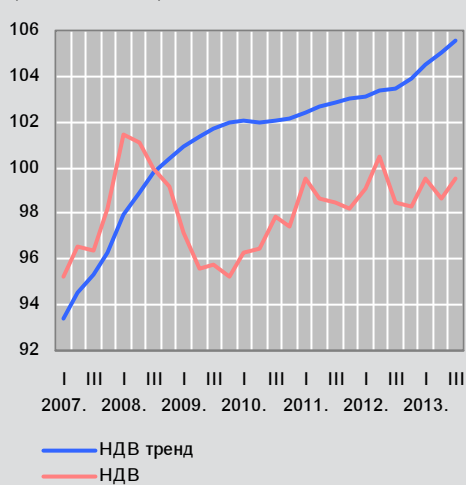
Графикон IV.4.2. Доприноси п.п. стопи раста БДП-а – производна страна (у п.п.)



Извор: РЗС и прерачуни НБС.

Раст активности у пољопривреди и индустрији надјачао је негативне трендове у грађевинарству у ТЗ.

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



Извор: прерачуни НБС.

Опоравак економске активности у ТЗ утицао је на благо затварање негативног производног јаза.

<sup>21</sup> Као апроксимација производних потенцијала користи се тренд НДВ-а оцењен Калмановим филтером.

### Осврт 3: Коришћење претприступних фондова ЕУ

Приступање ЕУ представља стратешки приоритет Србије и подразумева реформе које ће убрзати процес конвергенције привреде Србије и оспособити је да се у средњем року суочи с притисцима конкуренције на тржишту ЕУ. Спровођење тих реформи финансијски подржава и ЕУ инструментом за претприступну помоћ (*Instrument for Pre-Accession Assistance – IPA*). Он је уведен 2007. године као јединствени канал помоћи земљама кандидатима и потенцијалним кандидатима за чланство у ЕУ<sup>1</sup> у испуњавању политичких и економских критеријума и усвајања правних тековина ЕУ. У фискалном циклусу 2007–2013, у буџету ЕУ предвиђено је да ће укупно *IPA* финансирање износити 11,5 млрд евра. Од тога, Србији је намењено 1,4 млрд евра или око 200 млн евра годишње.

*IPA* је бесповратна помоћ ЕУ и претежно се заснива на тзв. принципу додавања – она је додатак на већ издвојена средства у буџету Србије намењена реформама. Од укупно пет компонента, Србија има приступ *IPA* компонентама I и II (помоћ у транзицији и изградњи институција и прекогранична сарадња). Стицањем кандидатуре за чланство у ЕУ марта 2012. Србија је испунила први услов за приступ и преосталим компонентама *IPA* (регионални развој, развој људских потенцијала и рурални развој), док ће други услов испунити акредитацијом децентрализованог система управљања, тј. преношењем управљања *IPA* фондовима с Делегације ЕУ у Србији на националне институције, што се очекује до краја ове године. Приступ преосталим компонентама *IPA* подразумева пројекте у области саобраћаја, регионалног развоја, подршке малим и средњим предузећима, подстицања запошљавања, реформе образовања, развоја пољопривреде и села итд.

Табела О.3.1. Средства намењена Србији према компонентама *IPA*  
(у млн EUR)

<i>IPA</i> компонента	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2007–2013.
I. Помоћ у транзицији и изградњи институција	181,4	179,4	182,5	186,2	189,9	193,8	203,1	1.316,3
II. Прекогранична сарадња	8,2	11,4	12,2	12,4	12,7	12,9	11,6	81,4
III. Регионални развој								
IV. Развој људских потенцијала								
V. Рурални развој								
<b>Укупно</b>	<b>189,7</b>	<b>190,9</b>	<b>194,8</b>	<b>198,7</b>	<b>202,7</b>	<b>206,8</b>	<b>214,7</b>	<b>1.398,3</b>

Извор: Делегација ЕУ у Србији.

Да ли ће се опредељена средства заиста и употребити, зависи од оспособљености јавног и приватног сектора сваке земље за коришћење фондова ЕУ. Србија је до сада била релативно успешна у коришћењу претприступних фондова ЕУ, посебно у поређењу с другим земљама западног Балкана. Процењује се да је Србија у шестогодишњем периоду 2007–2012. уговорила коришћење *IPA* средстава у вредности од 1,3 млрд евра<sup>2</sup>. Реализација је била мања (765,3 млн евра<sup>3</sup>), али треба имати у виду да је за реализацију потребно време и да може трајати и до две године од момента потписивања уговора.

Искуства других земаља током процеса придруживања ЕУ показују да је управо успех у коришћењу претприступних фондова од кључног значаја за стварање капацитета да се ефикасно апсорбују по обиму много значајнија средства структурних фондова која су намењена чланицама ЕУ<sup>4</sup>. Према средњорочној финансијској перспективи ЕУ за период 2007–2013, горња граница за средства структурних фондова за сваку државу чланицу одређена је на нивоу од 3,6% њеног БДП-а. С обзиром на то, Србија би, да је чланица ЕУ, са садашњим нивоом БДП-а могла да добије око 1,2 млрд евра годишње да подржи развој своје економије.

<sup>1</sup> Кандидати (Србија, Црна Гора, Македонија, Турска и Исланд) и потенцијални кандидати за чланство у ЕУ (Босна и Херцеговина и Албанија).

<sup>2</sup> Подаци Информационог система за координацију развојне помоћи у Републици Србији.

<sup>3</sup> Исто.

<sup>4</sup> Тако ће нпр. Бугарска у периоду 2007–2013. године добити око 7,0 млрд евра, Словенија око 4,2 млрд евра, а Немачка око 26 млрд евра.

За наредну средњорочну финансијску перспективу 2014–2020, Влада и Европска комисија припремају Стратегију за Србију (*Country Strategy Paper*), која ће обезбедити стратешки оквир за нови инструмент претприступне помоћи *IPA II*. Иако ће нови седмогодишњи буџет ЕУ по свему судећи бити први пут мањи у укупној вредности у односу на претходни, Европска комисија је за *IPA II* предложила исти износ као за *IPA I*. Очекујемо да ће Србија, која је и до сада имала релативно високу стопу апсорпције претприступних фондова, стицањем статуса кандидата за чланство у ЕУ прошле године и увођењем децентрализованог система управљања до краја ове године бити још успешнија у наредном периоду. То ће бити најбоља основа за ефикасно коришћење много значајнијих структурних фондова у будућности.

## 5. Кретања на тржишту рада

### Зараде и продуктивност рада

*Реалан раст нето зараде у Т3 остварен је у јавном сектору, док је зарада у приватном сектору стагнирала. Јединични трошкови рада укупне индустрије бележе дсз. пад.*

Пад инфлације и раст просечне номиналне нето зараде водили су расту реалне нето зараде од 1,4% дсз. у Т3. Раст реалне зараде остварен је у јавном сектору (3,5% дсз.), док је реална зарада у приватном сектору стагнирала (0,1% дсз.).

Као и у претходном тромесечју, највећи раст реалних нето зарада остварен је у сектору информисања и комуникација, а порасле су и зараде у сектору финансијских услуга. Такође, у свим секторима индустрије настављен је раст нето зарада. Након годину дана пада порасле су и зараде у пољопривреди. С друге стране, смањење нето зарада регистровано је у секторима трговине и грађевинарства, што је у складу с падом економске активности ових сектора. Према резултатима анкете агенције Ипсос из септембра, предузећа углавном не планирају повећање зарада својим запосленима у наредна три месеца.

На мг. нивоу реална нето зарада је благо опала у Т3 (-0,3%). У односу на исти период претходне године, пад реалне нето зараде у приватном сектору износио је 1,1%, док је у јавном сектору та зарада стагнирала.

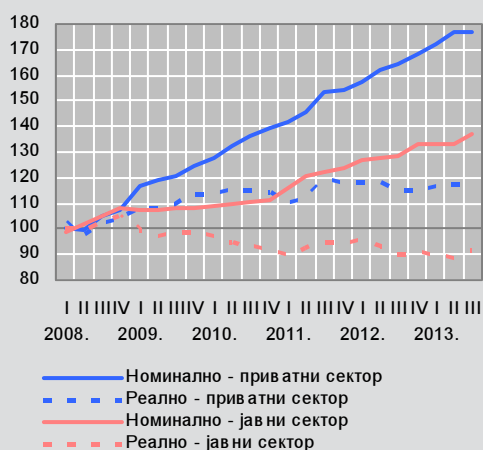
Просечна номинална нето зарада у Републици Србији је у Т3 забележила благ пад од 0,7% у односу на Т2 и износи 43.925 динара.

Најновији Владин пакет мера фискалне консолидације укључује и увођење „солидарног пореза“ на примања у јавном сектору од 2014. године – 20% на зараде преко 60.000 динара и 25% на зараде изнад 100.000 динара.

Током Т3 дошло је и до побољшања конкурентности домаће индустрије. Јединични трошкови укупне индустрије опали су у Т3 за 6,0% дсз., као последица раста продуктивности од 5,6% дсз. и смањења бруто реалне зараде од 0,7% дсз. Посматрано у односу на преткризни период<sup>22</sup>, јединични трошкови рада били су нижи за 9,5%. У оквиру прерађивачке индустрије јединични трошкови рада су смањени (1,6% дсз.), због бржег раста продуктивности од бруто реалне зараде.

Графикон IV.5.1. Кретање просечних нето зарада

(дсз. подаци, П1 2008 = 100)

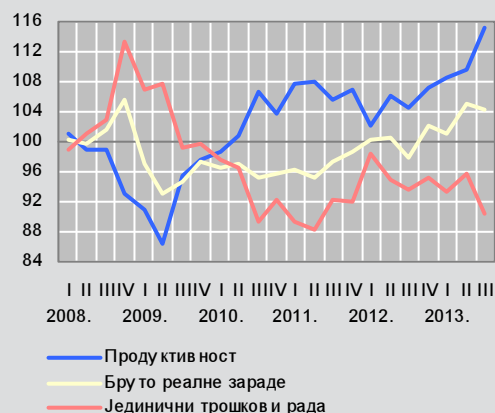


Извор: РЗС и прерачун НБС.

*Раст реалне нето зараде у Т3 остварен је у јавном сектору, док је у приватном стагнирао.*

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.

*Конкурентност домаће индустрије, мерена јединичним трошковима рада, у Т3 је побољшана.*

<sup>22</sup> П1 2008.

## Запосленост

*Смањење броја незапослених лица и пад запослености обележило је кретања на тржишту рада и у ТЗ.*

Број незапослених је, према подацима Националне службе за запошљавање, у септембру био нижи у односу на јун за 16.982 лица. У истом периоду је, према подацима Републичког завода за статистику, забележен и пад броја формално запослених лица за 3.444. То указује да је дошло до повећања неформалне запослености или до додатног смањења стопе активности (део незапослених прешао је у неактивна лица).

Број запослених лица је у ТЗ, према подацима Републичког завода за статистику, смањен у приватном сектору (4.079), док је у јавном повећан (635). Код приватног сектора, највеће смањење регистровано је у грађевинарству (1.261), што је у складу са снажним падом активности овог сектора привреде. Пад броја запослених забележен је и у секторима прерађивачке индустрије, трговине и финансијске делатности и осигурања. У оквиру јавног сектора, порастао је број запослених у

административним делатностима и здравственој и социјалној заштити, док је у образовању смањен.

Према подацима Националне службе за запошљавање, број незапослених лица је у паду друго тромесечје заредом и у ТЗ је износио 2,2%. Раст броја незапослених је у септембру у односу на исти период прошле године успорен на 1,1%. Посматрано по групама занимања, највећи пад броја незапослених лица у ТЗ забележен је код група које су повезане с прерађивачком индустријом (машинство и обрада метала и текстилна индустрија и кожарство). Добра сезона у пољопривреди допринела је и смањењу броја незапослених у пољопривредној производњи и преради хране. С друге стране, порастао је број незапослених у здравству, фармацији и социјалној заштити.

Током ТЗ смањен је и број корисника новчане накнаде за незапосленост, који је у септембру износио 61.247 лица, што је за 3.355 лица мање у односу на јун.

Побољшању ситуације на тржишту рада требало би да допринесу и измене радног законодавства. Према најавама, биће поједностављене процедуре запошљавања и отпуштања радника, продужен рад на одређено време с једне на три године, уведени нови флексибилни облици запошљавања (рад од куће, рад у пару уз поделу радног времена) и измењен начин исплате отпремнина (по години стажа проведеног код последњег послодавца). Циљ ових измена је либерализација токова и смањење ригидности на тржишту рада, које би као крајњи резултат требало да имају повећање запослености.

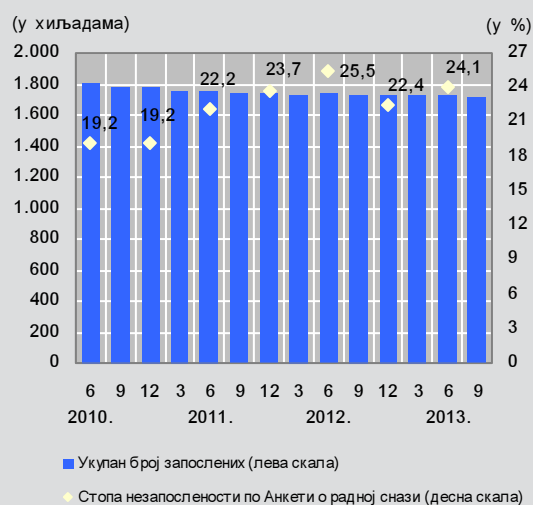
## 6. Међународно окружење

*Рецесија у зони евра је окончана, али је опоравак региона и даље слаб и неуједначен. ФЕД је привремено одложио одлуку о смањењу програма квантитативних олакшица. Инфлаторни притисци у зони евра и региону настављају да слабе.*

### Економска активност

У зони евра је у Т2 забележен раст БДП-а од 0,3%, чиме је окончана рецесија, која је трајала шест тромесечја. Међутим, још је рано говорити о

Графикон IV.5.3. Запосленост и стопа незапослености



Извор: РЗС.

*Током ТЗ настављено је благо смањење броја формално запослених лица.*

снажнијем опоравку, будући да је раст по земљама и даље неуједначен. Ипак, према октобарском издању *Consensus Forecast*-а, смањена је прогноза пада БДП-а за зону евра у 2013. са 0,6% на 0,3%, а задржана пројекција раста БДП-а за 2014. од 0,9%. Процену мањег пада БДП-а зоне евра у 2013. изнео је и ММФ у свом најновијем извештају (-0,4%). Незапосленост је и даље висока (12,2% у септембру).

Немачка привреда наставља да предводи опоравак економске активности у зони евра. Захваљујући расту личне потрошње и опоравку инвестиција, БДП Немачке је у Т2 порастао 0,7% дсз. Позитивна кретања очекују се и у наредном периоду, на шта указује раст *PMI Composite*, који је у септембру достигао осмомесечни максимум од 53,8 поена, као и раст индекса поверења потрошача.

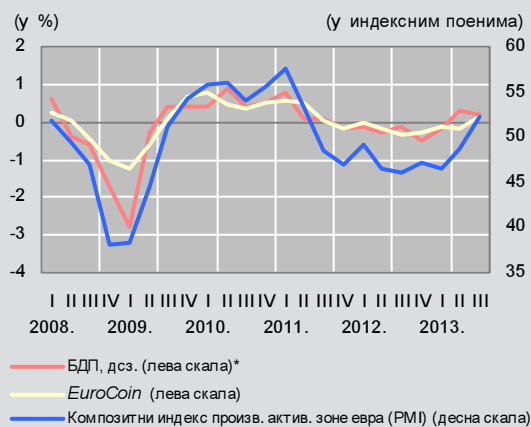
Наставак опоравка економске активности зоне евра очекује се и у Т3, будући да се *PMI Composite* четврти месец заредом нашао у зони експанзије. Ипак, ризици су и даље присутни, а снажнији опоравак биће могућ тек по изласку из рецесије високозадужених земаља зоне, када се може очекивати и раст запослености.

Перспективе раста земаља **централне и источне Европе** благо су погоршане, и поред знакова опоравка у зони евра. Процењује се да ће се ефекти опоравка привреде зоне евра одразити на раст економске активности у региону тек у наредној години. У октобарском *Consensus Forecast*-у у односу на јулски прогноза раста региона за 2013. нижа је за 0,3 п.п. и износи 2,0%, а за 2014. за 0,4 п.п. и сада је 2,9%. ММФ је своју прогнозу раста у 2013. кориговао навише за 0,2 п.п., на 2,3%, док се у наредној години очекује мањи раст за 0,1 п.п., или 2,7%.

У највећим земљама региона централне и источне Европе, Русији и Турској успорен је економски раст због смањења екстерне тражње и одлива капитала, док је у Пољској ослабила и домаћа тражња. У Мађарској, која је отплатила зајам ММФ-у из 2008. пре рока доспећа, проблем представља погоршање пословне климе и смањено поверење инвеститора. Негативан привредни раст у 2013. и даље се очекује у Хрватској и Чешкој, а за Словенију се предвиђа рецесија и у наредној години.

Привредни раст у САД је убрзан у Т2 на 0,6% дсз., највише по основу раста извоза и инвестиција, док је

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 Т3 2013.

Индикатори указују на наставак опоравка економске активности зоне евра који је започет у Т2.

у супротном правцу деловао пад државне потрошње. Стопа незапослености је у Т3 наставила да пада и у септембру је износила 7,2%, али је број новостворених радних места без сектора пољопривреде био нижи у односу на август.

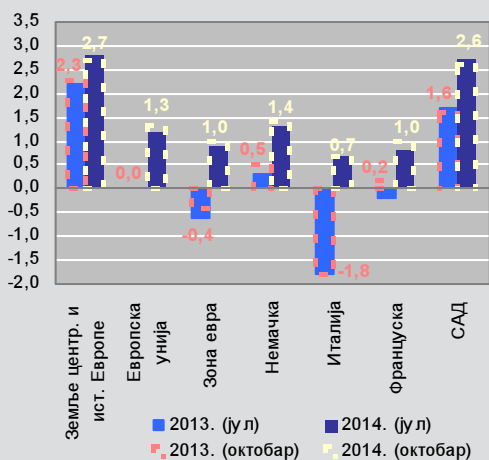
Током октобра САД је била у епицентру светских економских дешавања због изостанка политичког договора око усвајања буџета за наредну годину и достизања дозвољене границе јавног дуга. Због кашњења усвајања буџета, око 800.000 запослених у државној администрацији послато је на принудни одмор, што би могло да успори започети економски опоравак. Проблем достизања дозвољене границе задуживања федералне владе привремено је одложен<sup>23</sup>, али изостанак трајног решења могао би да утиче на успоравање раста у наредној години.

## Кретање инфлације

Инфлаторни притисци у зони евра су у Т3 знатно смањени. Стопа м. инфлације је у септембру износила 1,1%, што је знатно ниже од циља (испод али близу 2%). Смањењу инфлаторних притисака од почетка године највише су допринеле ниже цене енергената и ниска агрегатна тражња, као последица

<sup>23</sup> До 7. фебруара 2014.

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

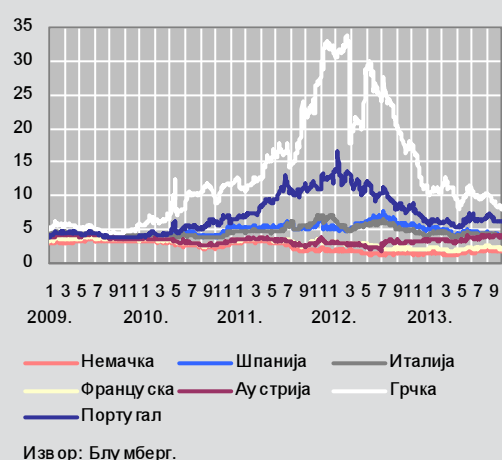


Извор: ММФ WEO Update (јул 2013) и ММФ WEO (окт. 2013).

\* Ревизија у односу на јулски WEO Update.

ММФ је у октобру умањио прогнозу пада БДП-а зоне евра у 2013.

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



Приноси на државне обвезнице земаља зоне евра забележили су пад после одлуке ФЕД-а о одлагању почетка смањивања програма квантитативних олакшица.

дуготрајне рецесије. Према прелиминарној процени Eurostat-а, у октобру је инфлација додатно снижена на 0,7% м.г.

И у региону **централне и источне Европе** је у ТЗ настављено попуштање инфлаторних притисака услед слабе агрегатне тражње и нижих цена хране. У већини земаља региона м.г. инфлација је у септембру била испод 2,0%, а у Бугарској је од августа чак и негативна.

Након раста јулске инфлације у САД на 2,0% м.г. у августу и септембру су ослабили инфлаторни притисци (1,2% м.г. у септембру). Нижа инфлација је у највећој мери резултат пада цена енергената.

## Монетарна политика

Нижи инфлаторни притисци у зони евра отворили су могућност додатног ублажавања монетарне политике ЕЦБ-а, тако да је референтна стопа у новембру снижена за 25 б.п. и тренутно износи 0,25%. Према најавима челника ЕЦБ-а, она ће остати ниска у дужем временском периоду, тј. док не дође до снажнијег економског опоравка.

Циклус ублажавања монетарне политике настављен је и у појединим земљама региона. Централне банке Мађарске, Румуније и Пољске снизиле су референтне каматне стопе у ТЗ за по 65 б.п., 75 б.п. и 25 б.п., респективно. Мађарска централна банка је и у октобру додатно снизила референтну стопу за 20 б.п.

ФЕД је у септембру, супротно очекивањима финансијских тржишта, одлучио да за сада не смањује обим откупа државних и хипотекарних ХоВ, који тренутно износи 85,0 млрд долара месечно. Основни разлог одлагања такве одлуке је недостатак уверљивих података о одрживом опоравку привреде, што је био разлог одлагања и на октобарском састанку.

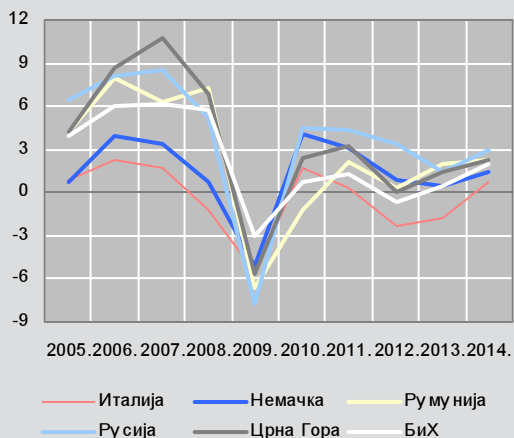
## Финансијска и робна тржишта

Курс долара је током већег дела ТЗ имао тенденцију слабљења према евра, тако да је на крају септембра депрецирао 3,4% у односу на крај јуна. Разлози таквог кретања леже углавном у позитивним макроекономским показатељима зоне евра током ТЗ, као и одлагању почетка смањивања програма квантитативних олакшица ФЕД-а. Током октобра, услед фискалне кризе у САД, долар је додатно ослабио према евра (1,5%).

Од земаља у региону, у ТЗ је смањен кредитни рејтинг Хрватске. Агенција *Standard & Poor's* је у августу променила прогнозу изгледа за кредитни рејтинг Хрватске са стабилних на негативне, док је *Fitch* у септембру смањио кредитни рејтинг Хрватске са ВВВ– на ВВ+, чиме је Хрватска ушла у категорију земаља с неинвестиционим рејтингом. Као разлози за смањење и промену изгледа рејтинга наводе се повећање буџетског дефицита, очекивани раст јавног дуга и пад БДП-а.

Цена злата је у ТЗ порасла за 7,8%. Пораст цене углавном је последица неизвесности у погледу наставка експанзивне монетарне политике ФЕД-а, депрецијације долара и раста аверзије инвеститора према ризику због геополитичких тензија на Блиском истоку.

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



Извор: ММФ ИЕО (последњи расположиви подаци).

Код већине главних спољнотрговинских партнера прогнозе економског раста ревидиране су навише.

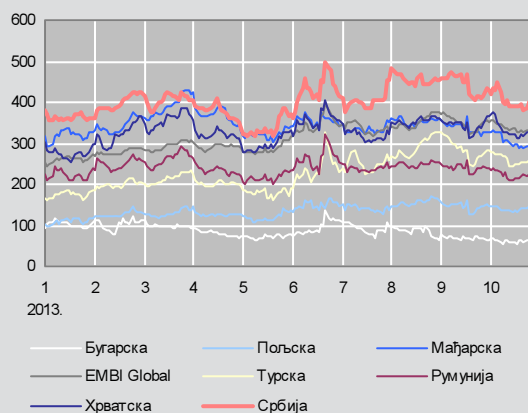
### Осврт 4: Утицај монетарне политике ФЕД-а на Србију и земље у окружењу

Након избијања светске економске кризе, поједине централне банке, међу којима и ФЕД, као одговор на немогућност даљег смањивања номиналних каматних стопа почеле су да користе неконвенционалне мере монетарне политике. Мере ФЕД-а су се углавном састојале у куповини државних и хипотекарних ХоВ<sup>1</sup>, тзв. квантитативне олакшице, при чему је главни циљ био подстицање раста БДП-а и запослености. Међутим, како је економија САД показивала знаке опоравка, ФЕД је средином ове године најавио могућност смањења откупа тих ХоВ, на шта су финансијска тржишта бурно реаговала.

Прве реакције финансијских тржишта уследиле су после говора председавајућег ФЕД-у Бена Бернанкеа 22. маја пред америчким Конгресом, у коме је поменута могућност смањивања програма квантитативних олакшица. Наиме, инвеститори су на ту изјаву одреаговали повећањем опрезности и смањивањем изложености према ризичнијим тржиштима, која су у периоду високе ликвидности на међународном тржишту била привлачна због виших приноса. То је довело до слабљења валута и раста премије ризика великог броја земаља у успону, укључујући и Србију.

Графикон О.4.1. Показатељ премије ризика – *EMBI* по земљама

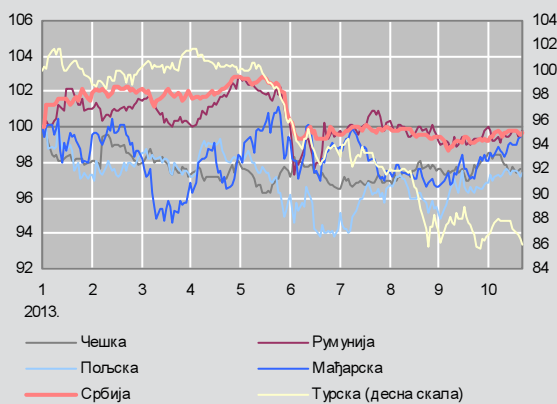
(дневни подаци, у б.п.)



Извор: JP Morgan.

Графикон О.4.2. Кретање курсева одређених националних валута према евр<sup>\*</sup>

(дневни подаци, 31. 12. 2012 = 100)



Извор: НБС и веб-сајтови централних банака.

\* Раст представља апрецијацију.

Депрецијација је била најизраженија у Турској, где је валута у периоду од 22. маја до 24. јуна ослабила 7,3%, док су блаже депрецијације забележене у Румунији (4,0%), Пољској и Мађарској (по 3,9%). Девизни курс у Србији је у истом периоду депрецирао 3,3%. Највећи раст премије ризика од 179 б.п. (мерено *EMBI*) забележен је у Србији, а знатно је порасла премија ризика Турске (162 б.п.), Румуније (121 б.п.) и Хрватске (119 б.п.). Такође, у поменутом периоду забележен је и одлив капитала по основу портфолио инвестиција на нивоу региона.

Ипак, крајем јуна и током јула званичници ФЕД-а су својим изјавама успели да ублаже реакцију финансијских тржишта, повезујући програм квантитативних олакшица с дешавањима на тржишту рада и кретањем инфлације. Последице, од краја јуна забележени су пад премије ризика и стабилизација девизних курсева у региону. Тако је

<sup>1</sup> Тренутна висина месечног откупа износи 40,0 млрд долара хипотекарних ХоВ (*mortgage-backed securities*) и 45,0 млрд долара државних ХоВ.

на крају јула у односу на 24. јун премија ризика била нижа за 49 б.п. у Румунији, 42 б.п. у Хрватској и 30 б.п. у Србији, уз истовремену благу апрецијацију националних валута према еврџ.

Умирујуће изјаве челника ФЕД-а утицале су и на нешто мирнији период на финансијским тржиштима земаља у успону у току августа и септембра. Такође, на састанку ФЕД-а 18. септембра одложен је почетак смањења програма квантитативних олакшица због недовољно убедљивих индикатора одрживог економског раста америчке економије. Та одлука утицала је и на промену перцепције финансијских тржишта о будућим акцијама ФЕД-а, тако да се смањење квантитативних олакшица очекује тек у првој половини 2014. године. То је и потврђено на октобарском састанку, на коме је одлучено да се задржи непромењен обим месечног откупа државних и хипотекарних ХоВ. Промена перцепције тржишта довела је и до смињавања ситуације у земљама у региону током октобра, што је допринело и стабилнијем кретању девизних курсева, а у већини земаља је чак дошло и до пада премије ризика.

Неизвесност на финансијском тржишту је током прве половине октобра уносила и немогућност постизања договора у америчком Конгресу око буџета за 2014. годину. Због тога је око 800.000 запослених у државној администрацији привремено остало без посла, што би могло да успори економски опоравак. Додатне турбуленције изазвало је поновно достизање дозвољене границе јавног дуга САД. Међутим, захваљујући постигнутом политичком договору, усвојен је прелазни буџет, који ће важити до 15. јануара 2014, и подигнута горња граница државног дуга до 7. фебруара 2014, чиме је ублажена неизвесност на финансијском тржишту.

На снажан утицај монетарне политике ФЕД-а на глобална економска кретања (потврђен дешавањима у мају и јуну) указао је и ММФ, који је посебну пажњу посветио најављеном смањењу обима квантитативних олакшица и његовом утицају на тржишта у успону. У октобарском издању *World Economic Outlook*-а<sup>2</sup> упоређена је текућа епизода с претходним епизодама заштравања монетарне политике ФЕД-а. Уочена је сличност са епизодом из 1994. године, коју су такође карактерисали висок прилив капитала на тржиштима у успону пре заштравања монетарне политике ФЕД-а, пад цена активе и раст приноса на дугорочне ХоВ непосредно пред повећање основне каматне стопе ФЕД-а. То је имало глобалне последице јер је водило продубљивању постојећих неравнотежа и рецесији у земљама у успону. Ипак, оцена ММФ-а је да су сада тржишта у успону отпорнија на евентуално смањење обима екстерног финансирања, с обзиром на то да их карактерише већи степен флексибилности девизног курса, као и да располажу већим нивоом девизних резерви него што је то био случај 1994. године. Стога би и ефекти предстојећег заокрета монетарне политике ФЕД-а вероватно проузроковали мање неравнотеже на тржиштима у успону него средином 90-их.

<sup>2</sup> <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/02/pdf/text.pdf>, стр. 36.

## V. Пројекција инфлације

*Након повратка мг. инфлације у границе дозвољеног одступања од циља у септембру, очекујемо да ће се она у наредном периоду кретати у оквиру тих граница, при чему ће ниски трошкови у производњи хране и ниска агрегатна тражња деловати дезинфлаторно, а повећање ПДВ-а благо инфлаторно. Ризици остварења пројекције инфлације односе се првенствено на развој ситуације у међународном окружењу, а у одређеној мери и на домаћа фискална кретања.*

*Након пада у 2012. години, БДП ће у 2013. и 2014. остварити раст од око 2,0%, односно од око 1,5%. Раст БДП-а у 2013. години требало би да буде вођен нето извозом, а раст у 2014. и инвестицијама.*

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

Крећући се унутар граница краткорочне пројекције инфлације објављене у августовском Извештају о инфлацији, мг. инфлација је у Т3 забележила знатан пад и у септембру се вратила у границе дозвољеног одступања од циља, када је износила 4,9%. Посматрано на тромесечном нивоу, потрошачке цене су у Т3 опале за 0,5%, пре свега због сезонског пада цена непрерађене хране, док највећи позитиван допринос потиче од регулисаних цена (пре свега поскупљење електричне енергије и цигарета). Регулисане цене су и од почетка године дале знатан допринос инфлацији – од 2,5%, колико је износио укупан раст цена у овом периоду, око 75% (или 1,9 п.п.) односило се на раст регулисаних цена.

Захваљујући овогодишњој врло успешној пољопривредној сезони, цене примарних пољопривредних производа су у Т3 забележиле изразит пад на домаћем тржишту. Тако је нпр. цена пшенице у септембру била нижа за 26,1% у односу на јун, а цена кукуруза за чак 35,0%.<sup>24</sup>

Пад инфлације био је праћен знатним падом инфлационих очекивања свих сектора. Очекивања финансијског сектора за годину дана унапред вратила су се у границе дозвољеног одступања од циља – према октобарској анкети агенције Ипсос она износе 5,0%, као и према новембарској анкети агенције Блумберг.

Кретање курса динара према евр у Т3 било је стабилно, са изузетком депрецијацијских притисака у периоду од средине августа до средине септембра, најпре услед повећане куповине девиза од стране нерезидената (исплата дивиденди НИС-а), а затим као последица деловања глобалних фактора (ишчекивање одлуке ФЕД-а у погледу смањења обима квантитативних олакшица), који су утицали и на кретање премије ризика<sup>25</sup> земаља у региону, укључујући и Србију. Одлука ФЕД-а да задржи постојећи обим квантитативних олакшица и објављивање нових економских мера Владе утицали су на појаву супротних, апрецијацијских притисака у октобру. Како би ублажила прекомерне дневне осцилације курса динара, Народна банка Србије је у

<sup>24</sup> Цене на продуктној берзи у Новом Саду.

<sup>25</sup> Мерна *EMBI*.

T3 интервенисала на МДТ-у продајом девиза (укупно 120,0 млн евра), а у октобру њиховом куповином (укупно 165,0 млн евра).

Као последица реалне депрецијације динара, у T3 је поново отворен депрецијацијски јаз реалног девизног курса<sup>26</sup>, који индицира умерен раст маргиналних трошкова нето увозника.

Консолидовани буџетски дефицит у првих девет месеци износио је 139,6 млрд динара (5,2% БДП-а). Влада је почетком октобра представила нове економске мере које би требало да донесу уштеде државном буџету, обезбеде фискалну стабилност и привредни раст. Између осталог, те мере обухватају увођење „солидарног пореза“ на нето примања изнад 60.000 динара у јавном сектору, повећање ниже стопе ПДВ-а са 8,0% на 10,0% (на егзистенцијалне производе), односно 20,0% (на информатичку опрему и хотелске услуге), реструктурирање јавних предузећа и смањење субвенција. Према процени Народне банке Србије, консолидовани буџетски дефицит ове године износиће 5,5% БДП-а.

Графикон V.0.1. Реални девизни курс и његов тренд\*  
(базни индекс, T1 2010 = 100)



Извор: НБС.

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

У T3 је отворен депрецијацијски јаз реалног девизног курса.

Према процени Народне банке Србије, БДП је у T3 порастао за 1,1% дсз. (3,2% мг.). Посматрано с расходне стране, раст БДП-а био је вођен нето извозом, док је домаћа тражња забележила пад. Као и у претходна два тромесечја, расту извоза највише је допринео извоз аутомобилске индустрије. Највећи допринос расту БДП-а с производне стране дале су пољопривредна и индустријска производња, а највећи негативан – сектор грађевинарства.

Негативан производни јаз<sup>27</sup> је у T3 благо смањен, као резултат бржег раста НДВ-а у односу на раст производног потенцијала привреде (повећање капацитета аутомобилске и нафтне индустрије). Ипак, он и даље указује на задржавање дезинфлаторних притисака по основу ниске тражње у средњем року.

Зона евра је у T2, након шест узастопних тромесечја у којима је бележила пад БДП-а, започела излазак из рецесије, остваривши благ раст економске активности (0,3% дсз.). Рани индикатори економског раста (*PMI* и *Eurocoin*) указују да је БДП зоне евра наставио са опоравком и у T3. Референтна каматна стопа ЕЦБ-а снижена је у новембру на историјски најнижи ниво (0,25%), а званичници ЕЦБ-а потврдили су своје очекивање да ће она остати ниска у дужем временском периоду.

## Претпоставке пројекције

### Екстерне претпоставке

У текућој средњорочној пројекцији инфлације, претпоставка о расту БДП-а зоне евра у 2013. години коригована је навише за 0,3 п.п. у односу на августовску пројекцију, тј. претпоставља се пад БДП-а од 0,3%.<sup>28</sup> Очекује се да ће опоравак економске активности, започет у T2, бити настављен и да ће БДП зоне евра у 2014. и 2015. забележити раст (0,9%, односно 1,3%). Опоравак би требало да буде одређен постепеним повећањем домаће, као и екстерне тражње.

Према прелиминарној процени *Eurostat*-а, инфлација у зони евра у октобру износила је 0,7% мг., а

<sup>26</sup> Тренд реалног девизног курса оцењен је применом Калмановог филтера.

<sup>27</sup> Производни јаз рачунат је на основу НДВ-а (БДП умањен за вредност пољопривредне производње и нето пореза). Као апроксимација производног

потенцијала привреде користи се тренд НДВ-а оцењен Калмановим филтером.

<sup>28</sup> Претпоставке о расту БДП-а зоне евра у 2013. и 2014. години у складу су са очекивањима изнетим у најновијем *Consensus Forecast*-у.

средњорочна инфлациона очекивања остају чврсто усидрена на нивоу који је у складу с ценовном стабилношћу (близу, али испод 2,0%). Претпоставка пројекције је да ће референтна стопа ЕЦБ-а остати непромењена у 2014, а да ће до краја 2015. бити повећана.

Кретање цена примарних пољопривредних производа на светском тржишту има кључан утицај на кретање тих цена на домаћем тржишту. Иако актуелне цене фјучерса на примарне пољопривредне производе указују на врло благ раст светских цена тих производа у 2014. години, у пројекцији је коришћена опрезнија претпоставка, базирана на досадашњем искуству, да ће те цене ипак порастати у нешто већој мери следеће године (15,0%). У 2015. претпоставили смо њихов благ пораст (4,0%).

Претпоставка пројекције је да ће цена нафте<sup>29</sup> крајем 2013. године бити на нивоу од 110,0 долара за барел. Иако фјучерси на нафту указују да ће та цена бити у паду следеће године, у пројекцији је

претпостављено њено задржавање на сличном нивоу у 2014. и 2015. години.

### Интерне претпоставке

Текућа средњорочна пројекција инфлације заснива се на претпоставци да ће раст регулисаних цена у 2013. години износити 10,8%. У досадашњем делу године, тај раст је износио 9,5%, а до краја године очекује се одређени раст цена комунално-стамбених услуга, услуга друштвене заштите, саобраћајних услуга (уобичајен за Т4) и цигарета. На раст регулисаних цена почетком следеће године утицаће повећање ПДВ-а, које смо претпоставили у јануару.

Претпоставка пројекције је да ће, због потребе за постепеним отклањањем ценовних диспаратитета, регулисане цене у 2014. и 2015. години забележити бржи раст (10,0%, односно 9,0%) него укупан ИПЦ.

### Пројекција инфлације

С обзиром на високу прошлогодишњу базу<sup>30</sup>, мг. инфлација би свој минимум требало да забележи у октобру (када ће највероватније бити испод доње границе дозвољеног одступања од циља), а након тога да благо порасте ка циљу. Очекујемо да ће до краја текуће, као и у току 2014. године, мг. инфлација наставити да се креће у оквиру граница дозвољеног одступања од циља ( $4 \pm 1,5\%$ ).

Главни дезинфлаторни фактори у наредном периоду биће пад трошковних притисака у производњи хране и ниска домаћа тражња. Такође, пад и приближавање инфлационих очекивања циљу указују да је њихов утицај све мање инфлаторан.

Нижи трошкови у производњи прехранбених производа очекују се пре свега по основу даљег пада цена примарних пољопривредних производа у Т3. Овогодишња пољопривредна сезона била је знатно боља од прошлогодишње како у земљи тако и у свету, што је резултирало знатним снижењем цена примарних пољопривредних производа. Последичан пад трошкова сировина у производњи хране већ је довео до благог пада домаћих цена прерађене хране, за који у наредном

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

	2014.	2015.	
<b>Екстерне претпоставке</b>			
Инфлација у зони евра (Т4 на Т4)	1,4%	(-0,1)	1,7%
Референтна каматна стопа ЕЦБ (на крају године)	0,25%	(-0,25)	0,5%
Раст БДП-а у зони евра	0,9%	(+0,1)	1,3%
Цене примарних пољопривредних производа на светском тржишту (Т4 на Т4)*	15,0%	(+8,0)	4,0%
Цена нафте типа Брент по барелу (крај године, у USD)	109,0	(+1,0)	108,0
<b>Интерне претпоставке</b>			
Регулисане цене (дец. на дец.)	10,0%	(+1,0)	9,0%
<b>Трендови</b>			
Апрецијацијски тренд реалног курса (просек)	2,1%	(+0,1)	2,2%
Тренд реалне камате (просек)	3,1%	(-0,2)	3,4%

\* Композитни индекс цена соје, пшенице и кукуруза.

Извор: НБС.

<sup>29</sup> Због нерасположивости података о цени уралске нафте, од сада у оквиру цена нафте пратимо цену брента.

<sup>30</sup> Месечна инфлација у октобру 2012. износила је 2,8%.

периоду очекујемо да ће постати израженији. Дезинфлаторни утицај цена хране требало би да се задржи бар до следеће пољопривредне сезоне.

Такође, ниска домаћа тражња остаје главни фактор који ће успоравати раст цена у средњем року. Нове економске мере Владе одразиће се на мању потрошњу и државе и домаћинстава следеће године, додатно појачавајући дезинфлаторно дејство домаће тражње.

С друге стране, у наредном периоду једнократан инфлаторни ефекат имаће повећање ниже стопе ПДВ-а са 8,0% на 10,0%, односно 20,0%, за које смо претпоставили да ће бити реализовано у јануару 2014. Према нашој процени, једнократни ефекат тог повећања на инфлацију, под претпоставком да ће цене производа и услуга на које је повећан ПДВ порастати за пун износ повећања пореза, износиће 0,7 п.п. Свакако, утицај ће бити мањи од наведеног у оној мери у којој, у условима ниске тражње, повећање ПДВ-а буде

апсорбовано смањењем трговачких маржи.<sup>31</sup> Повећање ПДВ-а задржаће се у м.г. стопи инфлације годину дана од тренутка повећања.

Отварање депрецијацијског јаза реалног девизног курса динара у ТЗ могло би имати одређени инфлаторни утицај кроз раст увозних цена, али ће његова јачина зависити од могућности нето увозника да у условима ниске домаће тражње повећају своје цене.

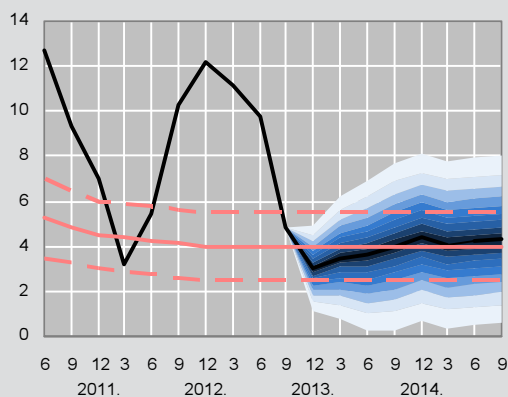
Имајући у виду смиривање инфлаторних притисака и под претпоставком спровођења фискалне консолидације у складу с планом, Извршни одбор ће у наредном периоду размотрити даље ублажавање монетарне политике. Ипак, због могуће неочекиване промене утицаја појединих фактора на наведену пројекцију инфлације, изнето очекивање у погледу карактера монетарне политике у наредном периоду није обавезујуће за Народну банку Србије.

БДП би ове године требало да оствари раст од око 2,0%, који ће с производне стране бити одређен растом пољопривредне производње, док ће највећи негативан допринос том расту дати грађевинска индустрија. Посматрано с расходне стране, раст ће бити вођен нето извозом, а све компоненте домаће тражње забележиће пад.

Пројекција раста БДП-а за 2014. годину ревидирана је наниже у односу на августовски Извештај о инфлацији због очекиваног спровођења мера фискалне консолидације. Према нашој пројекцији, БДП ће у 2014. порастати за око 1,5% (ревизија наниже за 1,0 п.п.). Позитиван допринос том расту требало би да дају нето извоз и инвестиције (имајући у виду очекивани опоравак зоне евра, почетак преговора о чланству у ЕУ, као и ниску овогодишњу базу). Због спровођења фискалне консолидације, допринос потрошње државе и домаћинстава расту БДП-а остаће негативан.

Распон пројекције раста БДП-а је симетричан, тј. вероватноћа одступања навише и наниже је подједнака. Неизвесност пројекције БДП-а односи се пре свега на брзину привредног опоравка зоне евра, односно главних спољнотрговинских партнера Србије и интензитет и брзину спровођења фискалне консолидације.

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



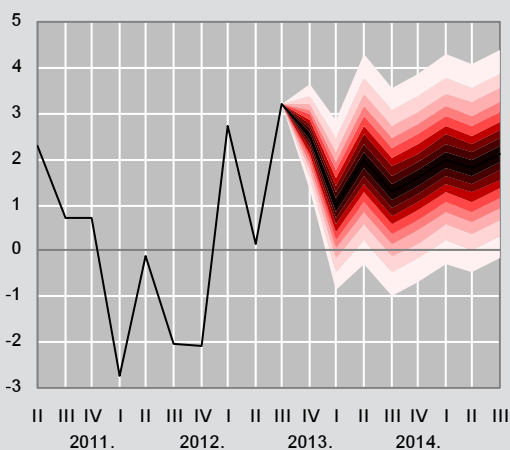
Извор: НБС.

*У наредном периоду м.г. инфлација требало би да се креће у оквиру граница дозвољеног одступања од циља.*

Овај тип графика приказује различите вероватноће остварења пројекције инфлације у наредних осам тромесечја. Централна пројекција је у најтамнијем делу графика и вероватноћа да ће пасти у овај распон износи 10%. Свака следећа нијанса у кључу је 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 графика износи 10%.

<sup>31</sup> Видети Осврт 2, стр. 31.

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



Извор: НБС.

Економска активност требало би да оствари раст од око 2,0% у 2013. и око 1,5% у 2014. години.

## Ризици остварења пројекције

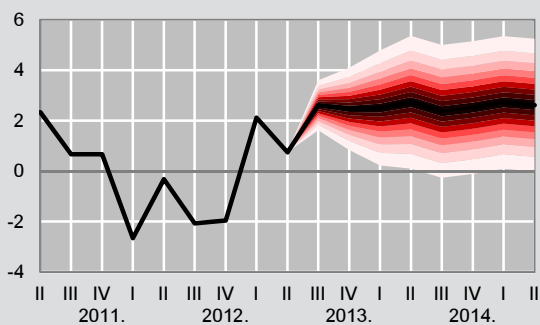
Ризици у погледу остварења пројекције инфлације односе се на кретања у међународном окружењу, а у одређеној мери и на домаћа фискална кретања.

Екстерно окружење тренутно карактерише повећана неизвесност, која је првенствено у вези са америчком економијом. Наиме, с почетком повлачења монетарног стимулуса ФЕД-а, може се очекивати да ће инвеститори који су раније, у потрази за вишим приносима, повећали улагања у земље у развоју почети да повлаче та средства. Већ сама објава ФЕД-а у мају да је могуће смањење обима програма квантитативних олакшица узроковала је раст премије ризика и одређени одлив капитала из ових земаља, односно депрецијацијске притиске на њихове валуте.<sup>32</sup> Почетак смањивања монетарног стимулуса ФЕД-а засад је одложен, а у којој мери ће се његова реализација одразити на финансијска тржишта земаља у успону зависиће од брзине спровођења „излазне“ стратегије ФЕД-а. Друга неизвесност у вези са америчком економијом јесте питање да ли ће граница задуживања САД бити подигнута у фебруару 2014. Уколико до тога не дође, то би могло имати знатан негативан утицај на целокупну глобалну економију.

Дакле, евентуално неповољан развој догађаја у наредном периоду могао би утицати на раст премије ризика и појаву депрецијацијских притисака, што би могло изазвати вишу инфлацију од пројектоване. Међутим, ако би се неповољни ефекти с финансијског тржишта пренели на реални сектор, то би значило нижу агрегатну тражњу и појачане дезинфлаторне ефекте по том основу у средњем року.

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

Августовска пројекција  
(мг. стопе, у %)

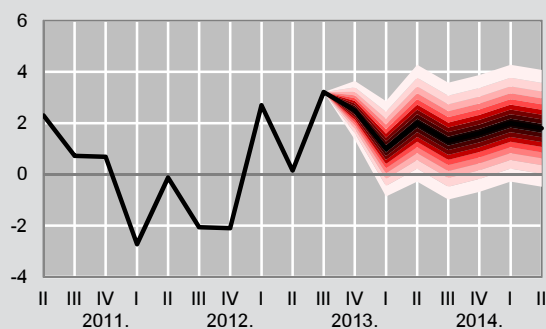


Извор: НБС.

Пројекција раста БДП-а ревидирана је наниже у 2014. у односу на пројекцију из августа.

Новембарска пројекција

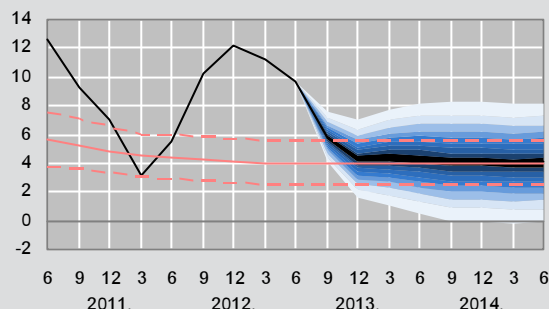
(мг. стопе, у %)



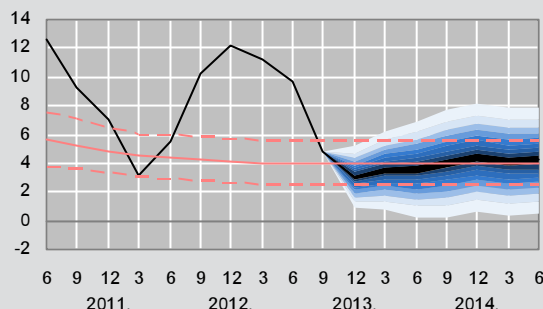
<sup>32</sup> Видети Осврт 4, стр. 41.

Графикон V.0.5. Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације

**Августовска пројекција**  
(мг. стопе, у %)



**Новембарска пројекција**  
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

Нова пројекција инфлације нижа је у 2014. години у односу на пројекцију из августа 2013.

Када је реч о зони евра, њен спорији економски опоравак од претпостављеног вероватно би смањило извозне могућности домаће привреде, што би водило јачању дезинфлаторних притисака по основу агрегатне тражње, али и обрнуто у случају бржег од очекиваног опоравка зоне евра.

Имајући у виду да би уколико дође до неповољног развоја догађаја у екстерном окружењу, земље у развоју, а тиме и Србија, у наредном периоду могле бити суочене с финансијским притисцима, на значају добија њихова адекватна припрема за такве притиске, а посебно јачање домаћих макроекономских фундамената. У случају Србије потребно је наставити рад на смањивању унутрашњих неравнотежа, пре свега фискалне. Свако одступање од објављеног плана фискалне консолидације могло би имати за последицу раст инфлаторних притисака у периоду пројекције инфлације. С друге стране, кредибилно спровођење мера фискалног прилагођавања које је Влада представила у октобру могло би да ублажи утицај потенцијалног преливања ефеката монетарне политике појединих развијених земаља на домаће финансијско тржиште.

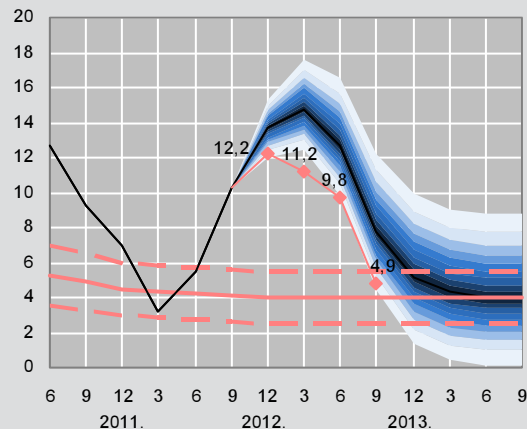
Према нашој процени, ризици остварења пројекције инфлације су симетрични.

## Поређење и остварење пројекција

Нова пројекција инфлације нижа је у 2014. години у односу на пројекцију из августовског Извештаја о

Графикон V.0.6. Остварење пројекције инфлације из новембра 2012.

(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

Међугодишња инфлација се у последњој години дана кретала око или испод доње границе распона пројекције из новембра 2012.

инфлацији, а распон пројекције у средњем року благо сужен. Нижој очекиваној инфлацији допринела је пре свега добра пољопривредна сезона, чији ефекти су се одразили на цене хране у већој мери него што смо очекивали. Такође, поскупљење електричне енергије и гаса имало је мањи индиректан ефекат на инфлацију од очекиваног.

Међугодишња инфлација се у последњој години дана кретала на доњој граници распона пројекције објављене у Извештају о инфлацији из новембра 2012. године или испод ње. Такво кретање инфлације било је последица нижег од очекиваног раста цена хране и већег дезинфлаторног утицаја домаће тражње него што се очекивало.

Табела А

## Индикатори екстерне позиције Србије

	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	I 2013.	II 2013.	III 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	7,0
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	3.285,2	3.459,1	5.786,9
Девизне резерве/БДП	13,6	16,4	16,4	24,3	38,5	33,8	24,9	36,6	35,8	38,3	36,5	38,8	34,3	32,6
Отплата дуга/БДП	1,4	2,0	3,9	4,7	7,0	10,1	10,6	11,4	12,7	13,2	13,8	13,9	13,7	10,8
Отплата дуга/извоз робе и услуга	7,0	9,0	16,4	17,7	23,5	33,2	34,0	38,9	35,2	36,3	34,7	35,1	30,6	22,7
<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	87,6	83,8	80,3
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	0,6
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	216,3	202,8	185,8
<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	333,9
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	191,0
СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ)/БДП	59,3	63,9	73,7	73,6	81,2	86,8	88,8	75,6	88,2	89,3	97,3	94,2	101,2	102,8
<b>МЕМОРАНДУМ: (у млн 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	7.466	7.897	8.468 <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	25.686
Сервисирање спољног дуга	218	348	736	945	1.635	2.885	3.453	3.301	3.548	4.164	4.133	1.037	1.083	917
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	10.444
Краткорочни дуг	606	529	442	948	958	1.050	2.143	2.005	1.830	648	493	361	309	180
Биланс текућих трансакција	-671	-1.347	-2.620	-1.778	-2.356	-5.053	-7.054	-1.910	-1.887	-2.870	-3.155	-627	-281	-121
<b>КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ</b>														
		2004.	2005.	2006.		2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.		
		Нов.	Мај	Јул	Феб.	Апр.	Јун	Дец.	Дец.	Нов.	Март	Авг	Јул	
	S&P	B+		BB-	BB-	/позитиван	BB-	BB-	BB-	BB	BB-	BB-	/стабилан	
	Fitch		BB-		BB-	/стабилан	BB-	BB-	BB-	BB-	BB-	BB-	/стабилан	
	Moody's												B1 /стабилан	

## Методолошка објашњења:

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

Девизне резерве/краткорочни дуг (у %) – однос стања девизних резерви и стања краткорочног дуга 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 (без превремене отплате дела дуга према Лондонском клубу) и БДП-а током посматраног периода.

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

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 изложених 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 *ВРМБ*, 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 (443,7 млн евра), искоришћене у децембру 2009. као и капитализована камат према Париском клубу поверилаца (24,8 млн евра), док су из спољног дуга приватног сектора искључени кредити закључени пре 20. децембра 2000. по којима се не врше плаћања (863,1 млн евра, од чега се 398,4 млн евра односи на домаће банке, а 464,7 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.	III 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	2,7	0,2	3,2
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	4,9
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	10.444
Извоз робе и услуга (у млн евра) <sup>3)6)</sup>	3.125	3.847	4.475	5.329	6.948	8.687	10.157	8.478	10.070	11.472	11.913	2.958	3.536	4.049
- 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	17,4	16,7	31,3
Увоз робе и услуга (у млн евра) <sup>3)6)</sup>	-6.387	-7.206	-9.543	-9.612	-11.970	-16.016	-18.843	-13.404	-14.643	-16.627	-17.211	-4.077	-4.452	-4.655
- стопа раста у % у односу на претходну годину	27,2	12,8	32,4	0,7	24,5	33,8	17,6	-28,9	9,2	13,6	3,5	0,9	3,0	9,9
Текући рачун платног биланса <sup>4)5)</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	-627	-281	-121
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	-3,6	-1,4
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)	149,7	168,3	178,8	204,0	274,8	350,3	369,6	330,9	323,6	362,9	363,9	370,8	394,8	384,5
Републички буџетски дефицит/суфицит (у % БДП-а) <sup>6)</sup>	-4,3	-2,4	-0,2	0,7	-1,7	-1,1	-1,9	-3,3	-3,5	-4,1	-5,7	-6,0	-5,4	-5,4
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а)	-1,8	-2,4	0,8	1,1	-1,5	-1,9	-2,6	-4,5	-4,7	-4,9	-6,4	-4,6	-4,8	-6,1
Јавни дуг Републике Србије (спољни + унутрашњи, у % БДП-а) <sup>6)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	61,1	60,5
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	86,20
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	84,89
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	114,18
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	114,60
МЕМОРАНДУМ:														
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	7.466	7.897	8.468 <sup>9)</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 ВРМБ, део проценених дознака пребачен је из финансијског у текући биланс.

<sup>5)</sup> Извор: Анкета о радној снази, РЗС.

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

## Додатак 1: Меморандум Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације до 2016. године

### Меморандум Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације до 2016. године<sup>1</sup>

Ради дефинисања оквира за одлучивање о монетарној политици на средњи рок и „усидравања“ и стабилизације инфлационих очекивања – Извршни одбор Народне банке Србије овим меморандумом утврђује циљ за инфлацију у 2015. и 2016. години.

У складу са *Споразумом Народне банке Србије и Владе Републике Србије о циљању (таргетирању) инфлације*<sup>2</sup> и *Меморандумом Народне банке Србије о монетарној стратегији*<sup>3</sup>, којима се Народна банка Србије обавезала да, у сарадњи с Владом, утврђује циљане стопе инфлације – Извршни одбор Народне банке Србије одредио је **циљану стопу укупне инфлације (с дозвољеним одступањем), мерене годишњом процентуалном променом индекса потрошачких цена**, за период од децембра 2015. до децембра 2016. године у висини од 4% с дозвољеним одступањем  $\pm 1,5$  п.п.

Циљеви за инфлацију утврђени су у виду јединствене вредности с дозвољеним одступањем. Циљеви за инфлацију у 2013. и 2014. години који су утврђени раније – нису мењани<sup>4</sup>.

Народна банка Србије је утврдила циљеве за инфлацију у 2015. и 2016. години на нивоу од 4% с дозвољеним одступањем  $\pm 1,5$  п.п.

Путања циљане инфлације одражава намеру да се постигне стабилност цена без изазивања макроекономских поремећаја. Циљана инфлација у 2015. и 2016. години ће и даље бити изнад нивоа квантитативне дефиниције ценовне стабилности и нивоа циљане инфлације у развијеним земљама (2,0% или 2,5%). Постављени циљ за инфлацију произлази из оцене да до 2016. године неће бити завршене структурне реформе и либерализација цена, односно номинална, реална и структурна конвергенција према Европској унији.

Потребно је имати у виду да је циљана инфлација средњорочни циљ, тј. да остварена инфлација може краткорочно одступати од циљане услед егзогених шокова. Народна банка Србије ће дозволити привремено одступање инфлације од утврђеног циља ако враћање инфлације на циљ у кратком периоду буде захтевало такве промене у монетарној политици које би изазвале додатне макроекономске поремећаје. То се односи на случајеве наглих промена цена примарних производа или на одступања у планираном расту цена производа које су под директним или индиректним утицајем одлука Владе.

Народна банка Србије, у сарадњи с Владом, може мењати утврђене циљеве за инфлацију. Такве измене биће предузимане само у изузетним околностима, а образлагаће их Народна банка Србије.

<sup>1</sup> Меморандум је усвојен на седници Извршног одбора Народне банке Србије 18. октобра 2013. године.

<sup>2</sup> Споразум је усвојен на седници Владе 19. децембра 2008. године.

<sup>3</sup> Меморандум је усвојен на седници Монетарног одбора Народне банке Србије 22. децембра 2008. године.

<sup>4</sup> Видети Меморандум Народне банке Србије о утврђивању циљане стопе инфлације за период од 2012. до 2014. године.

## Списак графикана и табела

### Графикони

III.0.1.	Кретање цена (мг. стопе)	7
III.0.2.	Кретање цена (тримесечне стопе)	7
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	15
IV.1.2.	Кретање каматних стопа	15
IV.1.3.	Крива приноса на међубанкарском тржишту новца	16
IV.1.4.	Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ	16
IV.1.5.	Кретање каматних стопа на динарске кредите и депозите привреди и становништву	17
IV.1.6.	Кретање каматних стопа на девизне кредите и депозите привреди и становништву	17
IV.1.7.	Индекс <i>BELEX15</i> и промет на Београдској берзи	18
IV.1.8.	Кретање берзанских индекса у региону	18
IV.1.9.	Монетарни агрегати и потрошачке цене	19
IV.1.10.	Доприноси тримесечној стопи раста МЗ	20
IV.1.11.	Кредитна активност и БДП	21
IV.1.12.	Доприноси тримесечној стопи раста кредита банака	22
IV.1.13.	Учешће динарских потраживања у укупним потраживањима банака од привреде и становништва	22
IV.1.14.	Учешће <i>NPL</i> у укупним кредитима, бруто принцип	23
IV.2.1.	Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту	23
IV.2.2.	Краткорочна волатилност курса динара према евр	24
IV.2.3.	Показатељ премије ризика – <i>EMBI</i> по земљама	24
IV.2.4.	Кретање курсева одређених националних валута према евр	25
IV.2.5.	Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала	26
IV.2.6.	Структура финансијског биланса	26
IV.3.1.	Доприноси тримесечној стопи раста БДП-а – расходна страна	27
IV.3.2.	Потрошња домаћинства	27
IV.3.3.	Потрошња државе	28
IV.3.4.	Извоз и увоз робе и услуга	29
IV.3.5.	Кретање главних компоненти увоза	29
IV.3.6.	Кретање индикатора екстерне тражње и извоза Србије	29
IV.3.7.	Кретање цена нафте и бакра	30
IV.3.8.	Индекс светских цена хране	30
IV.4.1.	Кретање индикатора економске активности	32
IV.4.2.	Доприноси мг. стопи раста БДП-а – производна страна	33
IV.4.3.	Производни јаз	33
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. годину ММФ-а	39
IV.6.3.	Принос на десетогодишње обвезнице земаља зоне евра	39
IV.6.4.	Кретање БДП-а главних спољнотрговинских партнера Србије	40
V.0.1.	Реални девизни курс и његов тренд	44
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 новембра 2012.	48

### Табеле

III.0.1.	Раст потрошачких цена по компонентама	8
III.0.2.	Показатељи раста цена	8
IV.1.1.	Монетарни агрегати	20
IV.3.1.	Индикатори кретања инвестиција	28
V.0.1.	Претпоставке пројекције	45
Табела А. Индикатори екстерне позиције Србије		50
Табела Б. Основни макроекономски индикатори		51

### Графикони у освртима

O.1.1.	Укупни нивои цена по земљама	13
O.4.1.	Показатељ премије ризика – <i>EMBI</i> по земљама	41
O.4.2.	Кретање курсева одређених националних валута према евр	41

### Табеле у освртима

O.3.1.	Средства намењена Србији према компонентама <i>IPA</i>	34
--------	--------------------------------------------------------	----

## 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
10. септембар	11,00	0
18. октобар	10,50	-50
7. новембар	10,00	-50
12. децембар		

## Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије

### Саопштење са седнице Извршног одбора, 10. 9. 2013.

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

Извршни одбор је констатовао да су инфлаторни притисци наставили да се смањују и да томе, поред до сада предузетих мера монетарне политике, у највећој мери доприноси смањење трошкова у производњи хране, због знатно повољније пољопривредне сезоне како у земљи, тако и глобално. Извршни одбор је још једном потврдио своје очекивање да ће се међугодишња инфлација до октобра вратити у границе циља и да ће се у том распону задржати и у наредном периоду, при чему пројекција Народне банке Србије обухвата и очекивани раст регулисаних цена у преосталом делу године.

Извршни одбор је позитивно оценио и чињеницу да је економски опоравак, започет крајем 2012. године, настављен, уз знатно смањење спољне неравнотеже, чему у највећој мери доприноси знатнији раст извоза све већег броја индустријских и пољопривредних производа.

Одлуку Извршног одбора да референтну каматну стопу задржи на непромењеном нивоу определили су ризици из међународног окружења, који се тичу пре свега дешавања на међународним финансијским, али и робним тржиштима. Извршни одбор је имао у виду да су на саму најаву ФЕД-а о могућем смањењу обима квантитативног попуштања инвеститори током маја и јуна реаговали смањењем спремности да прихвате ризике, што је за последицу имало депрецијацијске притиске у готово свим земљама региона и Србији. Поред тога, неизвесност представља и кретање цене нафте на светском тржишту.

Према оцени Извршног одбора, могући негативни утицаји из међународног окружења би у наредном периоду у знатној мери могли бити компензовани доследним спровођењем мера фискалне консолидације и структурних реформи, што ће имати позитивне ефекте на перцепцију инвеститора за улагања у Србију, допринети смањењу унутрашње и спољне неравнотеже, нижој инфлацији и одрживом економском расту.

### Саопштење са седнице Извршног одбора, 18. 10. 2013.

Извршни одбор Народне банке Србије је на данашњој седници одлучио да референтну каматну стопу смањи за 0,5 процентних поена и она сада износи 10,5 одсто.

С међугодишњом стопом инфлације од 4,9 одсто у септембру, како је Народна банка Србије и најављивала, инфлација се вратила у границе дозвољеног одступања од циља  $4 \pm 1,5$  одсто. Томе су, по оцени Извршног одбора, кључни допринос дали мере монетарне политике, затим пад цена примарних пољопривредних производа, релативна стабилност курса динара и ниска агрегатна тражња. Ти фактори ће и у наредном периоду доприносити даљем смањењу инфлаторних притисака и одржавању инфлације у границама циља.

Инфлациона очекивања су смањена на најнижи ниво од када се прате и у наредном периоду ће се стабилизovati у границама циља, констатовао је Извршни одбор.

Доносећи одлуку да смањи референтну каматну стопу, Извршни одбор је имао у виду и смањене ризике везане за фискална кретања, након најављених мера фискалног прилагођавања. Ниска тражња, уз ефекте мера фискалне консолидације, представљаће снажан дезинфлаторни фактор и у наредној години. У таквим условима повећање ПДВ-а, чији је утицај једнократан, имаће мање директне и индиректне ефекте на инфлацију, оценио је Извршни одбор.

Извршни одбор очекује и позитивна кретања на међународним финансијским тржиштима као резултат постизања договора у вези с финансирањем америчког буџета.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће се одлучивати о референтној каматној стопи одржаће се 7. новембра.

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

Извршни одбор Народне банке Србије је на данашњој седници одлучио да референтну каматну стопу смањи за 0,5 процентних поена и она сада износи 10 одсто.

Имајући у виду да се наставља смањивање инфлаторних притисака и инфлационих очекивања, Извршни одбор очекује да ће се у октобру међугодишња стопа инфлације наћи близу доње границе дозвољеног одступања од циља. С обзиром на то да је инфлација већ на ниском нивоу, Народна банка Србије ће мере монетарне политике у наредном периоду усмерити на задржавање инфлације у границама циља, констатовао је Извршни одбор.

На пад међугодишње стопе инфлације, по оцени Извршног одбора, уз мере монетарне политике, утичу и пад цена примарних пољопривредних производа, ниска тражња и релативна стабилност курса, којој доприносе веома повољна спољнотрговинска кретања. Дефицит текућег рачуна у току трећег тромесечја износио је свега 1,4 одсто процењеног бруто домаћег производа, и то у условима повећане економске активности. Поред тога, очекивани ефекти фискалне консолидације и позитивна кретања на међународним финансијским тржиштима допринеће задржавању међугодишње инфлације у границама циља наредне године, оценио је Извршни одбор.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће се одлучивати о референтној каматној стопи одржаће се 12. децембра.

**CIP** - Каталогизација у публикацији  
Народна библиотека Србије, Београд

33

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

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