



Народна банка Србије

2014
фебруар

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

2014
фeбpуap

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

Београд, Краља Петра 12

Тел. 011/3027-100

Београд, Немањина 17

Тел. 011/333-8000

www.nbs.rs

Тираж: 120 примерака

ISSN 1820-9408

Уводна напомена

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

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

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

Пристап 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.

Фебруарски *Извештај о инфлацији* размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 13. фебруара 2014. 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

ДФО – друге финансијске организације

дсз. – десезонирано

ЕЦБ – Европска централна банка

ЕИБ – Европска инвестициона банка

ЕМВИ – индекс обвезница тржишта у успону

ФАО – индекс светских цена хране

ФЕД – Систем федералних резерви САД

FISIM – услуге финансијског посредовања индиректно мерене

ХоВ – хартије од вредности

ИПЦ – индекс потрошачких цена

М – месец

МДТ – међубанкарско девизно тржиште

млн – милион

млрд – милијарда

мг. – међугодишње

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

I. Резиме	1
II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији	5
III. Кретање инфлације	7
IV. Детерминанте инфлације	13
1. Кретања на финансијском тржишту	13
<i>Осврт 1: СДИ као фактор раста извоза</i>	19
2. Новац и кредити	23
<i>Осврт 2: Први резултати анкете Народне банке Србије о кредитној активности банака</i>	28
3. Агрегатна тражња	30
4. Економска активност	34
5. Кретања на тржишту рада	36
6. Међународно окружење	38
<i>Осврт 3: Актуелне промене у начину вођења монетарне политике у свету</i>	42
V. Пројекција инфлације	45
Табела А. Индикатори екстерне позиције Србије	52
Табела Б. Основни макроекономски индикатори	53
Списак графикана и табела	54
Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе	56
Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије	57

I. Резиме

Међугодишња инфлација се, као последица пада цена непрерађене хране, током четвртог тромесечја кретала испод доње границе дозвољеног одступања од циља.

Инфлаторни притисци су били веома ниски у четвртом тромесечју – и по основу тражње и по основу трошкова.

Дешавања у међународном окружењу и током четвртог тромесечја обележили су потези ФЕД-а.

Кретање курса динара је у последњих неколико месеци доминантно било одређено кретањима у међународном окружењу, пре свега одлуком ФЕД-а у вези са обимом квантитативног попуштања.

Међугодишња инфлација је у четвртом тромесечју била на историјском минимуму и у децембру је износила 2,2%. Спуштање међугодишње инфлације испод доње границе дозвољеног одступања од циља било је последица пада цена непрерађене хране услед веома повољних временских прилика, нетипичних за ово доба године. С друге стране, базна инфлација, мерена индексом потрошачких цена без цена енергије, хране, алкохола и цигарета, на коју мере монетарне политике највише утичу, током четвртог тромесечја кретала се у границама циља и крајем 2013. била је незнатно изнад циљаних 4%.

Веома ниски инфлаторни притисци карактерисали су и четврто тромесечје и у другој половини 2013. године инфлација је била негативна. На изостанак трошковних притисака указује пад цена произвођача индустријских производа и низак ниво цена примарних пољопривредних производа, а на ниске притиске по основу тражње – продубљивање негативног производног јаза и пад кредитне активности. На слабљење инфлаторних притисака утицао је и даљи пад инфлационих очекивања свих сектора. Инфлациона очекивања финансијског сектора за наредну годину дана у октобру су се вратила у границе циља и потом стабилизovala у тим границама.

Због знатног успоравања раста цена у зони евра, Европска централна банка је у новембру смањила референтну каматну стопу на историјски најнижи ниво од 0,25%, а експанзиван карактер задржале су и монетарне политике земаља централне и источне Европе. Захваљујући убрзању економског раста и позитивним сигнаlima с тржишта рада, ФЕД је донео одлуку да од јануара започне са смањењем програма квантитативних олакшица.

Апрецијацијски притисци на домаћем девизном тржишту током четвртог тромесечја били су резултат пада премије ризика земље и повећаног интересовања нерезидената за улагања у динарске хартије од вредности након одлагања одлуке ФЕД-а о смањењу обима квантитативног попуштања и доношења новог пакета мера фискалне консолидације како би се обезбедила одрживост домаћих јавних финансија. Такође, мањим притисцима на девизном тржишту допринели су и нешто већи прилив страних директних инвестиција и релативно повољна кретања

Ублажавање монетарне политике спроводи се опрезно, имајући у виду евентуалну нестабилност међународног финансијског тржишта.

Због постепеног исцрпљивања ефеката раста производње у аутомобилској индустрији и пратећим гранама, у четвртом тромесечју је успорена динамика раста нето извоза...

...што је изазвало и успоравање економске активности.

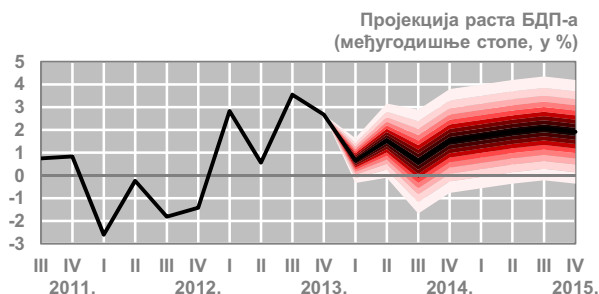
у спољнотрговинској размени. Депрецијацијски притисци од почетка ове године иницирани су сезонски појачаном тражњом домаћих предузећа за девизама, пре свега увозника енергената, као и кретањима на међународним финансијским тржиштима узрокованим започетим смањењем квантитативних олакшица ФЕД-а. Због тога су, слично динару, ослабиле скоро све валуте земаља у региону, као и валуте других земаља у успону.

Референтна каматна стопа је у четвртом тромесечју смањена за укупно 150 базних поена, док је у јануару и фебруару задржана на непромењеном нивоу. Иако су инфлаторни притисци ниски, Извршни одбор Народне банке Србије је опрезан, имајући у виду евентуалну нестабилност међународног финансијског тржишта због почетка изласка ФЕД-а из програма квантитативних олакшица. Извршни одбор оцењује да би већој отпорности Србије на евентуалну нестабилност међународног финансијског тржишта допринело доследно спровођење мера фискалног прилагођавања. Склапање аранжмана с Међународним монетарним фондом било би додатна потврда доследности у спровођењу фискалне консолидације.

Иако је извоз и у четвртом тромесечју забележио висок међугодишњи раст, приметно је успоравање његове динамике због постепеног исцрпљивања ефеката раста производње у аутомобилској индустрији и пратећим гранама. На нивоу године, у складу с нашом пројекцијом изнетом у новембарском Извештају о инфлацији, дефицит текућег рачуна је износио 5,0% бруто домаћег производа. Процењујемо да ће се учешће дефицита текућег рачуна у бруто домаћем производу ове године задржати отприлике на истом нивоу. Извоз ће у 2014. расти спорије него током 2013, али ће ниска домаћа тражња спречавати бржи раст увоза.

Током четвртог тромесечја економска активност је забележила пад на тромесечном нивоу, а на међугодишњем нивоу успорен раст. На то су, с производне стране, у великој мери утицали постепено достизање пуних капацитета у аутомобилској индустрији, али и смањене активности у другим гранама прерађивачке индустрије и наставак негативних трендова у грађевинарству. Према проценама Републичког завода за статистику, раст економске активности на нивоу године био је виши од наших очекивања изнетих у новембарском Извештају о инфлацији и износио је 2,4%, због бољих од очекиваних резултата у пољопривредној производњи и мањег пада грађевинске активности.

Према нашој процени, економска активност ће ове године успорити раст на око 1%.

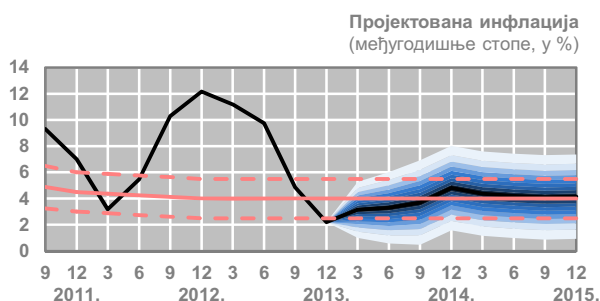


Индикатори тржишта рада су у четвртој тромесечју повољнији него у истом периоду претходне године.

У 2014. години очекује се успоравање раста бруто домаћег производа на око 1%. Очекујемо да ће започети опоравак зоне евра, као и почетак преговора о чланству у Европској унији, дати кључан допринос расту инвестиција у 2014. години и наставку раста нето извоза. Финална потрошња ће наставити негативно да доприноси бруто домаћем производу по основу спровођења фискалне консолидације, што ће, поред најављених структурних реформи, отворити простор за његов бржи раст у наредним годинама. Посматрано с производне стране, уз претпоставку да ће овогодишња пољопривредна сезона бити просечна, очекујемо пад пољопривредне производње, спорији раст индустријске производње по основу постепеног исцрпљивања ефекта раста производње аутомобилске индустрије и делимичан опоравак грађевинарства.

Према резултатима Анкете о радној снази из октобра, стопа незапослености је у односу на априлске податке смањена за чак 4 процентна поена, на 20,1%, делом као последица деловања сезонских фактора. У поређењу са стањем из истог периода претходне године, уочава се побољшање индикатора на тржишту рада, што је у складу са умереним опоравком економске активности. Међутим, незапосленост је и даље висока. То ће, уз очекивано смањење зарада у јавном сектору и ограничен раст пензија, утицати да домаћа тражња и ове године буде ниска.

Међугодишња инфлација ће се у току 2014. и 2015. године кретати у границама циља.



На карактер монетарне политике пресудно ће утицати кретања у међународном окружењу.

Очекујемо да ће се међугодишња инфлација у првом тромесечју вратити у границе циља и да ће се током наредне две године кретати унутар тих граница. Умерен међугодишњи пораст потрошачких цена у 2014. биће првенствено резултат једнократног ефекта повећања посебне стопе пореза на додату вредност и акциза и ниске прошлогодишње базе узроковане падом цена хране. С друге стране, главни дезинфлаторни фактор и у наредном периоду остаје ниска домаћа тражња, која ће, истовремено, спречити потпуно преливање ефекта повећања стопе пореза на додату вредност на цене.

Под претпоставком спровођења фискалне консолидације у складу с планом, наставак ублажавања монетарне политике у наредном периоду зависиће пре свега од јачине потенцијалних негативних ефеката смањења програма квантитативних олакшица ФЕД-а на девизни курс и премију ризика земље.

II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији

Ублажавање монетарне политике одвија се опрезно. Референтна каматна стопа је додатно смањена у децембру, док је у јануару и фебруару задржана на непромењеном нивоу.

Извршни одбор Народне банке Србије је у децембру смањео референтну каматну стопу узимајући у обзир слабљење инфлаторних притисака, као и смањене ризике везане за фискална кретања након најављених мера фискалног прилагођавања у октобру. Слабљењу инфлаторних притисака допринели су пре свега добро усаглашене и одмерене мере монетарне политике, пад цена примарних пољопривредних производа, ниска агрегатна тражња и стабилност девизног курса. Инфлациона очекивања су стабилизована у границама циља, што ће повратно допринети ценовној стабилности у наредном периоду.

И на почетку 2014. инфлаторни притисци су били ниски, али је Извршни одбор у јануару и фебруару одлучио да референтну каматну стопу задржи на непромењеном нивоу. Извршни одбор је био опрезан имајући у виду евентуалну нестабилност међународног финансијског тржишта због почетка изласка ФЕД-а из програма квантитативних олакшица.

Пројекција објављена у новембарском Извештају о инфлацији указивала је да ће се инфлација највероватније кретати у границама дозвољеног одступања од циља током периода пројекције (од краја 2013. до Т3 2015). Негативан производни јаз и даље ће имати снажан дезинфлаторни ефекат, упркос постепеном опоравку економске активности. Оцењено је да ће остварење те пројекције у највећој мери зависити од кретања у међународном окружењу, али и од домаћих фискалних кретања. Имајући у виду смиривање инфлационих притисака и под претпоставком спровођења фискалне консолидације у складу с планом, Извршни одбор Народне банке Србије је најавио да ће у наредном периоду размотрити даље ублажавање монетарне политике.

До наредне седнице Извршног одбора у децембру, дезинфлаторни притисци су били појачани. Међугодишња инфлација се од октобра привремено налазила испод доње границе дозвољеног одступања од циља ($4 \pm 1,5\%$). На знатно смањење инфлације, које је остварено у условима опоравка економске активности, поред мера монетарне политике и релативне стабилности девизног курса, деловали су и

пад цена хране, ниска домаћа тражња и пад инфлационих очекивања.

Као резултат добре пољопривредне сезоне у земљи и свету, пад цена примарних пољопривредних производа допринео је даљем паду цена хране. Оцењено је да би дезинфлаторни утицај цена хране требало да се задржи бар до следеће пољопривредне сезоне.

Поред тога, ниска домаћа тражња остаје и даље главни фактор који ће успоравати раст цена у средњем року. Она је, пре свега, последица спорог привредног опоравка, раније предузетих мера фискалне консолидације и пада кредитне активности. Дезинфлаторно дејство домаће тражње биће појачано додатним мерама Владе, које ће првенствено утицати на мању потрошњу домаћинстава (увођење „солидарног пореза“ на изнадпросечна примања у јавном сектору, поред већ ограниченог раста плата у јавном сектору и пензија).

Инфлациона очекивања су била знатно смањена – сектори економије (финансијски сектор, привреда и становништво) предвиђали су да ће се инфлација

и у наредном периоду кретати у границама циља. То би требало да умањи трошкове постизања ценовне стабилности.

За разлику од депрецијацијских притисака у претходном периоду, кретања на девизном тржишту обележили су апрецијацијски притисци. Стога је Народна банка Србије интервенисала на девизном тржишту како би ублажила прекомерне краткорочне осцилације девизног курса. Тако је током последњег тромесечја 2013. на девизном тржишту купила 525,0 млн евра, а продала 10,0 млн евра.

Апрецијацијски притисци на девизном тржишту били су пре свега резултат смиривања реакције међународног финансијског тржишта на најављене промене у монетарној политици ФЕД-а. Томе је допринело одлагање одлуке о смањењу обима квантитативног попуштања и постизање договора у вези с финансирањем америчког буџета. Такође, Србија је забележила повољна платнобилансна кретања, у највећој мери по основу раста извоза, а стабилизирајући утицај имао је и нов пакет мера фискалне консолидације, који је Влада представила почетком Т4.

Одлучујући о монетарној политици на седници у **децембру**, Извршни одбор је оценио да поменути фактори инфлације омогућавају даље **смањење референтне каматне стопе за 50 б.п., на 9,5%.**

И на почетку ове године инфлаторни притисци су били ниски, а инфлациона очекивања знатно смањена. Међутим, Извршни одбор је у **јануару и фебруару одлучио да референтну каматну стопу задржи на непромењеном нивоу.** При томе, посебно је био опрезан имајући у виду ризике који проистичу из

кретања на међународном финансијском тржишту, пре свега одлуке ФЕД-а да почев од јануара постепено смањује квантитативне олакшице.

Утицај монетарне политике ФЕД-а на Србију примарно је генерисан фискалном неравнотежом Србије и чињеницом да се знатан део државних ХоВ налази у поседу нерезидената. Степен њихове изложености према нашем тржишту и другим тржиштима у успону зависиће највише од глобалне ликвидности у наредним годинама, тј. степена експанзивности монетарне политике водећих централних банака.

Извршни одбор је оценио да би већој отпорности Србије на могућу нестабилност међународног финансијског тржишта допринело доследно спровођење мера фискалног прилагођавања. Оно би се позитивно одразило на започети привредни опоравак и отворило додатни простор за даље ублажавање монетарне политике.

Ради подстицања кредитирања у динарима, Извршни одбор је у новембру 2013. усвојио Одлуку о условима и начину обављања кредитних послова са иностранством у динарима. Одлуком је предвиђено да међународне финансијске институције могу домаћим правним лицима, банкама и предузетницима одобрити кредит или зајам у динарима. Могућност повољнијег задуживања, ослобођеног девизног ризика, позитивно ће се одразити на привредну активност, као и на стабилност финансијског система. Пошто међународне финансијске организације могу да одобравају динарске кредите и из средстава која потичу од емисије динарских дугорочних ХоВ на домаћем тржишту, издавање ових хартија допринеће и развоју тржишта капитала у Србији.

III. Кретање инфлације

Инфлаторни притисци наставили су да слабе током Т4 и, друго тромесечје заредом, потрошачке цене су биле у паду. Посматрано на мг. нивоу, инфлација је у Т4 била на историјском минимуму и у децембру је износила 2,2%. Процењујемо да је спуштање мг. инфлације испод доње границе циља током Т4 било привременог карактера и у највећој мери последица пада цена хране, на шта указује и чињеница да је мг. базна инфлација крајем године била незнатно изнад циљаних 4%.

Слабљењу инфлаторних притисака допринело је и смањење инфлационих очекивања свих сектора. Инфлациона очекивања финансијског сектора за наредну годину дана су се у октобру вратила у границе циља и потом стабилизovala у границама циља.

Очекујемо да ће се мг. инфлација у Т1 вратити у границе циља. Раст потрошачких цена у Т1 у највећој мери биће последица једнократног ефекта повећања посебне стопе ПДВ-а и акциза, као и сезонски очекиваног раста цена воћа и поврћа. С друге стране, ниска тражња и ниски трошкови у производњи хране деловаће у правцу ублажавања инфлаторних притисака.

Кретање инфлације у Т4

Међугодишња инфлација се током Т4 кретала испод доње границе дозвољеног одступања од циља и на крају 2013. године је износила 2,2%. У односу на

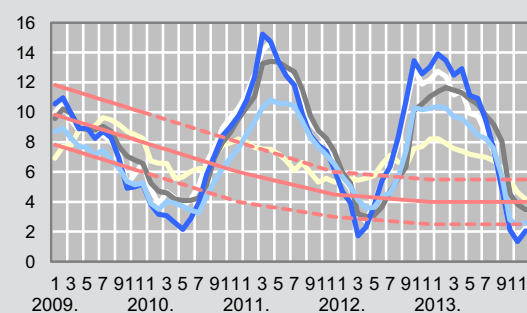
централну пројекцију објављену у новембарском Извештају о инфлацији, она је нижа пре свега због веома повољних временских прилика, које су резултирале падом цена воћа и мањим растом цена поврћа од сезонски уобичајеног.

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

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

Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



Потрошачке цене (ИПЦ)
 ИПЦ без енергије, хране, алкохола и цигарета
 ИПЦ без енергије и непрерађене хране
 ИПЦ без енергије
 Trimmed mean 15%
 Циљана стопа инфлације
 Дозвољено одступање инфлације од циља

Извор: РЗС и прерачун НБС.

Базна инфлација се у Т4 вратила у границе циља, а пад цена хране утицао је да се мг. инфлација нађе испод доње границе циља.

Инфлаторни притисци су током 2013. били веома ниски, највише захваљујући мерама монетарне политике, паду цена примарних пољопривредних производа, ниској агрегатној тражњи, релативној стабилности курса динара и паду инфлационих очекивања крајем године. У 2013. инфлација је готово у потпуности била детерминисана растом регулисаних цена (2,1 п.п.). С друге стране, добра пољопривредна сезона и, последично, нижи трошкови у производњи допринели су паду цена хране и безалкохолних пића (2,5%). Релативно висока просечна инфлација у 2013. години (7,8%) последица је високе м.г. инфлације у првој половини године, пре свега због лоше пољопривредне сезоне у 2012.

Слабљење инфлаторних притисака, присутно од краја 2012, настављено је и у Т4 и друго тромесечје заредом **потрошачке цене** су биле у паду (0,2%).

Цене хране и безалкохолних пића опале су у Т4 за 2,0%. Непрерађена храна је појевтинила за 4,3% и допринела паду укупне инфлације са 0,5 п.п., у оквиру чега су највише смањене цене воћа за 26,7% и меса за 5,6%. Наставак слабљења трошковних притисака у производњи хране резултирао је и смањењем цена прерађене хране од 0,7% и негативним доприносом укупној инфлацији од 0,2 п.п. Највећи негативан допринос у оквиру те

категорије потиче од пада цена пића, хлеба и производа од житарица, уља и масти.

Раст **цена индустријских производа без хране и енергије** у Т4 је износио 1,0%, што је упола мање у поређењу с претходним тромесечјем. На успоравање раста те групе цена утицала је стабилност девизног курса. Највећи допринос расту потрошачких цена у оквиру те групе цена дало је поскупљење цигарета и сезонско поскупљење одеће.

Цене у оквиру групе **енергије** смањене су за 0,4%. Негативан допринос потиче од појевтинења природног гаса и нафтних деривата, док су због почетка грејне сезоне повећане цене централног грејања и чврстих горива. Захваљујући смирењу геополитичких тензија, цена нафте на светском тржишту је опала, што се одразило на пад цена нафтних деривата.

Цене **услуга** су оствариле виши раст него у Т3 (1,2%). Највећи позитиван допринос потиче од раста цена услуга друштвене заштите деце, комуналних услуга и цена у оквиру категорије рекреације и културе.

Базна инфлација (мерена ИПЦ-ом по искључењу цена енергије, хране, алкохола и цигарета) на м.г. нивоу је наставила да успорава раст и, након повратка

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Највећи допринос паду потрошачких цена и у Т4 дале су цене непрерађене хране.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Паду м.г. инфлације од 10,6 п.п. у току 2013. цене хране су допринеле с преко 70%.

у границе циља у октобру, у наредна два месеца се кретала у оквиру тих граница. То потврђује и да је кретање укупне инфлације испод доње границе циља током Т4 било резултат пада цена хране, пре свега непрерађене. На нивоу тромесечја, у поређењу с претходним, регистрован је незнатно већи раст (1,0%), пре свега по основу сезонског раста цена одеће и обуће, услуга друштвене заштите деце и туристичких аранжмана.

Регулисане цене су у Т4 забележиле раст од 0,9%, који је у највећој мери био одређен поскупљењем цигарета и услуга друштвене заштите деце. На мг. нивоу раст је успорен на 10,4% у децембру. Имајући у виду да је и ове, као и претходних година, допринос регулисаних цена укупној инфлацији износио минимум 2 п.п., као и да конвергенција нивоа цена у Србији нивоу цена у ЕУ, нарочито регулисаних, још није завршена, циљ за укупну инфлацију Народна банка Србије је утврдила на нивоу од 4% до краја 2016.

Очекивано кретање у Т1

Према нашим проценама, мг. инфлација ће током Т1 забележити умерен раст и повратак у границе дозвољеног одступања од циља, али ће се

највероватније кретати испод циља од 4%. И код базне инфлације се очекује умерен раст на мг. нивоу, али ће она наставити да се креће у границама циља.

Раст потрошачких цена у Т1 ће у највећој мери бити последица једнократног ефекта повећања посебне стопе ПДВ-а и акциза, као и сезонски очекиваног раста цена воћа и поврћа. С друге стране, ниска тражња и ниски трошкови у производњи хране деловаће у правцу ублажавања инфлаторних притисака и спречавања потпуног преливања ефекта повећања ПДВ-а и акциза на цене.

Код **непрерађене хране** очекује се сезонски уобичајен раст цена воћа и поврћа и појефтињење свежег mesa. Такође, очекује се да ће повећање ПДВ-а изазвати благ раст цена **прерађене хране**, али ће због ниске тражње овај ефекат делом бити компензован смањењем трговачких маржи.

Процењујемо да ће раст **цена индустријских производа без хране и енергије** у највећој мери бити последица поскупљења цигарета због корекције акциза и лекова, пре свега по основу повећања ПДВ-а.

У оквиру групе **енергије** очекујемо раст цена нафтних деривата због корекције акциза и раст цена чврстих горива. Истовремено, очекује се и раст цена грејања, уобичајен за ово доба године.

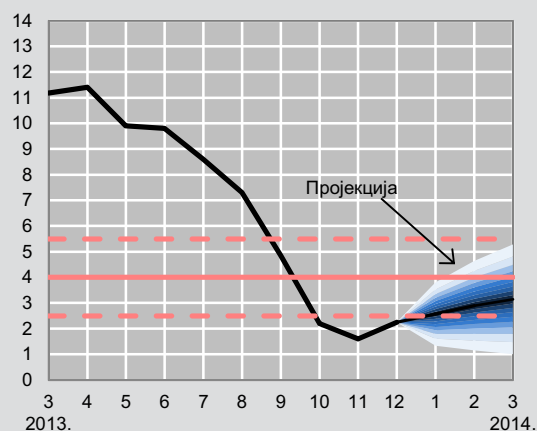
Повећање стопе ПДВ-а одразиће се и на раст цена услуга ресторана и хотела, док би цене туристичких аранжмана требало да опадну. У оквиру групе услуга очекује се и раст цена комуналних услуга.

Највећа неизвесност пројекције за Т1 повезана је са очекиваним ефектом преноса повећања ПДВ-а на цене и дешавањима у међународном окружењу и њиховим потенцијалним ефектима на премију ризика и девизни курс.

Увозне и произвођачке цене

Цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште су у Т4 опале за 0,6%, пре свега као последица пада цена у области производње прехранбених производа (допринос -0,4 п.п.). Пад цена је забележен и у производњи деривата нафте, хемикалија и хемијских производа, као и моторних возила, док је у производњи дуванских производа и снабдевању електричном енергијом забележен раст. На мг. нивоу настављена је тенденција успоравања раста – на 0,8% у децембру.

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



Извор: НБС.

Током Т1 очекује се повратак мг. инфлације у границе циља.

Цене произвођача пољопривредних производа¹ су у децембру биле за 18,4% више него у Т3, а за 11,6% ниже него у истом периоду претходне године. У односу на претходно тромесечје, раст је регистрован у категоријама жита и индустријског биља. Ипак, цене жита су и даље за преко 20% ниже, а цене индустријског биља за око 7% у односу на исти период

претходне године. Пад су исказале и категорије воћа и живе стоке, што је за резултат имало и појефтинјење малопродајних цена свежег меса.

Цене елемената и материјала за уграђивање у грађевинарству снижене су у Т4 за 1,8%, што је утицало на даље успоравање њиховог м.г. раста, који је у децембру износио 2,1%.

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

	III 2013. III 2012.	VI 2013. VI 2012.	IX 2013. IX 2012.	XI 2013. XI 2012.
Потрошачке цене	11,2	9,8	4,9	2,2
Цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште	5,4	4,3	1,6	0,8
Цене произвођача пољопривредних производа	17,3	5,2	-26,1	-11,6
Цене елемената и материјала за уграђивање у грађевинарству	3,3	3,1	2,5	2,1

Извор: РЗС и прерачун НБС.

Увозне цене исказане у динарима² су у Т4 смањене за 0,8%³. Највећи допринос потиче од увозних цена средстава за репродукцију, које се треће тромесечје заредом налазе у паду. У току Т4 снижене су и светске цене нафте. С друге стране, благо су порасле увозне цене потрошних добара и светске цене хране. Девизни курс није утицао на увозне цене будући да је током Т4 био стабилан. Посматрано на м.г. нивоу, пад увозних цена је успорен на 0,9% у децембру.

Инфлациона очекивања

Ниска инфлација била је праћена даљим падом инфлационих очекивања. Према анкетама агенција **Блумберг** и **Ипсос**, инфлациона очекивања финансијског сектора стабилизована су у границама

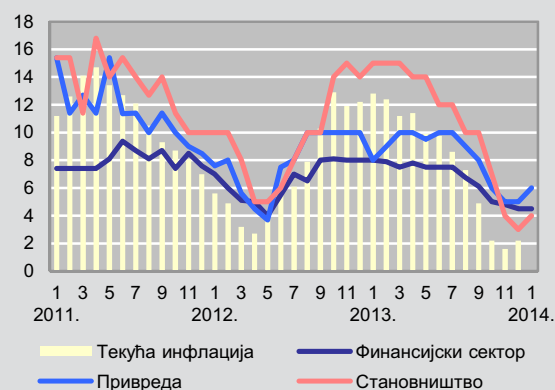
Графикон III.0.5. Домаћа и увозна инфлација (м.г. стопе, у %)



Извор: Destatis, ФАО, Блумберг и прерачун НБС.

По основу увозних цена, које су у Т4 биле у паду, током Т1 могу се очекивати ниски инфлаторни притисци.

Графикон III.0.6. Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред – по секторима* (м.г. стопе, у %)



Извор: Галуп, Ипсос и НБС.

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

Очекивања финансијског сектора и становништва налазе се у границама дозвољеног одступања од циља.

¹ Цене произвођача у области пољопривреде и рибарства.

² Као индикатор увозних цена коришћен је пондерисани просек индекса светских цена нафте и хране, извозних и потрошачких цена Немачке, нашег најзначајнијег спољнотрговинског партнера.

³ Однос просека два узастопна тромесечја.

дозвољеног одступања од циља, што умањује трошкове постизања ценовне стабилности у наредном периоду.

Након што су се у октобру нашла на горњој граници дозвољеног одступања од циља, инфлациона очекивања **финансијског сектора**, према анкети агенције **Блумберг**, у новембру су додатно смањена на 5,0%, а у децембру на 4,4%. Очекивања финансијског сектора у прва два месеца 2014. године стабиловала су се у границама циља – у јануару су износила 4,0%, а у фебруару 4,6%.

Знатан пад инфлационих очекивања свих сектора бележи се и према анкети агенције **Ипсос**. Инфлациона очекивања **финансијског сектора** за годину дана унапред налазе се од октобра у границама дозвољеног одступања од циља (5,0%). Она су у новембру даље пала на 4,8%, у децембру на 4,5%, док су у јануару задржана на непромењеном нивоу. Инфлациона очекивања привреде најпре су била смањена на ниво од 5,0% у новембру и децембру, а затим повећана на 6,0% у јануару. Очекивања **становништва** су у највећој мери смањена – за чак 3,0 п.п. у новембру, на 4,0%, а затим у децембру на

3,0%. То је најнижи ниво инфлационих очекивања становништва од када се та анкета спроводи. У јануару су инфлациона очекивања становништва повећана на 4,0%.

Није постојала правилност у погледу кретања дисперзије одговора испитаника различитих сектора. Тако, после дужег времена, дисперзија одговора испитаника финансијског сектора, према анкети Блумберг, од октобра има растући тренд, док је, према анкети Ипсос, повећана у новембру, па знатно смањена у децембру, да би у јануару забележила знатан раст. Као резултат тога, дисперзија одговора испитаника финансијског сектора је, према обе анкете, сада на сличном нивоу. Међу испитаницима из сектора привреде дисперзија очекивања је, након стагнације, благо повећана у новембру и децембру. Иако је и даље највеће, неслагање у погледу будуће инфлације константно се смањивало код становништва, али је у јануару повећано.

Након октобарског пада на нулу, нето проценат⁴ предузећа која у наредна три месеца очекују раст цена својих производа и услуга је у наредна два

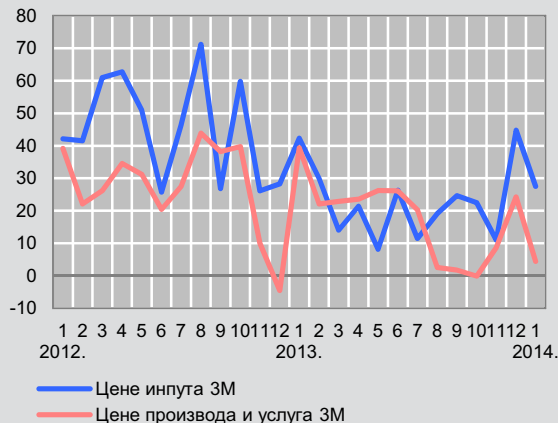
Графикон III.0.7. Циљана инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред – финансијски сектор (мг. стопе, у %)



Извор: Блумберг и НБС.

Очекивања финансијског сектора се од октобра налазе у границама циља.

Графикон III.0.8. Очекивања предузећа у погледу промене цена њихових инпута и производа и услуга (нето проценат, "+" = повећање, "-" = смањење)



Извор: Ипсос и НБС.

Након децембарског повећања, у јануару је смањено учешће предузећа која очекују раст цена инпута и цена својих производа.

⁴ 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.

месеца растао, али је у јануару ове године забележио знатан пад (4,4%). Када су у питању инпути, нето проценат предузећа која очекују њихов раст био је на релативно ниском нивоу готово током целе године, али је у децембру знатно

повећан. Тај раст је био привременог карактера, у највећој мери као последица очекивања предузећа из области енергетике, па је у јануару нето проценат предузећа која очекују раст цена својих инпута смањен.

IV. Детерминанте инфлације

1. Кретања на финансијском тржишту

Смањење референтне каматне стопе одразило се на пад каматних стопа на тржишту новца и државних ХоВ, као и на цену динарских кредита привреди и становништву. У условима опадајуће премије ризика, страни инвеститори су током Т4 повећали своја улагања у домаће ХоВ. То је био и један од фактора који су допринели да априори притисци на домаћем девизном тржишту преовлађују током већег дела Т4.

Каматне стопе

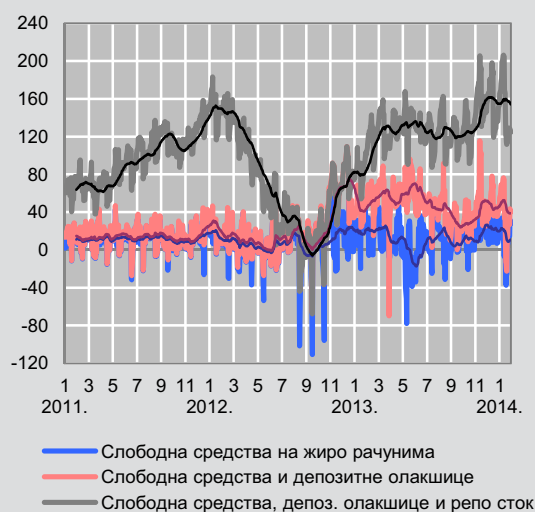
Просечна репо стопа⁵ је током Т4 смањена за 1,8 п.п., на 7,6%, колико је износила на крају децембра. Тај

пад је био нешто већи од смањења референтне каматне стопе (1,5 п.п.) због раста ликвидности банкарског сектора.

Просечан дневни промет на међубанкарском преконоћном тржишту новца у Т4 је износио 1,3 млрд динара, што је на нивоу Т3, а знатно испод просечних тромесечних вредности остварених у претходној години. Каматна стопа *BEONIA* је током Т4 пратила кретање просечне пондерисане стопе на репо аукцијама. Њена просечна месечна вредност није промењена у октобру, да би у новембру и децембру била смањена (за 0,6 п.п. и 0,4 п.п., респективно) на 7,6%.

Пад просечне репо стопе пренео се на каматне стопе *BELIBOR*. Током Т4 те стопе су забележиле пад између 0,9 п.п. и 0,6 п.п., који је био израженији за

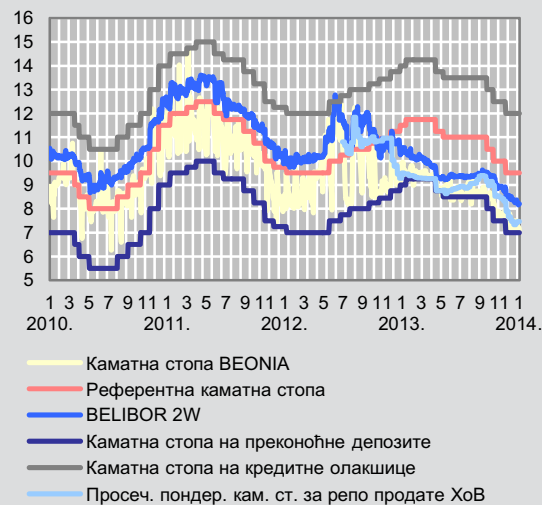
Графикон IV.1.1. Динарска ликвидност
(дневна стања и покретни просеци, у млрд RSD)



Извор: НБС.

Ликвидност банкарског сектора благо је повећана током Т4...

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



Извор: Томсон Ројтерс и НБС.

... због чега је и одступање просечне репо стопе од референтне стопе благо повећано.

⁵ Стопа остварена на репо аукцијама пондерисана износом продатих ХоВ.

краће рочности. Просечне вредности стопа *BELIBOR* у децембру су се кретале у распону од 8,3% за најкраћу до 9,4% за најдужу рочност.

У јануару је настављен пад каматних стопа на тржишту новца, а промет на преконоћном тржишту новца је благо повећан.

Смањење референтне стопе и раст улагања нерезидената у динарске ХоВ одразили су се на пад каматних стопа на примарном тржишту динарских ХоВ. Скоро све каматне стопе су забележиле пад, који је био израженији за дуже рочности. Тако је просечна пондерисана каматна стопа на динарске државне ХоВ у Т4 смањена за 1,2 п.п. и у децембру је износила 9,5%, док су се каматне стопе на аукцијама у децембру кретале у распону од 8,9% за рочност од једне године до 10,2% за рочност од три године.

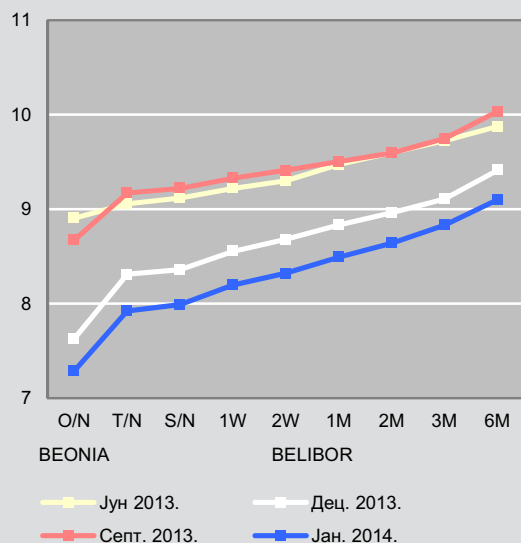
Пад каматних стопа на тржишту државних ХоВ у великој мери био је опредељен повећаном тражњом нерезидената за овим ХоВ, падом премије ризика, објавом мера фискалне консолидације и рекордно ниском инфлацијом. На раст тражње нерезидената првенствено су утицали септембарска одлука ФЕД-а о одлагању смањења квантитативних олакшица и новембарско снижење референтне стопе ЕЦБ-а.

Од укупно понуђене 120,3 млрд динара, у Т4 су продате ХоВ номиналне вредности 105,6 млрд динара. Истовремено, на наплату је доспело 50,5 млрд динара. Тиме је стање дуга по основу динарских ХоВ продатих на примарним тржишту повећано за 55,1 млрд динара, на 446,9 млрд динара.

Током Т4 организовано је и осам аукција ХоВ деноминираних у еврима, на којима су од понуђена 400,2 млн евра, продате ХоВ номиналне вредности 334,7 млн евра, и то скоро у потпуности домаћим инвеститорима. При томе, каматне стопе за рочност од једне године су повећане (за 0,3 п.п.), за рочност две године су смањене (за 0,2 п.п.), док су за петогодишње ХоВ остале на истом нивоу као у Т3. Тако су се крајем године каматне стопе кретале у распону од 3,5% за рочност од једне године до 5,2% за рочност од пет година. Током новембра и децембра доспеле су ХоВ у вредности од 246,8 млн евра, па је стање дуга по овом основу на крају 2013. износило 1,2 млрд евра.

Укупан промет на секундарном тржишту у Т4 је износио 96,2 млрд динара и вишеструко је повећан у односу на Т3, при чему се највише трговало ХоВ рочности од три и две године. Када се искључе трговања до два радна дана од датума салдирања

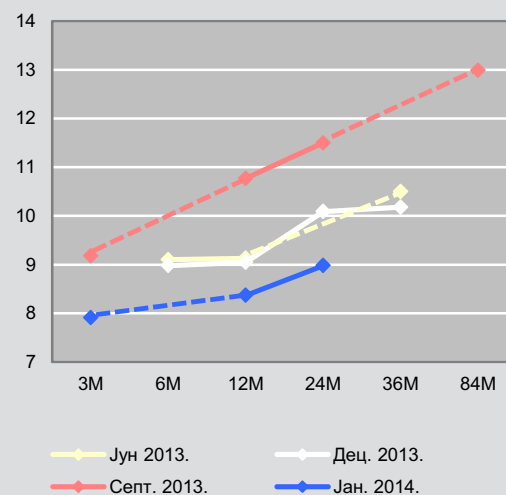
Графикон IV.1.3. Крива приноса на међубанкарском тржишту новца (просечне вредности, на годишњем нивоу, у %)



Извор: Томсон Ројтерс и НБС.

Пад каматних стопа из Т4 наставио се у почетком 2014.

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



Извор: Министарство финансија.

Након раста у Т3, динарска крива приноса се крајем 2013. вратила на јунски ниво, а у јануару је њен ниво додатно снижен.

примарног трговања, промет је повећан за 51,8 млрд динара и износи 64,7 млрд динара. Стопе приноса до доспећа смањене су с растом промета на овом тржишту и у децембру су се кретале у распону од 8,7% за преосталу рочност од два месеца до 10,7% за рочност од 29 месеци.

Иако је рејтинг агенција *Fitch* смањила кредитни рејтинг Србије за један ниво, каматне стопе у јануару су додатно смањене и кретале су се испод 10% и у примарном и у секундарном трговању.

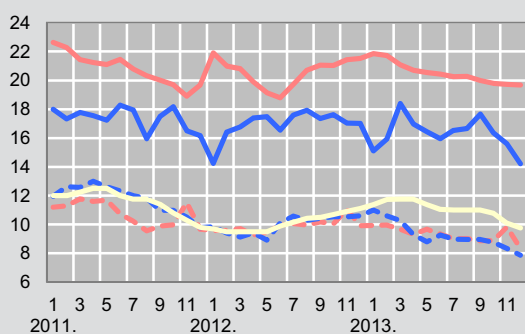
Пратећи кретање референтне каматне стопе, али и у складу с нижим каматним стопама на динарске депозите, каматне стопе на динарске кредите бележе пад у Т4. Тако је просечна пондерисана каматна стопа на новоодобрене динарске кредите у Т4 смањена за 1,8 п.п. и у децембру је износила 17,1%. Пад је био израженији код каматних стопа на кредите привреди, које су смањене за 3,4 п.п., на 14,2%, док су каматне стопе на кредите становништву смањене за 0,3 п.п., на 19,7%. Паду просечне пондерисане каматне стопе на укупне динарске кредите допринела је и измена структуре новоодобрених динарских кредита, с обзиром на благо повећање учешћа кредита привреди, који су јефтинији од кредита становништву.

Пад каматних стопа на динарске кредите привреди резултат је пре свега смањења каматних стопа на кредите за обртна средства, које су у Т4 смањене за 5,4 п.п., на 13,5%. Такође, смањене су каматне стопе на остале кредите (за 1,4 п.п., на 15,1% у децембру), који су током Т4 били најзаступљенији међу динарским кредитима привреди. Смањење каматних стопа на динарске кредите становништву остварено је пре свега захваљујући паду каматних стопа на готовинске кредите за 0,5 п.п., које су у децембру износиле 19,5%. У истом периоду каматне стопе на потрошачке кредите повећане су за 3,2 п.п., на 23,4%.

И каматне стопе на новоодобрене кредите у еврима и динарске евроиндексиране кредите смањене су у односу на септембар за 0,6 п.п. и у децембру су износиле 6,5%, што је првенствено резултат смањења цене кредита привреди (за 0,7 п.п., на 6,3%). При томе, смањене су каматне стопе на све врсте кредита, а највише за најтраженије кредите – за обртна средства, инвестиционе и остале кредите. Такође, смањене су и каматне стопе на кредите становништву (за 0,2 п.п., на 7,9%), највише по основу пада стопа на готовинске кредите, док су каматне стопе на потрошачке кредите повећане.

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

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



— Новоодобрани динарски кредити становништву
— Новоодобрани динарски кредити привреди
- - - Новоположени динарски депозити становништва
- - - Новоположени динарски депозити привреде
— Референтна каматна стопа, просек периода

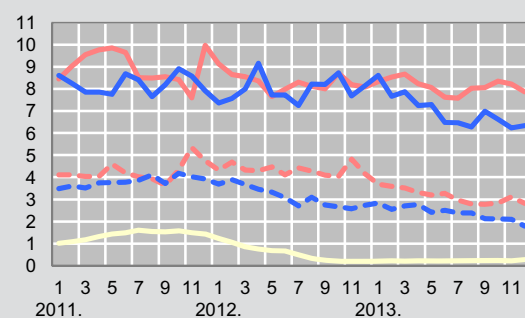
Извор: НБС.

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

Пад каматних стопа на динарске кредите највише је утицао на смањење каматне марже на динарске изворе током Т4.

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

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



— Новоодобрани девизни кредити становништву**
— Новоодобрани девизни кредити привреди**
- - - Новоположени девизни депозити становништва
- - - Новоположени девизни депозити привреде
— EURIBOR 3M

Извор: НБС и Европска банкарска федерација.

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

** У еврима и евроиндексирани.

За разлику од ранијих година, у новембру 2013. је изостао уобичајено осетливи раст каматних стопа на девизну штедњу становништва.

У саопштењу поводом Светског дана штедње, Народна банка Србије је позвала банке да своје напоре у привлачењу нових штедних улога усмере на побољшање услова и ширење лепезе производа, уз настојање да каматне стопе не превазилазе ниво који нуде током целе године. Банке су прихватиле тај апел, па је у новембру изостао уобичајено осетнији раст каматних стопа на штедњу у еврима. За штедњу у динарима понудиле су нешто више каматне стопе у односу на претходни месец (просечна пондерисана каматна стопа је повећана за 0,9 п.п., на 9,8%). То је резултирало и рекордним износом новоположених и реорочених динарских депозита у новембру (12,9 млрд динара). Тако је стање динарске штедње повећано за 6,7 млрд динара.

Просечна пондерисана каматна стопа на новоположене динарске депозите привреде смањена је у Т4 за 1,1 п.п., на 7,9% у децембру. Код становништва она је смањена за 0,6 п.п., на 8,3%, колико је износила у децембру. У новембру је та стопа привремено повећана под утицајем нешто повољнијих каматних стопа које су банке понудиле поводом месеца штедње, пре свега за депозите рочности до једне године и преко једне до две године.

Каматне стопе на депозите привреде у еврима су у Т4 смањене за 0,3 п.п. и у децембру су износиле 1,8%. Каматне стопе на штедњу становништва у еврима нису промењене и у децембру су износиле 2,8%.

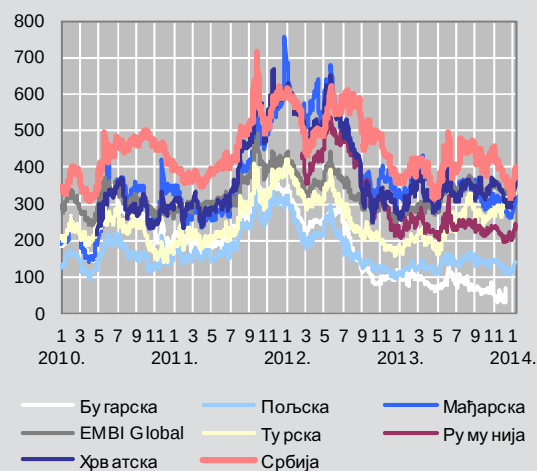
Премија ризика

Премија ризика свих земаља у региону, мерена *EMBI*, бележила је пад током октобра и благ раст у већем делу новембра. Раст је прекинут крајем месеца, након саопштења ФЕД-а да ће наставити с вођењем експанзивне монетарне политике докле то буду захтевали макроекономски показатељи. Осетнији пад премије ризика крајем новембра забележен је једино у случају Србије и може се довести у везу с предузимањем мера фискалне консолидације. Иако је ФЕД средином децембра најавио да ће у јануару започети са смањењем обима квантитативних олакшица, *EMBI* индекси су током тог месеца били у паду по основу раста приноса на државне обвезнице САД и пада приноса на еврообвезнице посматраних земаља.

Тако је последњег дана 2013. вредност *EMBI* за Србију износила 374 б.п., што је за 58 б.п. ниже у односу на крај септембра и 17 б.п. у односу на крај 2012. Током Т4 једино је већи пад забележила премија ризика Хрватске (60 б.п.). И премије ризика осталих земаља су смањене, али мање него српска. Изузетак је једино Турска, чија је премија ризика, под утицајем политичке нестабилности и погоршања економских индикатора, повећана за 26 б.п. Посматрано као просек периода, у Т4 су највише смањене премије ризика Мађарске (37 б.п.), Бугарске (29 б.п.) и Србије (25 б.п.).

Рејтинг агенција *Fitch* смањила је у јануару кредитни рејтинг Србије за један степен, на В+, али је то једним делом било компензовано најавом могућности склапања аранжмана с ММФ-ом и почетком преговора о чланству Србије у ЕУ. Тако је премија ризика наставила да пада током већег дела јануара. Међутим, крајем месеца ФЕД је донео одлуку о даљем смањењу обима квантитативних олакшица, што је утицало на раст премија ризика широм региона. Вредност *EMBI* за Србију крајем јануара износила је 403 б.п., да би се средином фебруара спустила на око 350 б.п. С обзиром

Графикон IV.1.7. Показатељ премије ризика – *EMBI* по земљама (дневни подаци, у б.п.)



Извор: JP Morgan.

Премије ризика скоро свих посматраних земаља бележиле су пад током Т4.

на то да је фискална позиција Србије у центру пажње страних инвеститора, међународних финансијских институција и рејтинг агенција, склапање аранжмана с ММФ-ом, као гаранција доследности у спровођењу фискалне консолидације, допринело би смањењу премије ризика.

Прилив капитала из иностранства

Нето прилив по основу СДИ је током Т4 износио 242,4 млн евра, при чему је највише улагано у прерађивачку индустрију (24,9%), пољопривреду (20,5%), трговину (15,4%) и саобраћај (12,8%). Слично као што је Народна банка Србије пројектовала, у 2013. је остварен нето прилив СДИ од 760,5 млн евра, што је више у поређењу са 2012, али и даље испод вредности из ранијих година. Према расположивим подацима, слична кретања забележена су и у осталим земљама региона.

По основу портфолио инвестиција у Т4 је остварен нето прилив у укупном износу од 1.034,9 млн евра, односно 1.967,0 млн евра у 2013. Највећи део тог

прилива реализован је по основу емисије петогодишњих еврообвезница на међународном финансијском тржишту (1,0 млрд долара или 730,1 млн евра). На другој емисији еврообвезница у 2013. тражња је била виша од понуђеног износа, али су услови задуживања погоршани у односу на претходну емисију.⁶ На то указују и виши приноси на еврообвезнице Мађарске и Хрватске које су продате исте недеље. За разлику од Т3, које је карактерисала уздржаност страних инвеститора за улагање на домаћем тржишту, њихово учешће је у Т4 повећано. Одлагање одлуке ФЕД-а о смањењу обима квантитативних олакшица у септембру, као и доношење мера фискалне консолидације, свакако су допринели повећању учешћа нерезидената на аукцијама државних ХоВ на домаћем тржишту, које је током Т4 у просеку износило 40,3%.

Резиденти су се по основу финансијских кредита у току Т4 нето раздужили према иностранству за 242,6 млн евра, док је на нивоу године то раздужење износило 430,6 млн евра. При томе, банке су у Т4 смањиле своје нето обавезе према иностранству за додатних 211,3 млн евра, чиме је одлив по основу

Графикон IV.1.8. Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала (у млн EUR)

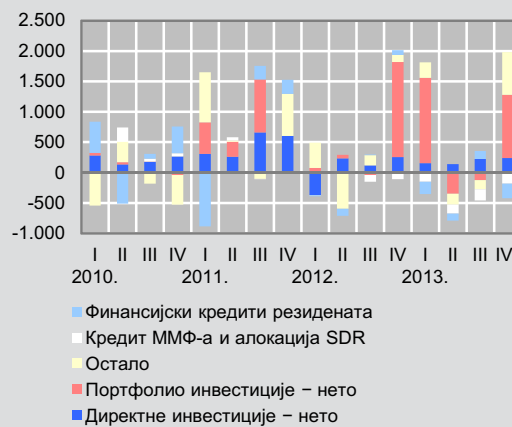


Извор: РЗС и НБС.

* Прелиминарни подаци.

Нето прилив капитала у 2013. премашио је потребе финансирања дефицита текућег рачуна.

Графикон IV.1.9. Структура финансијског биланса (у млн EUR)



Извор: РЗС и НБС.

* Прелиминарни подаци.

Највећи део прилива капитала у 2013. остварен је по основу продаје еврообвезница РС на међународном тржишту.

⁶ У условима три пута веће тражње од понуђеног износа, постигнута стопа од 6,125% (купонска стопа 5,875%) била је виша за 0,675 п.п. у односу на претходну емисију петогодишњих обвезница, која је одржана у новембру 2012. у много повољнијим околностима на међународном тржишту.

њиховог нето раздужења од почетка године достигао износ од 777,0 млн евра. И нето обавезе државе су смањене за 58,2 млн евра. Од тога се на отплату кредита односи 169,5 млн евра, док су повучени кредити у износу од 111,3 млн евра, међу којима су кредити ЕИБ-а, Европске банке за обнову и развој и Немачке развојне банке. Од почетка године, нето задужење државе по основу финансијских кредита је повећано за 418,9 млн евра. Предузећа су се у Т4 нето задужила по основу финансијских кредита за 26,9 млн

евра, док су се од почетка 2013. године раздужила за 72,5 млн евра.

Задуживање предузећа по основу трговинских кредита повећано је у Т4 за 327,3 млн евра.

Народна банка Србије је на име сервисирања обавеза према ММФ-у у Т4 извршила плаћања у укупном у износу од 179,9 млн евра, чиме је износ кредита враћених овој институцији у 2013. достигао 649,8 млн евра.

Осврт 1: СДИ као фактор раста извоза

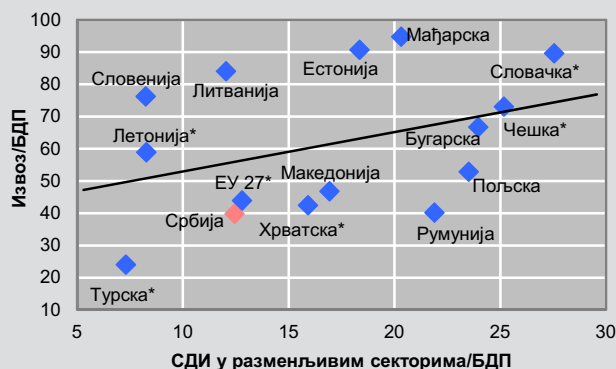
Након политичких промена крајем 2000, Србија је постала привлачна дестинација за стране инвеститоре. Изменама законске регулативе које су уследиле знатно је олакшан улазак страног капитала и обезбеђен једнак третман страних и домаћих инвеститора. Укупан нето прилив по основу улагања нерезидената у Србију у периоду од 2001. до 2012. износио је 16,6 млрд евра, а просечан годишњи прилив 188 евра по глави становника. Скоро половина тог прилива (7,9 млрд евра) остварена је у годинама пре избијања кризе (2006–2008). Страни улагачи су се пре свега опредељивали за куповину постојећих предузећа, тако да је око 95% прилива остварено у форми *brownfield* инвестиција. Криза и неизвесност утицали су на уздржавање страних инвеститора за улагања и на српском тржишту, па су у овом периоду најзначајније инвестиције остварене кроз *joint venture* уговоре које је држава покренула с предузећима из прерађивачке индустрије (НИС и Фијат аутомобили Србија).

Стање СДИ у Србији крајем септембра 2013. године износило је 19,6 млрд евра, при чему је скоро три четвртине СДИ усмерено у неразмњиве секторе. Учешће страних улагања у размњиве секторе¹ у укупним улагањима у Србији ниже је него у већини нових чланица ЕУ. Ипак, приливи СДИ у размњиве секторе се постепено повећавају – на њих се у периоду од 2004. до 2008. у просеку односило 21% укупних прилива СДИ, док је у периоду од 2010. до 2013. то учешће повећано на 31%. Више од половине прилива СДИ (53%) било је усмерено у размњиве секторе 2009. године, пре свега захваљујући улагањима у НИС и Фијат аутомобили Србија. Будући да страна улагања у размњиве секторе позитивно утичу на раст извоза, као и да се Србија налази испод тренда, постоји потреба за привлачењем додатних, по могућности *greenfield* инвестиција у ове секторе.

Посматрано према делатности, највећи део СДИ се налази у финансијској делатности (око 40%), и то највише у сектору банака, што су и била прва већа улагања после 2000. године. Следе улагања у прерађивачку индустрију (око 20%), првенствено у предузећа која се баве производњом хране, основних метала, производа од гуме и пластике, моторних возила и приколица, фармацеутских производа, неметалних минерала и хемикалија и хемијских производа. Значајнија улагања била су усмерена у сектор трговине (око 15%), док се на улагања у секторе информисања и рударства односи по 5% СДИ.

Највећи део улагања у прерађивачку индустрију био је усмерен у извозно оријентисане гране, тако да се 12 од 15 највећих извозника у 2013. налази у већинском страном власништву². По позитивним ефектима на српски извоз посебно се истиче ауто-индустрија (производња аутомобила и повезане гране), захваљујући којој је остварен снажан раст извоза Србије крајем 2012. и током 2013. У 2012. њени производи су чинили 7,9%, а у 2013. чак 17,8% укупног извоза Србије. Позитивни, али умеренији ефекти тих улагања очекују се и у наредним годинама. У већинском страном власништву су и велики извозници који се баве производњом гуме и пластике, фармацеутских производа, електричне опреме, одеће, основних метала, производа од метала и папира и папирних производа. Значајан део српског извоза чине и прехранбени производи, где такође послују предузећа у која је уложен страни капитал.

Графикон О.1.1. Стање СДИ у размњивим секторима и извоз у 2012. (учешће у БДП-у)



Извор: прерачун НБС на основу података с веб-сајтова централних банака, Eurostat и OECD.

* 2011.

¹ Пољопривреда, шумарство и рибарство, рударство, прерађивачка индустрија, снабдевање електричном енергијом, гасом, паром и климатизација.

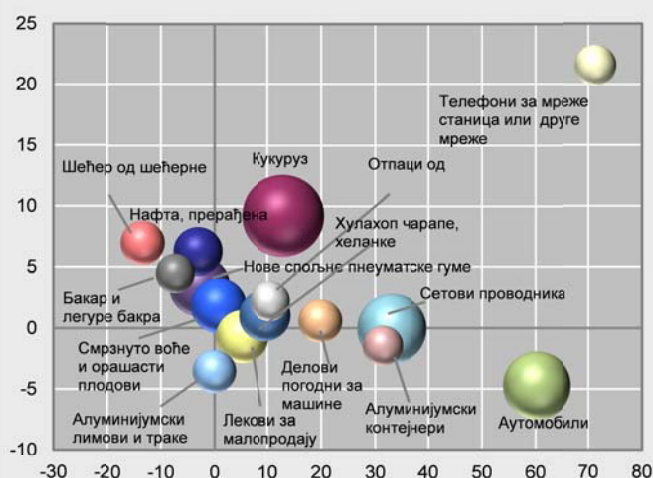
² Према подацима Управе царина.

При томе, уколико посматрано конкурентност³ главних извозних производа, међу којима су и они произведени у предузећима у страном власништву, позиција Србије је релативно повољна.

И поред аргумената да СДИ у неразмјенљиве секторе воде расту домаће тражње и продубљивању екстерне неравнотеже, оне су ипак имале и позитиван, мада не директан утицај на раст српског извоза. На пример, доласком страних банака знатно је повећан кредитни потенцијал банкарског сектора, чиме је омогућено и веће кредитирање домаће производње, што се одразило на смањење увоза и/или повећање извоза.

Након што је у 2012. забележен нето прилив СДИ од свега 274,1 млн евра, који је у великој мери био опредељен одливом у сектору телекомуникација (откуп власничког удела од страног улагача у једном и повлачење дела капитала другог мобилног оператора), у 2013. је по основу улагања нерезидената остварен прилив од 770,5 млн евра. У 2014. и 2015. очекујемо даљи опоравак СДИ (око 1,0 млрд евра сваке године), у највећој мери по основу најављених инвестиција у енергетски сектор, прерађивачку индустрију, трговину, пољопривреду и финансијски сектор. Привлачење СДИ у извозно оријентисане секторе додатно ће смањити екстерну неравнотежу, што је у складу с новим одрживијим моделом привредног раста који је заснован на расту нето извоза. Умеравање инвестиција у извозне гране, и то оне за којима постоји растућа екстерна тражња, свакако би допринело расту конкурентности земље у светским оквирима.

Графикон О.1.2. Секторска специјализација извоза Србије



Извор: прерачун НБС на основу података *UN COMTRADE statistics*.

X оса: разлика у експоненцијалној стопи раста извоза појединачних сектора Србије са светском стопом раста извоза тих сектора;

Y оса: разлика у експоненцијалној стопи раста светског извоза појединачних сектора и стопи раста укупног светског извоза.

³ Следећи методологију коју су применили Orszaghova и др. (2013) у *External Competitiveness of the EU Candidate Countries, ECB Occasional Paper 141/2013*, графички смо приказали кретање извоза кључних 15 извозних производа Србије и поредили их са светским извозом. Стопа раста је израчуната на основу података за период 2005–2012, док је величина балона сваког појединачног сектора одређена његовим учешћем у укупном извозу земље у 2012. Уколико се балони налазе у горњем десном квадранту, реч је о производима за које се земља специјализује, а истовремено расте њихов извоз и на светском нивоу. Горњи леви квадрант указује на производе код којих се извоз на нивоу земље смањује, а на светском нивоу расте. Уколико се балони налазе у доњем левом квадранту, реч је о производима код којих се извоз смањује и на нивоу земље и на светском нивоу, док се у доњем десном квадранту налазе производи код којих извоз на нивоу земље расте, док се на светском нивоу смањује.

Кретања на девизном тржишту и курс динара

Током Т4 преовладавали су апрецијацијски притисци, који су привремено били заустављени почетком децембра под утицајем повећане тражње за девизама ради плаћања увоза енергената. Посматрано и у просеку и крајем периода, курс динара према евр у био је готово непромењен у односу на Т3 и кретао се у распону од 113,9 до 115,0 динара за евро. На нивоу године, посматрано крајем периода, динар је у 2013. номинално ослабио према евр у за 0,8%.

Стабилно кретање динара према евр у и слабење долара према евр у утицали су да динар према долару у Т4 у просеку апрецира за 2,7%, а посматрано крајем периода за 2,1%. У складу с таквим кретањима, номинални ефективни курс динара⁷ је у Т4 у просеку ојачао за 0,4%.

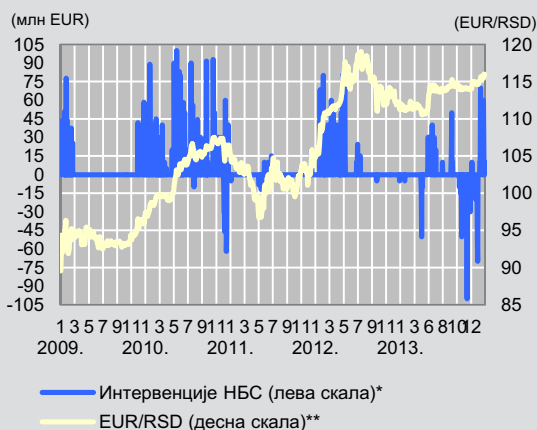
Апрецијацијски притисци током Т4 резултат су пре свега пада премије ризика и повећаног улагања нерезидената у динарске ХоВ. Поред тога, прилив СДИ, кретања у спољнотрговинској размени и

повећан прилив по основу мењачких послова допринели су стабилном кретању курса динара.

Нерезиденти су, након четворомесечне паузе, у октобру знатно повећали своја улагања у динарске ХоВ. Сличан ниво интересовања за та улагања задржали су и у наредним месецима. На то је, између осталог, утицао и знатан пад премије ризика Србије како због деловања глобалних фактора, пре свега монетарне политике ФЕД-а, тако и захваљујући доношењу додатних мера у правцу решавања проблема домаћих јавних финансија. Део прилива девиза остварен је и по основу СДИ, чији је износ био нешто виши него у Т3. Мање притиске на девизно тржиште изазвала су и кретања у спољнотрговинској размени. Истовремено, повећан нето откуп по основу мењачких послова утицао је на раст понуде девиза на домаћем тржишту.

Промет на МДТ-у је наставио да бележи ниске вредности и током Т4, па је на нивоу тромесечја просечан дневни промет износио 29,2 млн евра. При томе, у новембру је забележио рекордно ниску вредност (20,6 млн евра), док је у децембру повећан на 35,0 млн евра, али је то и даље знатно испод

Графикон IV.1.10. Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту



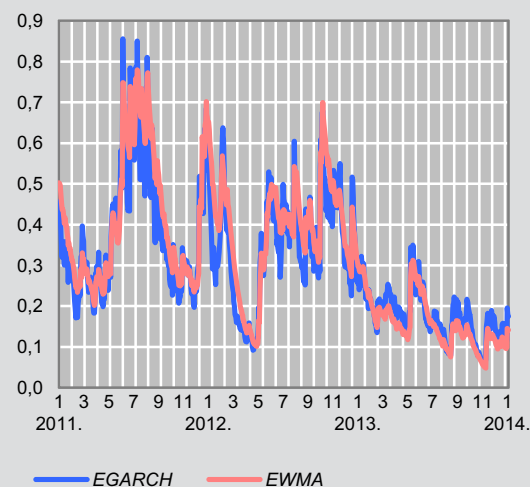
Извор: НБС.

* + продаја; — куповина.

** 1 EUR у RSD.

Да би ублажила прекомерно краткорочно јачање динара, Народна банка Србије је у Т4 на МДТ-у нето купила 515,0 млн евра.

Графикон IV.1.11. Краткорочна волатилност курса динара према евр у (у %)



Извор: НБС.

Осцилирање курса динара додатно је смањено у Т4.

⁷ Израчунат као геометријски просек номиналних курсева EUR/RSD и USD/RSD, с пондерима 0,8 и 0,2, респективно, тј. према формули $(EUR/RSD^{0,8} * USD/RSD^{0,2})$.

вредности из ранијих година. Осцилирање девизног курса, мерено методама *EWMA*⁸ и *EGARCH*⁹, било је у складу с кретањем промета на МДТ-у. Тако је током целог тромесечја осцилирање курса било на ниском нивоу, при чему су најниже вредности забележене у новембру.

С обзиром на то да су током већег дела Т4 постојали апрецијацијски притисци, Народна банка Србије је интервенисала куповином 525,0 млн евра како би ублажила прекомерну краткорочну осцилацију курса динара. На страни продаје је интервенисала једном, почетком децембра, када је продала 10,0 млн евра. Народна банка Србије је у 2013. била нето купац 180,0 млн евра на МДТ-у.

Народна банка Србије је наставила 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 14,0 млн евра.

Међу валутама земаља региона са сличним режимом девизног курса, у Т4 су, посматрано крајем периода, ојачали пољски злот (1,7%) и мађарска форинта (0,5%). Румунски леј је ослабио за 0,5%, док је

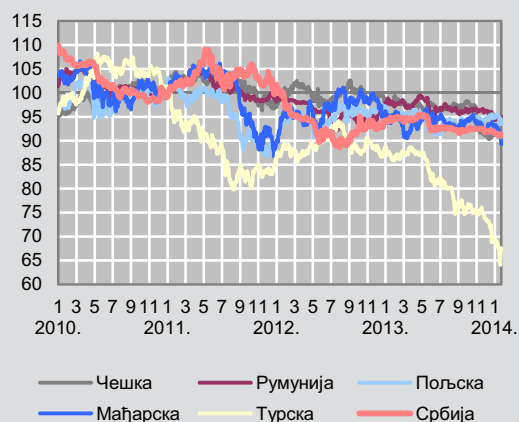
слабљење било израженије код чешке круне¹⁰ (6,2%) и турске лире (6,4%).

Одлука ФЕД-а о смањењу квантитативних олакшица узроковала је раст премије ризика и појаву депрецијацијских притисака у свим земљама региона током јануара. У случају Србије томе је допринела и повећана тражња предузећа за девизама, пре свега увозника енергената. Како би ублажила прекомерне краткорочне осцилације курса динара, Народна банка Србије је у јануару на МДТ-у продала 330,0 млн евра.

Кретања на берзи

Раст индекса Београдске берзе, који је започет у јулу, настављен је и током Т4. На крају 2013. индекс *BELEX15* износио је 558,0 индексних поена, што је за 6,3% више од његове вредности с краја септембра. Сличан раст забележио је и општи индекс акција *BELEXline*, који је у Т4 повећан за 6,7% и крајем децембра је износио 1.104,9 индексних поена. На нивоу године, индекси *BELEX15* и *BELEXline* остварили су раст од 6,5% и 9,9%, респективно.

Графикон IV.1.12. Кретање курсева одређених националних валута према евр^{*} (дневни подаци, 31. 12. 2010 = 100)



Извор: НБС и веб-сајтови централних банака.

* Раст представља апрецијацију.

Посматрано и крајем и као просек периода, динар је у Т4 био најстабилнији међу посматраним валутама.

Графикон IV.1.13. Индекс *BELEX15* и промет на Београдској берзи



Извор: Београдска берза.

Захваљујући расту током П2, скоро је у потпуности надокнађен пад индекса из Т2.

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

⁹ *EGARCH* (Exponential General Autoregressive Conditional Heteroskedastic) – метод оценое условне варијансе који приказује асиметричан ефекат позитивних и негативних шокова на оценоу условне варијансе.

¹⁰ Због интервенција централне банке на девизном тржишту.

Раст цена акција може се довести у везу с позитивним очекивањима учесника на берзи која су се заснивала на повољним макроекономским показатељима за П2 – ниској инфлацији, расту економске активности, расту извоза и стабилном кретању курса динара.

Укупан промет акција на Београдској берзи у Т4 је износио 6,6 млрд динара, што је за 1,5 млрд више него у Т3. При томе, највиша вредност промета је остварена у октобру (4,4 млрд динара) и великим делом је резултат једног блок трговања акцијама са *open market*¹¹ сегмента. Промет акцијама које улазе у састав индекса *BELEX15* износио је 1,8 млрд динара, или за 2,2 млрд динара мање него у Т3.

Страни инвеститори су и у Т4 били нето продавци акција у укупном износу од 2,6 млрд динара, при чему се највећи део њиховог трговања односи на већ поменуто блок трансакцију промене власништва.

Трговање обвезницама старе девизне штедње у Т4 је износило 0,4 млрд динара, што је за 5,3% више у поређењу с Т3. При томе, највише се трговало обвезницама које доспевају ове године. Истовремено, и стопа приноса до доспећа за ову серију је повећана

и крајем године је износила 6,15%. Стопе приноса за серије А2015 и А2016 смањене су на 3,7% и 3,8%, респективно.

Ни у Т4 није било трговања корпоративним обвезницама на Београдској берзи.

Тржишна капитализација Београдске берзе је у Т4 повећана за 22,4 млрд динара, на 772,4 млрд динара, колико је износила на крају године. Учешће тржишне капитализације у оцењеном БДП-у¹² у Т4 је смањено за 0,4 п.п., на 21,6% у децембру. Посматрано по сегментима, капитализација регулисаног тржишта повећана је за 22,7 млрд динара, на 434,6 млрд динара, док је тржишна капитализација МТП тржишта¹³ смањена за 0,2 млрд динара, на 338,0 млрд динара.

И индекси већине берзи у региону бележе раст сличан оном на Београдској берзи. Највећи раст су остварили индекси на берзама у Подгорици (8,4%) и Софији (7,7%), док су вредности индекса на берзама у Сарајеву и Бањалуци смањене за 3,4% и 2,9%, респективно.

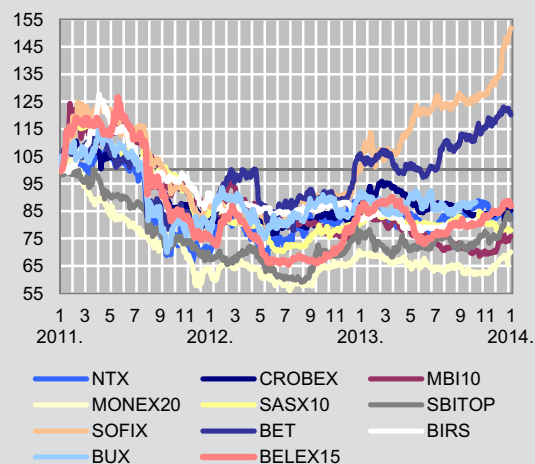
Током јануара настављен је раст вредности индекса Београдске берзе – индекси *BELEX15* и *BELEXline* повећани су за 2,8% и 2,5%, респективно. У односу на децембар, повећан је и укупан промет. Индекси на берзама у региону бележили су дивергентна кретања, при чему је највећи раст остварен на Софијској берзи (11,3%), а највећи пад на Сарајевској берзи (1,9%)

2. Новац и кредити

Раст монетарног агрегата М3 у 2013. години у потпуности је био резултат раста динарске компоненте. Динарска штедња становништва је готово удвостручена, чему су, поред виших каматних стопа на динарску штедњу и њеног повољнијег пореског третмана, допринели и ниска инфлација и стабилан курс. Кредити привреди наставили су негативно да утичу на кретање М3, док је код становништва пад кредита забележен само у Т4.

Графикон IV.1.14. Кретање берзанских индекса у региону

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



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

Индекси већине берзи у региону су у Т4 остварили раст.

¹¹ Део регулисаног тржишта који чине акције које не испуњавају услове да буду укључене на листинг акција Београдске берзе.

¹² Оцењени БДП у последња четири тромесечја.

¹³ 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

Динарски примарни новац је у Т4 номинално повећан за 8,2%, а реално за 8,4%. Због пада девизних депозита банака код Народне банке Србије, укупан примарни новац остварио је мањи раст, и то 2,5% номинално, односно 2,7% реално. Посматрано на мг. нивоу, динарски примарни новац је реално повећан за 9,2%, док је укупни примарни новац скоро непромењен (раст од 0,3%).

Динарски примарни новац је током Т4 креиран највише по основу куповине девиза Народне банке Србије на МДТ-у (50,8 млрд динара), а у мањој мери по основу трансакција платног промета с Косовом и Метохијом (9,2 млрд динара) и монетизације девизних депозита државе (6,0 млрд динара). Држава је највећи део средстава добијених од продаје динарских ХоВ током октобра и новембра задржала на динарским рачунима, тако да су у Т4 ова средства повећана за 29,7 млрд динара. Такође, један део креиране ликвидности повучен је репо операцијама (15,0 млрд динара).

У структури динарског примарног новца, слободне резерве банака¹⁴ бележе раст од 12,8 млрд динара, у потпуности по основу повећаног коришћења депозитних олакшица. И готов новац у оптицају је повећан (за 9,7 млрд динара), највише захваљујући сезонски уобичајеном повећању у децембру. Порасла су и средства на динарским рачунима локалних нивоа власти код Народне банке Србије (3,5 млрд динара), док износ обавезне резерве која се издваја у динарима није промењен у односу на крај Т3.

Раст понуде новца, реално посматрано, настављен је и у Т4. При томе, највише је повећан М1 (8,6%), пре свега због раста трансакционих депозита привредних друштава и становништва. Тај раст је деловао да новчана маса М2 буде реално виша за 6,1%. Пад девизних депозита, пре свега привредних друштава, утицао је на успоравање реалног раста најширег монетарног агрегата М3 (1,0%).

Са опадањем инфлације реални мг. раст понуде новца наставља да се убрзава током Т4. Уз то, под утицајем раста средстава на трансакционим депозитима највећи раст бележи најужи агрегат М1 (23,2% мг.). У односу на крај 2012, агрегати М2 и М3 су реално повећани за 11,9% и 2,5%, респективно.

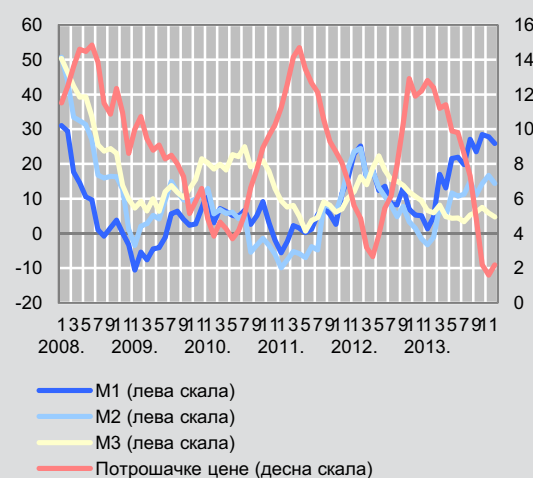
Народна банка Србије је од банака куповала девизе на МДТ-у, што је у највећој мери утицало на раст М3 у Т4. Држава је већи део динарских и девизних средстава добијених продајом ХоВ на домаћем и међународном тржишту задржала на рачунима код Народне банке Србије, тако да није значајније деловала на кретање М3. Смањено кредитирање

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

	2013.				Учешће у М3 дец. 2013. (у %)
	Март	Јун	Септ.	Дец.	
М3	-2,7	-4,8	1,2	2,5	100,0
Девизни депозити	-2,5	-7,1	-0,8	-1,5	68,0
М2	-3,2	0,9	5,9	11,9	32,0
Динарски орочени и штедни депозити	-15,8	-14,7	-13,4	-8,2	9,4
М1	5,2	11,0	17,8	23,2	22,6
Депозити по виђењу	18,1	21,9	30,8	31,5	15,5
Готов новац у оптицају	-14,1	-5,8	-3,2	8,4	7,1

Извор: НБС.

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



Извор: РЗС и НБС.

Реални раст понуде новца, пре свега динарске, у Т4 је додатно убрзан делом и због опадајуће инфлације.

¹⁴ Обухватају средства на жиро рачунима банака, готовину у благајни и преконоћне депозите банака код Народне банке Србије.

невладиног сектора, пре свега привреде, наставило је негативно да доприноси кретању МЗ и у току Т4.

Посматрано по компонентама новчане масе МЗ, највише су порасли депозити по виђењу (20,4 млрд динара), пре свега средства на рачунима становништва и предузећа из области трговине и снабдевања електричном енергијом, гасом и паром. С друге стране, средства на штедним и ороченим динарским депозитима су повећана за свега 0,4 млрд динара, при чему су средства на рачунима локалних нивоа власти и привредних друштава смањена, док је позитиван тренд раста динарске штедње становништва настављен. Тако су штедни улози у динарима у Т4 порасли за 10,3 млрд динара, при чему су највише повећани депозити рочности између шест месеци и једне године. На крају 2013. динарска штедња становништва је износила 33,7 млрд динара, што је скоро двоструко више него на крају 2012. Средства на девизним депозитима су смањена (151,9 млн евра), у највећој мери по основу пада на рачунима привреде, док је раст девизне штедње у периоду око Светског дана штедње изостао. Смањење инфлације, стабилан курс динара, али и повољније каматне стопе и порески третман динарске штедње у поређењу с девизном

определили су грађане да у 2013. дају предност штедњи у динарима.

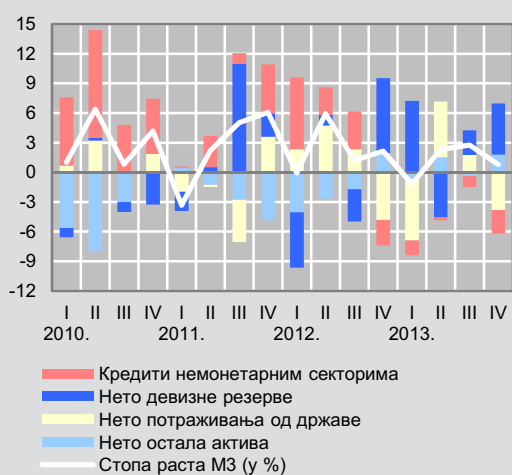
Вредности монетарног мултипликатора остале су готово непромењене у Т4, тако да је за монетарни агрегат М1 мултипликатор износио 1,1, а за М2 1,6. Наставак раста трансакционих депозита утицао је да брзина опција динарских монетарних агрегата буде смањена, док је код МЗ она остала скоро иста као у Т3.

Кредити

Кретања на домаћем кредитном тржишту била су неповољна и током Т4. Кредитна активност је у 2013, искључујући ефекат промене девизног курса¹⁵, забележила пад од 5,0%. Иако мањи, м.г. пад кредита је присутан и ако се из потраживања домаћих банака по основу кредита искључе потраживања банака којима су у последњој години дана одузете дозволе за рад.

На нивоу тромесечја, без ефекта промене девизног курса, домаћи кредити су у Т4 смањени за 2,3%, што је у највећој мери последица пада кредита привреди. Део тог пада резултат је и одузимања дозволе за рад Привредној банци Београд у октобру. Међутим, и по искључењу ефекта одузимања дозволе за рад тој

Графикон IV.2.2. Доприноси тромесечној стопи раста МЗ (у п.п.)



Извор: НБС.

Уз негативан утицај кредитне активности и неутралан ефекат државе, минималан раст МЗ у Т4 резултат је пре свега интервенција на МДТ-у.

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



Извор: НБС и РЗС.

Кредитна и економска активност током 2013. године бележе супротне тенденције.

¹⁵ Обрачунато по курсу динара према евра на дан 31. августа 2008, уз претпоставку да су сви девизни и девизно индексирани кредити одобрени у еврима.

банци, кредитна активност и даље бележи пад, који је сличан оном из Т3. Пад кредита проузроковао је пад њиховог учешћа у оцењеном БДП-у¹⁶ за 1,6 п.п., на 50,6%, на крају 2013.

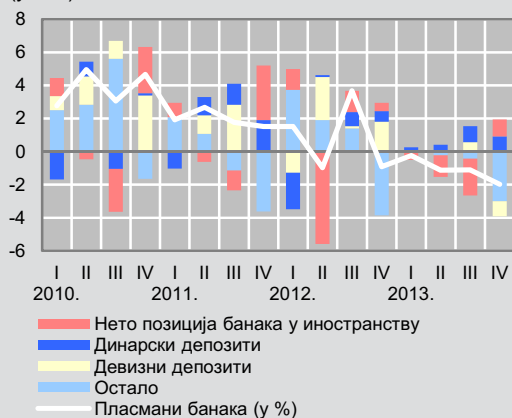
На страни традиционалних извора финансирања банака, раст су остварили динарски депозити становништва и ДФО, док су средства на девизним депозитима смањена.¹⁷ Банке су држале мањи износ девизних депозита код Народне банке Србије. Истовремено, смањиле су средства на рачунима у иностранству. С друге стране, банке су и у Т4 наставиле да повећавају улагања у сигурније пласмане – репо и државне ХоВ. Део средстава искористиле су и за раздуживање према иностранству, пре свега по основу дугорочних кредита.

Уколико се искључи ефекат промене курса, кредити привреди су током Т4 смањени за 35,6 млрд динара, или 3,9%. Тиме су потраживања по основу кредита привреди у 2013. смањена за 107,5 млрд динара, или 10,7%. Прелиминарни резултати пилот-анкете о кредитној активности¹⁸ указују да се узроци оваквих кретања налазе у смањеној понуди, али и смањеној тражњи за кредитима. Понуда кредита смањена је

највише услед повећане перцепције ризика у погледу могућности наплате потраживања. С друге стране, највише је опала тражња предузећа за кредитима за капиталне инвестиције, док тражња за кредитима за обртна средства и реструктурирање дуга расте. То потврђује и благо повећање износа новоодобрених кредита за обртна средства и осталих кредита, као и мањи износ нових инвестиционих кредита у Т4. Ипак, у Т4 одобрено је нешто више (2,8%) нових кредита него у Т3, док је у односу на исти период претходне године, када је био присутан значајан стимуланс субвенционисаног кредитирања, овај износ мањи за 38,5%. На пад кредитне активности у великој мери утицало је доспеће ових кредита, као и уступање доспелих потраживања банака лицима ван финансијског система. Дугорочно посматрано, уступање доспелих потраживања треба да допринесе расту кредитне активности путем смањења капиталних захтева за кредитни ризик и наплате дела вредности уступљених потраживања.

И кредитирање становништва је опало у Т4. Под утицајем ниже тражње у Т4 је одобрено мање нових кредита него у Т3, тако да је износ враћених кредита надмашио износ новоодобрених. Када се искључи

Графикон IV.2.4. Доприноси тромесечној стопи раста кредита банака* (у п.п.)

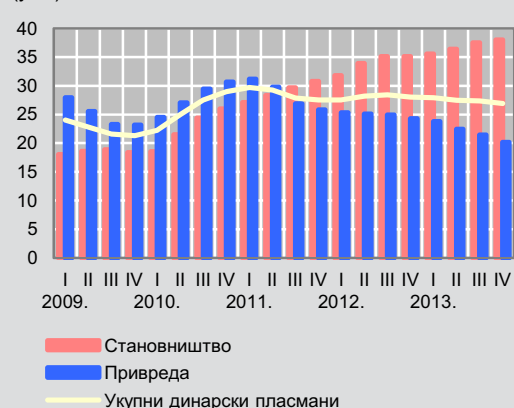


Извор: НБС.

* Кредити немонетарним секторима искључујући ефекат промене курса.

Повећање динарских депозита и смањење потраживања банака од иностранства деловали су позитивно, а пад девизних депозита и раст пласмана у динарске ХоВ негативно на раст кредитне активности.

Графикон IV.2.5. Учешће динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву* (у %)



Извор: НБС.

* Искључујући ефекат промене курса.

Тенденције раста степена динаризације код пласмана становништву и пада код привреде настављене су у Т4.

¹⁶ Оцењени БДП у последња четири тромесечја.

¹⁷ Укупни депозити су повећани, што је, уз пад кредита, утицало на смањење коефицијента односа кредита и депозита (*LTD* коефицијент) за 2,5 п.п., на 115,7% у децембру.

¹⁸ Видети Осврт 2, стр. 28.

ефекат промене девизног курса, кредити становништву смањени су за 3,3 млрд динара, или 0,3%. Ипак, захваљујући расту из ранијих тромесечја, кредити становништву су на нивоу године повећани за 19,0 млрд динара, или 4,0%. Смањено је одобравање свих категорија кредита, при чему су међу новоодобреним кредитима и даље најзастуљенији готовински, и то динарски кредити. Мање одобравање стамбених кредита резултат је и поопштрених критеријума банака, али и завршетка програма субвенционисаног кредитирања пошто буџетом за 2014. годину нису предвиђена средства за ове намене. Од скупљих категорија кредита, грађани су у нешто мањој мери користили револвинг кредите и прекорачења на текућим рачунима, док је задуживање по кредитним картицама непромењено у односу на Т3. Банке су у Т4 одобриле 1,2 млрд динара субвенционисаних стамбених кредита.

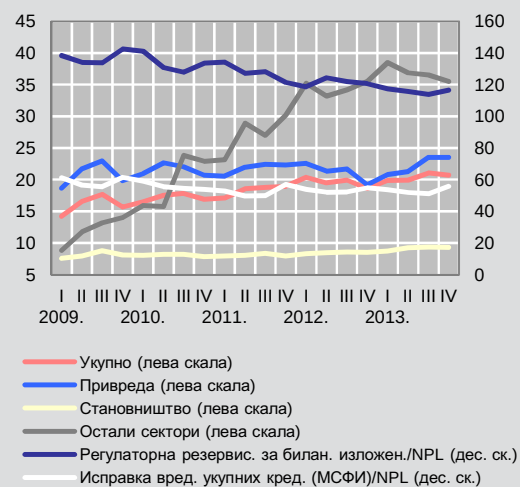
Учешће динарских пласмана у укупним пласманима привреди и становништву је смањено у односу на септембар и у децембру је износило 26,8%. При томе, учешће динарских пласмана код становништва наставило је да расте (за 0,5 п.п., на 37,9% у децембру), делом и због смањене тражње за девизним и девизно

индексираним кредитима. Код привреде оно је смањено за додатних 1,2 п.п. и у децембру је износило 20,0%.

Учешће *NPL* у укупним кредитима, рачунато по бруто принципу, смањено је за 0,4 п.п. у односу на септембар и у децембру је, према предзакључним књижењима, износило 20,7%. При томе, учешће *NPL* код привреде није промењено и износило је 23,5%, док је код становништва смањено за 0,1 п.п. и износи 9,3%. Смањење *NPL* резултат је пре свега одузимања дозволе за рад Привредној банци Београд, али и преноса доспелих потраживања лицима ван финансијског сектора. Према подацима које су доставиле Народној банци Србије, банке су током Т4 пренеле 10,9 млрд динара доспелих кредита лицима ван финансијског сектора, тј. 32,1 млрд динара од почетка 2013. године.

И поред високог учешћа *NPL* у укупним кредитима, коефицијент адекватности капитала од око 20% указује да стабилност домаћег банкарског сектора није нарушена. Исправка вредности укупних кредита у децембру је износила 55,9% *NPL*, а регулаторна резервисања за билансну изложеност у потпуности покривају износ бруто *NPL* и у децембру су износила 116,5%.

Графикон IV.2.6. Учешће *NPL* у укупним кредитима, бруто принцип (у %)



Извор: НБС.

Учешће *NPL* у укупним кредитима смањено је у Т4.

Осврт 2: Први резултати анкете Народне банке Србије о кредитној активности банака

Кредитна активност банака у Србији, као и у другим земљама, тешко је погођена глобалном економском кризом. Опадајуће, а потом и негативне стопе раста кредита приватном сектору успоравају економски опоравак. Да би се боље сагледало кредитно тржиште, пре свега са становишта фактора који утичу на понуду и тражњу, и тиме унапредила основа за одлучивање о мерама економске политике, Народна банка Србије је од почетка 2014. године почела да спроводи анкету о кредитној активности банака. С обзиром на то да је учешће банака у анкети добровољно, обухват свих сегмената кредитног тржишта и поузданост података обезбеђени су захваљујући одзиву готово свих банака.

Анкета је методолошки у складу са анкетом која се спроводи у централним банкама зоне евра, уз модификације према специфичностима нашег кредитног тржишта. Заједно са статистиком каматних стопа и кредита банака, подаци анкете о понуди и тражњи за кредитима банака доприносе целовитијој оцени кретања на кредитном тржишту. Иако обухватају ставове учесника на кредитном тржишту само са стране понуде, резултати анкете биће корисни свим економским субјектима – централној банци при оцени кредитне активности и доношењу одлука о монетарној и макроруденцијалној политици, Влади при доношењу одлука о економској политици, банкама при дефинисању кредитних стандарда и услова понуде, као и привреди и становништву ради сагледавања могућности финансирања.

Од анкете о кредитној активности банака у наредном периоду очекујемо да обезбеди податке неопходне за идентификовање и анализу ограничења кредитне активности банака: да ли је мања спремност банака да одобравају кредите (ограничења на страни понуде) или је мања спремност предузећа и становништва да их користе (ограничења на страни тражње) или, пак, обоје. Поред тога, од посебне важности је идентификовање фактора понуде и тражње за кредитима и како се они мењају током времена. Зашто су банке мање спремне да одобравају кредите и/или предузећа и становништво да их користе? Одговори на та питања омогућавају креаторима економске политике избор мера кредитне политике које би могле бити примењене, а које се разликују у зависности од тога на којој страни тржишта се налазе главна ограничења и који фактори их одређују.

Према резултатима пилот-анкете о кредитној активности банака Народне банке Србије, спроведене у јануару ове године, ограничавајући фактори раста кредитне активности налазе се и на страни понуде и на страни тражње, али се фактори понуде примарно налазе у позадини текуће кредитне динамике. На исти закључак упућују и резултати најновије анкете о кредитима банака коју спроводи ЕИБ у Србији и земљама региона¹. Према тој анкети, понуда и тражња кредита у Србији налазе се у рестриктивној фази, с тим да је понуда више, а тражња мање рестриктивна него у региону. Понуда кредита је првенствено пооштрена за кредите предузећима и стамбене кредите. У наредном периоду банке очекују непромењену тражњу за кредитима и благо побољшање понуде, мада ће она и даље бити рестриктивнија него у региону.

Резултати обе анкете указују да је понуда кредита ограничена пре свега повећаном перцепцијом ризика у погледу наплативости потраживања. Очекивања у погледу опште економске активности и ризик захтеваног колатерала такође имају негативан ефекат на понуду кредита. Ти фактори ће и у наредном периоду имати кључан негативан утицај на понуду кредита. Позитиван утицај очекује се од извора финансирања банака, који, иако на ниским нивоима, имају тренд релаксације. Према анкети ЕИБ-а, банке рачунају у највећој мери на локалне изворе финансирања, примарно депозите привреде и становништва, али и на међународне финансијске институције, што

¹ Анкета се спроводи у оквиру Бечке иницијативе 2 и обухвата 14 интернационалних група банака које су активне у региону и 90 локалних банака/супсидијара ових група. Поред Србије, анкета обухвата: Албанију, Босну и Херцеговину, Бугарску, Хрватску, Чешку, Мађарску, Македонију, Пољску, Румунију, Словачку, Словенију и Украјину. Анкета се спроводи од октобра 2012, полугодишње, а најновија је објављена крајем децембра 2013. за П12 2013. (*EIB CESEE Bank Lending Survey H2 2013*, <http://www.eib.org/infocentre/publications/all/cesee-bank-lending-survey.htm>).

је у складу с кретањима у региону. Међутим, супротно региону, банке сматрају да је и финансирање од стране матица у иностранству у релаксирајућој фази. Питање које остаје јесте да ли ће се проблем финансирања јавити када тражња за кредитима ојача. При томе, рочна структура извора финансирања банака је неповољна – краткорочни извори нису ограничавајући фактор понуде, али дугорочни јесу.

Тражња за кредитима је смањена као и у целом региону, а, према резултатима обе анкете, вођена је примарно сегментом становништва. Иако на ниском нивоу, тражња становништва је усмерена на кредите у домаћој валути. Када су у питању предузећа, стимуланс који долази од тражње за кредитима за обртна средства и реструктурирање дуга више је него неутралисан снажним падом тражње за кредитима за капиталне инвестиције.

Изгледа да се кредитна тражња за сада боље опоравља од кредитне понуде и да је кључан изазов за креаторе кредитне политике изналажење начина за опоравак кредитне активности у банкама које пролазе кроз тешку фазу реструктурирања својих биланса и прилагођавања стратегије финансирања већим ослањањем на локалне изворе.

Будући да повећавају преузимање ризика, мере усмерене на повећање кредитне активности нису свемоћне. Ограничавају их ефекти које имају на финансијску и макроекономску стабилност. Стога је неопходна анализа мера кредитне политике и одмеравање њихових краткорочних користи и дугорочних трошкова. За то су потребни детаљни подаци о дешавањима на кредитном тржишту, што додатно наглашава важност спровођења анкете о кредитној активности банака. Резултати анкете су корисни не само у негативној већ подједнако и у позитивној фази кредитног циклуса, када помажу да се правовремено реагује и спречи, или бар ублажи, евентуалан раст неравнотежа и ризика.

3. Агрегатна тражња

У Т4 је забележен реални пад извоза робе и услуга, што је, уз раст увоза, довело до пада укупне тражње. Истовремено, домаћа тражња је порасла, чему су допринеле приватне инвестиције и потрошња домаћинства. На мг. нивоу, иако успорен, реални раст извоза је и даље снажан. Домаћа тражња је на мг. нивоу наставила пад, који је у потпуности био вођен смањењем државних инвестиција. Цене сировина на светском тржишту биле су релативно стабилне током Т4.

Током Т4 забележен је раст реалног дсз. увоза робе и услуга, док је извоз био у паду. С друге стране, домаћа тражња је порасла, уз позитиван допринос приватне потрошње и инвестиција. Таква кретања утицала су да укупна тражња забележи дсз. пад од 0,5%, уз позитиван допринос домаће тражње (1,1 п.п.) и негативан допринос нето извоза (1,6 п.п.).

На мг. нивоу, у Т4 је дошло до успоравања раста тражње на 2,6%, пре свега услед нижег раста извоза. Наиме, иако је извоз и у Т4 забележио високу стопу раста (20,9% мг.), приметно је успоравање његове динамике због уласка у обрачун високих стопа раста

од Т4 2012. Домаћа тражња се и даље налази у паду од 1,0% мг., али је тај пад знатно блажи у односу на претходно тромесечје (2,3% мг.). Пад домаће тражње у Т4 у потпуности је одређен смањењем државних инвестиција, док су финална потрошња и приватне инвестиције оствариле раст.

На нивоу 2013, раст тражње је износио 2,4% и у целини је био вођен нето извозом. Снажан допринос нето извоза у 2013. остварен је захваљујући активирању ранијих инвестиција у аутомобилској и нафтној индустрији, а додатни допринос у П2 потиче и од опоравка извоза пољопривредних производа. С друге стране, све компоненте домаће тражње су у 2013. биле у паду, при чему је он био најизраженији код државних инвестиција, највећим делом по основу смањења активности у грађевинарству.

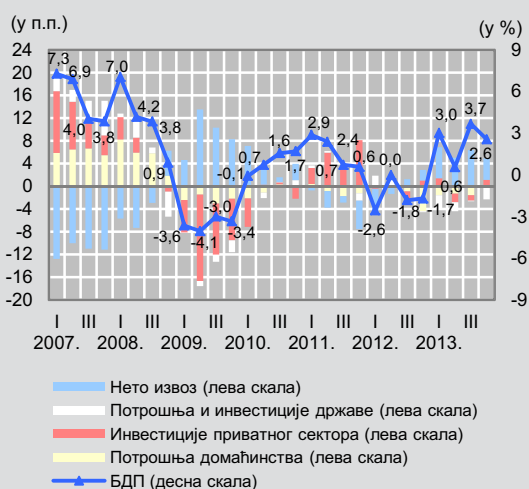
У 2014. очекује се успоравање раста тражње на око 1,0%. Нето извоз позитивно ће допринети расту, као резултат опоравка економске активности у зони евра, а очекује се и позитиван допринос приватних и државних инвестиција. Финална потрошња ће у 2014. опадати због наставка спровођења процеса фискалне консолидације, који ће, међутим, уз најављене структурне реформе, отворити простор за бржи раст БДП-а у наредним годинама.

Домаћа тражња

Према нашој процени, **приватна потрошња** је у Т4 стагнирала (раст од 0,1% мг.). На основу кретања водећих индикатора, процењујемо да је у Т4 остварен раст приватне потрошње од 0,2% дсз. Најзначајнији индикатор, промет у трговини на мало, порастао је у Т4 за 3,6% дсз., а раст бележе и промет на пијацама и приходи од ПДВ-а. Ипак, приватна потрошња се и даље налази 7,6% испод преткризног нивоа¹⁹, а мере фискалне консолидације, које укључују смањивање примања у јавном сектору и индексацију плата и пензија, успораваће њен опоравак и у наредном периоду.

На стагнацију приватне потрошње указује и кретање извора потрошње у Т4. Благ раст забележен је једино код реалне масе зарада, док су социјални трансфери, дознаке и кредити становништву намењени потрошњи били у паду. На мг. нивоу реални извори потрошње домаћинства бележе раст, који је у највећој мери последица успоравања инфлације.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Напомена: Т4 2013. је процена НБС.

Успоравање реалног раста извоза на мг. нивоу водило је и успоравању раста укупне тражње.

¹⁹ Ниво из П1 2008. године.

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

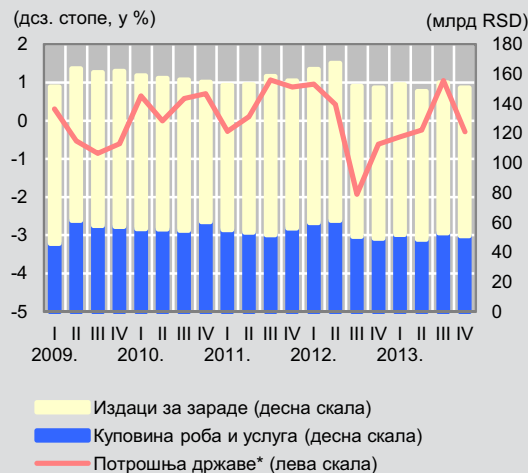


Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС за Т4 2013.

Повећање промета у трговини на мало у Т4 указује на заустављање тренда пада потрошње домаћинства.

Графикон IV.3.3. Потрошња државе (реални износи)



Извор: РЗС, Министарство финансија и прерачун НБС.

* Процена НБС за Т4 2013.

Након раста у Т3, финална потрошња државе је у Т4 забележила пад.

Приватне инвестиције су, према нашој процени, у Т4 повећане за 4,6% м.г. и са 1,0 п.п. позитивно допринеле укупној тражњи. На тромесечном нивоу забележен је њихов раст, који је у Т4 износио 7,3% дсз.

На опоравак инвестиција указује пре свега раст увоза средстава за рад, а велики део раста дугује се и повећању залиха, што потврђује и повећање физичког обима залиха у индустрији од 3,2% дсз. Како је у Т4 настављено смањивање новоодобрених инвестиционих кредита привреди, а дошло је и до раздуживања предузећа у иностранству, претпостављамо да највећи део средстава за инвестиције потиче из сопствених средстава предузећа која су успешно пословала.

У Т4 је настављен и раст **потрошње државе** на 0,3% м.г. (допринос укупној тражњи 0,1 п.п.). На тромесечном нивоу забележен је пад од 0,3% дсз., при чему су смањени и расходи за набавку робе и услуга и издаци за зараде. У складу с мерама фискалне консолидације, у 2014. се очекује смањење ове категорије тражње.

Државне инвестиције су у Т4 знатно убрзале пад на 45,9% м.г., док је на тромесечном нивоу пад износио 9,2% дсз. Према плану буџета за текућу годину, предвиђен је раст капиталних расхода државе, тако да се очекује да државне инвестиције у 2014. дају позитиван допринос расту тражње.

Табела IV.3.1. Индикатори кретања инвестиција

	2012.		2013.		
	IV	I	II	III	IV
Реални показатељи (дсз. подаци, тромесечни раст, у %)					
Грађевинарство	-11,3	-3,8	-16,2	2,2	-8,5*
Залихе					
индустријских производа	1,4	0,8	0,8	-1,7	3,2
Индустријска производња капиталних производа (физички обим)	17,3	4,4	11,4	5,1	-14,8
Извоз средстава за рад**	-1,2	10,4	-14,7	12,6	-12,7
Увоз средстава за рад**	-9,2	4,5	-2,7	-3,5	1,4
Залихе капиталних производа	3,6	-1,1	5,9	-2,7	-3,0
Индустријска производња интермедијарних производа (физички обим)	-1,1	-1,8	2,3	3,3	1,0
Извоз интермедијарних производа**	2,8	11,3	-0,1	7,2	-1,3
Увоз интермедијарних производа**	1,2	0,5	-2,5	1,5	-0,1
Залихе интермедијарних производа	2,6	4,2	2,8	4,3	1,0
Индустријска производња грађевинског материјала (физички обим)	-1,7	-6,0	-6,7	-0,9	-2,9
Залихе грађевинског материјала	1,2	-4,6	0,8	-2,6	-7,7
Инвестиције државе***	1,3	-26,5	-2,9	-3,8	-9,2

* Процена НБС.

** Извоз и увоз су изражени у еврима.

*** Инвестиције државе су дефлациониране индексом цена произвођача индустријских производа.

Нето екстерна тражња

Успоравање раста производње у аутомобилској индустрији утицало је на реални пад извоза робе и услуга у Т4 од 0,6% дсз. С друге стране, реални раст увоза робе и услуга у Т4 је износио 2,3% дсз. На мп. нивоу, иако успорен, реални раст извоза је и даље снажан (20,9%), што је, уз раст увоза од 7,4%, водило позитивном доприносу нето извоза укупној тражњи од 3,8 п.п.

Спољнотрговински токови на нивоу 2013. знатно су повољнији, што се одразило и на стабилност девизног тржишта. Према нашој процени, дефицит текућег рачуна платног биланса смањен је на 5,0% БДП-а, захваљујући пре свега снажном расту извоза у аутомобилској и нафтној индустрији. Највећи појединачан допринос смањењу дефицита текућег рачуна (1,0 п.п. БДП-а) потиче од извоза компаније Фијат аутомобили Србија, који је, према подацима Управе царина, у 2013. износио 1.531 млн евра.

Процењујемо да ће се учешће дефицита текућег рачуна у 2014. задржати на приближно истом нивоу. Извоз ће у 2014. расти спорије него у 2013, али ће ниска домаћа тражња спречавати бржи раст увоза.

Робни извоз изражен у еврима је у Т4 био нижи за 6,0% дсз. и у највећој мери је узрокован мањим извозом прерађивачке индустрије. Највећи допринос паду потиче од смањења извоза моторних возила (19,7% дсз.) и производа од гуме и пластике (9,9% дсз.), грана које су током прва три тромесечја 2013. давале значајан допринос повећању извоза. Поред тога, регистрован је и тромесечни пад извоза производа од метала, одевних предмета и осталих машина и опреме. С друге стране, настављен је раст извоза нафтних деривата, електричне опреме и прехрамбених производа, што је у складу и с растом физичког обима њихове производње.

Извоз пољопривредних производа у Т4 је опао (8,8% дсз.). Међутим, тај пад је више последица снажног раста у Т3 и високе основице за поређење, будући да је, мерено у апсолутним износима, извоз био незнатно нижи. Добра пољопривредна сезона и остварени тржишни вишкови главних извозних пољопривредних производа, кукуруза и пшенице, требало би да и у П1 2014. доприносе расту извоза.

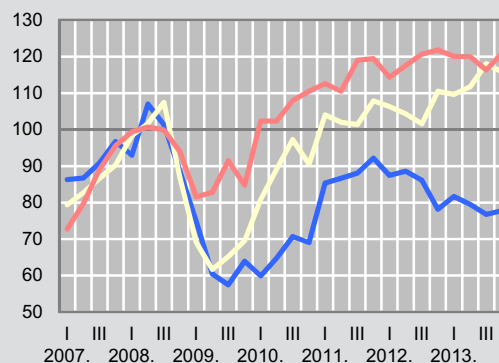
Увоз робе изражен у еврима порастао је у Т4 2,8% дсз., при чему је највећи раст забележен код увоза

Графикон IV.3.4. Извоз и увоз робе и услуга
(у сталним ценама претходне године, реф. 2010)



Спорији мг. раст извоза је, уз стагнацију увоза, водио успоравању раста тражње у Т4.

Графикон IV.3.5. Кретање главних
компоненти увоза
(дсз. подаци, П1 2008 = 100)



Током Т4 повећан је увоз опреме и потрошних добара, док је увоз средстава за репродукцију био смањен.

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



Извор: Европска комисија, РЗС и НБС.

* Без аутомобилске индустрије.

Економска активност наших трговинских партнера показује знаке опоравка, што би требало позитивно да допринесе расту домаћег извоза.

потрошних добара (4,1% дес.), док је увоз опреме порастао 1,4% дес. Увоз репроматеријала је у Т4 смањен за 2,0% дес., што је у складу са успоравањем економске активности.

И поред благог смањења извоза у Т4, он је у децембру био знатно изнад свог преткризног нивоа²⁰ (42,8%), док се увоз и даље налазио испод тог нивоа (4,2%). Током Т4 расла је и покривеност увоза извозом, мерена као 12-месечни покретни просек, и у децембру је достигла ниво од 73,1%.

Настављен је и раст водећег индикатора екстерне тражње Србије²¹, а очекивани опоравак економске активности наших главних спољнотрговинских партнера требало би позитивно да делује на раст нашег извоза и у наредном периоду.

Ценовна конкурентност домаћег извоза благо је смањена током Т4 због апрецијације реалног девизног курса од 0,2%. Томе је у већој мери допринела апрецијација номиналног ефективног курса динара²² од 0,4%, која је донекле ублажена падом домаћих и растом иностраних цена.

²⁰ Ниво из П1 2008. године.

²¹ 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.

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



Извор: Блумберг.

Цена нафте на светском тржишту је стагнирала током Т4, а фјучерси указују на њен пад у наредном периоду.

Цена нафте типа брент на берзи у Лондону је током Т4 у просеку била за 0,6% нижа него у Т3. Пад цене у октобру и почетком новембра резултат је напретка у договору око иранског нуклеарног програма и смањења референтне стопе ЕЦБ-а. Од средине новембра цена расте, првенствено по основу повољнијих макроекономских индикатора у САД, који су указивали на вероватан почетак смањења квантитативних олакшица ФЕД-а. Цена бакра на светском тржишту је у Т4 за 1,0% виша у односу на Т3.

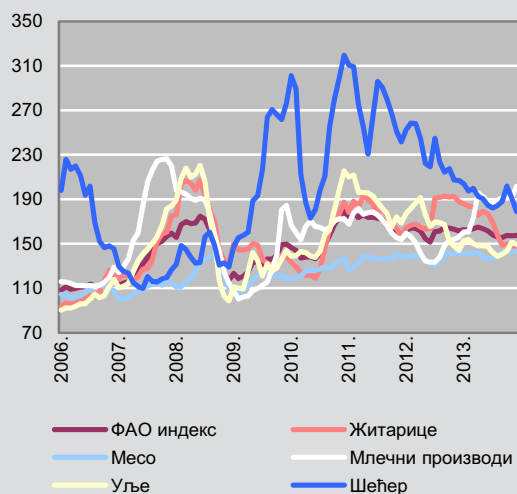
У посматраном периоду, цене житарица на светском тржишту су наставиле пад (6,7%), али је он био недовољан да неутралише раст свих осталих компоненти ФАО индекса, који је у Т4 порастао 0,6%. На нивоу 2013, ФАО индекс био је у просеку за 1,6% нижи у поређењу с 2012, при чему је пад забележен код цена житарица, уља и шећера, док су цене млека и меса у 2013. достигле своје историјски највише нивое.

Цене примарних пољопривредних производа које улазе у састав композитног индекса²³ на светским берзама су у Т4 бележиле различита кретања. Цене

²² Израчунат као геометријски просек номиналних курсева EUR/RSD и USD/RSD, с пондерима 0,8 и 0,2, респективно, тј. према формули $(EUR/RSD^{0,8} * (USD/RSD^{0,2}))$.

²³ Композитни индекс примарних пољопривредних производа, који користимо као апроксимацију трошковых притисака у производњи хране, садржи у себи цене кукуруза, пшенице и соје с референтних светских берзи.

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



Извор: FAO, УН.

Светске цене хране су у Т4 забележиле благ раст због поскупљења млечних производа и уља.

кукуруза и соје изражене у доларима смањене су 4,2% и 7,4%, респективно, услед добрих производних резултата (рекордна жетва кукуруза у САД и високе извозне залихе) и повољних изгледа жетве соје у Јужној Америци. Доларска цена пшенице је, након пада у Т3, током Т4 забележила раст од 13,1%, као последица раста глобалне тражње и неповољних временских прилика за сетву у Русији и Украјини и жетву у Аргентини. Ипак, раст светских залиха пшенице, након овосезонске рекордне жетве, требало би да смањи притисак на даљи раст цене. То потврђују и кретања у јануару, када је цена пшенице на месечном нивоу пала 0,4%, а цене кукуруза и соје 4,6% и 3,3%.

4. Економска активност

Према нашој процени, у Т4 је забележен тромесечни пад БДП-а од 0,5% дсз., што је водило и успоравању његовог м.г. раста на 2,6%. Тромесечни пад БДП-а у највећој мери је последица смањене активности у секторима индустрије и грађевинарству. С друге стране, дошло је до благог опоравка у сектору трговине, а настављен је и раст пољопривредне производње. Пад БДП-а утицао је на продубљивање

негативног производног јаза. Према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, раст БДП-а у 2013. је износио 2,4%, а наша процена је да ће у 2014. успорити на око 1,0.

Према нашој процени, БДП је у Т4 опао за 0,5% дсз. и тренутно се налази 0,9% испод свог преткризног нивоа²⁴. Пад БДП-а у највећој мери је последица ниже активности у прерађивачкој индустрији и грађевинарству (допринос по -0,3 п.п.), као и у сектору снабдевања електричном енергијом, гасом и паром (допринос -0,2 п.п.). Тромесечни пад је донекле ублажен позитивним кретањима у пољопривредној производњи и сектору информисања и комуникација, који су позитивно допринели са 0,1 п.п. и 0,2 п.п., респективно. Ниво економске активности, мерен НДВ-ом, у Т4 је смањен за 0,9% дсз., док је у односу на период пре кризе био нижи за 1,9%.

Физички обим индустријске производње је, након четири узастопна тромесечја раста, у Т4 опао за 2,9% дсз. Пад је забележен у прерађивачкој индустрији (2,1% дсз.), уз негативан допринос физичком обиму укупне индустрије од 1,3 п.п. Негативан допринос од 1,6 п.п. потиче и од сектора снабдевања електричном енергијом, гасом и паром, који је забележио тромесечни пад физичког обима од 6,5% дсз. С друге стране, сектор рударства је остварио благ раст физичког обима производње од 0,8% дсз., који је допринео ублажавању пада физичког обима укупне индустрије са 0,1 п.п.

Смањена производња у фабрици Фијат аутомобили Србија, која се огледа у дсз. паду производње моторних возила (16,7%), утицала је и на смањење физичког обима производње прерађивачке индустрије у Т4. Тромесечни пад је забележен и у производњи хемијских производа, производа од гуме и пластике, фармацеутских производа, основних метала и производњи рачунара. Таква кретања делимично могу објаснити и стагнацију извоза у Т4, будући да те области стварају највећи део извозних производа. С друге стране, у Т4 је дошло до опоравка у производњи дуванских производа, електричне опреме и производа од метала, а убрзан је и раст производње прехрамбених производа после добрих резултата у пољопривреди.

Промет у трговини на мало је у Т4 порастао за 3,6% дсз., што указује на благ опоравак активности у

²⁴ Ниво из ПП 2008. године.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Раст промета у трговини на мало ублажио је негативно кретање економске активности у Т4.

сектору трговине. Међутим, она се и даље налази знатно испод свог преткризног нивоа (13,6%). Стабилан тренд раста у Т4 задржала је и економска активност у сектору информисања и комуникација, захваљујући чему је, према подацима из октобарске Анкете о радној снази, повећан број запослених у овом сектору.

На мг. нивоу, раст БДП-а је, према нашој процени, у Т4 успорен на 2,6%. Најзначајнији позитиван допринос мг. расту потиче од пољопривредне производње (1,6 п.п.), док индустријска производња даје позитиван (0,6 п.п.), али знатно мањи допринос него у Т3. Слично као и у претходна три тромесечја, највећи негативан допринос кретању БДП-а у Т4 потиче од сектора грађевинарства (1,0 п.п.).

Успоравање мг. раста физичког обима индустријске производње у Т4 2013. (3,2%) у највећој мери је последица високе базе, односно постепеног исцрпљивања позитивних ефеката покретања производње у аутомобилској индустрији из Т4 2012. године. Успоравање мг. раста је забележено у сва три сектора индустрије, при чему је оно најизраженије у прерађивачкој индустрији (са 9,8% у Т3 на 2,1% у Т4). Ипак, прерађивачка индустрија је и у Т4 дала највећи допринос мг. расту физичког обима укупне

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Успоравање раста индустријске производње утицало је и на нижи мг. раст БДП-а у Т4.

индустријске производње (1,5 п.п.), док су доприноси сектора снабдевања електричном енергијом и рударства скромнији (1,2 п.п. и 0,4 п.п., респективно).

Иако знатно успорен, висок мг. раст физичког обима производње настављен је у областима производње моторних возила (41,5%) и нафтних деривата (14,5%). Такође, у Т4 је, након четири тромесечја, забележен и мг. раст прехранбене индустрије од 5,9%, а настављен је и раст производње хемијских производа, електричне опреме и основних метала. С друге стране, мг. пад је забележен у производњи фармацеутских производа, рачунара, машина и опреме и грађевинског материјала.

Према процени Републичког завода за статистику, економска активност је у 2013. остварила раст од 2,4%, што је нешто више у односу на нашу прогнозу од 2,0% изнету у новембарском Извештају у инфлацији. Извршена је и корекција навише мг. раста БДП-а по тромесечјима – са 2,7% на 3,0% за Т1, са 0,2% на 0,6% за Т2 и са 3,2% на 3,7% за Т3. Највећи позитиван допринос расту БДП-а у 2013. потиче од пољопривредне (1,5 п.п.) и индустријске производње (1,0 п.п.), док је снажан пад активности у грађевинарству негативно допринео са –1,2 п.п.

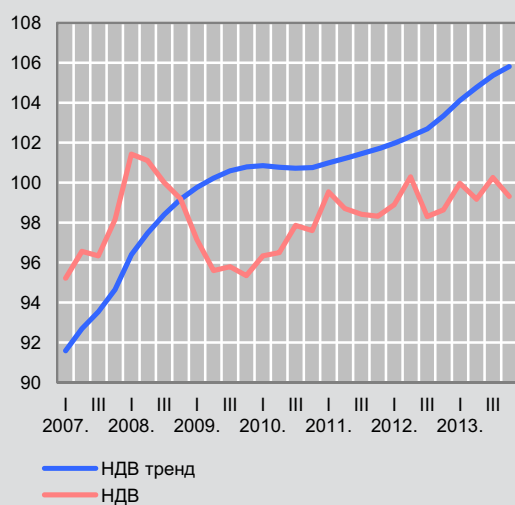
Пољопривредна производња је у 2013, према нашој процени, повећана за око 20,0%, уз снажан раст производње свих главних ратарских култура. Порасла је и производња воћа и поврћа, што је, кроз њихову повећану понуду, директно имало утицај на ниже цене непрерађене хране.

Активност у грађевинарству је у 2013. исказала снажан пад од 27,9%, који је био нарочито изражен у П1. Ипак, у П2 2013. успорен је тренд пада, па би могао да се очекује постепен опоравак ове привредне гране у 2014. години.

Према нашој процени, у 2014. се очекује успоравање раста БДП-а на око 1,0%. Пројекција се заснива на претпоставкама о просечној пољопривредној сезони, споријем расту индустријске производње по основу постепеног исцрпљивања ефеката аутомобилске индустрије, делимичном опоравку сектора грађевинарства и умереном расту БДП-а зоне евра од 1,0%.

Продубљивање негативног производног јаза, које је забележено у Т4 због пада економске активности и даљег повећања производних потенцијала привреде²⁵, упућује на наставак снажног дезинфлаторног деловања агрегатне тражње.

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



Извор: прерачун НБС.

Пад економске активности у Т4 утицао је на продубљивање негативног производног јаза.

5. Кретања на тржишту рада

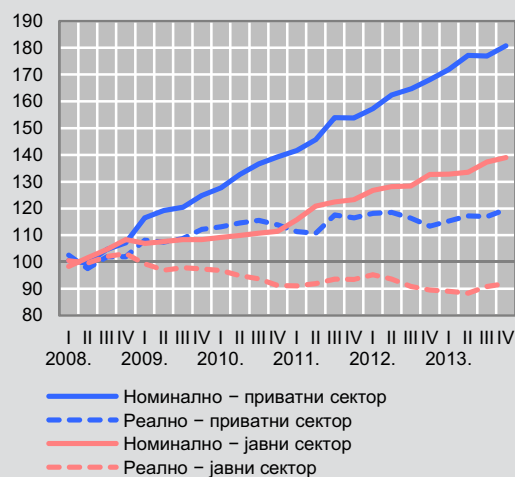
Реална нето зарада је у Т4 порасла и у приватном и у јавном сектору. Раст зарада је, уз пад продуктивности, утицао на смањење конкурентности домаће привреде у Т4, мерено јединичним трошковима рада у индустрији. Према Анкети о радној снази, индикатори тржишта рада су побољшани у октобру у односу на април, али се, према истраживању РАД, број формално запослених лица смањује.

Зараде и продуктивност рада

Просечна номинална нето зарада је порасла у Т4, што је, уз пад тромесечне инфлације, водило расту нето зараде у реалном изразу од 2,2% дсз. **Реална нето зарада** је брже расла у приватном (2,2% дсз.) него у јавном сектору (1,2% дсз.). Посматрано у односу на преткризни ниво²⁶, реална нето зарада у приватном сектору била је виша 19,6%, док је у јавном сектору била нижа 8,0%.

Након два тромесечја пада, у Т4 је остварен раст реалне нето зараде у сектору грађевинарства, а настављен је раст и у свим секторима индустрије, сектору информисања и комуникација и сектору

Графикон IV.5.1. Кретање просечних нето зарада
(дсз. подаци, П1 2008 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Реалне нето зараде су у Т4 порасле и у приватном и у јавном сектору.

²⁵ Као апроксимација производних потенцијала користи се тренд НДВ-а оцењен Калмановим филтером.

²⁶ Ниво из П1 2008. године.

финансијских услуга. Такође, зарада је реално порасла и у секторима трговине и саобраћаја и административним делатностима. Према резултатима анкете агенције Ипсос из јануара, и даље у великој мери преовлађује број предузећа која не планирају повећање зарада својим запосленима у наредном тромесечју.

Посматрано на мг. нивоу, реална нето зарада је, након пет узастопних тромесечја пада, у Т4 остварила раст, који је био израженији у приватном (5,5%) него у јавном сектору (2,2%).

Реална маса нето зарада је у Т4 наставила раст започет у Т3, али споријим темпом, што је у складу с кретањем економске активности. Просечна исплаћена номинална нето зарада у Републици Србији у Т4 је за 5,1% виша него у Т3 и износи 46.167 динара.

Позитивна тенденција смањења **јединичних трошкова рада** укупне индустрије из Т3 прекинута је током Т4. Раст бруто реалних зарада је, поред смањења продуктивности, утицао на раст јединичних трошкова рада од 7,0% дсз. Нешто спорији раст јединичних трошкова рада у Т4 забележен је у прерађивачкој индустрији (4,4% дсз.). Иако су у Т4

јединични трошкови рада укупне индустрије порасли, они се и даље налазе 3,0% испод преткризног нивоа.

Запосленост

Према резултатима **Анкете о радној снази** из октобра 2013, стопа незапослености је у односу на априлске податке смањена за 4,0 п.п., на 20,1%. У истом периоду стопа запослености је повећана за 2,8 п.п., а стопа активности за 1,1 п.п. С обзиром на то да смањење стопе незапослености и повећање запослености немају упориште у кретању економске активности, овако велика промена могла би бити последица деловања сезонских фактора, те је стога релевантније поређење с резултатима анкете из октобра 2012. Утицај сезонског фактора на резултате Анкете о радној снази требало би да буде умањен у наредном периоду, будући да ће се она од 2014. спроводити четири пута годишње.

У поређењу са стањем из октобра 2012, побољшање индикатора тржишта рада је умереније. Стопа незапослености је смањена за 2,3 п.п., док су стопа запослености и стопа активности повећане за 2,5 п.п. и 1,7 п.п., респективно. Притом, незапосленост је смањена у условима раста стопе активности, тј. то смањење није последица преласка дела незапослених

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.

Током Т4 дошло је до раста јединичних трошкова рада, али се они и даље налазе испод преткризног нивоа.

Графикон IV.5.3. Запосленост и стопа незапослености



Извор: РЗС.

Стопа незапослености је била нижа у Т4, али је формална запосленост наставила тренд благог смањења.

лица у неактивна лица. Највећи део раста запослености може се приписати повећању неформалне запослености, која је у последњој години дана повећана за 2,4 п.п., на 20,3%.

Посматрано по делатностима, раст запослености је у претходној години дана највећи у пољопривреди (27.384 лица), што се може довести у везу с бољим резултатима овог сектора у 2013. и већим ангажовањем сезонских радника у периоду спровођења анкете. Број запослених повећан је и у секторима информисања и комуникација (14.968 лица) и прерађивачкој индустрији (4.662 лица) који су, поред пољопривреде, највише допринели расту економске активности. С друге стране, пад броја запослених од 18.530 регистрован је у сектору трговине, који је током 2013. бележио пад активности.

Позитивни трендови су делом ублажени чињеницом да се и у последњој години брже повећавао број радника с непуним радним временом (70.881 лице) него број радника који раде пуно радно време (24.029 лица). У истом периоду повећан је и број samozапослених за 55.473 лица и број помажућих чланова домаћинства за 25.783 лица.

На основу процене **истраживања РАД**²⁷, које прати формалну запосленост, у Т4 је смањен број формално запослених за 2.149 лица²⁸. Настављено је смањење броја запослених у приватном сектору (4.836 лица), и то у највећој мери у секторима трговине и прерађивачке индустрије. С друге стране, порасла је формална запосленост у јавном сектору за 2.687 лица, чему је највише допринело повећање броја запослених у сектору образовања.

Према подацима **Националне службе за запошљавање**, број незапослених је, након два тромесечја пада, у Т4 повећан за 10.174, на 769.546 лица. Сличан тренд кретања²⁹ забележен је и током 2011. и 2012. године, што би могло да упућује на закључак да је повећање броја незапослених последица смањене тражње за занимањима сезонског карактера. С тим у вези настају и разлике у односу на резултате о броју незапослених из октобарске Анкете о радној снази, јер је анкетирање вршено у периоду док је још трајала сезона у пољопривреди, грађевинарству и угоститељству.

У складу с повећањем броја незапослених лица, на евиденцији Националне службе за запошљавање у Т4 је повећан и број прималаца новчане накнаде за незапосленост за 2.335 лица и он је у децембру износио 63.582 лица.

6. Међународно окружење

Економска активност у зони евра успорила је опоравак у Т3, а незапосленост је и даље висока. С друге стране, економски опоравак у САД је убрзан, што је утицало на одлуку ФЕД-а да у јануару 2014. започне смањење програма квантитативних олакшица. Инфлаторни притисци у САД, зони евра и окружењу настављају да слабе и у Т4.

Економска активност

Економска активност **зоне евра** успорила је свој раст у Т3 на 0,1% дсз., али су се појавили и знаци оптимизма да опоравак почива на широј основи, будући да је Шпанија изашла из двогодишње рецесије и да је БДП у Италији, након осам узастопних тромесечја пада, стагнирао. Ипак, темпо привредног опоравка и даље је релативно спор и неуједначен и као такав недовољно снажан да смањи незапосленост, која се у децембру налазила на високом нивоу од 12,0%.

Успоравање раста немачке привреде са 0,7% дсз. у Т2 на 0,3% дсз. у Т3 привременог је карактера и већ од Т4 се очекује снажнији раст, на шта указује и водећи индикатор економске активности *PMI Composite*, који је у децембру износио 55,0³⁰. Побољшање активности региструје се и у производном и услужном сектору.

Прогноза раста БДП-а зоне евра за 2013, према јануарском *Consensus Forecast*-у, у односу на октобарски смањена је за 0,1 п.п., на -0,4%, али је за 2014. раст ревидиран навише за 0,1 п.п., на 1,0%. Исте стопе раста прогнозирао је и ММФ у свом јануарском *WEO Update*. Према ЕЦБ-у, ризици повезани са финансијским тржиштима су умањени,³¹ а очекује се и слабење негативних ефеката фискалне консолидације у појединим земљама, па би и по том основу могло доћи до опоравка приватне потрошње и инвестиција. Такође, бржи раст на глобалном нивоу

²⁷ Истраживање РАД спроводи се два пута годишње, у марту и септембру, док су подаци за остале месеце добијени на основу процене.

²⁸ Донеке је у складу с резултатима Анкете о радној снази, према којој је повећање запослености готово у потпуности објашњено растом неформалне запослености.

²⁹ Смањење броја незапослених током Т2 и Т3, а потом раст у Т4 и Т1 наредне године.

³⁰ Ниво изнад 50,0 указује на експанзију, а испод те вредности на рецесију.

³¹ Смањење фрагментације кредитних тржишта зоне евра је настављено, а повећана је и отпорност банака у смислу јачања домаћих извора финансирања,

требало би и даље да подстиче нето извоз у земљама зоне евра.

Очекује се да опоравак привреде зоне евра допринесе и бржем расту економске активности у региону **централне и источне Европе**. Према прогнози јануарског *Consensus Forecast*-а, БДП региона ће порасти 2,6% у 2014, што је за 0,7 п.п. више у односу на 2013. и у складу је с јануарском прогнозом ММФ-а.

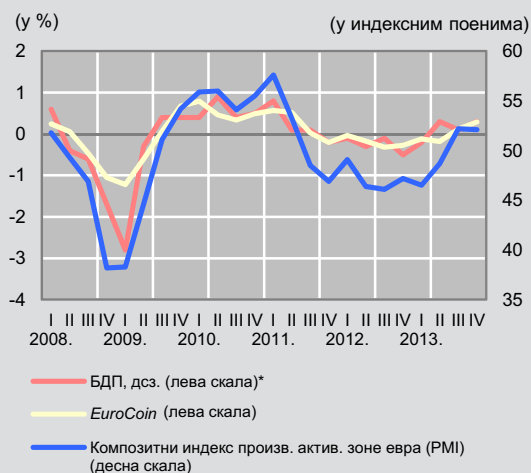
Иако бржи, економски раст ће бити неуједначен међу земљама региона, уз ризике асиметричне наниже. Политички ризици постоје у Украјини и Турској, која је додатно погођена и продубљивањем екстерне неравнотеже. Привреда Русије ће у великој мери зависити од цена енергената, па би у случају већег пада цене нафте и природног гаса економски раст ове земље могао бити успорен. За Словенију се и у 2014. прогнозира пад економске активности због још увек присутних неравнотежа у банкарском систему, док би Хрватска, након две године, требало да изађе из рецесије. У Мађарској, Чешкој, Пољској и

Словачкој очекује се убрзање раста БДП-а, будући да су ове земље и најдубље интегрисане у привреду зоне евра.

Привреда САД је у Т3 знатно убрзала свој раст на 1,0% дсз. (са 0,6% дсз. у Т2) по основу снажнијег раста приватних инвестиција и потрошње домаћинстава. Водећи индикатор економске активности производног сектора *ISM Manufacturing* се, и поред благог месечног пада, у децембру, седми месец заредом, нашао у зони експанзије, док *Consumer Confidence Index*, након пада у октобру и новембру, у децембру и јануару бележи раст. Према прелиминарној процени, раст привреде САД је у Т4 благо успорен на 0,8% дсз.

Убрзање привредног раста прелило се и на тржиште рада, па је стопа незапослености смањена са 7,2% у септембру на 6,7% у децембру. Међутим, део смањења незапослености може се приписати и преласку дела незапослених радника у неактивне, што потврђује и пад стопе партиципације. Поред тога, број новостворених радних места без сектора

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

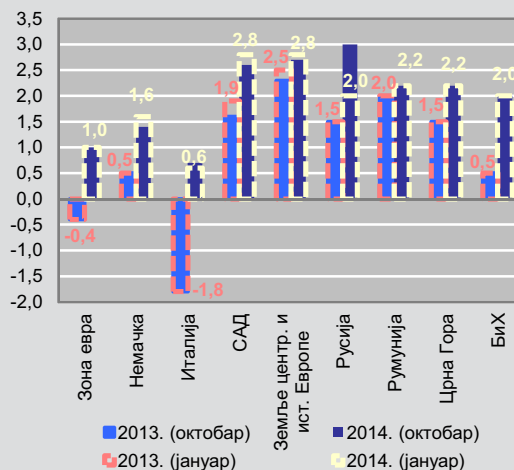


Извор: Eurostat, Markit Group и Banca d'Italia.

* Процена *Consensus Forecast*-а за Т4 2013.

Индикатори економске активности указују да је успоравање раста зоне евра у Т3 привременог карактера.

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



Извор: ММФ *WEO* (октобар 2013) и ММФ *WEO Update* (јануар 2014).

* Ревизија у односу на октобарски *WEO*.

Прогнозе раста БДП-а Немачке и САД у 2014. су ревидиране навише, док је прогноза за Русију снижена.

нарочито у високозадуженим земљама. Најављени стрес-тестови банкарског система додатно ће помоћи да се идентификују и отклоне потенцијални проблеми, а даљи кораци у формирању Банкарске уније да се поврати поверење у финансијски систем.

пољопривреде у децембру је знатно смањен (75.000) и налази се испод месечног просека за 2013. годину (194.000). Ипак, у јануару је дошло до повољнијих кретања — стопа незапослености је додатно смањена на 6,6%, а број новоотворених радних места без сектора пољопривреде повећан на 113.000.

Кретање инфлације

У последњој години дана цене у **зони евра** су у великој мери успориле раст, тако да је просечна годишња инфлација снижена са 2,5% у 2012. на 1,3% у 2013. години, пре свега по основу пада цена енергената и хране. Даљи пад инфлације настављен је и у јануару и, према процени Еуростата, она је износила 0,7% м.г. У текућој години очекује се благ раст цена, али су дугорочна инфлациона очекивања чврсто усидрена и не указују на постојање снажнијих инфлаторних притисака.

Смањење цене енергије и хране и ниска агрегатна тражња допринели су и слабљењу инфлаторних притисака и у региону **централне и источне Европе**. Највиша стопа инфлације у децембру забележена је у Турској (7,4% м.г.), а најнижа у Бугарској (−0,9% м.г.), која се већ пет узастопних месеци налази у дефлацији.

Просечна годишња инфлација у **САД** је у 2013. (1,5%) нижа у односу на 2012. (1,7%) и већ две године заредом креће се испод циља. Током Т4 уочено је благо убрзање раста инфлације и она је децембру износила 1,5% м.г.

Монетарна политика

Знатно успоравање раста цена у зони евра током Т4 утицало је да **ЕЦБ** у новембру смањи референтну каматну стопу на историјски најнижих 0,25%, а најављена је и могућност коришћења свих инструмената који јој стоје на располагању како би се избегла могућа дефлација и подстакао привредни раст. Референтна стопа је задржана на том нивоу у децембру и јануару, уз најаву задржавања експанзивног карактера монетарне политике докле год буде неопходно.

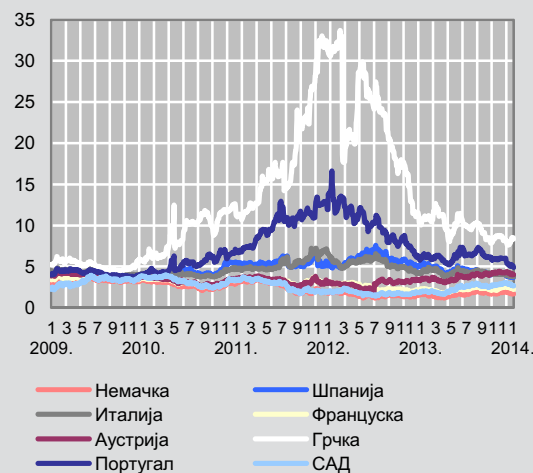
Референтне каматне стопе су током Т4 снижене и у појединим земљама региона **централне и источне Европе**. Централне банке Мађарске, Албаније и

Румуније снизиле су своје референтне стопе за 60 б.п., 50 б.п. и 25 б.п., респективно. Чешка централна банка је, с обзиром на то да се референтна стопа налази близу нуле, одлучила да интервенцијама на девизном тржишту циљано ослаби вредност круне на ниво од око 27 круна за евро и тако подстакне опоравак економске активности. Од почетка 2014. додатно су снижене референтне стопе у Румунији (50 б.п.) и Мађарској (15 б.п.).

Централна банка Турске је у јануару подигла референтну стопу за чак 550 б.п., на 10,0%. Као разлог такве одлуке наведени су раст премије ризика и снажни депрецијацијски притисци, који су једним делом последица смањења програма квантитативних олакшица ФЕД-а, а другим делом политичке кризе у земљи и продубљивања екстерне неравнотеже.

Захваљујући убрзању економског раста и позитивним сигнаlima с тржишта рада, **ФЕД** је донео одлуку да у јануару 2014. започне са смањењем програма квантитативних олакшица. Предвиђено је смањење за 10 млрд долара — по 5 млрд хипотекарних и државних ХоВ, на месечни ниво од 75 млрд долара. Такође, поново је изнет став да ће, и поред постепеног

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



Извор: Блумберг.

Смањење ризика повезаних с финансијским окружењем узроковало је пад приноса на државне обвезнице високозадужених земаља зоне евра у Т4.

повлачења из програма квантитативних олакшица, монетарна политика задржати експанзиван карактер дуже време, тј. све док економски опоравак не постане трајно одржив. На састанку ФЕД-а 28–29. јануара донета је одлука да се од фебруара додатно смањи откуп хипотекарних и државних ХоВ за по 5 млрд долара, тако да ће месечни ниво откупа износити 65 млрд долара.

Финансијска и робна тржишта

Курс долара је у Т4 наставио да слаби према евр у и на крају децембра био је за 2,1% нижи у односу на крај септембра. Пад вредности долара у највећој мери је последица неизвесности о почетку смањења програма квантитативних олакшица ФЕД-а, која је отклоњена тек након састанка средином децембра. Почетак смањења тог програма од јануара и бржи економски раст САД у односу на зону евра требало би, према проценама аналитичара, да утичу на јачање долара у 2014. години, што је и потврђено у јануару, када је долар апрецирао 1,8% у односу на евро.

Током Т4 агенција *Standard & Poor's* ревидирала је кредитне рејтинге неколико земаља у региону.

Кредитни рејтинг Албаније снижен је с нивоа В+ на ниво В, уз промену изгледа са стабилних на негативне, због повећања фискалног дефицита и могућих проблема у рефинансирању јавног дуга. Изгледи кредитног рејтинга Црне Горе су промењени са стабилних на негативне по основу повећаног ризика рефинансирања високог спољног дуга. Промена изгледа кредитног рејтинга забележена је и у Бугарској као последица слабих перспектива привредног раста, високе незапослености и политичке неизвесности. С друге стране, изгледи кредитног рејтинга Румуније су промењени са стабилних на позитивне услед смањене екстерне неравнотеже и консолидације јавних финансија. Због слабе конкурентности привреде проузроковане ригидностима тржишта рада и пословног окружења, у јануару је смањен и кредитни рејтинг Хрватске с нивоа ВВ+ на ниво ВВ, уз промену изгледа с негативних на стабилне.

Пад цене злата у Т4 од око 10% резултат је, између осталог, најаве ФЕД-а о почетку смањења програма квантитативних олакшица, позитивних изгледа економског раста на глобалном нивоу и смањене аверзије инвеститора према ризику.

Осврт 3: Актуелне промене у начину вођења монетарне политике у свету

До почетка глобалне економске кризе, велики број централних банака развијених земаља и земаља у успону прихватило је комбинацију режима циљања инфлације и флексибилног девизног курса. Владао је консензус да се таквим приступом најефикасније обезбеђује макроекономска стабилност. Дакле, постоји један циљ и један инструмент – ниска и стабилна инфлација и референтна каматна стопа. О економској активности води се рачуна тако што се дозвољава привремено одступање инфлације од циља како би се стабилизовао процењени производни јаз (тзв. флексибилно циљање инфлације). Девизни курс слободно осцилира и обезбеђује прилагођавање платног биланса. С друге стране, финансијску стабилност и спречавање прекомерног преузимања ризика економских субјеката обезбеђују пруденцијалне мере и супервизија.

Међутим, финансијска криза 2008. и рецесија која је уследила покренуле су преиспитивање консензуса о монетарној политици и навеле на размишљање о томе да ли централна банка треба да има више циљева и више инструмената. Главни фокус политике померио се са сузбијања инфлације на решавање проблема драстичног смањења ликвидности, пада економске активности и очувања финансијске стабилности. Оштро попуштање монетарне политике и спуштање референтних стопа централних банака развијених земаља близу нуле блокирало је канал каматне стопе и покренуло експериментисање с нестандартним инструментима како би се подстакла кредитна и економска активност. Стимулативна моћ референтне стопе допуњавана је на различите начине, у зависности од макроекономске ситуације и стања финансијског сектора. Спречавајући колапс финансијског система, а затим подржавајући опоравак реалне економије, централне банке су започеле куповину дугорочних приватних и државних дужничких хартија, одобравање кредита институцијама које никада пре нису кредитирале, промениле су своја правила колатерала итд. На тај начин су измениле величину и композицију својих биланса – актива централних банака развијених земаља повећана је са око 4 билиона долара пре кризе на 10 билиона долара данас, уз знатно повећање рочности. Експериментисало се и са одређивањем једне од стопа монетарне политике – каматне стопе на депозитне олакшице у негативној вредности (централне банке Данске и Шведске). Уведена је и иновација усмеравања очекивања (*forward guidance*), најпре је то учинио ФЕД крајем 2008. саопштењем да ће се „изузетно низак ниво референтне стопе задржати неко време“, а затим и друге централне банке. Тако је нпр. Банка Енглеске августа 2013. саопштила да ће „референтну стопу задржати непромењеном (0,5%) све док стопа незапослености не падне испод 7,0%, под условом да то не представља ризик за инфлацију или финансијску стабилност“. Усмеравање очекивања намењено је пре свега инвеститорима, тј. смањењу њихове уздржаности уверавањем да стимулативне мере неће одједном нестати чим економија почне да се опоравља. У малим отвореним економијама које нису имале проблем с мањком ликвидности, спуштање референтне стопе близу нуле водило је избору интервенција на девизном тржишту као додатном инструменту монетарне релаксације. Тако је чешка централна банка у новембру 2013. донела одлуку о њиховом коришћењу, а ММФ је подржао, уз оцену да су интервенције ефикасан додатни инструмент у борби с ризицима дефлације у режиму инфлационог таргетирања.

Глобална финансијска и економска криза је земљама у успону показала колико могу бити снажни екстерни поремећаји и нестабилни токови капитала. Интервенције на девизном тржишту одувек су биле важан инструмент монетарне политике у овим земљама, али је њихово коришћење током кризе било знатно повећано. Општа препорука о ублажавању монетарне политике као одговору на кризу ради подршке домаћој економској активности није увек била применљива у овим земљама. Спровођење контрацикличне политике било је ограничено знатном валутном неусклађеношћу у билансима привреде, становништва и државе, високим преносним ефектом девизног курса на инфлацију, плитким финансијским тржиштима, али и експанзивном фискалном политиком. Ипак, анализе су показале да су земље у успону оствариле напредак у области монетарне политике, будући да су више него у

претходним епизодама кризе биле способне да у великој мери ублажавају монетарну политику. Међу најважнијим факторима који су то омогућили су реформе у финансијском сектору и циљање инфлације.¹

Неколико је главних лекција кризе. Прво, инфлација и производни јаз могу бити ниски и стабилни, а да истовремено постоје растуће тензије у финансијском сектору које воде макроекономској нестабилности. Зато данас готово да постоји консензус о томе да међусобна зависност макроекономске и финансијске стабилности захтева координацију монетарне политике и макропруденцијалне регулације, као и да циљеви централне банке, поред макроекономске стабилности, треба да укључе и финансијску стабилност. Друго, веза између стабилности инфлације и производног јаз вероватно није толико јака као што се сматрало. Кретање инфлације се у многим земљама, по свему судећи, све више раздвојило од кретања производног јаз. Стога обезбеђење макроекономске стабилности захтева од централне банке да за циљ има не само ниску и стабилну инфлацију већ и низак и стабилан производни јаз. Треће, преливање ефеката монетарне политике развијених земаља и осцилирање токова капитала у земљама у успону пољуљали су веровање да је флексибилни девизни курс сам по себи довољан да апсорбује поремећаје. Све је веће убеђење да флексибилно циљање инфлације треба да укључи интервенције на девизном тржишту, али не у смислу циљања одређеног нивоа или распона девизног курса, већ спречавања знатних одступања девизног курса од вредности која је конзистентна са економским фундаментима и очувањем макроекономске стабилности. Стерилисане интервенције на девизном тржишту дају резултате у случају када не постоји перфектна мобилност капитала. Будући да мобилност капитала у земљама у успону није перфектна, централне банке ових земаља имају могућност да користе оба инструмента, референтну каматну стопу и интервенције на девизном тржишту, како би постигле циљеве у погледу инфлације и девизног курса.²

Новине у монетарној политици уведене током кризе отвориле су полемику о концепту монетарне политике који смо до сада познавали. Да ли ће монетарна политика након кризе да функционише на исти начин као и пре кризе и да ли бар неке нове инструменте монетарне политике уведене током кризе треба задржати и ставити у контекст флексибилног циљања инфлације, само су нека од основних питања која се намећу. Чињеница је да се монетарна политика мења у централним банкама широм света и да се у последње две-три године воде дебате о њеном изгледу у будућности. Ипак, контуре будуће монетарне политике још се развијају.

¹ Coulibaly, B. (2012), *Monetary Policy in Emerging Market Economies: What Lessons from the Global Financial Crisis?*, International Finance Discussion Papers No. 1042, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington.

² Ostry J., A. Ghosh, and M. Chamon (2012), *Two Targets, Two Instruments: Monetary and Exchange Rate Policies in Emerging Market Economies*, IMF Staff Discussion Note, SDN/12/01, February 2012.

V. Пројекција инфлације

Након привременог спуштања испод доње границе дозвољеног одступања од циља у Т4 2013, инфлација би у току 2014. и 2015. требало да се креће у оквиру граница циља. Главни дезинфлаторни фактор у наредном периоду биће ниска агрегатна тражња, док ће инфлаторно деловати повећање ПДВ-а и регулисаних цена. Ризици остварења пројекције инфлације односе се првенствено на резултате овогодишње пољопривредне сезоне и кретања у међународном окружењу, а у одређеној мери и на домаћа фискална кретања.

Према нашој пројекцији, БДП ће у 2014. успорити раст на 1,0% због спровођења фискалне консолидације, док би у 2015. требало да оствари раст од 2,0%.

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

Иако је била у оквиру граница краткорочне пројекције инфлације објављене у новембарском Извештају о инфлацији, м.г. инфлација се у Т4 кретала испод доње границе дозвољеног одступања од циља и на крају године је износила 2,2%. Нижој инфлацији у односу на централну пројекцију допринело је неочекивано снажно појефтињење воћа. Оно је такође допринело паду потрошачких цена у Т4 (0,2%).

Инфлаторни притисци су у 2013. били врло ниски, посебно у другој половини године, када је просечна месечна стопа инфлације износила -0,1%. Уз ниску агрегатну тражњу, добра пољопривредна сезона и, последично, нижи трошкови у производњи хране били су важан дезинфлаторни фактор, док су притисак навише на инфлацију вршиле регулисане цене – готово целокупан раст цена у 2013. (2,2%) дугује се расту регулисаних цена (допринос 2,1 п.п.).

Трошкови сировина у производњи хране и даље су на врло ниском нивоу, иако су домаће цене примарних

пољопривредних производа у Т4 забележиле раст. Просечна цена пшенице на домаћем тржишту порасла је у Т4 нешто више него светска цена (20% наспрам 13%) услед повећане извозне тражње, док је, за разлику од цене на светском тржишту, која је забележила пад, просечна цена кукуруза на домаћем тржишту порасла за 5,1%. Разлог је у великој мери био низак ценовни ниво с којег је отпочета трговина новим родом кукуруза.³² Ипак, цене пшенице и кукуруза су и у Т4 биле знатно испод нивоа у Т4 2012. (за око 30%), а у јануару је забележен њихов пад (око 5%).

Пад инфлације био је праћен знатним падом инфлационих очекивања свих сектора у Т4. Очекивања финансијског сектора од октобра су се стабилизovala у границама циља.

Већи део периода октобар 2013 – јануар 2014. карактерисали су апрецијацијски притисци. Изузетак су били почетак децембра и јануар, када је, због (сезонског) увоза енергената, тражња предузећа за девизама била повећана, а притисцима у јануару

³² У септембру је просечна цена на Продуктној берзи у Новом Саду износила 12,8 дин/кг, а у Будимпешти 15,9 дин/кг.

допринело је и очекивано смањење програма квантитативних олакшица ФЕД-а. Апresiasiјски притисци у наведеном периоду били су резултат деловања више фактора, а пре свега пада премије ризика земље и повећаног улагања нерезидената у динарске ХоВ, прилива СДИ, наставка позитивних кретања у спољнотрговинској размени и повећаног нето откупа девиза по основу мењачких послова. Како би ублажила прекомерне краткорочне осцилације курса динара, Народна банка Србије је у Т4 интервенисала на МДТ-у нето куповином 515,0 млн евра, а у јануару продајом 330,0 млн евра.

Као последица реалне депрецијације динара, у Т4 је благо проширен депрецијацијски јаз реалног девизног курса³³, што индицира умерен раст маргиналних трошкова нето увозника.

Консолидовани буџетски дефицит у 2013. био је мањи него дефицит предвиђен ребалансом буџета и износио је 179,0 млрд динара, или 5,0% БДП-а. Према *Фискалној стратегији за 2014. годину са*

пројекцијама за 2015. и 2016. годину, консолидовани буџетски дефицит остаће висок и ове године. Он ће износити 5,5% БДП-а, а увећан за ванбуџетске трансакције 7,1% БДП-а.

Према процени Народне банке Србије, БДП је у Т4 опао за 0,5% дсз., тј. успорио раст на 2,6% мп. Посматрано с расходне стране, допринос нето извоза БДП-у био је негативан у Т4 због исцрпљивања ефеката раста производње у аутомобилској индустрији, док је домаћа тражња остварила раст. Посматрано с производне стране, највећи негативан допринос расту БДП-а потиче од индустријске производње (пре свега аутомобилске, хемијске и фармацеутске), а позитиван од пољопривредне производње и сектора информисања и телекомуникација.

Према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, БДП је у 2013. порастао за 2,4%. Према нашој процени, тај раст је у потпуности био вођен нето извозом, док су све компоненте домаће тражње исказале пад.

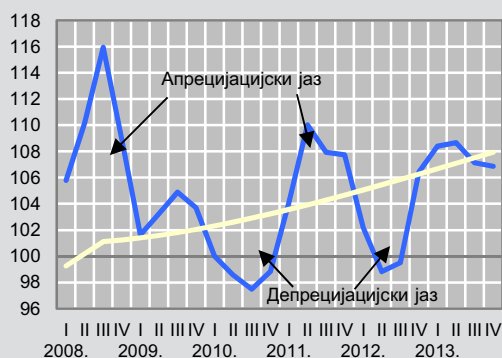
Негативан производни јаз³⁴ је у Т4 продубљен, као последица пада НДВ-а. Тај јаз и даље указује на задржавање снажних дезинфлаторних притисака по основу ниске тражње у средњем року.

Зона евра је у Т3 успорила економски опоравак (раст БДП-а од 0,1% дсз.). Знатно успоравање раста цена у зони евра током Т4 утицало је на одлуку ЕЦБ-а да у новембру снизи референтну каматну стопу на историјски најнижих 0,25%, а најављена је и могућност додатног монетарног попуштања уколико се економски услови погоршају. С друге стране, опоравак америчке економије је убрзан, што је подстакло ФЕД да у јануару започне са смањењем програма квантитативних олакшица.

Претпоставке пројекције

У текућој средњорочној пројекцији инфлације, претпоставке о расту БДП-а зоне евра у 2014. и 2015. години кориговане су благо навише у односу на новембарску пројекцију, тј. претпоставља се раст

Графикон V.0.1. Реални девизни курс и његов тренд*
(базни индекс, Т1 2010 = 100)



— Реални девизни курс
— Тренд реалног девизног курса

Извор: НБС.

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

У Т4 је благо продубљен депрецијацијски јаз реалног девизног курса.

³³ Тренд реалног девизног курса оцењен је применом Калмановог филтера.

³⁴ 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.

³⁵ Претпоставке о расту БДП-а зоне евра у 2014. и 2015. години у складу су са очекивањима изнетим у најновијем *Consensus Forecast*-у.

БДП-а од 1,0%, односно од 1,4%.³⁵ Опоравак зоне евра требало би да буде опредељен опоравком домаће тражње подржане експанзивном монетарном политиком, као и постепеним јачањем извозне тражње.

Иако се инфлација у зони евра у децембру (0,8% м.г.) налазила знатно испод циља од „близу, али испод 2,0%“, средњорочна инфлациона очекивања остају чврсто усидрена на нивоу који је у складу с циљаном инфлацијом. Према *Consensus Forecast*-у, тржишта не очекују да ће ЕЦБ у наредној години дана мењати референтну каматну стопу, а претпоставка пројекције је да то неће урадити ни у 2015.

Кретање цена примарних пољопривредних производа на светском тржишту има кључан утицај на кретање тих цена на домаћем тржишту. Актуелне цене фјучерса на примарне пољопривредне производе указују на благ пад светских цена тих производа у 2014. години. Ипак, имајући у виду да су, захваљујући добрим прошлогодишњим приносима, светске цене пољопривредних производа тренутно врло ниске, у

случају просечне пољопривредне сезоне ове године вероватан је њихов пораст. Стога је у пројекцији претпостављен раст светских цена примарних пољопривредних производа ове године (13,0%). Овде смо првенствено узели у обзир очекиван раст цена пшенице, кукуруза и соје, као најзначајнијих инпута у производњи домаћих прехранбених производа.

Иако фјучерси показују да ће цена нафте³⁶ бити у паду у 2014. и 2015. години, у пројекцији је коришћена опрезнија претпоставка, тј. претпостављено је да ће се та цена у наредне две године задржати на нивоу с краја 2013.

Претпоставка пројекције је да ће, због потребе за постепеним отклањањем ценовних диспаритета, регулисане цене у 2014. и 2015. години забележити бржи раст него укупан ИПЦ.

Текућа средњорочна пројекција инфлације заснива се на претпоставци да ће раст регулисаних цена у 2014. години износити 10,5%, тј. њихов допринос укупној инфлацији ове године опет ће износити око 2,0 п.п. У оквиру тих цена, највећи допринос овогодишњој инфлацији очекује се по основу повећања акциза на цигарете и поскупљења електричне енергије (по 0,5 п.п.), за које смо претпоставили да ће се десити у јуну.

Пројекција инфлације

Међугодишња инфлација би у Т1 требало да се врати у границе дозвољеног одступања од циља. Иако ће ниска прошлогодишња база, узрокована падом цена хране, допринети њеном постепеном порасту у току године, она ће се, према централној пројекцији, до краја текуће, као и у току 2015. године, кретати у оквиру граница дозвољеног одступања од циља ($4 \pm 1,5\%$).

Главни дезинфлаторни фактор у наредном периоду биће ниска домаћа тражња, док ће притисак навише на инфлацију вршити раст регулисаних цена и повећање посебне стопе ПДВ-а. С наступањем нове пољопривредне сезоне, вероватан је и одређен раст цена воћа и поврћа, али цене остале хране и даље не би требало да делују инфлаторно.

Табела V.0.1. Претпоставке пројекције

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

	2014.		2015.	
Екстерне претпоставке				
Инфлација у зони евра (Т4 на Т4)	1,4%	(-)	1,5%	(-0,2)
Референтна каматна стопа ЕЦБ (на крају године)	0,25%	(-)	0,25%	(-0,25)
Раст БДП-а у зони евра	1,0%	(+0,1)	1,4%	(+0,1)
Цене примарних пољопривредних производа на светском тржишту (Т4 на Т4)*	13,0%	(-2,0)	4,0%	(-)
Цена нафте типа брент по барелу (крај године, у USD)	107,0	(-2,0)	107,0	(-2,0)
Интерне претпоставке				
Регулисане цене (дец. на дец.)	10,5%	(+0,5)	9,0%	(-)
Трендови				
Апрецијацијски тренд реалног курса (просек)	1,8%	(-0,3)	2,0%	(-0,2)
Тренд реалне камате (просек)	3,4%	(+0,3)	3,6%	(+0,2)

* Композитни индекс цена соје, пшенице и кукуруза.

Извор: НБС.

³⁶ Цена нафте типа брент.

Ниска домаћа тражња представља главни фактор који ће успоравати раст цена у средњем року. У зависности од интензитета фискалне консолидације ове године, преко утицаја на потрошњу државе и домаћинства, дејство овог фактора могло би да буде додатно појачано.

Снижење инфлационих очекивања за око 3,0 п.п. од средине 2013. године показује да утицај тог фактора на инфлацију више није инфлаторан, већ неутралан.

На раст цена ове године деловаће и повећање посебне стопе ПДВ-а (са 8,0% на 10,0%, односно 20,0%), које је било одложено за јануар. Према нашој процени, једнократни ефекат тог повећања на инфлацију требало би да износи око 0,5 п.п. Међутим, имајући у виду ниску тражњу, инфлаторни утицај повећања посебне стопе ПДВ-а могао би бити мањи од очекиваног у мери у којој би то повећање било апсорбовано смањењем трговачких маржи.

Иако су цене примарних пољопривредних производа порасле у Т4 2013, оне су и даље на знатно нижем

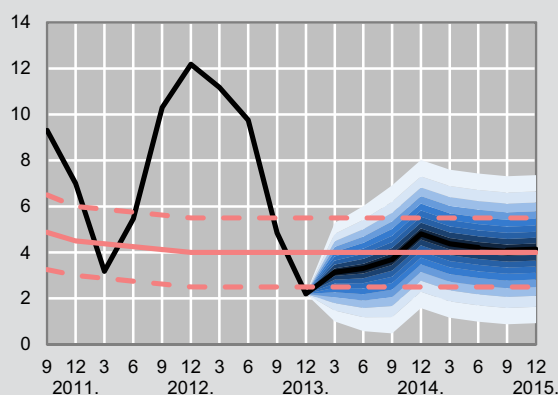
нивоу него у Т4 2012, што упућује на и даље врло ниске трошкове сировина у производњи прехрамбених производа. Претпоставка пројекције је да ће овогодишња пољопривредна сезона бити просечна. Ако се има у виду да је прошлогодишња сезона била натпросечна и да су, као резултат тога, постојеће цене пољопривредних производа на ниском нивоу, с доласком нове сезоне може се очекивати њихов раст. Тиме би се трошкови сировина у производњи хране вратили на свој неутрални ниво, чиме би се исцрпео њихов дезинфлаторни утицај.

Продубљивање депрецијацијског јаза реалног девизног курса динара у Т4 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.

Пројекција раста БДП-а за 2014. годину ревидирана је наниже за 0,5 п.п. у односу на новембарски Извештај о инфлацији. Разлог је корекција навише раста пољопривредне производње за 2013. Републичког завода за статистику, што је повећало прошлогодишњу базу за пољопривредну производњу. Дакле, ове године БДП би требало да оствари раст од око 1,0%. Та пројекција подразумева да ће овогодишња пољопривредна сезона бити просечна, што ће за последицу имати пад пољопривредне производње у односу на прошлу годину, као и да ће раст индустријске производње бити спорији (због постепеног исцрпљивања ефеката аутомобилске индустрије). Претпоставили смо и делимичан опоравак грађевинарства. Посматрано с расходне стране, раст би требало да буде вођен нето извозом, с обзиром на почетак опоравка зоне евра, а додајући томе и почетак преговора о чланству у ЕУ, те ниску прошлогодишњу базу, одређени позитиван допринос очекује се и по основу инвестиција. С друге стране, негативан допринос расту даће потрошња домаћинства и државе услед примене мера фискалне консолидације. Ипак, фискална консолидација и најављене структурне реформе отвориће простор за бржи раст БДП-а у наредним годинама, чему би требало да допринесе и очекивани даљи опоравак зоне евра.

Према нашој пројекцији, БДП ће у 2015. порастати за око 2,0%. Позитиван допринос том расту очекујемо по

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

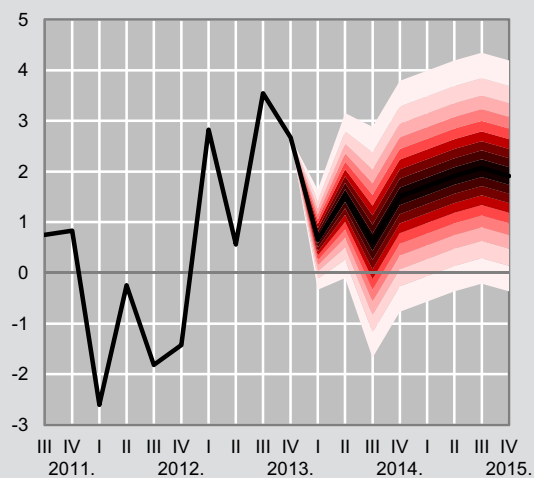


Извор: НБС.

У наредном периоду инфлација би требало да се врати у границе дозвољеног одступања од циља и настави кретање у оквиру тих граница.

Овај тип графикона приказује различите вероватноће остварења пројекције инфлације у наредних осам тромесечја. Централна пројекција је у најтамнијем делу графикона и вероватноћа да ће пасти у овај распон износи 10%. Свака следећа нијанса укључује такође 10% вероватноће, тако да цео распон обухвата 90% вероватноће остварења пројекције. Другим речима, вероватноћа да ће инфлација у наредних осам тромесечја бити изван распона на графикону износи 10%.

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



Извор: НБС.

БДП би требало да забележи раст од око 1,0% у 2014. и око 2,0% у 2015.

основу повећања инвестиција и нето извоза, док ће допринос финалне потрошње, због спровођења фискалне консолидације, остати негативан.

Ризици пројекције БДП-а су симетрични, тј. вероватноћа одступања навише и наниже је

подједнака. Неизвесност представља брзина привредног опоравка зоне евра, односно главних спољнотрговинских партнера Србије, као и то у коликој ће мери очекивани отежани екстерни услови финансирања (услед смањивања програма квантитативних олакшица ФЕД-а) деловати на кретања у реалном сектору.

Ризици остварења пројекције

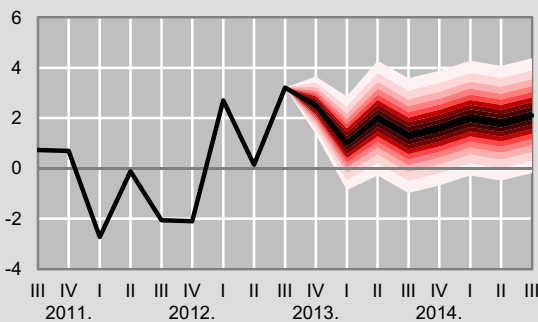
Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације односе се првенствено на потенцијална одступања од претпоставки о кретању цена примарних пољопривредних производа и на кретања у међународном окружењу, а у одређеној мери и на домаћа фискална кретања.

Иако не очекујемо да ће се очекивани раст цена примарних пољопривредних производа одразити на раст цена хране ове године, уколико би овогодишња пољопривредна сезона била лошија од просечне, утицај цена хране могао би опет постати инфлаторан, посебно у случају раста светских цена хране и повећања извозне тражње.

Екстерно окружење тренутно карактерише повећана неизвесност у погледу јачине ефекта редуковања монетарног стимулуса ФЕД-а на финансијска тржишта земаља у развоју. Као последица одлуке

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

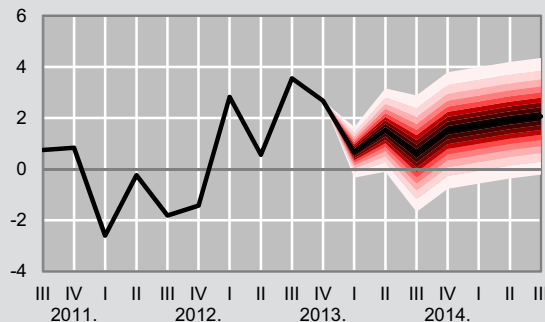
Новембарска пројекција
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

Пројекција раста БДП-а ревидирана је наниже у 2014. у односу на пројекцију из новембра 2013.

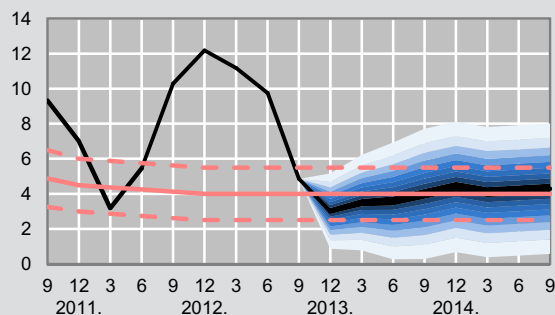
Фебруарска пројекција
(мг. стопе, у %)



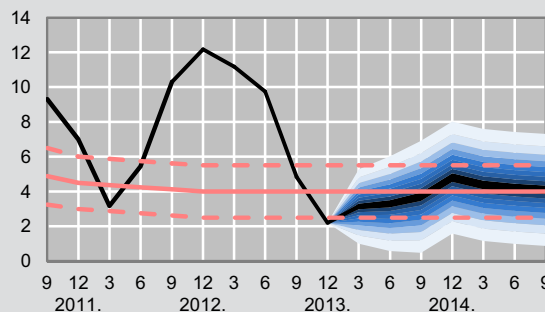
Графикон V.0.5. Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације

Новембарска пројекција

(мг. стопе, у %)

**Фебруарска пројекција**

(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

Нова пројекција инфлације благо је виша у 2014. у односу на пројекцију из новембра 2013.

ФЕД-а да смањи обим програма квантитативних олакшица, почео је одлив капитала из ових земаља, пре свега оних с великим дефицитом текућег рачуна платног биланса, односно депрецијацијски притисци на њихове валуте. Неколико централних банака земаља у успону већ је одговорило повећањем својих референтних каматних стопа. Крајем јануара челници ЕЦБ-а указали су на могуће додатно монетарно попуштање куповином пакета банкарских кредита одобрених приватном сектору. То би, можда, у одређеној мери могло да ублажи притиске због смањења обима програма квантитативних олакшица у САД.

Дакле, није могуће искључити ризик да ће аверзија инвеститора према улагању у Србију у наредном периоду бити повећана. Евентуалан пораст премије ризика земље и јачање депрецијацијских притисака могли би водити вишој инфлацији у односу на пројектовану. Због тога је потребно наставити рад на смањивању фискалне неравнотеже, али и интензивирати структурне реформе ради јачања економских фундамената. Одступање од објављеног плана фискалне консолидације могло би проузроковати раст инфлаторних притисака у периоду пројекције инфлације, док би кредибилно спровођење мера фискалног прилагођавања могло да ублажи

утицај потенцијалног преливања ефеката монетарне политике појединих развијених земаља на домаће финансијско тржиште.

С обзиром на то да је база у првој половини 2013. била висока, а у другој половини године ниска, уколико би електрична енергија поскупела у другој половини ове године, то би водило одређеном одступању инфлације навише у односу на пројектовану путању.

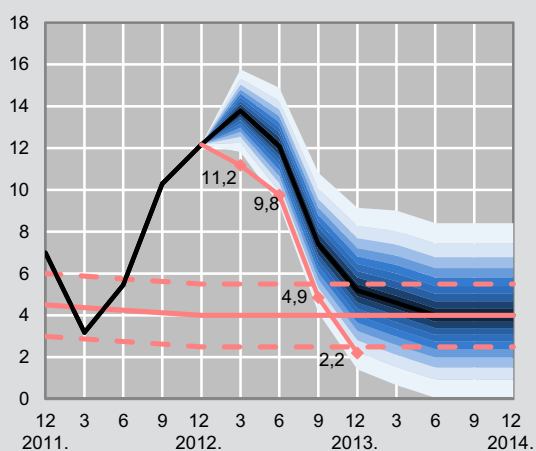
Према нашој процени, ризици остварења пројекције инфлације су симетрични.

Под претпоставком спровођења фискалне консолидације у складу с планом, наставак ублажавања монетарне политике у наредном периоду зависиће пре свега од јачине потенцијалних негативних ефеката смањења програма квантитативних олакшица ФЕД-а на девизни курс и премију ризика земље.

Поређење и остварење пројекција

Нова пројекција инфлације је у 2014. благо виша у односу на пројекцију из новембарског Извештаја о

Графикон V.0.6. Остварење пројекције инфлације из фебруара 2013.
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

Међугодишња инфлација се у последњој години дана кретала око доње границе распона пројекције из фебруара 2013.

инфлацији, пре свега по основу ниже базе код цена хране (првенствено воћа) крајем прошле године у односу на претходно очекивану. Распон пројекције у средњем року благо је сужен.

Међугодишња инфлација се у последњој години дана кретала око доње границе распона пројекције објављене у Извештају о инфлацији из фебруара 2013. године. Такво кретање инфлације било је последица већег дезинфлаторног утицаја цена хране у односу на централну пројекцију.

Табела А
Индикатори екстерне позиције Србије

	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	I 2013.	II 2013.	III 2013.	IV 2013.
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ ЛИКВИДНОСТИ (у %)												
Девизне резерве/увоз робе и услуга (у месецима)	6,1	9,0	7,2	5,2	9,5	8,2	8,7	7,6	8,2	7,4	7,1	7,4
Девизне резерве/краткорочни дуг	177,2	267,2	253,8	154,5	214,9	189,6	298,9	245,6	263,9	245,2	243,5	250,7
Девизне резерве/БДП	24,3	38,5	33,8	24,9	36,6	35,8	38,3	36,9	39,3	34,8	33,3	35,4
Отплата дуга/БДП	5,2	10,8	10,7	10,9	13,5	12,7	13,3	14,0	14,1	14,1	12,5	15,2
Отплата дуга/извоз робе и услуга	19,8	36,2	34,9	35,1	46,0	35,3	36,4	34,7	35,4	31,2	25,3	32,4
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)												
Спољни дуг/БДП	60,1	60,9	60,2	64,6	77,7	85,0	76,7	86,9	88,7	84,9	81,9	81,7
Краткорочни дуг/БДП	13,7	14,5	13,3	16,2	17,0	18,9	12,8	15,0	14,9	14,2	13,7	14,1
Спољни дуг/извоз робе и услуга	228,9	204,1	197,3	207,6	265,3	236,2	210,3	215,9	218,0	204,1	186,8	179,8
ИНДИКАТОРИ ИЗЛОЖЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКОМ РИЗИКУ (у %)												
Девизне резерве/М1	290,3	356,1	306,7	300,4	393,4	416,6	429,6	402,1	425,6	371,5	333,9	330,0
Девизне резерве/примарни новац	169,8	179,5	173,8	140,7	190,5	196,4	207,6	197,9	213,6	192,1	191,0	199,6
СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ)/БДП												
	73,6	81,2	86,8	88,8	75,6	88,2	89,3	97,3	95,3	102,1	106,1	105,9
МЕМОРАНДУМ: (у млн евра)												
БДП	20.306	23.305	28.468	32.668	28.952	27.968	31.472	29.601	7.353	7.791	8.175	8.310 ⁽¹⁾
Спољни дуг	12.196	14.182	17.139	21.088	22.487	23.786	24.125	25.721	26.722	26.072	25.686	25.842
Сервисирање спољног дуга	1.054	2.513	3.035	3.563	3.897	3.556	4.176	4.139	1.039	1.095	1.020	1.263
Девизне резерве НБС	4.921	9.020	9.634	8.162	10.602	10.002	12.058	10.914	11.844	10.673	10.444	11.188
Краткорочни дуг ⁽²⁾	948	958	1.050	2.143	2.005	1.830	648	493	361	309	180	212
Биланс текућих трансакција	-1.778	-2.356	-5.053	-7.054	-1.910	-1.887	-2.870	-3.155	-625	-290	-160	-521 ⁽¹⁾
КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ												
		2005. Мај/Јул	2006. Феб./Апр.	2007. Јун	2008. Дец.	2009. Дец.	2010. Нов.	2011. Март	2012. Авг.	2013. Јул	2014. Јан.	
<i>S&P</i>	BB-	BB-	BB-/позитиван	BB-/стабилан	BB-/негативан	BB-/стабилан		BB-/стабилан	BB-/негативан			
<i>Fitch</i>	BB-	BB-/стабилан		BB-/негативан		BB-/стабилан		BB-/негативан	BB-/негативан	BB-/негативан	B+	
Moody's										B1	/стабилан	

Методолошка објашњења:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

¹⁾ Процена НБС.

²⁾ По оригиналној рочности.

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 извешаја, НБС је своје статистичке извешаје у складу са међународним статистичким стандардима и методологијом која је, на нивоу ММФ-а, усклађена за све земље. С тим у вези, ускладили смо индикаторе изложености финансијском ризику.

3. Размена с 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 *BPM5*, 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 (433,7 млн евра), искоришћене у децембру 2009, као и капитализована камата према Париском клубу поверилаца (12,2 млн евра), док су из спољног дуга приватног сектора искључени кредити закључени пре 20. децембра 2000. по којима се не врше плаћања (836,3 млн евра, од чега се 383,2 млн евра односи на домаће банке, а 453,1 млн евра на домаћа предузећа).

Табела Б

Основни макроекономски индикатори

	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	I 2013.	II 2013.	III 2013.	IV 2013.
Реални раст БДП-а (у %) ¹⁾	5,4	3,6	5,4	3,8	-3,5	1,0	1,6	-1,5	3,0	0,6	3,7	2,6
Потрошачке цене (у % у односу на исти месец претходне године) ²⁾	17,7	6,6	11,0	8,6	6,6	10,3	7,0	12,2	11,2	9,8	4,9	2,2
Девизне резерве НБС (у млн евра)	4.921	9.020	9.634	8.162	10.602	10.002	12.058	10.914	11.844	10.673	10.444	11.188
Извоз робе и услуга (у млн евра) ³⁾	5.329	6.948	8.687	10.157	8.478	10.070	11.472	11.913	2.933	3.511	4.036	3.894
- стопа раста у % у односу на претходну годину	19,1	30,4	25,0	16,9	-16,5	18,8	13,9	3,8	17,1	17,3	31,9	19,1
Увоз робе и услуга (у млн евра) ³⁾	-9.612	-11.970	-16.016	-18.843	-13.404	-14.643	-16.627	-17.211	-4.050	-4.437	-4.631	-4.906
- стопа раста у % у односу на претходну годину	0,7	24,5	33,8	17,6	-28,9	9,2	13,6	3,5	0,5	3,0	9,8	6,6
Текући рачун платног биланса ⁴⁾												
(у млн евра)	-1.778	-2.356	-5.053	-7.054	-1.910	-1.887	-2.870	-3.155	-625	-290	-160	-521 ⁹⁾
у % БДП-а	-8,8	-10,1	-17,7	-21,6	-6,6	-6,7	-9,1	-10,5	-8,5	-3,7	-2,0	-6,3
Незапосленост по Анкети (у %) ⁵⁾	20,8	20,9	18,1	13,6	16,1	19,2	23,0	23,9		24,1		20,1
Зараде (просечне за период, у еврима)	204,0	274,8	350,3	369,6	330,9	323,6	362,9	363,9	370,8	394,8	384,5	404,2
Републички буџетски дефицит/суфицит (у % БДП-а) ⁶⁾	0,7	-1,7	-1,1	-1,9	-3,3	-3,5	-4,1	-5,7	-6,2	-5,3	-5,6	-2,4
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а)	1,1	-1,5	-1,9	-2,6	-4,5	-4,7	-4,9	-6,5	-4,7	-4,9	-6,1	-4,2
Јавни дуг Републике Србије (спољни + унутрашњи, у % БДП-а) ⁷⁾	52,2	37,7	31,5	29,2	34,7	44,5	48,2	60,0	63,3	61,9	61,7	64,4
Курс динара према долару (просек у периоду)	66,87	67,03	58,39	55,76	67,47	77,91	73,34	88,12	84,61	85,90	86,20	83,96
Курс динара према долару (крај периода)	72,22	59,98	53,73	62,90	66,73	79,28	80,87	86,18	87,43	87,41	84,89	83,13
Курс динара према евра (просек у периоду)	82,99	84,11	79,96	81,44	93,95	103,04	101,95	113,13	111,70	112,15	114,18	114,33
Курс динара према евра (крај периода)	85,50	79,00	79,24	88,60	95,89	105,50	104,64	113,72	111,96	114,17	114,60	114,64
МЕМОРАНДУМ:												
БДП (у млн евра)	20.306	23.305	28.468	32.668	28.952	27.968	31.472	29.601	7.353	7.791	8.175	8.310 ⁹⁾

¹⁾ У сталним ценама претходне године.²⁾ Цене на мало до 2006. године.³⁾ Размена с Црном Гором регистрована је према припадајућим трансакцијама од 2003. године.⁴⁾ У складу с ВРМ5, део процењених дознака пребачен је из финансијског у текући биланс.⁵⁾ Извор: Анкета о радној снази, РЗС.⁶⁾ Извор: Министарства финансија РС за јавни дуг и НБС за процењени БДП.⁷⁾ Државне ХоВ по номиналној вредности.⁸⁾ 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 према⁹⁾ Процена НБС.

Напомене:

1. Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.

Списак графикана и табела

Графикони

III.0.1.	Кретање цена	7
III.0.2.	Допринос тромесечној стопи раста потрошачких цена	8
III.0.3.	Допринос мг. стопи раста потрошачких цена	8
III.0.4.	Краткорочна пројекција инфлације	9
III.0.5.	Домаћа и увозна инфлација	10
III.0.6.	Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред – по секторима	10
III.0.7.	Циљана инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред – финансијски сектор	11
III.0.8.	Очекивања предузећа у погледу промене цена њихових инпута и производа и услуга	11
IV.1.1.	Динарска ликвидност	13
IV.1.2.	Кретање каматних стопа	13
IV.1.3.	Крива приноса на међубанкарском тржишту новца	14
IV.1.4.	Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ	14
IV.1.5.	Кретање каматних стопа на динарске кредите и депозите привреди и становништву	15
IV.1.6.	Кретање каматних стопа на девизне кредите и депозите привреди и становништву	15
IV.1.7.	Показатељ премије ризика – <i>EMBI</i> по земљама	16
IV.1.8.	Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала	17
IV.1.9.	Структура финансијског биланса	17
IV.1.10.	Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту	21
IV.1.11.	Краткорочна волатилност курса динара према евр	21
IV.1.12.	Кретање курсева одређених националних валута према евр	22
IV.1.13.	Индекс <i>BELEX15</i> и промет на Београдској берзи	22
IV.1.14.	Кретање берзанских индекса у региону	23
IV.2.1.	Монетарни агрегати и потрошачке цене	24
IV.2.2.	Доприноси тромесечној стопи раста МЗ	25
IV.2.3.	Кредитна активност и БДП	25
IV.2.4.	Доприноси тромесечној стопи раста кредита банака	26
IV.2.5.	Учешће динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву	26
IV.2.6.	Учешће <i>NPL</i> у укупним кредитима, бруто принцип	27
IV.3.1.	Доприноси тромесечној стопи раста БДП-а – расходна страна	30
IV.3.2.	Потрошња домаћинства	31
IV.3.3.	Потрошња државе	31
IV.3.4.	Извоз и увоз робе и услуга	32
IV.3.5.	Кретање главних компоненти увоза	32
IV.3.6.	Кретање индикатора екстерне тражње и извоза Србије	33
IV.3.7.	Кретање цена нафте и бакра	33
IV.3.8.	Индекс светских цена хране	34
IV.4.1.	Кретање индикатора економске активности	35
IV.4.2.	Доприноси мг. стопи раста БДП-а – производна страна	35
IV.4.3.	Производни јаз	36
IV.5.1.	Кретање просечних нето зарада	36
IV.5.2.	Кретање продуктивности, бруто реалних зарада и јединичних трошкова рада у индустрији	37
IV.5.3.	Запосленост и стопа незапослености	37

IV.6.1.	Кретање БДП-а и индикатора економске активности зоне евра	39
IV.6.2.	Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2013. и 2014. ММФ-а	39
IV.6.3.	Принос на десетогодишње обвезнице земаља зоне евра	40
V.0.1.	Реални девизни курс и његов тренд	46
V.0.2.	Пројекција инфлације	48
V.0.3.	Пројекција раста БДП-а	49
V.0.4.	Поређење текуће с претходном пројекцијом раста БДП-а	49
V.0.5.	Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације	50
V.0.6.	Остварење пројекције инфлације из фебруара 2013.	51

Табеле

III.0.1.	Раст потрошачких цена по компонентама	7
III.0.2.	Показатељи раста цена	10
IV.2.1.	Монетарни агрегати	24
IV.3.1.	Индикатори кретања инвестиција	31
V.0.1.	Претпоставке пројекције	47
Табела А.	Индикатори екстерне позиције Србије	52
Табела Б.	Основни макроекономски индикатори	53

Графикони у освртима

O.1.1.	Стање СДИ у разменљивим секторима и извоз у 2012.	19
O.1.2.	Секторска специјализација извоза Србије	20

Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе

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
17. децембар	9,50	-50

2014. година

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

Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије

Саопштење са седнице Извршног одбора, 17. 12. 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 9,5 одсто.

Извршни одбор је констатовао да је међугодишња стопа инфлације у новембру износила 1,6 одсто, што је испод доње границе дозвољеног одступања од циља од $4 \pm 1,5$ одсто.

Знатном смањењу инфлације, које је остварено у условима економског раста, поред мера монетарне политике и релативне стабилности курса, допринели су пад цена хране, ниска инфлаторна очекивања и ниска домаћа тражња. На стабилност кретања на девизном тржишту утицала су веома повољна платнобилансна кретања, пре свега раст извоза, констатовао је Извршни одбор.

Извршни одбор је оценио да су инфлаторна очекивања пала на историјски минимум и да економски субјекти предвиђају да ће се инфлација и у наредном периоду кретати у границама циља. Очекивани ефекти фискалне консолидације, поред тога што ће деловати дезинфлаторно, допринеће и смањењу утицаја од ризика који могу доћи из међународног окружења.

Смањујући референтну каматну стопу, Извршни одбор је оценио да ће се инфлација у средњем року кретати близу циља, који је до 2016. године утврђен на 4 одсто, на шта ће у наредном периоду бити усмерене мере монетарне политике.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће се одлучивати о референтној каматној стопи одржаће се 16. јануара 2014. године.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 16. 1. 2014.

Извршни одбор Народне банке Србије је на данашњој седници одлучио да референтну каматну стопу задржи на непромењеном нивоу од 9,5 одсто.

Извршни одбор је констатовао да је међугодишња стопа инфлације на крају 2013. износила 2,2 одсто и да се привремено налази испод доње границе дозвољеног одступања од циља од $4 \pm 1,5$ одсто. У наредном периоду инфлација ће се вратити у границе циља, а Извршни одбор је одлучан да монетарна политика буде усмерена на њену трајну стабилизацију на том нивоу.

Иако су знатно смањени инфлаторни притисци, као и инфлациона очекивања, Извршни одбор је констатовао да је неопходно водити опрезну монетарну политику имајући у виду ризике који проистичу из кретања на међународним финансијским тржиштима, пре свега одлуку ФЕД-а о постепеном смањивању квантитативних олакшица. Такође, доследно спровођење мера фискалног прилагођавања, заједно са смањеним инфлаторним притисцима, допринеће повећању отпорности на екстерне ризике, што би се позитивно одразило на започети привредни опоравак, констатовао је Извршни одбор.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће се одлучивати о референтној каматној стопи одржаће се 13. фебруара.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 13. 2. 2014.

Извршни одбор Народне банке Србије је на данашњој седници одлучио да референтну каматну стопу задржи на непромењеном нивоу од 9,5 одсто.

Потврђујући одлучност да монетарна политика буде усмерена на трајно одржавање инфлације на нивоу циља, Извршни одбор је констатовао да је неопходно водити опрезну монетарну политику, имајући пре свега у виду кретања и очекиван пад ликвидности на међународним финансијским тржиштима. Иако је знатно смањена спољна неравнотежа, првенствено захваљујући расту извоза, и даље је присутна потреба за екстерним финансирањем.

Извршни одбор очекује да ће доследно спровођење мера фискалног прилагођавања допринети повећању отпорности домаће економије на негативне ефекте поменутих дешавања на међународним финансијским тржиштима.

Извршни одбор је констатовао да су знатно смањени инфлаторни притисци и по основу тражње и по основу трошкова, као и да су инфлациона очекивања стабилизована у границама циља.

На данашњој седници Извршни одбор је усвојио фебруарски Извештај о инфлацији, који ће јавности бити представљен у четвртак, 20. фебруара.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће се одлучивати о референтној каматној стопи одржаће се 6. марта.

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