



Народна банка Србије

2014
мај

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

2014
мај

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.

Мајски *Извештај о инфлацији* размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 8. маја 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 – Организација Уједињених нација за храну и пољопривреду

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

ОПЕС – Организација земаља извозница нафте

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
<i>Осврт 1: Оцена степена усидрености инфлационих очекивања приватног сектора</i>	12
IV. Детерминанте инфлације	15
1. Кретања на финансијском тржишту	15
2. Новац и кредити	23
3. Тржиште непокретности	27
4. Агрегатна тражња	28
5. Економска активност	32
6. Кретања на тржишту рада	34
<i>Осврт 2: Методолошке разлике у праћењу индикатора тржишта рада и структура неформалне запослености</i>	37
7. Међународно окружење	39
<i>Осврт 3: Потенцијални утицај украјинске кризе на Србију</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 током првог тромесечја кретала око доње границе дозвољеног одступања од циља и у марту се нашла незнатно испод те границе (2,3%).

Трошковни притисци на инфлацију и даље су веома ниски...

...као и притисци по основу домаће тражње.

Перспективе економског опоравка зоне евра су повољније него пре три месеца, али би он могао да буде успорен, с обзиром на ризике од дефлације и заоштравања геополитичких тензија.

Инфлаторни притисци су и током првог тромесечја остали веома ниски, а раст потрошачких цена од 1,2% у највећој мери био је последица корекције посебне стопе пореза на додатну вредност и акциза. Ниским инфлаторним притисцима допринеле су добро усаглашене и одмерене мере монетарне политике, смањени трошковни притисци, ниска агрегатна тражња, пад инфлационих очекивања, као и релативна стабилност девизног курса. Базна инфлација, мерена индексом потрошачких цена без цена енергије, хране, алкохола и цигарета, на коју мере монетарне политике највише утичу, од октобра 2013. креће се у границама циља и крајем првог тромесечја износила је 3,4%.

Иако су цене примарних пољопривредних производа порасле током првог тромесечја, трошкови сировина у производњи хране и даље су на ниском нивоу, што је у знатној мери неутралисало ефекте повећања посебне стопе пореза на додатну вредност на цене хране. У посматраном периоду није било ни знатнијих трошковних притисака по основу увозних цена, а пад зарада одразио се на смањење јединичних трошкова рада.

Домаћа тражња додатно је смањена током првог тромесечја. На то су у највећој мери утицали пад кредитне активности, смањење зарада и раст стопе незапослености, која, према априлској Анкети о радној снази, износи 20,8%. Мада ће детаљи о додатним мерама фискалног прилагођавања бити познати средином године, најаве нове Владе указују да ће фискална консолидација бити снажнија од претходно очекиване. То ће резултирати већим падом финалне потрошње од претходно очекиваног и снажним дезинфлаторним притисцима по том основу.

Перспективе економског опоравка зоне евра, нашег најзначајнијег спољнотрговинског партнера, повољније су него пре три месеца, а јаз међу земљама чланицама се смањује. Међутим, још постоје ризици наниже у погледу економског раста, нарочито уколико дође до даљег заоштравања кризе у Украјини. И поред повећаног ризика од дефлације, процена Европске централне банке је да ће се током наредне године инфлација постепено вратити ка циљу и да за сада нема потребе за додатним експанзивним мерама монетарне политике. Ипак, остављена је могућност коришћења нестандартних мера уколико се ризици од дефлације интензивирају у наредним месецима.

Премија ризика свих земаља у региону смањена је у првом тромесечју, а највише Србије, упркос јануарском снижењу кредитног рејтинга.

Депрецијацијски притисци су, као и у другим земљама региона, најјачи били у јануару, да би до краја тромесечја ишчезнули.

Ублажавање монетарне политике спроводи се опрезно, пре свега имајући у виду ризике из међународног окружења.

Након потврде о одрживом темпу раста америчке привреде, ФЕД је од јануара започео са смањивањем обима квантитативних олакшица за по 10 милијарди долара месечно.

Рејтинг агенција *Fitch* смањила је у јануару кредитни рејтинг Србије, али то се није негативно одразило на премију ризика. Једним делом, смањење рејтинга било је компензовано најавом могућности склапања аранжмана с Међународним монетарним фондом и почетком преговора о чланству Србије у Европској унији. И очекивања одлучног спровођења најављиваних структурних реформи и фискалне консолидације након парламентарних избора утицала су на наставак пада премије ризика Србије. С друге стране, упркос расту фискалног дефицита и јавног дуга, агенција *Standard & Poor's* у априлу је потврдила кредитни рејтинг Србије, оценивши да су створени повољнији услови за спровођење снажније фискалне консолидације и структурних реформи.

Депрецијацијски притисци на динар, изазвани и глобалним и домаћим факторима, потрајали су до средине марта, након чега је уследило благо јачање динара. Повећана тражња домаћих предузећа за девизама била је сезонског карактера и односила се највећим делом на увознике енергената. Мада очекивана, одлука ФЕД-а да од јануара започне са смањењем квантитативних олакшица такође је изазвала депрецијацијске притиске у свим земљама региона, који су били посебно изражени током јануара. С друге стране, даље смањење екстерне неравнотеже и очекивање да ће се фискална консолидација и структурне реформе убрзати у наредном периоду од средине марта резултирали су појавом апрецијацијских притисака.

Због повећане нестабилности на међународним финансијским тржиштима, као и јачања неизвесности по основу актуелних геополитичких тензија, Извршни одбор Народне банке Србије је у прва четири месеца референтну каматну стопу задржао на непромењеном нивоу. Процењујући да су притисци на курс краткорочног карактера, Народна банка Србије је до средине марта интервенисала на међународном девизном тржишту нето продајом девиза, а од краја марта и у априлу нето куповином девиза. На седници у мају, Извршни одбор је референтну каматну стопу смањивао на 9,0%, констатујући да је за сада изостао негативан утицај постојећих геополитичких тензија и смањења обима квантитативних олакшица ФЕД-а на премију ризика земље и спољнотрговинске токове, као и да финансијско тржиште позитивно реагује на најављене мере нове Владе у домену спровођења фискалне консолидације.

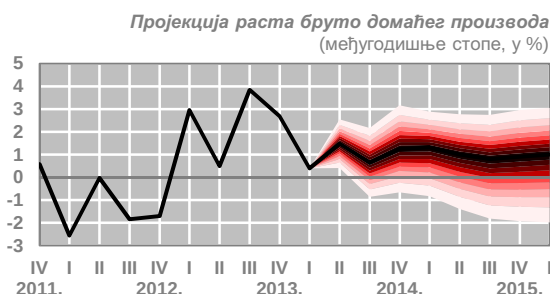
Екстерна неравнотежа наставиће да се смањује и током 2014.

Ниска домаћа тражња условила је почетком 2014. даље смањење екстерне неравнотеже, што је, и поред раста трошкова плаћања камата на спољни дуг, резултирало упола нижим дефицитом текућег рачуна у односу на исти период претходне године. Раст извоза остварен је у великом броју грана прерађивачке индустрије. Према нашој процени, екстерна неравнотежа наставиће да се смањује и у 2014, уз пад дефицита текућег рачуна на испод 4% бруто домаћег производа. Извоз ће наставити да расте, на шта ће највише деловати опоравак екстерне тражње наших најзначајнијих спољнотрговинских партнера, док ће, с друге стране, у условима пада домаће потрошње раст увоза бити скроман.

Економска активност наставља да се успорава.

Међугодишњи раст економске активности додатно је успорен током првог тромесечја. На то је, с производне стране, у највећој мери утицало очекивано овогодишње смањење пољопривредне и успоравање индустријске производње. Нето извоз и даље позитивно доприноси расту укупне тражње, али у мањој мери него ранијих тромесечја, док је домаћа тражња, као последица знатног смањења приватних инвестиција, убрзала међугодишњи пад. Посматрано на нивоу тромесечја, смањена активност у индустрији и пољопривреди компензована је умереним опоравком активности у грађевинарству и услужним секторима, па је забележен незнатан раст бруто домаћег производа (0,1% десезонирано).

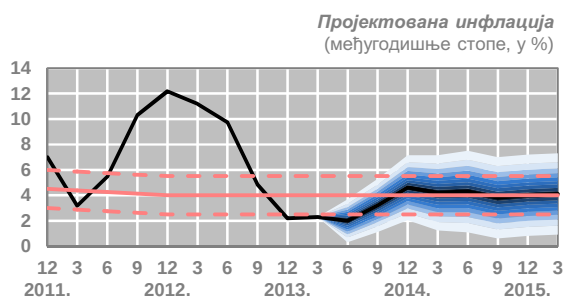
Економска активност ће у 2014. остварити нижи раст у односу на 2013, пре свега због исцрпљивања како ефеката прошлогодишњег изузетно доброг пољопривредног рода, тако и ефеката нових производних капацитета у аутомобилској и нафтној индустрији.



Међугодишња инфлација ће у другој половини 2014. остварити умерен раст и до краја периода пројекције ће се задржати у границама циља.

Упркос очекиваном опоравку зоне евра, ове године очекујемо спорији раст бруто домаћег производа (око 1%) због исцрпљивања ефеката фактора на страни понуде, који су водили раст у 2013. години. То се односи пре свега на пољопривредну производњу, нафтну и аутомобилску индустрију. Поред тога, неминовни су и негативни ефекти фискалне консолидације на економску активност у кратком року. Посматрано с расходне стране, раст бруто домаћег производа водиће нето извоз, док ће финална потрошња дати знатан негативан допринос због реструктурирања државних предузећа, смањења зарада и реалног смањења пензија. То ће, према нашој оцени, за последицу имати и спорији раст бруто домаћег производа у 2015. у односу на пројекцију изнету у фебруарском Извештају о инфлацији.

Према нашој процени, међугодишња инфлација би и у другом тромесечју требало да се креће око доње границе дозвољеног одступања од циља. У другој половини године очекује се њен умерен раст, али ће се она у границама циља задржати до краја периода пројекције. Главни дезинфлаторни фактор остаће ниска агрегатна тражња, чије дејство ће вероватно



Карактер монетарне политике у наредном периоду зависиће од кретања у међународном окружењу, брзине и интензитета фискалне консолидације и резултата овогодишње пољопривредне сезоне.

бити појачано додатним мерама фискалне консолидације. С друге стране, умерено инфлаторно деловање прехранбене компоненте инфлације, које би у другој половини године, због ниске прошлогодишње базе, требало да пређу из негативне у позитивну зону.

Наставак ублажавања монетарне политике у наредном периоду зависиће пре свега од јачине потенцијалних негативних ефеката екстерних шокова на премију ризика земље и цене примарних производа, као и од брзине и интензитета фискалне консолидације и успешности овогодишње пољопривредне сезоне.

II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији

Након смањења у децембру, референтна каматна стопа је у прва четири месеца 2014. године остала на непромењеном нивоу.

Иако су инфлаторни притисци били врло ниски, а инфлациона очекивања стабилна, због повећане нестабилности на међународним финансијским тржиштима Извршни одбор Народне банке Србије је у марту и априлу референтну каматну стопу задржао на непромењеном нивоу.

На седници у мају, Извршни одбор је референтну каматну стопу смањио на 9,0%, имајући пре свега у виду да се за сада ризици из међународног окружења не одражавају негативно на премију ризика земље и токове капитала, као и најаву одлучних економских мера нове Владе.

Пројекција објављена у фебруарском Извештају о инфлацији указивала је да би током периода пројекције (од Т2 2014. до краја 2015) мг. инфлација требало да се креће у границама дозвољеног одступања од циља. Истакнуто је да ће главни дезинфлаторни фактор бити ниска агрегатна тражња, док ће инфлаторно деловати повећање ПДВ-а и регулисаних цена. Такође, оцењено је да ће остварење те пројекције у највећој мери зависити од резултата овогодишње пољопривредне сезоне и кретања у међународном окружењу, а у одређеној мери и од домаћих фискалних кретања. Извршни одбор Народне банке Србије је најавио да ће, под претпоставком спровођења фискалне консолидације у складу с планом, наставак ублажавања монетарне политике у наредном периоду зависити пре свега од јачине потенцијалних негативних ефеката смањења програма квантитативних олакшица ФЕД-а.

До наредне седнице Извршног одбора у марту инфлација се кретала у складу са очекивањима Народне банке Србије, вративши се у јануару у границе дозвољеног одступања од циља. Месечна стопа инфлације у том месецу била је знатно виша (1,4%) од просечне стопе у последњој години дана, пре свега као последица повећања посебне стопе

ПДВ-а и акциза. Истовремено, текућа кретања на тржишту у фебруару указивала су на вероватну стагнацију цена у том месецу, тј. на задржавање ниских инфлаторних притисака.

На седници у марту одлучено је да референтна каматна стопа остане непромењена. Доносећи такву одлуку, Извршни одбор је имао у виду да нестабилност на међународним финансијским тржиштима, проузрокована одлуком ФЕД-а да постепено смањује обим квантитативног попуштања и додатно повећана геополитичким тензијама у вези са Украјином, појачава опрез инвеститора, као и да може имати негативан утицај на прилив капитала у Србију, што захтева и даље опрезно вођење монетарне политике.

У саопштењу Извршног одбора истакнуто је да се очекује да ће доследно спровођење мера фискалне консолидације допринети смањењу изложености домаће економије наведеним спољним ризицима, те да би у том правцу деловало и очекивано закључење аранжмана с ММФ-ом. Оцењено је да би тај аранжман позитивно утицао на кредибилитет мера за одржавање макроекономске стабилности и остварење одрживог раста.

Извршни одбор је констатовао и да економска активност на почетку текуће године бележи раст у већем броју грана прерађивачке индустрије, што је потврда да се и у 2014. може очекивати позитивна стопа економског раста. Томе би требало да допринесе и очекиван опоравак у зони евра и почетак преговора о придруживању Србије ЕУ.

На седници у априлу Извршни одбор је констатовао да се м.г. стопа инфлације креће око доње границе дозвољеног одступања циља, као и да су инфлаторни притисци знатно ослабили, а инфлациона очекивања стабилна. Међутим, истакао је и да ризици из међународног окружења у међувремену нису смањени. Упозорио је да се нестабилност на међународним финансијским тржиштима и јачање неизвесности по основу актуелних геополитичких тензија могу негативно одразити на Србију кроз мањи прилив капитала и раст цена примарних производа.

Узимајући све то у обзир, **Извршни одбор је на седници у априлу одлучио да референтну каматну стопу задржи на постојећем нивоу.** Истакнуто је да ће очекивано убрзање спровођења фискалне консолидације и структурних реформи допринети стабилизацији инфлације на ниском нивоу и очувању ценовне и финансијске стабилности на средњи рок, смањујући притом изложеност домаће економије поменутих спољним ризицима. Извршни одбор је изнео и очекивање да ће најављене мере фискалне политике отворити простор за ублажавање монетарне

политике у наредном периоду, што би се позитивно одразило на одрживост економског раста.

У априлу је и агенција за утврђивање кредитног рејтинга *Standard & Poor's* потврдила кредитни рејтинг Србије за дугорочно задуживање у домаћој и иностраној валути на нивоу „BB–“, наводећи да би рејтинг могао бити стабилизован на том нивоу уколико се јавне финансије консолидују на одржив начин. То би водило повољнијим перспективама економског раста и одрживој спољној позицији земље у средњем року.

На седници у мају, Извршни одбор је референтну каматну стопу смањио на 9,0%, констатујући да је за сада изостао негативан утицај постојећих геополитичких тензија и смањења обима квантитативних олакшица ФЕД-а на премију ризика земље и спољнотрговинске токове, као и да финансијско тржиште позитивно реагује на најављене мере нове Владе у домену спровођења фискалне консолидације.

У периоду од претходног Извештаја о инфлацији, Народна банка Србије је користила и додатни инструмент монетарне политике, интервенције на девизном тржишту, како би ублажила прекомерне краткорочне осцилације девизног курса. Од почетка фебруара до краја априла Народна банка Србије је на девизном тржишту продала 490,0 млн евра и купила 130,0 млн евра.

III. Кретање инфлације

Након два тромесечја пада, потрошачке цене су у Т1 забележиле раст, који је у највећој мери био одређен повећањем посебне стопе ПДВ-а и корекцијом акциза. Ипак, инфлаторни притисци су остали веома ниски, на шта указује базна инфлација, која се за прва три месеца кретала око нуле. Након јануарског раста, мг. стопа инфлације је у фебруару и марту смањена и крајем Т1 нашла се испод доње границе дозвољеног одступања од циља.

Слабљењу инфлаторних притисака доприноси и смањење инфлационих очекивања свих сектора. Инфлациона очекивања финансијског сектора су се у протеклих шест месеци стабилизовала у границама циља, а у априлу су се на ниво циља спустила и очекивања привреде.

Међугодишња инфлација ће се у Т2 кретати око доње границе дозвољеног одступања од циља, уз знатан ризик њеног подбацивања. Раст ИПЦ-а у Т2 у највећој мери биће одређен сезонским растом цена воћа и поврћа, док ће ниска тражња наставити да делује дезинфлаторно.

Кретање инфлације у Т1

Међугодишња инфлација се током Т1 кретала око доње границе дозвољеног одступања од циља (2,5%) и у марту се нашла незнатно испод те границе (2,3%),

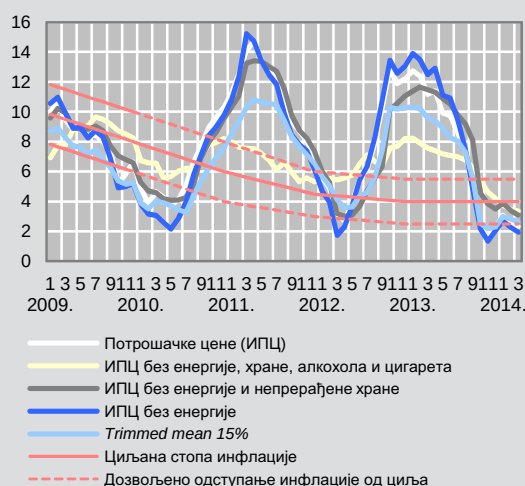
што је ниже од пројекције објављене у фебруарском Извештају о инфлацији. Нижи раст цена у односу на нашу централну пројекцију последица је нижег од очекиваног раста цена непрехрамбених производа и услуга.

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

	2013.				2014.
	I	II	III	IV	I
Потрошачке цене (ИПЦ)	1,1	1,8	-0,5	-0,2	1,2
Непрерађена храна	2,2	10,9	-13,4	-4,3	3,9
Прерађена храна	1,1	-0,4	-0,3	-0,7	0,6
Индустријски производи без хране и енергије	1,7	0,9	2,0	1,0	1,6
Енергија	-0,2	-0,9	5,1	-0,4	0,9
Услуге	0,6	1,8	0,7	1,2	0,0
Индикатори базне инфлације					
ИПЦ без енергије	1,4	2,3	-1,4	-0,2	1,3
ИПЦ без енергије и непрерађене хране	1,2	0,7	1,0	0,5	0,8
ИПЦ без енергије, хране, алкохола и цигарета	0,7	1,7	0,7	1,0	-0,1
Регулисане цене	2,9	0,7	5,6	0,9	1,8

Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Базна инфлација је током Т1 бележила континуиран пад, крећући се у оквиру граница дозвољеног одступања од циља.

Посматрано на тромесечном нивоу, након два узастопна тромесечја пада, **потрошачке цене** су у Т1 порасле за 1,2%. Тај раст је у највећој мери био последица повећања посебне стопе ПДВ-а и редовног годишњег усклађивања акциза у јануару, што се види и из месечне динамике инфлације. Наиме, потрошачке цене су, након израженог раста у јануару (1,4%), стагнарале у фебруару (0,1%), да би у марту опале за 0,3%.

У оквиру групе **непрерађена храна**, највиши раст цена је забележен код свежег воћа (13,2%) и поврћа (7,8%), док су цене свежег меса исказале пад од 2,8%. **Цене прерађене хране** су, након три узастопна тромесечја у којима су биле у паду, у Т1 порасле 0,6%. У оквиру ове групе, највише су поскупели хлеб и житарице (2,0%), а у нешто мањој мери млеко и млечне прерађевине и прерађено месо (по 1,2%). Ефекти повећања посебне стопе ПДВ-а на цене хране били су у одређеној мери неутралисани дезинфлаторним ефектима по основу ниских трошкова у производњи хране.

Раст **цена индустријских производа без хране и енергије** у Т1 је износио 1,6%. Готово целокупан раст ове групе последица је раста цена цигарета услед корекције акциза у јануару (9,6%) и цена лекова (2,3%)

по основу корекције посебне стопе ПДВ-а. С друге стране, забележен је пад цена одеће (3,3%) и обуће (3,7%), што је више од сезонски убичајеног.

Цене у оквиру групе енергија су у Т1 повећане 0,9%, у највећој мери по основу раста цена нафтих деривата (1,6%) после корекције акциза. Такође, повећање посебне стопе ПДВ-а одразило се на раст цена централног грејања, гаса и чврстих горива (дрва и угљ).

Цене услуга су у Т1 остале непромењене у односу на претходно тромесечје. У оквиру ове групе дошло је до раста цена услуга хотела и ресторана, комунално-стамбених услуга и услуга превоза путника у граду због корекције ПДВ-а, али је тај раст неутрализован падом цена туристичких аранжмана (17,3%).

Базна инфлација (мерена ИПЦ-ом по искључењу цена енергије, хране, алкохола и цигарета) у Т1 је опала за 0,1%, на шта је највише утицало појефтинјење одеће, обуће и туристичких аранжмана. На мг. нивоу, базна инфлација је током Т1 континуирано падала и у марту је износила 3,4%.

Регулисане цене су у Т1 забележиле већи раст (3,0%) него у претходном тромесечју, такође због

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Повећање ПДВ-а и корекције акциза највише су утицали на раст потрошачких цена у Т1.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Цене хране су и током Т1 дезинфлаторно деловале на кретање мг. инфлације.

прилагођавања вишој стопи ПДВ-а и повећања акциза. У оквиру групе, највећи допринос укупном расту потиче од раста цена цигарета, лекова и комуналних услуга.

Очекивано кретање у Т2

Према процени Народне банке Србије, м.г. инфлација ће се у Т2 кретати око доње границе дозвољеног одступања од циља, уз знатан ризик њеног подбацивања. И базна инфлација би на м.г. нивоу требало да се креће око доње границе циља.

У Т2 се очекује незнатно виши раст потрошачких цена него у Т1 и он ће пре свега бити опредељен сезонским растом цена воћа и поврћа због доласка нове пољопривредне сезоне.

У категорији **цена хране и безалкохолних пића** очекује се нешто виши раст у Т2 у односу на претходно тромесечје, при чему ће цене непрерађене хране остварити знатно виши раст, док ће цене прерађене хране забележити пад. У оквиру **непрерађене хране**, највећи раст цена очекујемо код цена воћа и поврћа због појаве сезонских производа на тржишту. С друге стране, ниски трошкови у

производњи **прерађене хране** требало би да и у Т2 делују дезинфлаторно, али у мањој мери него што је то био случај током претходна три тромесечја.

Цене индустријских производа без хране и енергије би у Т2 требало да остваре нижи раст у поређењу с претходним тромесечјем, пре свега као последица поскупљења лекова.

Код **цена** у оквиру групе **енергија**, у Т2 се очекује тек благ раст због очекиваног раста цена грејања, док се, за разлику од фебруарске пројекције, корекција цене електричне енергије очекује у Т3.

У Т2 се очекује већи раст **цена услуга** у односу на претходно тромесечје, првенствено по основу раста цена туристичких аранжмана с доласком летње сезоне, као и корекције цена поштанских услуга.

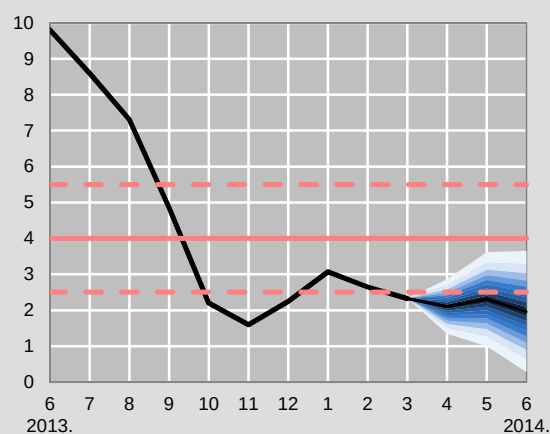
Највећи ризици пројекције односе се на кретање цена пољопривредних производа с доласком нове сезоне и развој догађаја у вези са актуелним геополитичким тензијама, што би се на Србију могло првенствено одразити кроз нижи прилив капитала из иностранства и раст цена енергената и примарних пољопривредних производа.¹

Увозне и произвођачке цене

Цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште забележиле су тромесечни раст у Т1 од 0,4%. Највећи допринос расту потиче од повећања цена у производњи хемијских производа, производњи пића и експлоатацији металних руда. С друге стране, цене произвођача у прехранбеној индустрији и производњи одевних предмета смањене су односу на претходно тромесечје. И поред повећања произвођачких цена у Т1, настављено је успоравање њиховог раста на м.г. нивоу, који је у марту износио 0,2%.

За разлику од претходног тромесечја, када су оствариле снажан раст, **цене произвођача пољопривредних производа**² су у Т1 опале 2,6%. Посматрано по групама производа, највећи пад цена био је у групи живе стоке (8,0%), што се прелило и на продајне цене свежег меса. У области ратарства, цене жита су стагнирале, док су цене индустријског биља порасле (8,6%), али су обе категорије и даље око 20% испод прошлогодишњег нивоа. Истовремено, настављено је успоравање м.г. пада цена произвођача

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



Извор: НБС.

Међугодишња инфлација би током Т2 требало да се креће око доње границе дозвољеног одступања од циља.

¹ Видети Осврт 3 на стр. 42.

² Цене произвођача у области пољопривреде и рибарства.

пољопривредних производа, који је у марту износио 6,1%.

Цене елемената и материјала за уграђивање у грађевинарству повећане су у Т1 за 2,2%, тако да је на мг. нивоу, након шест тромесечја, забележено убрзавање њиховог раста на 3,5% у марту.

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

	VI 2013. VI 2012.	IX 2013. IX 2012.	XI 2013. XI 2012.	III 2014. III 2013.
Потрошачке цене	9,8	4,9	2,2	2,3
Цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште	4,3	1,6	0,8	0,2
Цене произвођача пољопривредних производа	5,2	-26,1	-11,6	-6,1
Цене елемената и материјала за уграђивање у грађевинарству	3,1	2,5	2,1	3,5

Извор: РЗС и прерачун НБС.

Након пада у Т4, **увозне цене исказане у динарима**³ порасле су у Т1 1,1%⁴. Раст је у највећој мери узрокован повећањем светских цена хране, до којег је дошло услед неповољних временских прилика у САД и политичке кризе у Украјини, а додатан допринос потиче и од раста цена увозног репроматеријала. У супротном смеру деловале су светска цена нафте и увозне цене потрошних добара, које су забележиле пад у Т1. Расту динарских увозних цена у одређеној мери допринео је и девизни курс, који је депрецирао у Т1. Након три тромесечја, раст увозних цена је забележен и на мг. нивоу и у марту је износио 2,0%.

Инфлациона очекивања

Инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред у протеклих шест месеци су се стабилизовала у границама циља. Стабилизација инфлационих очекивања у границама циља умањиле трошкове постизања ценовне стабилности у наредном периоду.

Према анкети **Блумберг**, након јануарског смањења на ниво циља (4,0%), инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред привремено су повећана у наредна два месеца (на 5,0%

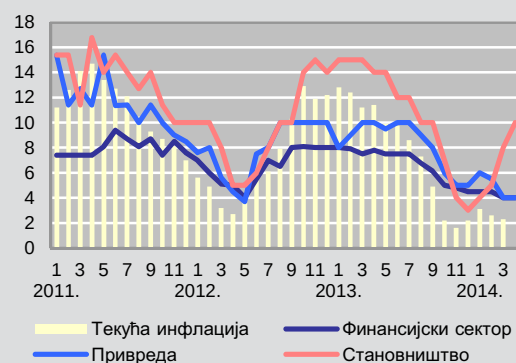
Графикон III.0.5. Домаћа и увозна инфлација (мг. стопе, у %)



Извор: Destatis, ФАО, Блумберг и прерачун НБС.

Увозне цене су у Т1 оствариле благ мг. раст, па се ни у Т2 не очекују већи инфлаторни притисци по том основу.

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



Извор: Галуп, Ипсос и НБС.

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

Очекивања финансијског сектора и привреде налазе се у границама циља, а становништва изнад горње границе, највероватније због методолошке измене анкете.

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

⁴ Однос просека два узастопна тромесечја.

у марту), да би у априлу била смањена на 4,5%. На том нивоу су остала и у мају. Смањење инфлационих очекивања финансијског сектора подстакнуто је падом текуће инфлације, као и веома ниским очекиваним инфлаторним притисцима. Према анкети **Ипсос**, с нивоа од 4,5% у прва два месеца ове године, инфлациона очекивања финансијског сектора су у марту смањена на ниво циља. У марту су на ниво циља смањена и инфлациона очекивања привреде. Резултати априлске анкете указују да су очекивања финансијског сектора и привреде остала непромењена.

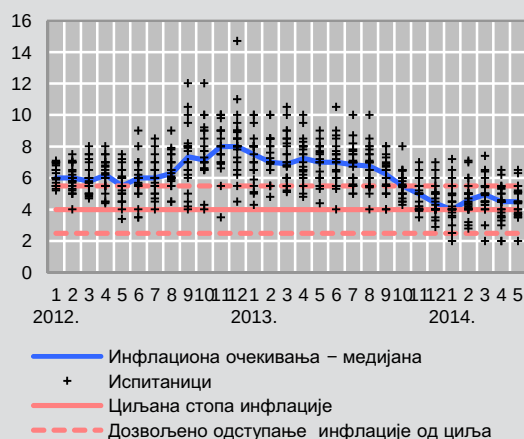
Инфлациона очекивања за наредну годину дана порасла су једино код становништва. Међутим, сматрамо да се разлози за то налазе пре свега у методолошкој измени анкете. Наиме, до мартовске анкете испитаници су се изјашњавали о будућој инфлацији након што би били упознати с податком о текућој инфлацији. Процењујемо да су зато очекивања становништва била у великој мери детерминисана текућом инфлацијом, што је умањивало корисност добијених података. Од марта се податак о текућој инфлацији више не саопштава при анкетирању становништва, што је било пресудно да очекивања у марту и априлу износе 8,0% и 10,0%, респективно, наспрам фебруарских 5,0%.

Новину од мартовске анкете Ипсос представљају и **средњорочна инфлациона очекивања**, тј. очекивана инфлација за две године унапред. Резултати анкете показују да сви сектори очекују релативно стабилну инфлацију у средњем року. Финансијски сектор и привреда очекују да ће се инфлација и за две године налазити у границама циља (4,5% и 4,0%, респективно), а становништво да ће износити 8,0%.

Након израженијег раста у јануару код свих сектора, дисперзија одговора испитаника финансијског сектора је смањена, што указује на веће слагање очекивања појединачних испитаника. С друге стране, дисперзија очекивања привреде и становништва је наставила раст. Притом, дисперзија одговора испитаника из сектора привреде има умерен растући тренд од децембра прошле године, док је код становништва, ионако висока, у марту и априлу забележила рекордан ниво због поменуте методолошке измене саме анкете.

Од почетка године у паду је и нето проценат⁵ предузећа која у наредна три месеца очекују раст цена инпута и нето проценат предузећа која очекују раст цена својих производа и услуга. Штавише, нето проценат предузећа која очекују раст цена својих производа и услуга сведен је на нулу.

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



Извор: Блумберг и НБС.

Очекивања финансијског сектора од октобра налазе се у границама дозвољеног одступања од 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.

Предузећа у наредна три месеца не очекују раст цена производа и услуга, а учешће оних који очекују раст цена инпута знатно је смањено од почетка године.

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

Осврт 1: Оцена степена усидрености инфлационих очекивања приватног сектора

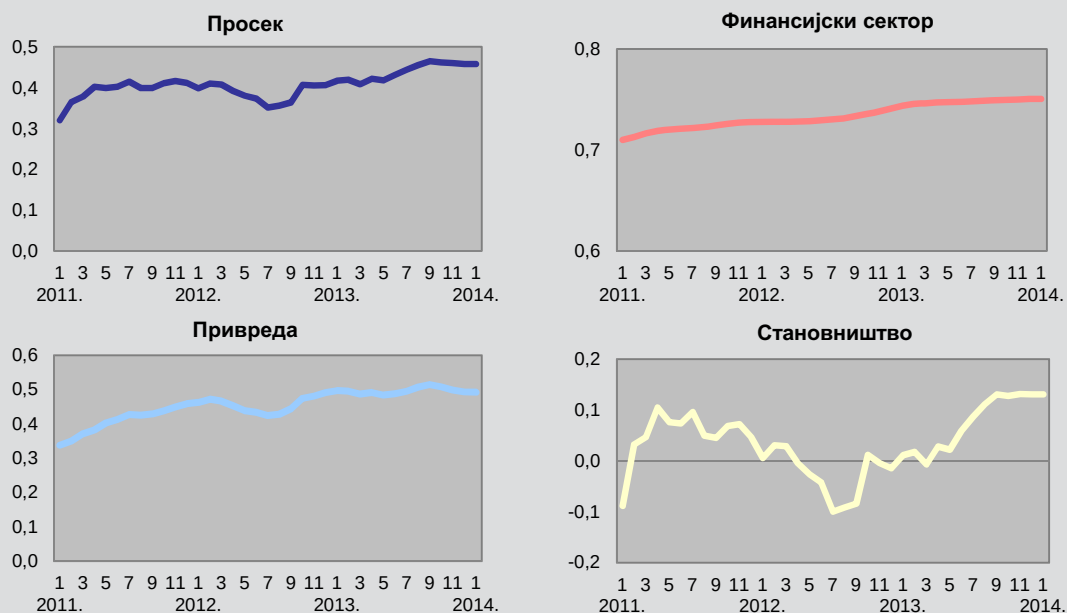
Инфлациона очекивања тржишних учесника имају директан утицај на њихове пословне одлуке и, последично, на ниво цена у кратком року. Усидравање инфлационих очекивања стога представља кључан предуслов стабилизације инфлације и повећања ефикасности мера монетарне политике. Већи кредибилитет, тј. виши степен усидрености очекивања, омогућава централној банци да исти степен рестриктивности монетарне политике постигне мањим повећањем референтне стопе, а тиме и мањим негативним ефектом на кретање економске активности.

Степен усидрености инфлационих очекивања у Србији испитан је коришћењем векторског ауторегресионог модела с временски променљивим параметрима (енгл. *TVP VAR*)¹. Као мера инфлационих очекивања коришћени су месечни подаци из анкета агенција Блумберг и Ипсос: у периоду јануар 2009 – јануар 2014. за финансијски сектор и у периоду октобар 2010 – јануар 2014. за сектор привреде и сектор становништва. У складу с понашањем тржишних учесника и теоријским моделом Бомфина и Рудебуша (2000)², претпостављено је да се инфлациона очекивања (π_t^e) формирају на основу опаженог претходног нивоа инфлације (π_{t-1}) и дугорочног (стабилног) нивоа инфлације који очекује приватни сектор (π_t^*):

$$\pi_t^e = \lambda \pi_t^* + (1 - \lambda) \pi_{t-1}$$

Основна хипотеза је да што је већи степен усидрености инфлационих очекивања, то је утицај промене текуће инфлације на промену инфлационих очекивања мањи (λ је више).

Графикон О.1.1. Степен усидрености инфлационих очекивања приватног сектора



Извор: НБС.

Резултати анализе указују да је степен усидрености инфлационих очекивања (λ), након пада у првој половини 2012, бележио континуирано повећање (Графикон О.1.1). У периоду јун 2012 – јануар 2014. повећан је за 9,0 п.п., са 37% на 46%. Раст тог коефицијента забележен је и у периоду раста текуће инфлације, у другој половини 2012. и почетком 2013, а интензиван је у Т2 и Т3 2013. Посматрано по секторима, усидреност очекивања повећана је

¹ Видети: Demertzis Maria, Marcellino Massimiliano and Nicola Viegi (2010): *Anchors for Inflation Expectations* EUI Working Paper 2010/10 u Primiceri, Giorgio E. (2005), *Time varying structural vector autoregressions and monetary policy*, *Review of Economic Studies* 72, 821–852.

² Bomfim, Antulio N., and Glenn D. Rudebusch, (2000), *Opportunistic and Deliberate Disinflation under Imperfect Credibility*, *Journal of Money, Credit & Banking* 32(4), 707–21.

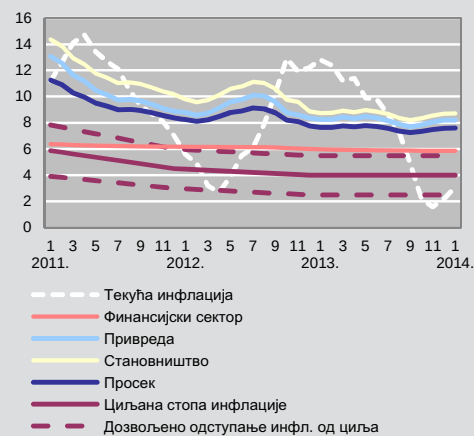
код свих сектора, а најизраженије у сектору становништва. Ипак, степен усидрености највиши је у финансијском сектору, где бележи постепен, али континуиран пораст и у јануару 2014. износио је око 75%.

Резултати анализе такође указују да дугорочни стабилни ниво инфлације који приватни сектор очекује (π_t^*), иако изнад горње границе дозвољеног одступања од циља, од П2 2012. има тенденцију пада (Графикон О.1.2). Слично претходном, пад је у том периоду био највише изражен код сектора становништва, док су дугорочна очекивања финансијског сектора врло стабилна и благо изнад горње границе циља.

Ефекти веће усидрености инфлационих очекивања могу се алтернативно сагледати и преко испитивања утицаја неочекиваног повећања инфлације на очекивања приватног сектора (Графикон О.1.3). Испитивање је урађено за три периода: јануар 2010. (годину дана након што је инфлационо таргетирање усвојено као званични режим монетарне политике), јун 2012. (тј. убрзо након што се инфлација спустила испод доње границе циља) и јануар 2014. Резултати показују да је шок у инфлацији од 1,0 п.п. у јануару 2010. водио расту инфлационих очекивања за наредних 12 месеци нешто већем од 0,5 п.п., а растући ефекат шока на инфлациона очекивања с протоком времена указује да она нису била усидрена. У јуну 2012. максималан ефекат шока на инфлациона очекивања износио је 0,38 п.п., а у последње две године је смањен и у јануару 2014. био је испод 0,2 п.п. Дакле, утицај изненадног повећања инфлације на инфлациона очекивања у јануару 2014. био је готово двоструко мањи него у јуну 2012. и, такође, знатно брже ишчезава.

Наведени резултати указују на повећање степена усидрености инфлационих очекивања у протеклој години и по дана. Ипак, иако су тенденције позитивне, степен усидрености је нижи него у развијеним земљама у режиму инфлационог таргетирања, где се креће на нивоу од око 90%. Имајући у виду значај инфлационих очекивања и њиховог усидравања на нивоу циља, Народна банка Србије ће наставити активно да упознаје јавност с начином функционисања монетарне политике. Бољој оцени кредибилитета монетарне политике помоћи ће и објављивање инфлационих очекивања на средњи рок, тј. за две године унапред, што је агенција Ипсос, у сарадњи с Народном банком Србије, недавно започела (у марту 2014. године).

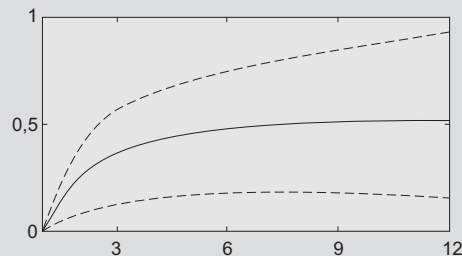
Графикон О.1.2. Инфлациони циљ Народне банке Србије и имплицитни дугорочни ниво инфлације који приватни сектор очекује



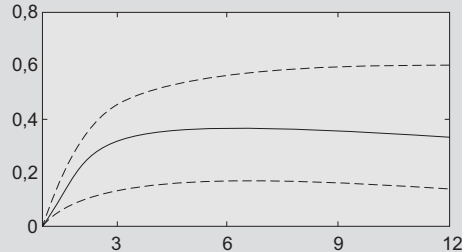
Извор: НБС.

Графикон О.1.3. Утицај шока у инфлацији од 1,0 п.п. на инфлациона очекивања у наредних 12 месеци*

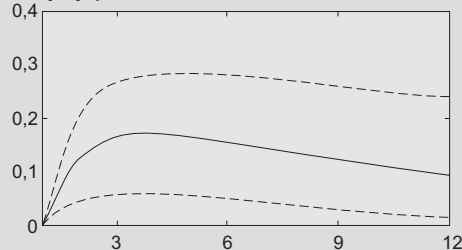
Реакција инфлационих очекивања на шок у инфлацији од 1 п.п. јануар 2010.



Реакција инфлационих очекивања на шок у инфлацији од 1 п.п. јун 2012.



Реакција инфлационих очекивања на шок у инфлацији од 1 п.п. јануар 2014.



* Пуна линија означава квантитативни ефекат; испрекидане линије означавају интервале поверења од 95%.

IV. Детерминанте инфлације

1. Кретања на финансијском тржишту

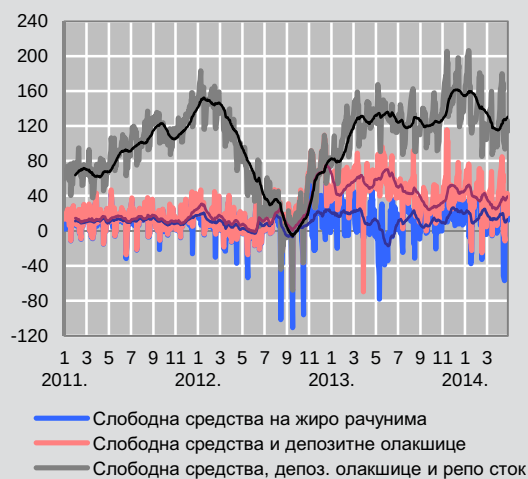
Кретања на домаћем финансијском тржишту су током Т1 у великој мери била под утицајем дешавања на међународним финансијским тржиштима, пре свега одлуке ФЕД-а да започне смањење квантитативних олакшица. Тако су каматне стопе на државне ХоВ оствариле раст под утицајем привременог пада интересовања нерезидената за ова улагања, упркос паду каматних стопа на међубанкарском тржишту новца. Депрецијацијски притисци су, као и у другим земљама региона, најјачи били у јануару, када је и премија ризика привремено забележила раст, да би до краја тромесечја ишчезнули, праћени знатним падом премије ризика.

Каматне стопе

Вредност просечне репо стопе⁶ минимално је осцилирала током Т1. Најнижу вредност, 7,3%, та стопа је имала средином јануара, да би под утицајем смањења ликвидности она благо расла до марта, када је износила 7,6%, што је једнако нивоу с краја 2013. Пошто је ликвидност банкарског сектора смањена, Народна банка Србије смањила је и обим продаје ХоВ на репо аукцијама, уз повећање степена задовољења тражње.

Смањење ликвидности банкарског сектора утицало је на благ раст активности на међубанкарском преконоћном тржишту новца. Просечан дневни промет на овом тржишту у Т1 је износио 1,6 млрд

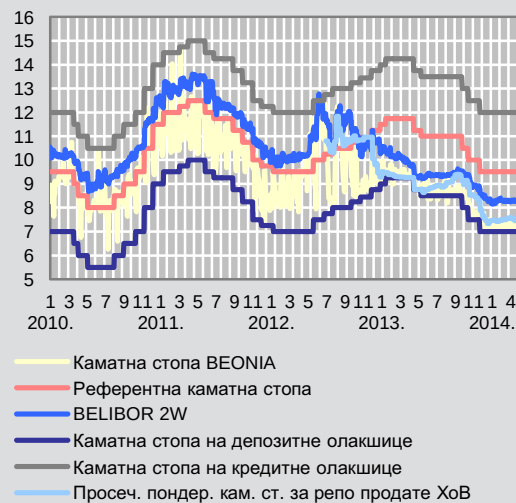
Графикон IV.1.1. Динарска ликвидност
(дневна стања и покретни просеци, у млрд RSD)



Извор: НБС.

Ликвидност банкарског сектора смањена је у односу на Т4 2013, али је и даље на високом нивоу.

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



Извор: Томсон Ројтерс и НБС.

Просечна пондерисана референтна стопа бележила је минималне промене током Т1.

⁶ Стопа остварена на репо аукцијама пондерисана износом продатих ХоВ.

динара, што је за 0,3 млрд динара и 0,4 млрд динара више него у Т4 и Т1 2013, респективно, али је и даље знатно испод просечних тромесечних вредности остварених у 2012. години. Просечна месечна вредност каматне стопе *BEONIA* смањена је за 0,4 п.п. у Т1. При томе, након смањења у јануару (за 0,3 п.п.), она није мењана у фебруару, да би у марту била смањена за 0,1 п.п., на 7,2%.

Слично кретање, пад у јануару и стагнација током фебруара и марта, оствариле су и каматне стопе *BELIBOR*. На нивоу тромесечја, оне су забележиле пад, који је износио између 0,4 п.п. и 0,3 п.п., тако да су се њихове просечне вредности у марту кретале у распону од 7,9% за најкраћу до 9,1% за најдужу рочност.

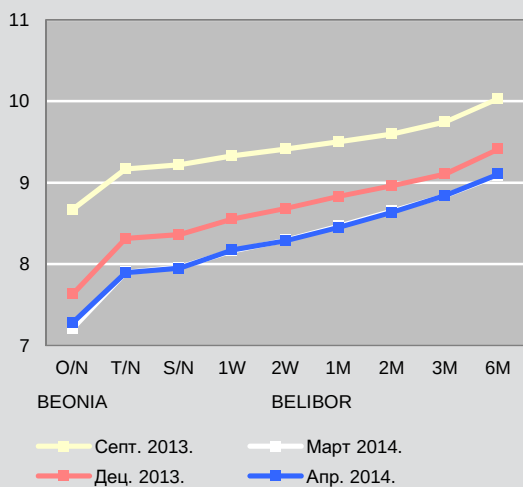
Током априла промет на преконоћном тржишту новца је повећан, док су каматне стопе остале непромењене у односу на март.

Каматне стопе на примарном тржишту ХоВ бележиле су дивергентна кретања. С једне стране, делом и под утицајем малог обима ХоВ понуђених на продају, каматне стопе на ХоВ најкраћих рочности, три и шест месеци, смањене су за 1,6 п.п. и 1,2 п.п. и у фебруару

су износиле 7,5% и 7,8%, респективно. С друге стране, кретање каматних стопа за ХоВ дужих рочности било је опредељено понашањем нерезидената. Екстерни фактори, пре свега смањење обима квантитативних олакшица ФЕД-а и заоштравање геополитичких тензија, одразили су се на пад интересовања нерезидената за улагања у ове ХоВ током фебруара. Тако, након смањења у јануару, каматне стопе бележе раст у фебруару. Пад интересовања био је привремен и већ од друге половине марта нерезиденти су повећали своја улагања, упркос знатним износима доспећа ХоВ у њиховом поседу. Крајем марта, каматне стопе на примарном тржишту кретале су се у распону од 8,9% за рочност од годину дана до 13,0% за рочност од седам година. Тако је просечна пондерисана каматна стопа на динарске државне ХоВ у марту износила 10,4%, или за 0,8 п.п. више него на крају 2013.

На четири аукције ХоВ деноминованих у еврима, колико их је одржано у Т1, каматне стопе су биле у паду. Каматне стопе за рочност од једне, две и три године смањене су за по 0,2 п.п., а за рочност од пет година за 0,1 п.п., тако да су се кретале у распону од 3,3% за најкраћу до 5,1% за најдужу рочност. За

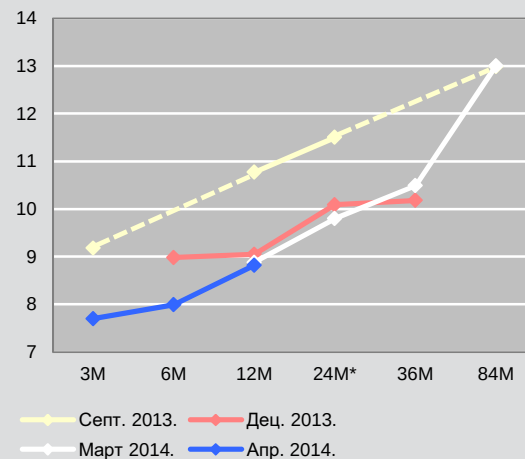
Графикон IV.1.3. Крива приноса на међубанкарском тржишту новца (просечне вредности, на годишњем нивоу, у %)



Извор: Томсон Ројтерс и НБС.

Након пада у јануару, каматне стопе на тржишту новца нису битније мењане до краја априла.

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



Извор: Министарство финансија.

* Искључене купонске ХоВ чија је каматна стопа везана за референтну каматну стопу НБС.

Нагиб динарске криве приноса повећан је током Т1.

разлику од Т4 2013, када су ХоВ скоро у потпуности биле продате домаћим инвеститорима, учешће нерезидената у примарном трговању повећано је у Т1.

Укупан промет на секундарном тржишту је у Т1 износио 34,7 млрд динара, што је скоро три пута мање него у претходном тромесечју, при чему се највише трговало ХоВ рочности од једне и три године. Када се искључе трговања до два радна дана од датума салдирања примарног трговања, промет је износио 18,5 млрд динара. Стопе приноса на овом тржишту пратиле су кретања из примарног трговања и бележиле су пад у јануару и благ раст у фебруару и марту. Ипак, оне су крајем Т1 биле ниже него на крају 2013. и кретале су се у распону од 7,8% за преосталу рочност од једног месеца до 10,4% за рочност од 32 месеца.⁷

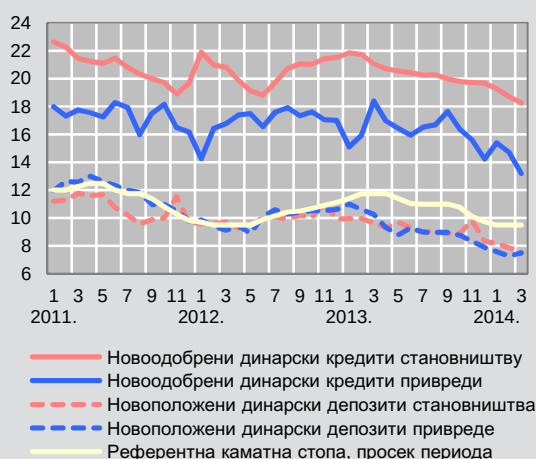
Током априла забележено је незнатно повећање каматних стопа на краткорочне динарске ХоВ, док су стопе за ХоВ дужих рочности остале непромењене у поређењу с мартотом. Први пут је емитована десетогодишња државна ХоВ деноминована у еврима на домаћем тржишту, а у току године планира се емисија и динарских десетогодишњих ХоВ.

Просечна пондерисана каматна стопа на новоодобрене динарске кредите смањена је у Т1 за 0,5 п.п. и у марту је износила 16,6%. При томе, каматне стопе на кредите привреди су смањене за 1,0 п.п., на 13,2%, а на кредите становништву за 1,4 п.п., на 18,3%. Пад просечне пондерисане каматне стопе на укупне динарске кредите био је мањи у односу на пад стопа на кредите привреди и становништву појединачно због измењене структуре новоодобрених динарских кредита, тј. већег учешћа кредита становништву, који су скупљи од кредита привреди.

На пад каматних стопа на динарске кредите привреди деловало је смањење каматних стопа на кредите за обртна средства и остале кредите, које су смањене на 13,1% и 13,3%, респективно, док су каматне стопе на инвестиционе кредите повећане на 14,7%. Пад каматних стопа на динарске кредите становништву забележен је пре свега захваљујући паду каматних стопа на готовинске кредите за 1,4 п.п., које су у марту износиле 18,2%. Такође, смањене су и каматне стопе на знатно мање заступљене потрошачке кредите, на 21,2%. У марту је забележено и смањење каматних стопа на прекорачења на текућем рачуну грађана. Као део иницијативе за опште снижење цена банкарских

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

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



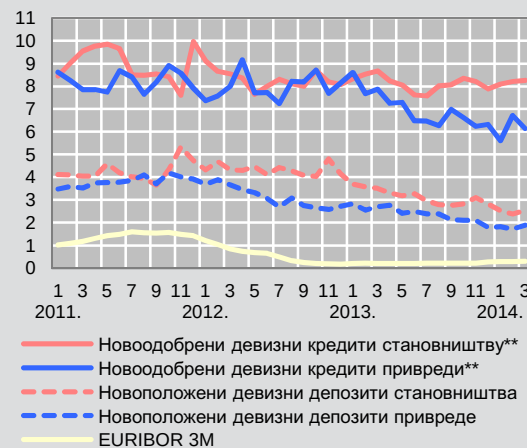
Извор: НБС.

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

Каматна маржа на динарске изворе је смањена....

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

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



Извор: НБС и Европска банкарска федерација.

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

** У еврима и евроиндексирани.

....а на девизне изворе повећана током Т1.

⁷ Искључујући стопу за ХоВ рочности од седам година (13,0%), која је била једнака стопи из примарног трговања овим ХоВ.

производа, Народна банка Србије је у фебруару почела да објављује податке о трошковима коришћења дозвољеног прекорачења по текућим рачунима по појединачним банкама како би грађанима омогућила да се упознају с јавно доступним подацима о условима које банке нуде. Банке су и ову иницијативу прихватиле и већ од фебруара неке од њих су смањиле каматне стопе на дозвољена прекорачења по текућим рачунима грађана.

Каматне стопе на новоодобрене кредите у еврима и динарске евроиндексиране кредите нису се промениле у односу на крај 2013. и у марту су износиле 6,5%. При томе, каматне стопе на кредите привреди су смањене за 0,2 п.п., на 6,1%, док су на кредите становништву повећане за 0,4 п.п., на 8,3%. Попут динарских, и каматне стопе на евроиндексиране кредите за обртна средства и остале намене су смањене, на 6,1% и 6,3%, респективно, док су каматне стопе на инвестиционе кредите повећане и у марту су износиле 6,4%. За разлику од динарских, каматне стопе на остале евроиндексиране кредите становништву су повећане, док су каматне стопе на девизно индексирани потрошачке кредите смањене.

Пад пасивних каматних стопа настављен је током Т1. Тако је просечна пондерисана каматна стопа на новоположене динарске депозите привреде смањена на 7,5% у марту, а на депозите становништва на 7,6%. Каматне стопе на депозите становништва у еврима су смањене на 2,5%, док су на депозите привреде незнатно повећане и крајем Т1 су износиле 1,9%.

Вредности пасивних камата у Т1 су најниже забележене од септембра 2010, од када се примењује важећа статистика каматних стопа. Народна банка Србије подржава одређење банака да наставе са смањењем каматних стопа на депозите, јер се тиме смањује и цена извора средстава, што је један од предуслова за смањење каматних стопа на кредите и опоравак кредитне активности.

Премија ризика

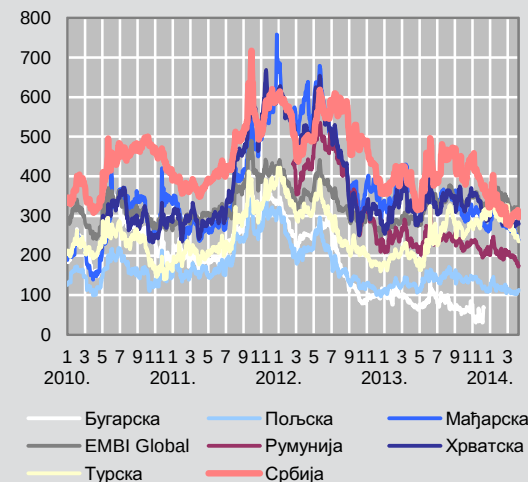
Премија ризика свих земаља у региону, мерена *EMBI*, смањена је у Т1, а највише за Србију. Током целог периода вредности *EMBI* свих земаља у региону биле су у паду, са изузетком краја јануара, када су привремено повећане као реакција на одлуку ФЕД-а

да настави са смањењем обима квантитативних олакшица. Већ почетком фебруара премије ризика су смањене и њихов пад је, под утицајем раста приноса на државне обвезнице САД и пада приноса на еврообвезнице посматраних земаља, настављен до краја тромесечја.

Током Т1 вредност *EMBI* за Србију смањена је за 92 б.п. и крајем марта је износила 282 б.п., чиме се приближила вредностима *EMBI* за Хрватску (273 б.п.) и Мађарску (267 б.п.). Посматрано као просек периода, премије ризика свих земаља изузев Турске су смањене, а највише премија ризика Србије (79 б.п.), која је у марту достигла најниже вредности још од новембра 2007.

Иако је рејтинг агенција *Fitch* у јануару смањила кредитни рејтинг Србије на ниво В+, то се није негативно одразило на премију ризика. Једним делом, смањење рејтинга било је компензовано најавом могућности склапања аранжмана с ММФ-ом и почетком преговора о чланству Србије у ЕУ. И очекивања одлучног спровођења најављиваних структурних реформи и фискалне консолидације након парламентарних избора утицала су на наставак пада премије ризика Србије.

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



Извор: JP Morgan.

Премије ризика свих посматраних земаља бележе пад од почетка 2014, који је најизраженији за Србију.

Рејтинг агенција *Standard & Poor's* потврдила је у априлу кредитни рејтинг Србије на нивоу BB-. Према оцени те агенције, такав рејтинг опредељен је ризицима који потичу од високог фискалног дефицита и екстерне неравнотеже и ограничене флексибилности монетарне политике у условима високоевроизоване економије. С друге стране, у позитивном контексту наведен је потенцијал за дугорочно одржив економски раст, који ће зависити од реформи тржишта рада, пословног окружења и јавне администрације. Агенција је оценила да су створени повољнији услови за спровођење фискалне консолидације и структурних реформи, као и да је неопходно зауставити даље погоршавање јавних финансија, које су означене као главни разлог задржавања негативних изгледа.

Током априла премија ризика Србије благо је повећана у односу на крај марта и крајем априла *EMBI* за Србију износио је 297 б.п.

Прилив капитала из иностранства

Смањење спољнотрговинске неравнотеже настављено је и почетком 2014 – у Т1 је забележен нижи дефицит текућег рачуна у односу на исти

период претходне године за 49,8%. Највећи допринос смањењу текућег дефицита у посматраном периоду потиче од знатно бржег раста извоза робе и услуга у односу на увоз, док је истовремено на рачуну дохотка забележен раст дефицита као последица раста камата на портфолио инвестиције.

Кретања у финансијском билансу била су мање повољна, будући да је забележен одлив капитала, пре свега због смањења обавеза према инокредиторима, док је прилив остварен само по основу СДИ.

Директна улагања страних инвеститора у Србију су у Т1 била нешто нижа него у претходном тромесечју. Прилив по основу СДИ у Т1 је износио 143,6 млн евра, при чему је највише улагано у прерађивачку индустрију (21,1%), трговину (18,7%), грађевинарство (18,5%) и финансијске делатности (15,7%). Очекујемо да ће се након формирања Владе и убрзања структурних реформи и фискалне консолидације интензивирати раније договорена улагања страних инвеститора.

По основу портфолио инвестиција у Т1 је забележен нето одлив у износу од 4,1 млн евра. Посматрано по месецима⁸, нерезиденти су били нето купци државних

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

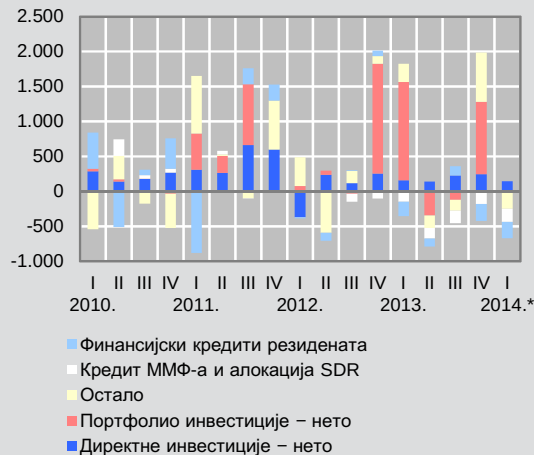


Извор: РЗС и НБС.

* Прелиминарни подаци.

У Т1 је забележен низак дефицит текућег рачуна, али и нето одлив капитала у иностранство.

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



Извор: РЗС и НБС.

* Прелиминарни подаци.

Прилив по основу СДИ није био довољан да покрије одлив настао претежно по основу измиривања обавеза према инокредиторима.

⁸ Према подацима из примарног трговања.

ХоВ у јануару и марту и нето продавци у фебруару. На таква кретања капитала великим делом је утицало смањење обима квантитативних олакшица ФЕД-а, које је започето у јануару и настављено у фебруару.

Резиденти су се у току Т1 нето раздужили према иностранству за 233,2 млн евра. При томе, обавезе банака према иностранству су у Т1 смањене за додатни 248,1 млн евра, и то у већој мери по основу дугорочних кредита. И држава се нето раздужила у Т1, за 71,0 млн евра. Од тога се на сервисирање доспелих кредитних обавеза односи 123,2 млн евра, док су повучени кредити у износу од 52,2 млн евра, међу којима су кредити ЕИБ-а за истраживање и развој јавног сектора, као и за Коридор 10. За разлику од банака и државе, нето задужење предузећа по основу прекограничних кредита у Т1 је повећано за 85,9 млн евра.

По основу трговинских кредита, предузећа су се нето раздужила за 116,9 млн евра.

Народна банка Србије је на име сервисирања обавеза према иностранству извршила плаћања у укупном износу од 188,9 млн евра, скоро у потпуности по основу редовног измиривања обавеза према ММФ-у.

Кретања на девизном тржишту и курс динара

Након слабљења у јануару, курс динара према еврџ се до пред крај Т1 стабилизовао на нешто вишем нивоу у односу на крај 2013, а затим је уследило његово благо јачање. Тако се током Т1 курс динара кретао у распону од 114,8 до 116,1 динара за еврџ. Посматрано крајем периода, динар је у Т1 номинално депрецирао за 0,6% према еврџ, док је на нивоу просека био за 1,2% слабији него у Т4 2013.

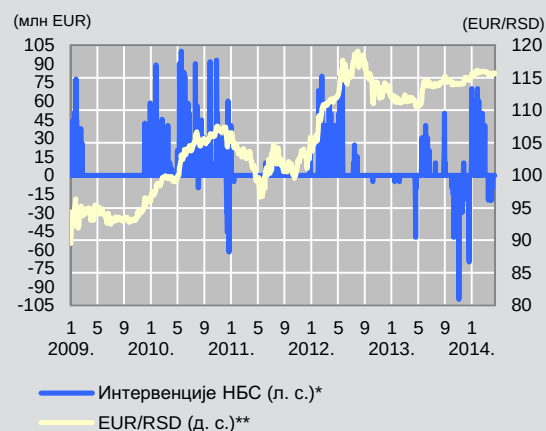
Блага депрецијација динара према еврџ и јачање долара према еврџ допринели су да динар крајем Т1 ослаби према долару за 0,9% у односу на крај 2013. Посматрано као просек периода, долар је ослабио према еврџ, што је, уз слабљење динара према еврџ, утицало да динар током Т1 депрецира према долару за 0,6%.

У складу с таквим кретањима, номинални ефективни курс динара⁹ је у Т1 у просеку ослабио за 1,1%.

За разлику од претходног тромесечја, током већег дела Т1 преовладавали су депрецијацијски притисци, иницирани и глобалним и домаћим факторима. И поред ниског дефицита текућег рачуна, у условима скромног прилива СДИ и мањег прилива по основу мењачких послова, депрецијацијски притисци резултат су пре свега повећане тражње предузећа и нерезидената за девизама.

Повећана тражња домаћих предузећа за девизама била је сезонског карактера и односила се највећим делом на увознике енергената. Такође, иако очекивана, одлука ФЕД-а да од јануара започне са смањењем квантитативних олакшица узроковала је привремени раст премије ризика и појаву депрецијацијских притисака у свим земљама региона, који су посебно били изражени током јануара. Динар је у јануару ослабио за 1,1%, док су остале валуте, од којих неке и поред интервенција централне банке, забележиле већу депрецијацију. Нерезиденти су током целог Т1 били нето купци девиза, при чему је њихова тражња за девизама била посебно изражена у фебруару и првој половини марта.

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



Извор: НБС.

* + продаја; - куповина.

** 1 EUR у RSD.

За разлику од Т4 2013, када је била у улози нето купца, Народна банка Србије је у Т1 интервенисала претежно продајом девиза.

⁹ Израчунат као геометријски просек номиналних курсева EUR/RSD и USD/RSD, с пондерима 0,8 и 0,2, респективно, тј. према формули $(EUR/RSD^{0,8}) \cdot (USD/RSD^{0,2})$.

У Т1 је регистрован нижи дефицит текућег рачуна у односу на претходно тромесечје, чиме су притисци на девизно тржиште по том основу умањени. Међутим, ни понуда девиза на домаћем тржишту није знатније повећана с обзиром на то да је прилив остварен по основу СДИ и мењачких послова био скроман.

Вредности промета на МДТ-у наставиле су да се смањују у 2014, тако да је просечан дневни промет (без Народне банке Србије) у Т1 износио 23,7 млн евра. При томе, највиша вредност промета је забележена у јануару (28,4 млн евра), док је фебруару и марту она износила 21,6 млн евра и 21,1 млн евра, респективно. Осцилирање девизног курса, мерено методама *EWMA*¹⁰ и *EGARCH*¹¹, било је у складу с кретањем промета на МДТ-у – на ниском нивоу, сличном оном с краја 2013.

Вођена проценом да депрецијацијски притисци не одражавају дугорочну тенденцију, већ да су краткорочног карактера, Народна банка Србије је током Т1 интервенисала продајом 820,0 млн евра

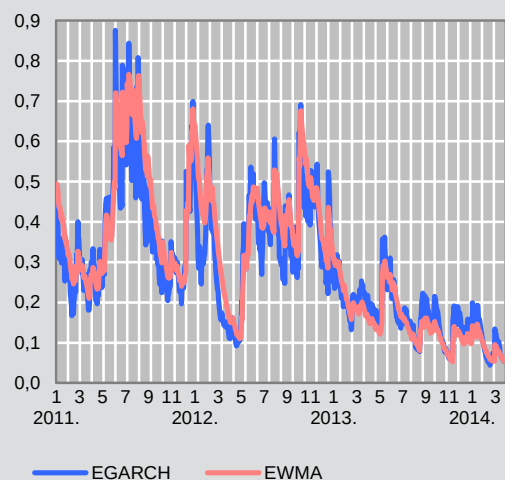
како би ублажила прекомерне краткорочне осцилације курса. С истим циљем, интервенисала је једном на страни куповине (крајем марта), када је купила 20,0 млн евра.

Народна банка Србије је наставила са организовањем тромесечних и двонедељних девизних своп аукција. На тромесечним своп аукцијама укупно је продала и купила по 4,0 млн евра, а на двонедељним по 14,0 млн евра.

Повећана нето продаја девиза нерезидената и повећан откуп по основу мењачких послова утицали су на појаву апрецијацијских притисака током априла. Народна банка Србије је на МДТ-у купила 110,0 млн евра.

Од валута земаља региона са сличним режимом девизног курса, у Т1 су највише ослабиле мађарска форинта (3,3%) и турска лира (2,4%), док је пољски злот ослабио слично као и динар (0,6%). Вредност чешке круне је готово непромењена у односу на крај 2013, а једино је румунски леј ојачао (0,7%).

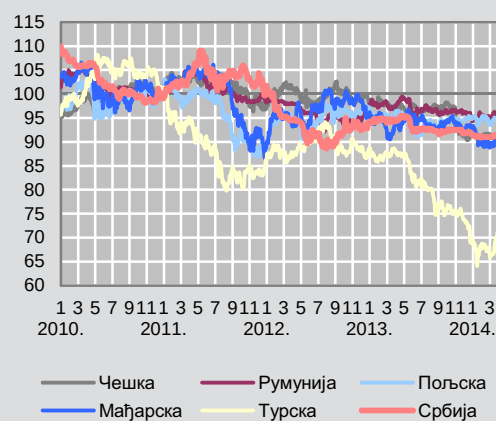
Графикон IV.1.11. Краткорочна волатилност курса динара према еврау (у %)



Извор: НБС.

Осцилације курса динара биле су на ниском нивоу и током Т1.

Графикон IV.1.12. Кретање курсева одређених националних валута према еврау* (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 Т1 био међу валутама које су најмање ослабиле.

¹⁰ *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.

¹¹ *EGARCH* (*Exponential General Autoregressive Conditional Heteroskedastic*) – метод оценое условне варијансе који приказује асиметричан ефекат позитивних и негативних шокова на оценоу условне варијансе.

Кретања на берзи

Индексе Београдске берзе карактерисало је стабилно кретање током Т1. Крајем марта индекс најликвиднијих акција *BELEX15* износио је 564,2 индексна поена, што је 1,1% више од његове вредности с краја 2013. Сличан раст (1,6%) забележио је општи индекс акција *BELEXline*, који је крајем Т1 износио 1.122,6 индексних поена.

Укупан промет акцијама на Београдској берзи у Т1 је износио 6,3 млрд динара, или за 0,3 млрд ниже него у Т4 2013. При томе, највиша вредност промета је остварена у јануару (4,6 млрд динара) и великим делом је резултат трговања акцијама са *open market*¹² сегмента. Промет акцијама које улазе у састав индекса *BELEX15* износио је 4,4 млрд динара, што је за 2,5 млрд динара више него у претходном тромесечју.

Страни инвеститори су били нето продавци акција почетком 2014, у укупном износу од 1,6 млрд динара, и то као резултат нето продаје акција у јануару. У наредна три месеца нерезиденти су више куповали него продавали акције, што може бити показатељ раста њихових улагања на домаћем тржишту капитала.

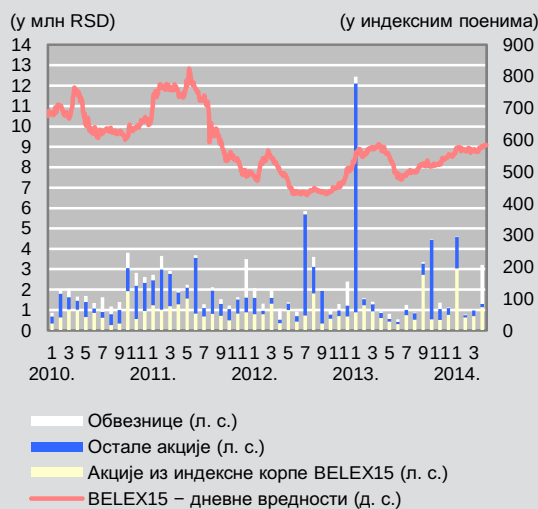
Обвезницама старе девизне штедње трговало се у веома скромним износима, тако да је укупно трговање овим ХоВ у Т1 износило 66,4 млн динара, или скоро шест пута мање него у Т4. Уз то, скоро подједнако је трговано са све три серије обвезница, док су приноси на све три серије били у паду. Тако су се стопе приноса крајем марта кретале у распону од 3,2% за серију А2015 до 5,2% за серију А2014.

Ни у Т1 није било трговања корпоративним обвезницама на Београдској берзи.

Тржишна капитализација Београдске берзе је у Т1 повећана за 1,5 млрд динара, на 774,2 млрд динара, колико је износила крајем марта. Учешће тржишне капитализације у оцењеном БДП-у¹³ није промењено у односу на крај 2013. и крајем Т1 је износило 21,3%. Посматрано по сегментима, капитализација регулисаног тржишта повећана је за 3,3 млрд динара, на 437,9 млрд динара, док је тржишна капитализација МТП тржишта¹⁴ смањена за 1,8 млрд динара, на 336,3 млрд динара.

Индекси осталих берзи у региону бележили су израженије промене у односу на индексе Београдске берзе. При томе, највећи раст су остварили индекси на

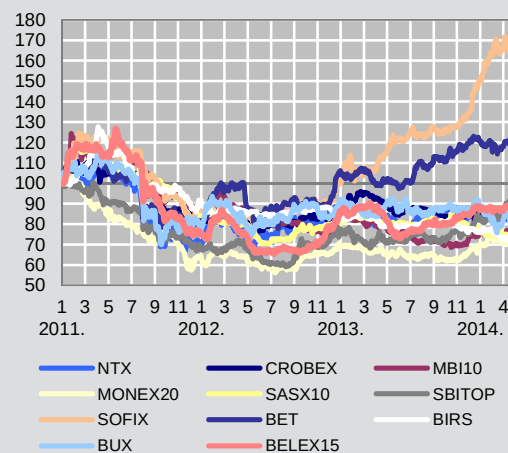
Графикон IV.1.13. Индекс *BELEX15* и промет на Београдској берзи



Извор: Београдска берза.

Током Т1 индекси Београдске берзе остварили су минималан раст.

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 на осталим берзама у региону бележили су веће промене него на Београдској.

¹² Део регулисаног тржишта који чине акције које не испуњавају услове да буду укључене на листинг акција Београдске берзе.

¹³ Оцењени БДП у последња четири тромесечја.

¹⁴ 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.

берзама у Софији (22,1%) и Љубљани (9,3%), док су највише смањене вредности индекса на берзама у Бањалуци (6,3%) и Будимпешти (5,6%).

Током априла настављен је раст вредности индекса – *BELEX15* је повећан за 3,6%, а *BELEXline* за 3,0%. Повећан је и укупан промет једним делом захваљујући активности страних инвеститора. Индекси на берзама у региону бележили су мање промене у оба смера.

2. Новац и кредити

Понуда новца смањена је у Т1, и то пре свега њена динарска компонента. Сезонски уобичајено, највише су смањени депозити предузећа, док је раст динарске штедње становништва настављен. Негативне тенденције у кредитној активности настављене су и почетком 2014.

Монетарни агрегати

Динарски примарни новац је у Т1 номинално смањен за 10,5%, а реално за 11,5%. Тај пад је утицао да укупан примарни новац забележи номиналан пад од 2,7%, а реалан од 3,9%. Посматрано на мг. нивоу, динарски примарни новац је реално смањен за 0,9%, а укупни примарни новац за 1,7%.

Нето продаја девиза Народне банке Србије на МДТ-у пресудно је утицала на повлачење динарског примарног новца у Т1 и по том основу повучено је 86,9 млрд динара. С друге стране, нешто мања улагања банака у репо ХоВ (за 20,0 млрд динара) и девизне трансакције платног промета с Косовом и Метохијом (8,7 млрд динара) деловали су у правцу раста ликвидности. И држава је, трошећи средства с динарских и девизних рачуна, утицала на раст ликвидности са 17,1 млрд динара.

У структури динарског примарног новца, највећи пад (26,4 млрд динара) бележе слободне резерве банака¹⁵, при чему су средства на жиро рачунима банака смањена за 17,9 млрд динара, а износ преконоћних депозита код Народне банке Србије за 10,5 млрд динара. Готов новац у оптицају такође бележи пад од 11,4 млрд динара, што је уобичајено за почетак године. Износ обрачунате обавезне резерве која се

издваја у динарима смањен је за 3,9 млрд динара у односу на крај 2013.

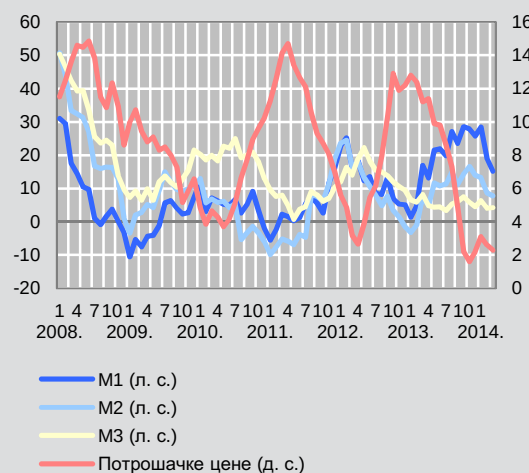
И шири монетарни агрегати бележе пад у Т1. При томе, највише је реално смањен М1 (8,7%) како због сезонски уобичајеног пада средстава на трансакционим депозитима привредних друштава,

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

	2013.			2014.	Учешће у М3 март 2014. (у %)
	Јун	Септ.	Дец.	Март	
М3	-4,8	1,2	2,3	1,9	100,0
Девизни депозити	-7,1	-0,8	-1,5	0,4	69,5
М2	0,9	5,9	11,5	5,4	30,5
Динарски орочени и штедни депозити	-14,7	-13,4	-9,4	-7,9	9,3
М1	11,0	17,8	23,1	12,6	21,2
Депозити по виђењу	21,9	30,8	31,3	15,7	14,7
Готов новац у оптицају	-5,8	-3,2	8,4	6,3	6,6

Извор: НБС.

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



Извор: РЗС и НБС.

Међугодишњи раст понуде новца, посебно њене најликвидније компоненте, успорен је у Т1.

¹⁵ Обухватају средства на жиро рачунима банака, готовину у благајни и преконоћне депозите банака код Народне банке Србије.

тако и због пада на рачунима ДФО. Кретање М1 у потпуности је определило и реални пад М2, који је износио 6,8%, док је најмање смањење (2,7%) забележио најшири монетарни агрегат М3. Такво кретање новчане масе, у условима ниске мг. инфлације, деловало је на успоравање реалног мг. раста понуде новца током Т1. Највише је успорен раст најужег агрегата М1, на 12,6%, док су агрегати М2 и М3 крајем Т1 били реално већи за 5,4% и 1,9%, респективно, у односу на исти период претходне године. Пад кредитне активности, који је настављен и почетком 2014, имао је најјачи негативан утицај на кретање М3. С друге стране, држава је задуживањем на домаћем тржишту, пре свега продајом ХоВ, али и трошењем средстава са својих депозита, највише допринела расту М3.

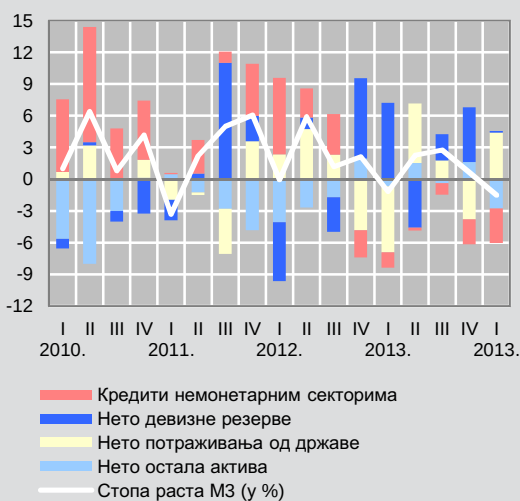
Посматрано по компонентама новчане масе М3, највећи пад у Т1 забележила су средства на депозитима по виђењу (18,0 млрд динара), и то првенствено средства на рачунима ДФО и предузећа из области прерађивачке индустрије, рударства, грађевинарства и трговине. Предузећа из тих области смањила су средства на штедним и ороченим

динарским депозитима, што је највише утицало на пад ове категорије депозита од 1,8 млрд динара. Динарска штедња становништва наставила је да расте и од почетка 2014. повећана је за 2,7 млрд динара, при чему су највише повећани депозити рочности до три месеца и између шест месеци и једне године. Склоност ка штедњи у динарима допринела је да степен динаризације штедње, иако и даље низак, континуирано расте од почетка 2013. и марту ове године достигне 3,7%. За разлику од динарске, девизна штедња становништва је благо смањена у поређењу с крајем 2013.

Кредити

Неповољна кретања на домаћем кредитном тржишту настављена су и у 2014. Искључујући ефекат промене девизног курса¹⁶, кредитна активност у марту је забележила мг. пад од 7,9%. Мада мањи, мг. 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. Пад кредита утицао је да се њихово учешће у оцењеном БДП-у¹⁷

Графикон IV.2.2. Доприноси тромесечној стопи раста М3 (у п.п.)



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



¹⁶ Обрачунато по курсу динара према евр у дан 31. августа 2008, уз претпоставку да су сви девизни и девизно индексирани кредити одобрени у еврима.

¹⁷ Оцењени БДП у последња четири тромесечја.

смањи за 1,8 п.п. у односу на крај 2013. и у марту је износило 48,3%.

На нивоу тромесечја, без ефекта промене девизног курса, домаћи кредити су у Т1 смањени за 3,4%, што је у највећој мери последица пада кредита привреди. За Т1 је иначе уобичајен нижи ниво кредитне активности, а ове године том паду делом је допринело и одузимање дозволе за рад Универзал банци Београд у јануару.

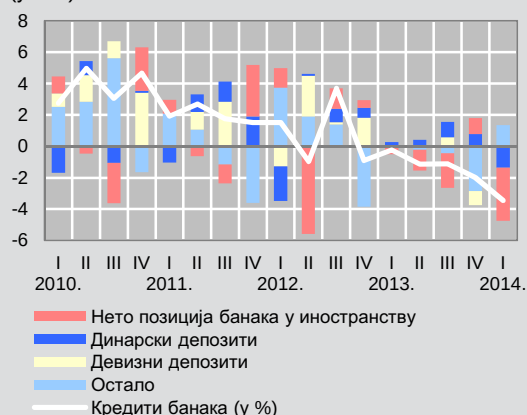
Када је реч о изворима финансирања, банке су током Т1 смањиле своје пласмане у репо ХоВ, а држале су и нешто мањи износ средстава код Народне банке Србије по основу обавезне резерве у динарима, што је било довољно да се надомести смањење динарских депозита привреде и ДФО¹⁸. Међутим, банке су се и у Т1 раздуживале према иностранству, нешто више по основу дугорочних кредита, и истовремено су повећале потраживања од иностранства. Такође, наставиле су да усмеравају део расположивих средстава у државне ХоВ.

Уколико се искључи ефекат промене курса, кредити привреди су током Т1 смањени за 59,2 млрд динара,

или 5,8%. Пад потраживања по основу кредита једним делом је последица доспећа раније одобрених субвенционисаних кредита, а делом и уступања доспелих потраживања лицима ван финансијског система (3,6 млрд динара у Т1). После дужег времена, на нивоу тромесечја, регистрован је раст задужења предузећа у иностранству, што такође може бити један од разлога мање тражње за кредитима домаћих банака.

Резултати априлске анкете о кредитној активности банака¹⁹ указују да су банке наставиле да пооштравају кредитне стандарде привреди. Иако нижи него у Т4, процењени ризици у погледу могућности наплате потраживања, наплативости колатерала и очекивања у погледу опште економске активности утицали су на ово пооштравање. Истовремено, настављен је и пад тражње за кредитима, али је он успорен у односу на претходно тромесечје. На пад тражње за кредитима и даље пресудно негативно утиче недостатак већих капиталних инвестиција. У условима неликвидности и отежане наплате потраживања највише су заступљени захтеви предузећа за реструктурирањем дуга, а благо расте и тражња за кредитима за обртна

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

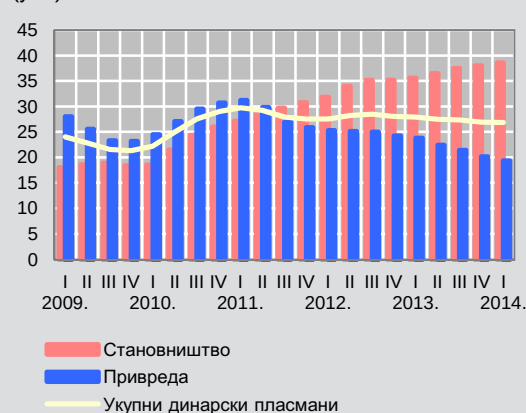


Извор: НБС.

* Кредити немонетарним секторима искључујући ефекат промене курса.

Раздуживање банака према иностранству, раст потраживања од иностранства, као и смањење депозита, негативно су се одразили на кредитну активност.

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



Извор: НБС.

* Искључујући ефекат промене курса.

Раст динаризације пласмана становништву и пад динаризације пласмана привреди настављени су и у 2014.

¹⁸ Пад потраживања по основу кредита био је већи од смањења депозита, што је утицало да коефицијент односа кредита и депозита (*LTD* коефицијент) буде смањен у Т1 за 2,2 п.п., на 113,7% у марту.

¹⁹ За детаље анкете видети у Извештају о инфлацији – фебруар 2014, Осврт 2, стр. 28.

средства. То потврђује и чињеница да кредити за обртна средства и остали кредити чине преко 80% новоодобрених кредита у Т1.

Према најавама Владе, очекује се нов програм субвенционисаног кредитирања привреде, усмерен пре свега на решавање проблема неликвидности, што би требало позитивно да се одрази на кредитну активност и инвестиције.

Након пада у Т4, кредитирање становништва је у Т1 стагнирало. Под утицајем ниже тражње одобрено је мање стамбених кредита него раније. При томе, један део тих кредита (1,5 млрд динара) односи се на реализацију кредита одобрених у оквиру програма субвенционисаног кредитирања из 2013. Од скупљих категорија кредита, грађани су у нешто мањој мери користили прекорачења на текућим рачунима и кредитним картицама, док је задуживање по револвинг кредитима на сличном нивоу као у Т4.

Према резултатима анкете, за разлику од Т4, банке су ублажиле стандарде за одобравање кредита становништву, пре свега оне који се односе на кредите за рефинансирање, док стандарди за одобравање стамбених кредита нису промењени након поштравања у Т4. Према оцени банака, на ублажавање стандарда деловали су, мада у мањој мери него раније, нижи трошкови извора финансирања и конкуренција других банака. Банке наводе да су током Т1 смањиле каматне марже за динарске кредите становништву, као и да су понуђени повољнији рокови отплате и нижи пратећи трошкови. Према анкети, највећа тражња је била за динарским кредитима за рефинансирање и готовинским кредитима, који су и највише одобрени током Т1.

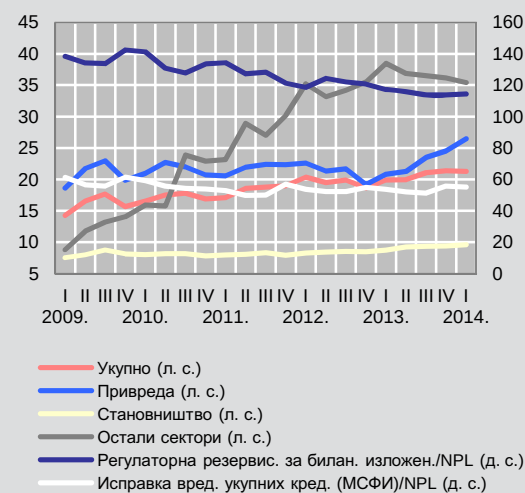
Учешће динарских пласмана у укупним пласманима привреди и становништву смањено је за 0,2 п.п. у односу на децембар и у марту је износило 26,6%. При томе, учешће динарских пласмана привреди је смањено за 0,9 п.п., на 19,1%. За разлику од привреде, становништво наставља да се више задужује у динарима. Током Т1 око две трећине нових пласмана становништву било је у динарима, па је учешће

динарских пласмана у укупним пласманима становништву повећано за додатна 0,3 п.п. и у марту је износило 38,3%.

Учешће *NPL* у укупним кредитима, рачунато по бруто принципу, повећано је за 0,9 п.п. у односу на крај 2013. и у марту је износило 22,2%. При томе, учешће *NPL* код привреде је повећано за 1,9 п.п., на 26,5%, а код становништва за 0,2 п.п., на 9,6%. Наставак раста *NPL* код привреде указује на потребу да се интензивирају напори у погледу налажења решења за реструктурирање дугова предузећа, укључујући веће коришћење вансудских поравнања и ефикаснију наплату колатерала.

И поред високог учешћа *NPL* у укупним кредитима, коефицијент адекватности капитала од око 21% указује да стабилност домаћег банкарског сектора није нарушена. Исправка вредности укупних кредита у марту је износила 55,2% *NPL*, а регулаторна резервисања за билансну изложеност у потпуности покривају износ бруто *NPL* и у марту су износила 114,4%.

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



Извор: НБС.

Учешће *NPL* у укупним кредитима повећано је у Т1.

3. Тржиште непокретности

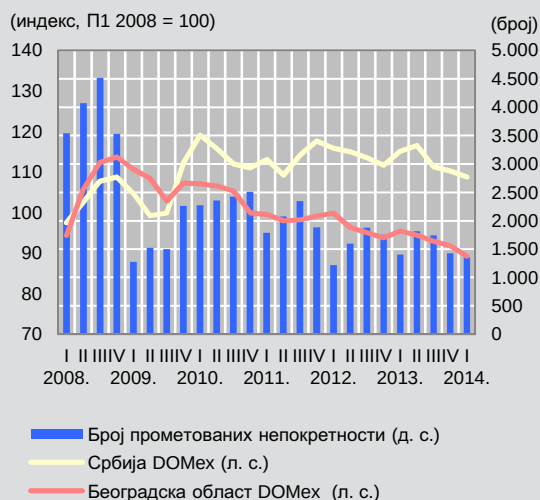
Број издатих грађевинских дозвола за зграде, индекс цена непокретности и број прометованих некретнина указују на неповољне тенденције на тржишту непокретности, које су у односу на 2013. годину продубљене.

Вредност индекса *DOMex*²⁰ је у Т1 смањена за 1,4% у односу на претходно тромесечје, а за 5,6% у односу на исти период претходне године. Истовремено, смањен је и број прометованих непокретности²¹ на 1.351, што је за 5,1% и 3,7% мање него у Т4 и Т1 2013, респективно, а чак три пута мање од максималног износа који је забележен у Т4 2007. Иако поменути индекс не обухвата трансакције купопродаје некретнина финансиране готовином или неосигураним кредитима, имајући у виду високу незапосленост, пад зарада и ниску кредитну активност, мишљења смо да кретања на укупном тржишту некретнина прате кретања *DOMex*-а.

У паду су и цене станова, које су у Т1 у просеку износиле 900,3 евра по квадратном метру. Ако се има у виду да су банке током Т4 2013. поштриле кредитне стандарде за стамбене кредите и да очекују поштравање и у Т2²², као и најављено смањење зарада у јавном сектору, не очекује се да се током ове године повећа тражња за некретнинама. И повећан број непокретности које су дате као средство обезбеђења, а које су банке огласиле на продају у поступку наплате потраживања, може, уз неповољније услове стамбеног кредитирања, утицати на наставак пада цена некретнина.

С обзиром на неповољно стање у грађевинарству, у овој години не може се очекивати већи раст понуде нових станова. Број издатих грађевинских дозвола за зграде је у Т1 био мањи за 7,4% дсз.²³ у односу на Т4 2013, а за трећину у односу на преткризни ниво²⁴. Такође, предузећа из ове делатности све теже отплаћују своје доспеле обавезе, при чему више од половине кредита одобрених тим предузећима има статус проблематичног. Ипак, ако се узму у обзир

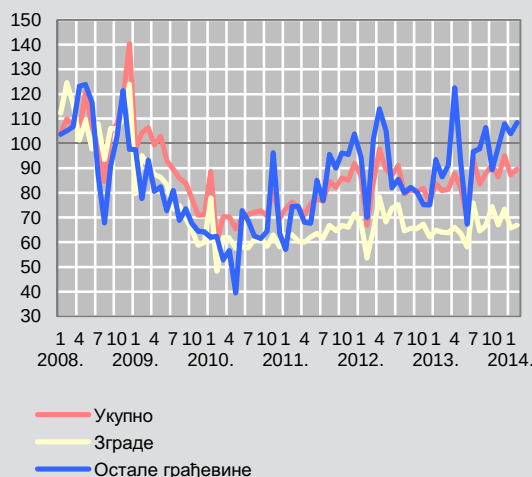
Графикон IV.3.1. Индекси цена непокретности *DOMex* и број прометованих непокретности



Извор: НКОСК.

Промет некретнина и њихове цене смањени су у Т1.

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



Извор: РЗС.

И број издатих грађевинских дозвола за градњу станова смањен је у односу на крај 2013.

²⁰ Овај индекс објављује Национална корпорација за осигурање стамбених кредита, а односи се само на непокретности чија је куповина финансирана осигураним кредитима. Вредност овог индекса представља однос просечне вредности свих остварених цена по квадратном метру у одређеном периоду и просечне вредности свих остварених цена по квадратном метру у базном периоду.

²¹ И број прометованих непокретности, као и цена стана по метру квадратном, такође односе се само на некретнине чија је куповина финансирана осигураним кредитима.

²² Према резултатима априлске анкете о кредитној активности банака.

²³ Јануар и фебруар.

²⁴ Ниво из П1 2008. године.

најављене нове мере Владе усмерене на превазилажење кризе у грађевинарству, у наредном периоду могу се очекивати нови пројекти градње станова уз помоћ државе.

4. Агрегатна тражња

Агрегатна тражња је у Т1 забележила м.г. раст од 0,4% вођена и даље позитивним доприносом нето извоза, при чему је успоравање у односу на Т4 последица смањења инвестиција приватног сектора. Раст тражње на нивоу тромесечја био је још блажи, уз позитиван допринос нето извоза и државних инвестиција, док су приватна потрошња и инвестиције деловале у супротном смеру. И у 2014. позитиван допринос расту БДП-а очекује се од нето извоза, на који ће подстицајно деловати економски раст у зони евра, и у мањој мери од инвестиција. С друге стране, мере фискалне консолидације утицаће на смањење финалне потрошње домаћинства и државе. Током Т1 није било знатних ценовних притисака са светског тржишта примарних производа, мада се од фебруара бележи раст светских цена хране.

Агрегатна тражња је, према нашој процени, у Т1 забележила благ раст, уз позитиван допринос нето екстерне (2,1 п.п.) и негативан допринос домаће тражње (2,0 п.п.). Приватна потрошња и инвестиције су забележиле пад, док је дсз. раст реалног извоза и пад увоза утицао на позитиван допринос нето извоза укупној тражњи.

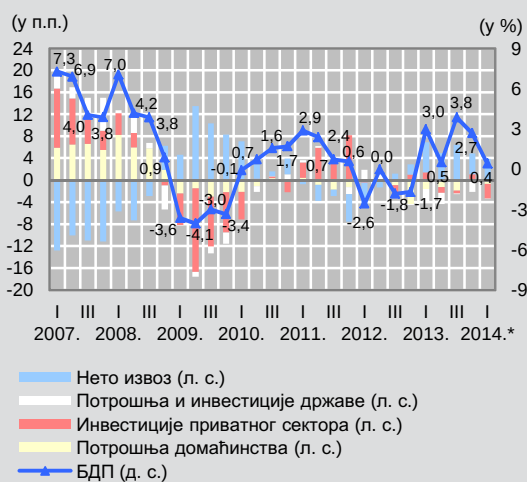
На м.г. нивоу, раст тражње је наставио да успорава и у Т1 је износио 0,4%. Нето извоз и даље позитивно доприноси расту укупне тражње (3,9 п.п.), али у мањој него ранијих тромесечја. С друге стране, домаћа тражња је у Т1 убрзала м.г. пад на 2,9%, као последица знатног смањења приватних инвестиција.

У 2014. очекује се раст тражње од 1,0%, уз позитиван допринос нето извоза и инвестиција и негативан допринос финалне потрошње због наставка спровођења мера фискалне консолидације.

Домаћа тражња

Процењујемо да је **приватна потрошња** смањена у Т1 и на м.г. (0,9%) и на тромесечном нивоу (0,6% дсз.), на шта указује кретање њених главних индикатора – пад промета у трговини на мало и процењени

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС за Т1 2014.

Наставак успоравања раста агрегатне тражње последица је смањене инвестиционе активности и приватне потрошње.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС за Т1 2014.

Индикатори потрошње домаћинства указују на њено смањење у Т1.

наставак смањења промета на пијацама. Истовремено, повећане су залихе потрошних добара, нарочито у области производње хране, пића и дувана. Такође, смањење приватне потрошње потврђује и број ноћења туриста. С друге стране, у Т1 је настављен раст увоза трајних потрошних добара, а повећан је и обим услуга у путничком саобраћају.

На смањену потрошњу домаћинства указује и кретање извора потрошње. Реална маса зарада је и у Т1 наставила пад, вођена пре свега падом у јавном сектору, а низак је и обим новоодобрених кредита становништву намењених потрошњи. Благо повећање забележено је код социјалних трансфера, док су дознаке остале на приближно истом нивоу као у Т1 претходне године.

Приватне инвестиције су у Т1 опале за 1,2% дсз. На пад инвестиција у опрему указује смањен увоз средстава за рад и износ новоодобрених инвестиционих кредита. Међутим, од почетка године забележен је позитиван тренд кретања индикатора у грађевинарству – раст производње грађевинског материјала и повећање ефективних часова рада на градилиштима, што би могао бити знак опоравка инвестиција у грађевинарству у Т1. Залихе

пољопривредних и индустријских производа у извозно оријентисаним гранама су смањене.

На мг. нивоу, пад приватних инвестиција је у Т1 износио 19,6% и негативно допринео кретању укупне тражње са 2,7 п.п. И у овом случају пад инвестиција у највећој мери је последица смањења залиха, и то капиталних добара 16,0% мг. и трајних потрошних добара 8,6% мг.

Према нашој процени, **државна потрошња** је у Т1 наставила да стагнира. Обе компоненте финалне потрошње државе – трошкови рада у јавном сектору и издаци за куповину робе и услуга благо су повећани, али су били нижи у односу на исти период претходне године. Према најјавама, у наредном периоду очекују се знатније уштеде у јавном сектору, што ће утицати на смањење финалне потрошње државе.

Табела IV.4.1. Индикатори кретања инвестиција

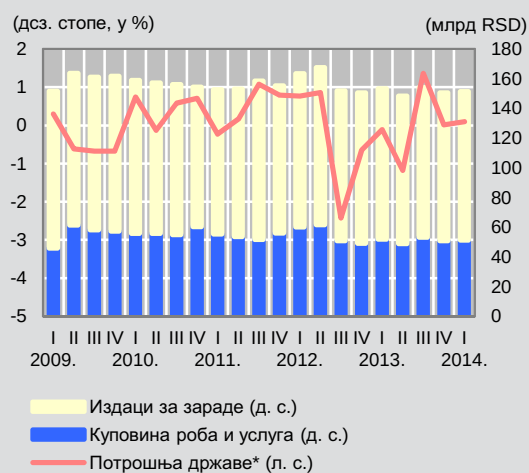
	2013.				2014.
	I	II	III	IV	I
Реални показатељи					
(дсз. подаци, тромесечни раст, у %)					
Ефективни часови рада у грађевинарству	-8,8	-9,1	-0,6	-1,2	6,4*
Залихе					
индустријских производа	0,6	0,8	-1,6	3,3	1,6
Индустријска производња капиталних производа (физички обим)	-3,2	21,4	3,8	-14,8	-0,2
Извоз средстава за рад**	-9,4	-7,7	14,6	-6,7	21,3
Увоз средстава за рад**	1,2	-3,5	-2,7	0,8	-6,3
Залихе капиталних производа	5,1	-0,7	-3,2	-2,0	-11,1
Индустријска производња интермедијарних производа (физички обим)	-1,4	2,3	3,3	0,6	-2,6
Извоз интермедијарних производа**	6,1	3,9	5,5	1,1	2,1
Увоз интермедијарних производа**	1,0	-1,6	-0,2	-0,1	0,8
Залихе интермедијарних производа	4,0	2,8	4,2	1,2	2,7
Индустријска производња грађевинског материјала (физички обим)	-12,7	0,4	-0,7	-3,1	12,7
Залихе грађевинског материјала	-11,1	7,5	-3,2	-6,6	4,7
Инвестиције државе***	-29,7	7,8	2,2	-29,5	29,8

* Процена РЗС.

** Извоз и увоз су изражени у еврима.

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

Графикон IV.4.3. Потрошња државе (реални износи)



Извор: РЗС, Министарство финансија и прерачун НБС.

* Процена НБС за Т1 2014.

Финална потрошња државе је у Т1 наставила да стагнира.

Након снажног смањења у 2013, на почетку текуће године долази до опоравка **државних инвестиција**, које су у Т1 оствариле дсз. раст од 10,2%. Након четири тромесечја, раст је забележен и на м.г. нивоу (3,1%).

Нето екстерна тражња

Извоз робе и услуга је у Т1 реално повећан за 4,3% дсз. Реални увоз робе и услуга, за разлику од претходног тромесечја, смањен је 0,4% дсз., што је утицало да нето извоз позитивно допринесе расту тражње.

Посматрано на м.г. нивоу, извоз робе и услуга у Т1 наставља да бележи висок раст (19,1% реално), тако да је, и поред повећања увоза робе и услуга (6,2%), дефицит текућег рачуна наставио да се смањује.

У Т1 је забележен даљи раст покривености увоза извозом²⁵ и он је у марту износио 75,9%. Континуирани раст извоза робе и услуга у последње две године утицао је да се он у марту нађе 57,3% изнад преткризног нивоа²⁶, за разлику од увоза, који је био 11,2% испод тог нивоа.

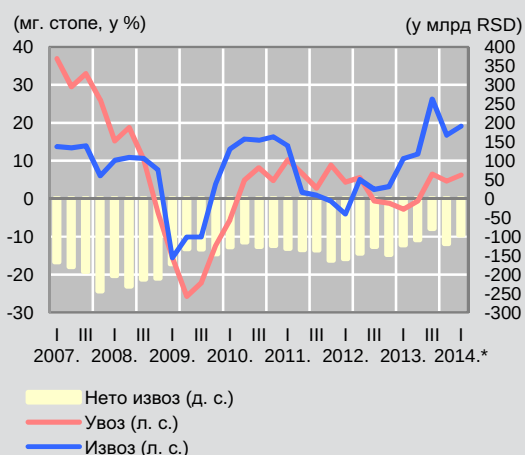
Према нашој процени, екстерна неравнотежа ће наставити да се смањује и у 2014, уз пад дефицита текућег рачуна на испод 4% БДП-а. Томе ће највише допринети наставак раста извоза вођен факторима на страни екстерне тражње, односно опоравком наших главних спољнотрговинских партнера. С друге стране, очекујемо да ће пад домаће тражње у условима фискалне консолидације утицати да раст увоза буде скроман.

На очекиван наставак раста извоза указује и кретање водећег индикатора екстерне тражње Србије²⁷, који је током Т1 константно бележио раст и кретао се изнад нивоа свог дугорочног просека.

Извоз робе изражен у еврима је у Т1 повећан 1,4% дсз. Највећи део раста потиче од извоза залиха пољопривредних и индустријских производа, које су претходно повећане у Т4. То потврђују и смањене залихе у пољопривреди, аутомобилској индустрији и производњи електричне опреме, фармацеутских и хемијских производа у Т1, тј. у гранама које стварају знатан део извозних производа.

Највећи допринос расту извоза потиче од повећања извоза моторних возила, који је у Т1 порастао 7,3%

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС за Т1 2014.

Наставак бржег м.г. раста извоза од увоза робе и услуга у Т1 позитивно је допринео расту агрегатне тражње.

Графикон IV.4.5. Кретање главних
компоненти увоза
(дсз. подаци, П1 2008 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Током Т1 настављен је пад увоза средстава за производњу и раст увоза потрошних добара.

²⁵ 12-месечни покретни просек.

²⁶ Ниво из П1 2008. године.

²⁷ 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.

дсз. Највећи извозник је и у Т1 била компанија „Фијат аутомобили Србија“, чији је извоз износио 375 млн евра, а међу највећим извозницима налазе се и друге извозно оријентисане фирме које производе аутомобилске компоненте.

У Т1 је настављен и раст извоза електричне опреме и дуванских производа, а и извоз производа од гуме и пластике, машина, хемијских производа и обојених метала опоравио се након смањења у Т4 2013. С друге стране, настављен је пад извоза одевних предмета, а након три тромесечја раста, смањен је извоз основних метала.

Добри резултати у пољопривреди настављају да се одражавају и на извоз пољопривредних производа, који је у Т1, иако благо смањен у односу на просек из П2 2013, чак 75,0% виши него у истом периоду претходне године. Од јула 2013. до марта 2014. извезено је преко 1 млн тона пшенице, или око 90% процењених тржишних вишкова из претходне пољопривредне сезоне²⁸. Такође, досадашња динамика извоза кукуруза (од октобра до марта извезено око 1 млн тона) указује да ће тржишни вишкови и овог производа бити успешно пласирани на страним тржиштима.

Увоз робе изражен у еврима је у Т1 смањен 6,6% дсз. због пада увоза средстава за рад (6,3% дсз.) и репроматеријала (3,6% дсз.). Смањење тих категорија увоза повезано је с мањом активношћу прерађивачке индустрије, која највећи део опреме и сировина набавља из иностранства. С друге стране, увоз потрошних добара, и поред стагнације приватне потрошње, у Т1 бележи раст од 1,3% дсз.

Реални ефективни курс динара је у Т1 апрецирао 0,4%, указујући на благо смањење екстерне ценовне конкурентности Србије. Номинална депрецијација ефективног курса²⁹ од 1,1% у Т1 била је недовољна да надокнади разлику између домаће и стране инфлације насталу услед раста домаћих и пада страних цена.

Цена нафте типа брент је у Т1 смањена 3,5%, посматрано крајем периода, уз изражена осцилаторна кретања током тромесечја. Раст цене подстакли су повећана потрошња у САД условљена хладним временом на почетку године и геополитичке тензије. С друге стране, повећана производња у земљама чланицама ОПЕЦ-а деловала је у супротном смеру.

Цена бакра на светском тржишту је у константном паду од почетка 2014. и на крају марта била је нижа

Графикон IV.4.6. Кретање индикатора екстерне тражње и извоза Србије

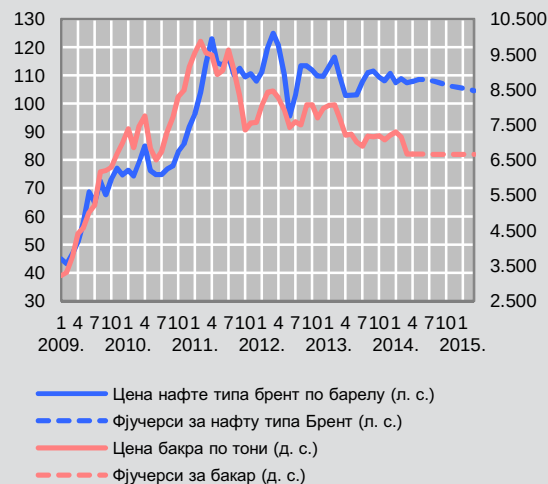


Извор: Европска комисија, РЗС и НБС.

* Без аутомобилске индустрије.

Наставак опоравка наших трговинских партнера подстицајно ће деловати на домаћи извоз и у наредном периоду.

Графикон IV.4.7. Кретање цена нафте и бакра (просечне месечне цене, у USD)



Извор: Блумберг.

Светска цена нафте била је релативно стабилна током Т1, док је цена бакра била у паду.

²⁸ Према билансној процени Министарства пољопривреде, шумарства и водопривреде Србије.

²⁹ Израчунат као геометријски просек номиналних курсева EUR/RSD и USD/RSD, с пондерима 0,8 и 0,2, респективно, тј. према формули $(EUR/RSD^{0,8}) * (USD/RSD^{0,2})$.

око 10% у односу на крај децембра. Главни разлог смањења цене су све чешћи сигнали о успоравању привредног раста у Кини, главном увознику и потрошачу (око 40% укупне глобалне потрошње) овог метала.

Цене хране на светском тржишту су у Т1 биле у просеку за 1,1% ниже у односу на Т4, пре свега због смањења у јануару након извештаја о високим залихама пољопривредних производа. Ипак, у фебруару и марту забележен је раст индекса светских цена хране као последица неповољних временских прилика у САД и геополитичких тензија у Украјини, која је значајан произвођач и извозник житарица. Посматрано по компонентама, највећи раст током Т1 забележен је код цена шећера (6,0%) и житарица (5,4%), док су цене меса биле у паду (2,2%).

Раст цена житарица и соје на светским берзама утицали су да композитни индекс цена пољопривредних производа³⁰ у Т1 порасте 3,6%. Након пада у јануару, цене примарних пољопривредних производа су порасле у фебруару и марту, при чему је највећи раст забележила цена кукуруза (13,2%), док су цене пшенице и соје

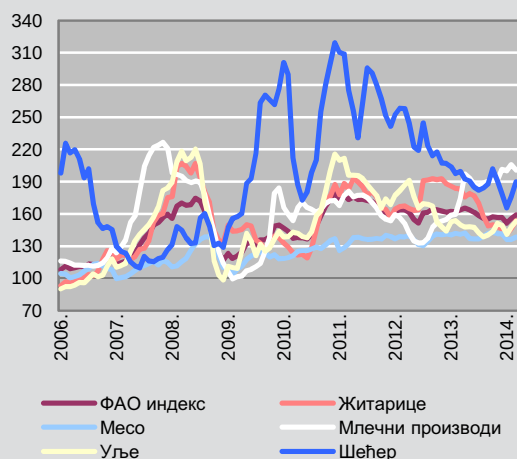
порасле 9,1% и 7,0%, респективно. Ипак, повећање светских залиха главних пољопривредних култура након добре пољопривредне сезоне требало би да успори даљи раст цена изазван повећањем глобалном тражњом.

5. Економска активност

Опоравак активности у грађевинарству и услужним секторима у Т1 надмашио је смањену активност у индустрији и пољопривреди, па је забележен тромесечан раст БДП-а од 0,1% дсз. На мз. нивоу, настављено је успоравање раста БДП-а на 0,4%, што је у највећој мери последица споријег раста активности у прерађивачкој индустрији. Спорији раст БДП-а очекује се и на нивоу 2014. (1,0%) по основу краткорочних негативних ефеката фискалне консолидације.

Након пада у Т4 (0,6% дсз.), БДП ће, према нашој процени, у Т1 остварити благ раст од 0,1% дсз. и наћи се 0,7% испод преткризног нивоа³¹. Тај раст ће у највећој мери бити резултат постепеног опоравка сектора грађевинарства (допринос 0,3 п.п.), а

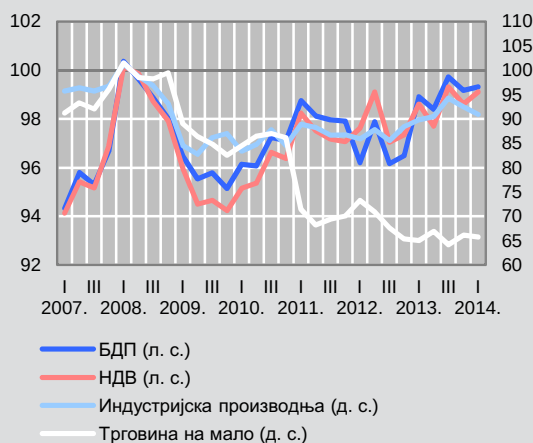
Графикон IV.4.8. Индекс светских цена хране (реално, 2002 – 2004 = 100)



Извор: ФАО, УН.

Иако су током Т1 у просеку биле ниже него у Т4, светске цене хране су од фебруара у порасту.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Економска активност у Т1 бележи раст, и поред смањења индустријске производње и промета у трговини на мало.

³⁰ Композитни индекс примарних пољопривредних производа, који користимо као апроксимацију трошковних притисака у производњи хране, садржи цене кукуруза, пшенице и соје с референтних светских берзи.

³¹ Ниво из П1 2008. године.

позитиван допринос даће и сектори информисања и комуникација и саобраћаја. С друге стране, смањена активност у секторима пољопривреде и индустрије негативно ће допринети расту БДП-а (доприноси 0,4 п.п. и 0,3 п.п., респективно). Према нашој процени, економска активност би, мерена НДВ-ом, требало да порасте 0,4% дсз. у Т1, чиме би се нашла свега 0,9% испод свог преткризног нивоа.

Физички обим индустријске производње је у Т1 био нижи 1,8% дсз., уз пад забележен у свим секторима. Највише је смањен физички обим производње у сектору снабдевања електричном енергијом, гасом и паром (4,3% дсз.), док су прерађивачка индустрија и рударство исказали пад од 0,8% и 2,5% дсз., респективно.

Пад физичког обима производње прерађивачке индустрије последица је пре свега пада производње нафтних деривата, електричне опреме, дуванских производа и производа од метала, а смањење је регистровано и у производњи машина и опреме, папира и рачунара. С друге стране, позитивни резултати остварени су у производњи моторних возила, грађевинског материјала, хране и пића,

хемијских и фармацеутских производа и гуме и пластике.

Након снажног пада у 2013, почетком текуће године забележене су позитивне тенденције у сектору грађевинарства. Наиме, према нашој процени, тај сектор је у Т1 остварио раст од 10,5% дсз. На раст активности у грађевинарству указује повећана производња грађевинског материјала³² у Т1 (12,7% дсз.), као и раст броја ефективних часова рада на градилиштима (6,4% дсз.).

Сектори услуга су у Т1 такође позитивно допринели благом опоравку економске активности. Стабилан раст је настављен у сектору информисања и комуникација, а позитивна кретања су већ треће узастопно тромесечје забележена и у сектору саобраћаја. С друге стране, активност у сектору трговине је у Т1 незнатно смањена, на шта указује и кретање промета у трговини на мало.

На мг. нивоу, раст БДП-а је, према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, наставио да успорава и у Т1 износи 0,4%. Позитиван допринос потиче од сектора информисања и комуникација (0,3

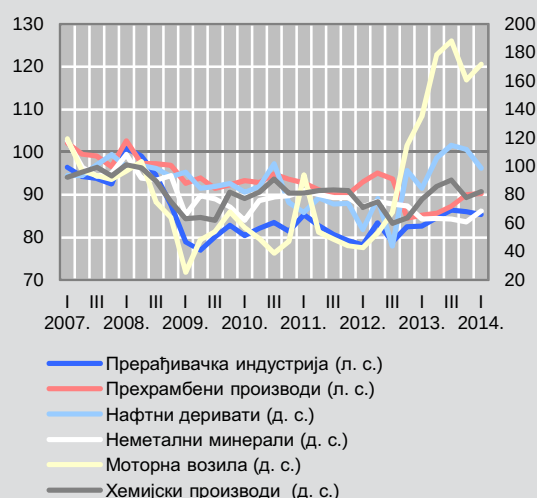
Графикон IV.5.2. Доприноси мг. стопи раста БДП-а – производна страна (у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

У Т1 је настављено успоравање мг. раста БДП-а услед споријег раста индустријске и пада пољопривредне производње.

Графикон IV.5.3. Физички обим производње по гранама прерађивачке индустрије (дсз. подаци, Т1 2008 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Најзначајније гране прерађивачке индустрије забележиле су дсз. раст у Т1.

³² Производњу грађевинског материјала процењујемо на бази физичког обима производње производа од неметалних минерала.

п.п.) и прерађивачке индустрије (0,3 п.п.), док је сектор пољопривреде дао негативан допринос (0,3 п.п.) услед високе прошлогодишње базе.

Међугодишње посматрано, физички обим индустријске производње је у Т1 порастао 2,2%, што представља успоравање у односу на претходна два тромесечја. Прерађивачка индустрија је убрзала раст на 3,7% м.г. и допринела м.г. расту физичког обима укупне индустрије са 2,5 п.п. С друге стране, у сектору снабдевања електричном енергијом, гасом и паром забележен је м.г. пад физичког обима производње од 0,7% (допринос –0,1 п.п.), а у сектору рударства 0,3% (допринос –0,1 п.п.).

Убрзању м.г. раста физичког обима прерађивачке индустрије наставили су позитивно да допринесе производња аутомобила, нафтних деривата и хране, а након дуже времена опоравила се и производња грађевинског материјала. Међугодишњи пад физичког обима забележен је у производњи производа од метала, машина, дуванских производа и рачунара.

Пројекција раста БДП-а за 2014. остала је непромењена у односу на претходни Извештај о инфлацији и износи 1,0%. Пројекција је заснована и на претпоставкама о просечној пољопривредној сезони, постепеном исцрпљивању ефеката раста аутомобилске и нафтне индустрије до краја године и делимичном опоравку сектора грађевинарства.

Очекивано успоравање раста индустријске производње у 2014. на 2,0% последица је знатно мањег доприноса аутомобилске и нафтне индустрије, које постепено достижу нивое производње који задовољавају постојећу тражњу. Ипак, опоравак зоне евра требало би да пружи подстицај наставку раста других области прерађивачке индустрије (производња хемијских производа, електричне опреме, производа од метала) које имају извозни потенцијал.

Аутомобилска индустрија би, и поред успоравања раста, у текућој години требало позитивно да допринесе расту економске активности. Допринос компаније „Фијат аутомобили Србија“ расту БДП-а у 2014. требало би да износи 0,3 п.п.. Поред тога, по опоравку тржишта аутомобила у ЕУ и САД, раст активности може се очекивати и у другим предузећима из области аутомобилске индустрије са извозним асортиманом.

Допринос расту БДП-а (0,2 п.п.) очекује се и од нафтне индустрије по основу раста обима прераде сирове нафте и повећања производње квалитетнијих нафтних деривата након модернизације рафинерије у Панчеву.

После снажног пада сектора грађевинарства у претходној години, у 2014. се очекује делимичан опоравак (око 15%) и допринос расту БДП-а од 0,5 п.п. Такође, требало би да се настави раст у секторима информисања и комуникација и сектору саобраћаја. С друге стране, мере фискалне консолидације одразиће се на пад економске активности у сектору трговине и делатностима које се финансирају из буџета, па се по том основу очекује негативан допринос расту БДП-а.

Временски услови у досадашњем делу пољопривредне сезоне одговарали су развоју озимих ратарских култура (пшеница и јечам), а падавине које су биле у априлу повећале су ниво влажности земљишта и створиле повољне услове за обављање пролећне сетве. Будући да није било већих временских непогода, процењујемо да ће остварени резултати у пољопривреди бити на нивоу вишегодишњег просека. Ипак, с обзиром на изнадпросечне резултате у претходној сезони и последично високу базу, у 2014. је вероватан благ пад пољопривредне производње.

6. Кретања на тржишту рада

Смањење реалне зараде у Т1 дугује се паду и у јавном и у приватном сектору. Ниже зараде одразиле су се и на смањење јединичних трошкова рада. Индикатори тржишта рада, према Анкети о радној снази, благо су погоршани у Т1, што потврђују и подаци о кретању формалне запослености и незапослености.

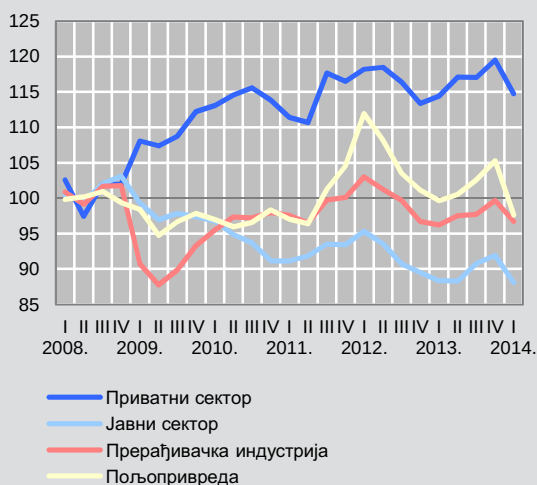
Зараде и продуктивност рада

Реална нето зарада је у Т1 смањена, при чему је веће смањење забележено у јавном (4,2% дсз.) него у приватном сектору (4,0% дсз.). Ипак, реална нето зарада у приватном сектору и даље је 14,7% изнад свог преткризног нивоа³³, док је у јавном сектору 11,9% испод тог нивоа.

³³ Ниво из П1 2008. године.

Графикон IV.6.1. Кретање реалних нето зарада

(дсз. подаци, П1 2008 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

У Т1 је забележен пад реалних нето зарада у јавном и приватном сектору.

Графикон IV.6.2. Кретање продуктивности, бруто реалних зарада и јединичних трошкова рада у индустрији

(дсз. подаци, П1 2008 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Већи пад бруто реалних зарада у односу на продуктивност водио је смањењу јединичних трошкова рада у Т1.

Током Т1 реални пад нето зараде забележен је у највећем броју делатности, при чему је најизраженији био у рударству (7,4%). Смањење је забележено и у осталим секторима индустрије, пољопривреди, грађевинарству, трговини, саобраћају и свим секторима везаним за делатност државе. Раст реалне зараде је, с друге стране, остварен у секторима услуга смештаја и исхране, као и информисању и комуникацијама.

Реална нето зарада на мг. нивоу је повећана у приватном сектору (0,3%), док је у јавном сектору била 0,2% нижа у поређењу са истим периодом претходне године.

Реални раст нето масе зарада у приватном сектору настављен је треће узастопно тромесечје, док је реална маса нето зарада у јавном сектору била нижа у односу на претходно тромесечје. До смањења масе зарада требало би да дође у П2 и по основу најављеног смањења плата запосленима у јавном сектору од 10%. Просечна номинална нето зарада у Републици Србији у Т1 износила је 41.841 динара и била је нижа 9,4% у односу на Т4 2013.

За разлику од раста у Т4, **јединични трошкови рада** у укупној индустрији су у Т1 смањени 1,7% дсз.,

спустивши се тако 9,1% испод преткризног нивоа. Слично кретање забележили су и јединични трошкови рада у прерађивачкој индустрији, који су пали 1,4% дсз. Пад је у оба случаја био резултат већег смањења реалних бруто зарада у односу на продуктивност рада.

Запосленост

Ситуација на тржишту рада је, према резултатима **Анкете о радној снази**, у Т1 благо погоршана будући да је забележен раст стопе незапослености на 20,8% и смањење стопе запослености на 38,4%, тј. за по 0,7 п.п. у односу на октобар 2013. Ипак, ове стопе су и даље знатно повољније када се упореде с подацима из априла 2013. Стопа партиципације³⁴ је у истом периоду смањена за 1,0 п.п., на 61,2%, што указује да је један број лица која су изгубила посао прешао у неактивна лица. Стопа неформалне запослености³⁵ је наставила да се повећава и у Т1 је износила 20,5%.

Подаци из анкете потврђују нашу претпоставку да је побољшање индикатора тржишта рада у октобру 2013. било последица деловања сезонских фактора. Највеће смањење запослености у односу на октобар забележено је у пољопривреди (52.888 лица) и грађевинарству (29.876 лица), делатностима које су

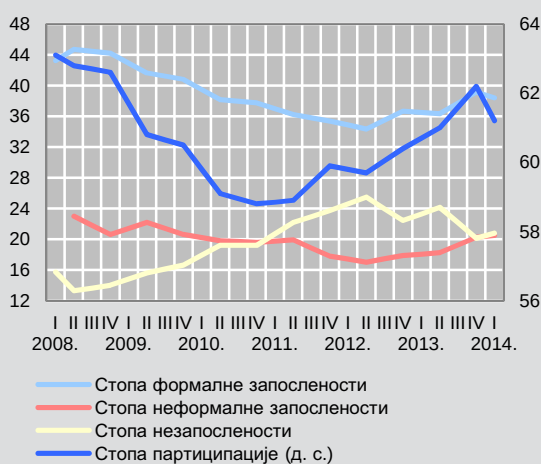
³⁴ Рачуна се као учешће активног становништва (запосленог и незапосленог) у укупном становништву радног узраста (15-64 године).

³⁵ Детаљније о динамици и структури неформалне запослености видети Осврт 2 на стр. 37.

под утицајем сезонског фактора и у којима је у октобру највише и повећан број запослених. Поред тога, смањен је број запослених лица и у прерађивачкој индустрији, снабдевању електричном енергијом, гасом и паром и у сектору образовања. С друге стране, највећи раст запослености остварен је у услужним секторима – трговини (11.414 лица), саобраћају (10.435 лица) и информисању и комуникацијама (6.656 лица).

Целокупно смањење броја запослених у Т1 односило се на лица с пуним радним временом, док је број лица која раде непуно радно време чак благо повећан. Раст је забележила и стопа незапослености међу младом популацијом (15–24 године) на 51,8%, док је, за разлику од претходног периода, смањено учешће дугорочно незапослених лица у укупном броју незапослених за чак 8,8 п.п., на 66,9%. Посматрано по категоријама, највећи пад запослености забележен је код samozапослених (31.986 лица), док је број запослених код правних лица и неплаћених помажућих чланова домаћинства смањен у мањој мери.

Графикон IV.6.3. Индикатори тржишта рада према Анкети о радној снази (у %)



Извор: РЗС.

Благ пораст незапослености и смањење запослености обележили су кретања на тржишту рада у Т1.

Резултате анкете о радној снази потврђују и подаци из формалних извора. Према процени истраживања РАД³⁶, формална запосленост је у Т1 смањена за 6.596 лица, и то у већој мери због пада запослености у приватном (5.923 лица) него у јавном сектору (673 лица). Највеће смањење броја запослених и у Т1 било је у прерађивачкој индустрији (2.531 лице), као и у државној управи и области здравствене и социјалне заштите. Такође, наставио је да се смањује и број формално запослених лица у пољопривреди, грађевинарству и трговини, што је у складу са сезонским карактером ових делатности. Једини већи раст формалне запослености забележен је у сектору информисања и комуникација, што одсликава и раст економске активности у овом сектору привреде.

Део смањења броја формално запослених лица прешао је у незапослене, чији је број, према подацима Националне службе за запошљавање, у Т1 повећан за 20.955 лица. Највећи део раста броја незапослених односи се на лица која су већ била у радном односу (16.976), док је број лица која први пут траже запослење у Т1 повећан за 3.979 лица. Посматрано по занимањима, највећи раст броја незапослених забележен је у групама повезаним с прерађивачком индустријом (машинство и обрада метала и електротехника), што је у складу са смањеним бројем формално запослених у том сектору. Током Т1 настављен је раст броја прималаца новчане накнаде за незапосленост (за 1.996 лица) и он је у марту износио 65.578 лица.

У наредном периоду могуће је смањење запослености по основу завршетка процеса реструктурирања предузећа у државном власништву. Ипак, најављено побољшање привредног амбијента и подстицаји приватном сектору требало би да омогуће да се један део тих лица поново запосли.

Такође, најављено је усвајање новог Закона о раду, који би требало да олакша запошљавање и смањи неформалну запосленост. Најважније промене односе се на измену обрачуна исплате отпремнина, прецизно дефинисање услова прекида радног односа, продужење трајања рада на одређено време и редесинисање начина обрачуна зараде.

³⁶ Истраживање РАД спроводи се два пута годишње, у марту и септембру, док су подаци за остале месеце добијени на основу процене.

Осврт 2: Методолошке разлике у праћењу индикатора тржишта рада и структура неформалне запослености

Због методолошких разлика у начину обухвата и израчунавања индикатора тржишта рада (пре свега запослености и незапослености) из различитих извора, у Србији се они често различито тумаче. Постоје два основна извора података за израчунавање индикатора тржишта рада – Анкета о радној снази и административни регистри запослених и незапослених. Анкета о радној снази је међународно прихваћен извор информација о кретањима на тржишту рада. Заснива се на прецизно дефинисаној методологији, чиме се обезбеђује просторна и временска упоредивост података. Републички завод за статистику ову анкету код нас спроводи од 1994. године. До 2008. Анкета се спроводила једном годишње, од 2008. полугодишње (у априлу и октобру), а од почетка 2014. спроводиће се на тромесечном нивоу. Други извор података су административни регистри, код којих се информације о запослености добијају на основу анкета пословних јединица (истраживање РАД), које такође спроводи Републички завод за статистику, а о незапослености из регистра Националне службе за запошљавање.

Оба извора података имају своје предности и недостатке. Анкета о радној снази заснива се на домаћинству као основној јединици посматрања, чиме се обезбеђује хомогеност података и избегава двоструко бројање особа ако раде два или више посла и губитак информација уколико особе самостално траже посао. Такође, предност Анкете о радној снази је и то што подаци о запосленима и незапосленима потичу из истог извора, што није случај код административних регистра. Највећа предност ове анкете је чињеница да обухвата и неформално тржиште рада, што је нарочито важно у земљама с високим учешћем неформалне запослености. Основни недостаци Анкете о радној снази су заснованост на узорку и методолошки и статистички проблеми који из тога проистичу, веродостојност одговора анкетираних особа и кашњење у доступности података у односу на административне регистре. Ипак, и поред тих недостатака, предности Анкете о радној снази преовлађују, због чега је она међународно прихваћена као основни извор званичних података о кретањима на тржишту рада.

Неформална запосленост представља проценат лица која раде на „црно“¹ у укупном броју запослених. Она се у Србији прати од априла 2008, када је износила 23,0%, и у наредне четири године бележи тренд пада – на 17,0% у априлу 2012. Међутим, од тада бележи континуирани раст и у фебруару достиже 20,5%. Разлоге раста неформалне запослености треба тражити у паду економске активности, до којег је дошло у 2012. То је, у комбинацији с недовољно флексибилним законским оквиром и високим пореским трошковима рада, подстакло послодавце да нова радна места попуњавају неформалним запошљавањем.

Посматрано по областима привреде (Табела О.2.1), највећи број неформално запослених забележен је у делатностима које имају изражен сезонски карактер (пољопривреда, грађевинарство, услужне делатности) и код делатности домаћинства као послодавца, за коју је карактеристично високо учешће неплаћених помажућих чланова домаћинства. Учешће неформалне запослености у овим областима порасло је у 2013. у односу на 2012, изузев код делатности домаћинства као послодавца, где је смањено за готово 10 п.п. Раст неформалне запослености у 2013. забележен је и у већини осталих привредних области с већим учешћем у укупном броју запослених лица. С друге стране, може се запазити да је неформална запосленост веома ниска у делатностима у којима се држава јавља као већински послодавац (образовање, здравствена и социјална заштита, снабдевање електричном енергијом, гасом и паром).

Учешће неформалне запослености повећано је у 2013. у свим регионима, при чему је у београдском региону неформална запосленост знатно нижа него у осталим регионима. Занимљиво је и поређење неформалне запослености у пољопривреди по регионима, где се запажа знатно нижа стопа у доминантно пољопривредном региону Војводине у односу на остале делове Србије. Посматрано по полу, учешће неформалне запослености код жена (20,9%) веће је него код мушкараца (18,1%), док је, према типу насеља, неформална запосленост готово пет пута већа у руралним (34,5%) него у урбаним крајевима (7,3%). Такође, образовни ниво има важан утицај на неформалну запосленост, јер се с порастом степена образовања она знатно смањује – са 64,5% код лица без школе на 2,3% код факултетски образованих лица.

¹ Рад „на црно“ обухвата запослене у нерегистрованој фирми, запослене у регистрованој фирми без формалног уговора о раду и социјалног и пензионог осигурања и неплаћене помажуће чланове домаћинства.

Табела О.2.1. Динамика и структура неформалне запослености
(у %)

	2008.		2009.		2010.		2011.		2012.		2013.		2014.
	Апр.	Окт.	Апр.	Окт.	Апр.	Окт.	Апр.	Нов.	Апр.	Окт.	Апр.	Окт.	Феб.
Стопа неформалне запослености	23,0	20,6	22,2	20,6	19,8	19,6	19,9	17,8	17,0	17,9	18,2	20,3	20,5
	Укупно		Београдски регион		Војводина		Шумадија и западна Србија		Јужна и источна Србија				
	2012.	2013.	2012.	2013.	2012.	2013.	2012.	2013.	2012.	2013.	2012.	2013.	
Пољопривреда, шумарство и рибарство	60,9	62,5	60,3	58,6	44,4	46,6	63,7	68,0	71,9	66,4			
Рударство	-	1,0	-	-	-	-	-	3,8	-	-			
Прерађивачка индустрија	3,6	5,1	1,9	5,6	4,1	6,1	4,7	3,9	2,7	4,7			
Снабдевање електричном енергијом, гасом и паром	0,3	0,5	-	-	-	-	1,0	2,0	-	-			
Снабдевање водом	2,1	3,4	-	-	7,4	1,4	-	6,1	1,5	5,9			
Грађевинарство	25,2	25,1	9,9	14,2	29,7	30,0	34,1	29,8	22,4	25,7			
Трговина на велико и трговина на мало	7,2	7,8	4,9	2,9	7,6	12,5	10,4	8,5	6,7	8,6			
Саобраћај и складиштење	3,2	4,8	0,5	5,0	1,9	5,1	9,0	4,3	3,3	4,5			
Услуге смештаја и исхране	8,5	15,0	4,2	7,8	12,5	19,2	8,8	14,7	9,4	18,8			
Информисање и комуникације	1,6	4,1	-	1,7	5,5	7,6	-	2,7	-	9,5			
Финансијске делатности и делатност осигурања	0,7	0,5	0,6	1,2	-	-	1,6	-	-	-			
Пословање некретностима	-	10,9	-	21,5	-	-	-	-	-	-			
Стручне, научне и техничке делатности	1,9	4,0	-	3,5	2,4	6,7	5,1	2,4	1,8	3,9			
Административне и помоћне услужне делатности	5,2	7,3	4,8	4,3	2,0	13,0	15,7	6,8	0,9	7,2			
Образовање	0,1	1,3	0,0	1,3	0,0	2,3	0,3	1,7	0,0	-			
Здравствена и социјална заштита	1,4	0,6	2,0	1,2	3,1	1,0	0,0	-	0,0	-			
Уметност, забава и рекреација	4,0	17,0	2,1	17,5	4,1	13,4	9,6	16,4	0,0	21,6			
Остале услужне делатности	18,6	19,7	18,2	11,5	19,0	23,6	22,2	26,7	13,4	17,1			
Делатност домаћинства као послодавца	88,0	79,4	79,0	86,9	100,0	76,7	83,8	82,2	94,2	76,9			

Извор: РЗС.

Најчешће се висок удео неформалне запослености јавља у привредама у којима је пореско оптерећење рада високо, што је, у поређењу са земљама на сличном нивоу привредног развоја, случај и у Србији. Кретање неформалне запослености може имати контрацикличан карактер, тј. може се повећавати у време кризе, која захтева флексибилност радних процеса, чиме постаје амортизер негативних кретања на тржишту рада. Ипак, високо учешће неформалне запослености у привреди велики је проблем из перспективе одрживости пензионог система, будући да се због мањег броја запослених који плаћају социјалне доприносе повећавају издвајања из буџета за исплату пензија. Због тога је у наредном периоду потребно радити на повећању формалне на рачун неформалне запослености. То се може постићи стварањем повољнијег пословног окружења, смањивањем пореског оптерећења рада, али и строжим контролама пореских и инспекцијских служби. Решавање тог проблема један је од приоритета нове Владе, тако да очекујемо да ће у наредном периоду стопа неформалне запослености у Србији опадати.

7. Међународно окружење

Економски опоравак зоне евра настављен је у Т4, уз смањен јаз међу земљама чланицама. Међутим, незапосленост је и даље висока. Након потврде о одрживом темпу раста привреде САД, ФЕД је у Т1 започео са смањивањем обима квантитативних олакшица. Инфлаторни притисци у зони евра, САД и окружењу и током Т1 настављају да слабе. Приноси на ХоВ високозадужених земаља зоне евра су смањени, уз повратак Грчке на међународно тржиште капитала.

Економска активност

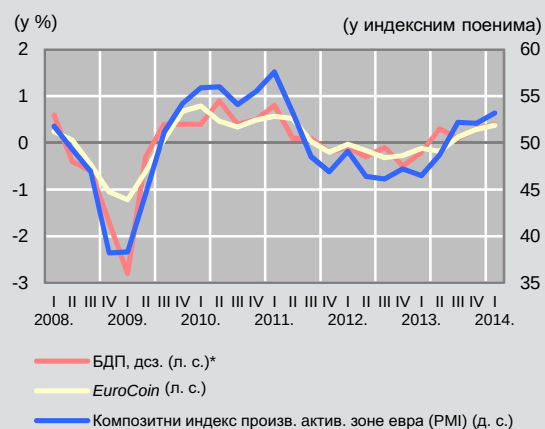
Економска активност зоне евра наставила је раст у Т4 (0,2% дсз.), уз смањење јаз у брзини опоравка појединих земаља чланица. Позитивне стопе раста наставиле су да бележе високозадужене чланице (Шпанија и Португал), док је Француска, након привременог пада у Т3 (0,1% дсз.), остварила раст од 0,3% дсз. у Т4. Предводник раста зоне евра у Т4 била је Немачка, чија је економија порасла 0,4% дсз. Раст је био вођен домаћом тражњом, захваљујући постепеном слабљењу негативних ефеката фискалне штедње на приватну потрошњу и убрзању раста приватних инвестиција због позитивних очекивања пословног сектора.

Кретање водећих индикатора економске активности зоне евра указује на убрзање раста – на 0,4% дсз. у Т1 2014. Индекс *PMI Composite* се у априлу, десети месец заредом, нашао у зони експанзије и износио је 54,0³⁷, што је највиши ниво од јуна 2011. На раст економске активности указује и *Eurocoin*, који је наставио да расте током Т1. Према априлском *Consensus Forecast*-у, на нивоу 2014. предвиђа се раст зоне евра од 1,2%, што предвиђају и ММФ и ЕЦБ. Раст би требало да буде вођен наставком опоравка домаће тражње, док би очекивана депрецијација евра према долару изазвана заоштравањем монетарне политике ФЕД-а требало да подстакне и нето извоз. Убрзање раста очекује се у Немачкој и Француској, а раст се, након две узастопне године пада, предвиђа и у Италији и Шпанији.

Приноси на новоемитоване ХоВ високозадужених земаља зоне евра су у Т1 наставили да се смањују, што указује на повратак поверења инвеститора у опоравак ових економија. Грчка се почетком априла, после четири године паузе, вратила на међународно тржиште капитала емисијом петогодишњих еврообвезница по стопи од 4,95%.

Ипак, још постоје и ризици наниже у погледу економског раста. Стагнација кредитне активности и негативни производни јаз креирају дефлационе притиске, који могу да доведу до одлагања потрошње

Графикон IV.7.1. Кретање БДП-а и индикатора економске активности зоне евра (тримесечне стопе)

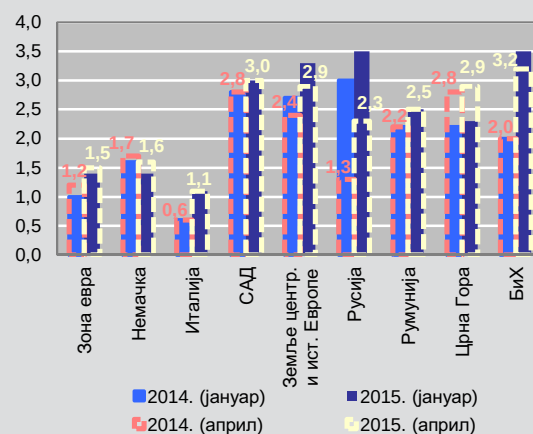


Извор: Eurostat, Markit Group и Banca d'Italia.

* Процена Consensus Forecast-a за Т1 2014.

Индикатори економске активности указују на благо убрзање раста зоне евра у наредном периоду.

Графикон IV.7.2. Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2014. и 2015. ММФ-а* (у %)



Извор: ММФ WEO Update (јануар 2014) и ММФ WEO (април 2014).

* Ревизија у односу на јануарски WEO Update.

Економски раст у зони евра ревидиран је навише, док је за Русију ревидиран наниже у односу на јануар.

³⁷ Ниво изнад 50 указује на експанзију, а испод 50 на рецесију.

у очекивању нижих цена и успоре започети опоравак. Иако тржиште рада показује прве знаке опоравка, незапосленост се у марту, четврти узастопни месец, задржала на високим 11,8%.

Према процени ММФ-а, економски раст у региону **централне и источне Европе** у 2014. биће благо успорен (2,4%) у односу на претходну годину (2,8%) и вођен екстерном тражњом услед постепеног опоравка зоне евра. На успоравање раста региона као целине утицала је смањена прогноза раста Турске, што је последица пада домаће тражње и заостравања монетарне политике. С друге стране, убрзање раста очекује се у Пољској и Мађарској као резултат опоравка домаће тражње после ублажавања монетарне политике и побољшања услова на тржишту рада.

Негативне ефекте на економски раст у Европи могла би изазвати и актуелна криза у Украјини. Украјинска економија ће у 2014. вероватно забележити пад услед преливања негативних ефеката политичке кризе на потрошњу и инвестиције. Такође, Русија се суочава са одливом капитала и депрецијацијским притисцима, а евентуално заостравање економских санкција, које најављују ЕУ и САД, додатно би погодило ионако успорен раст. То би повратно утицало и на зону евра преко смањене трговине и могућих тешкоћа у снабдевању енергентима.³⁸

Економски раст у **САД** је у Т4 благо успорен (0,6% дсз.), уз позитиван допринос потрошње домаћинства, приватних инвестиција и извоза, док је потрошња државе деловала у супротном смеру. Почетком 2014. САД је погодио талас изузетно хладног времена, што се, према прелиминарној процени, одразило на стагнацију БДП-а у Т1. На то је указивало и кретање водећег индикатора економске активности *ISM Manufacturing*, који је у јануару забележио знатан пад (5,2 индексна поена). Ипак, он је у фебруару и марту поново порастао и већ се десети месец налази у зони експанзије, наговештавајући опоравак економске активности већ од Т2. У великој мери је порасло и поверење потрошача, будући да је *Consumer Confidence Index* у марту забележио највећу вредност у последњих шест година.

И поред успоравања економског раста у последња два тромесечја, ситуација на тржишту рада је наставила да се поправља. Стопа незапослености је у априлу смањена на 6,3%, а број новокреираних послова ван пољопривреде бележи знатан раст (288.000 у априлу). Према *Consensus Forecast*-у, прогноза раста БДП-а за

2014. износи 2,7%, при чему су ризици знатно умањени захваљујући договору око повећања лимита федералног задуживања до марта 2015. Сличну прогнозу раста БДП-а за 2014. дао је и ММФ (2,8%), уз навођење тражње приватног сектора као главног покретача раста.

Економска активност у Кини показује знаке успоравања у Т1. Забележен је пад индустријске производње и промета у трговини на мало, а индекс *PMI Manufacturing* се већ неколико месеци налази испод 50. Процена ММФ-а за раст у 2014. у априлу је остала непромењена у односу на јануар и износи 7,5%.

Кретање инфлације

Успоравање инфлације у **зони евра** настављено је и у Т1, чиме је повећан ризик од дефлације. Инфлација је у марту износила 0,5% и за 0,3 п.п. је била нижа него на крају 2013, а највећи део тог успоравања дугује се паду цена хране и енергената. Према прелиминарној процени, инфлација је у априлу благо повећана (на 0,7% м.г.), али се и даље налази знатно испод циљаног нивоа — испод, али близу 2%. Ниска инфлација повећава реалне трошкове сервисирања јавног дуга, што би могло опет отворити питање његове одрживости у високозадуженим земљама. Такође, ниска инфлација у дужем периоду могла би проузроковати и пад дугорочних инфлационих очекивања, што би отежало каснији повратак циљаној стопи. Ипак, дугорочна инфлациона очекивања су тренутно стабилна и близу су нивоа који је ЕЦБ поставила као свој циљ.

Ниска тражња и успорена кредитна активност главни су фактори успоравања инфлације у већини земаља **централне и источне Европе**, а додатни подстицај потиче и од ниских цена у зони евра. Поред Бугарске, која се већ осам месеци налази у дефлацији, пад цена на м.г. нивоу је у марту забележен и у Хрватској. С друге стране, Турска се суочава с релативно високом инфлацијом (7,0–8,0%), која је последица депрецијације лире и раста цена хране из П2 претходне године.

Инфлација у **САД** се, након фебруарског пада, у марту вратила на ниво с краја 2013. (1,5%), при чему су главни дезинфлаторни фактор, слично као у зони евра, биле цене енергената. Прогноза раста цена за 2014, према *Consensus Forecast*-у, износи 1,7%, а дугорочна инфлациона очекивања остају чврсто усидрена.

³⁸ Видети Осврт 3 на стр. 42.

Монетарна политика

Референтна каматна стопа ЕЦБ-а је, и поред повећаног ризика од дефлације, остала непромењена у Т1 (0,25%). Процена монетарних власти је да ће се током наредне године инфлација постепено вратити ка циљу и да за сада нема потребе за додатним експанзивним мерама монетарне политике. То потврђује и усидреност дугорочних инфлационих очекивања. Ипак, остављена је могућност додатног ублажавања монетарне политике путем нестандартних мера уколико се ризици од дефлације интензивирају у наредним месецима.

Слабљење инфлаторних притисака у региону централне и источне Европе омогућило је појединим централним банкама да наставе са ублажавањем монетарне политике ради подстицања економске активности. Централне банке Румуније и Мађарске снизиле су од почетка године своје референтне каматне стопе за по 50 б.п., а Албаније за 25 б.п. У Русији је, с друге стране, у марту повећана референтна стопа за 150 б.п., а у априлу за додатних 50 б.п., због депрецијацијских притисака насталих након одлива капитала из земље и заоштравања ситуације у Украјини. Централна банка Мађарске је на ванредном састанку монетарног одбора у априлу увела нове мере монетарне политике ради смањења изложености земље екстерним ризицима услед високог нивоа спољног дуга и јачања домаћих извора финансирања јавног дуга.

Графикон IV.7.3. Принос на десетогодишње обвезнице земаља зоне евра (дневни подаци, у %)



Извор: Блумберг.

У Т1 је настављено смањење приноса на државне ХоВ високозадужених чланица зоне евра.

Одржив економски раст и повољни индикатори на тржишту рада утицали су на одлуку ФЕД-а да од јануара започне са смањењем обима квантитативних олакшица. Укупан износ смањења у Т1 је износио 30 млрд долара. Такође, очекивања већине челника ФЕД-а о референтној стопи на крају 2015. повећана су са 0,75% на 1,0%, што је подстакло перцепцију тржишта да ће та стопа порасти раније него што се очекивало. На састанку у априлу донета је одлука о додатном смањењу откупа државних ХоВ на 25 млрд и хипотекарних на 20 млрд долара месечно.

Финансијска и робна тржишта

Долар је у Т1 благо апрецирао у односу на евро (0,3% посматрано крајем периода). Почетак смањења обима квантитативних олакшица и повољнији макроекономски показатељи у САД деловали су на јачање долара према еврџу током јануара. Међутим, изостанак очекиваног смањења референтне стопе ЕЦБ-а у Т1 водио је јачању евра у фебруару и марту. У наредном периоду очекује се јачање долара према еврџу због даљег смањења експанзивности монетарне политике ФЕД-а.

Током Т1 погоршан је кредитни рејтинг Хрватске. Агенција *Standard & Poor's* смањила је рејтинг с нивоа BB+ на ниво BB, уз промену изгледа с негативних на стабилне, док су агенције *Fitch* и *Moody's* задржале ниво кредитног рејтинга, уз промену изгледа са стабилних на негативне. Као разлози за те промене наведени су неповољна фискална позиција земље и спорији темпо смањења буџетског дефицита. Такође, агенција *Standard & Poor's* задржала је рејтинг Мађарске на нивоу BB, али је променила изгледе из негативних у стабилне услед убрзања привредног раста земље. С друге стране, кредитни рејтинг Русије је снижен на BBВ-, један ниво изнад неинвестиционог, уз задржавање негативних изгледа због успоравања раста економске активности, одлива капитала и могућег заоштравања економских санкција.

Цена злата је у Т1 порасла 7,1%, мерено крајем периода. Раст цене злата био је изражен до средине марта под утицајем повећане неизвесности у погледу брзине опоравка привреде САД погођене таласом хладног времена и заоштравања геополитичких тензија у Украјини. Ипак, позитивни показатељи о одрживости раста зоне евра и САД, као и процене могућег ранијег повећања референтне стопе ФЕД-а, допринели су да цена злата падне у другој половини марта.

Осврт 3: Потенцијални утицај украјинске кризе на Србију

Актуелна украјинска криза све више отвара питање њеног потенцијалног негативног утицаја на земље које имају успостављене трговинско-финансијске и енергетске везе са овом земљом или се ти токови одвијају преко ње, као и на геостратешке односе и њихов утицај на глобалне економске токове.

Директна изложеност Србије кризи у Украјини није велика с обзиром на то да су билатерални економски односи између Србије и Украјине слабо развијени. На пример, прошле године свега 1,2% нашег извоза било је усмерено у Украјину, а учешће увоза из Украјине у укупном увозу Србије било је још мање (0,7%). Због тога су за нас много значајнији потенцијални индиректни утицаји украјинске кризе по основу негативних ефеката на друге земље с којима економски сарађујемо, као и утицај на глобална робна и финансијска тржишта и токове капитала. Јачина тих утицаја на Србију зависила би првенствено од интензитета ове кризе. Такође, у случају привременог прекида тока природног гаса, енергетска снабдевеност Србије могла би да претрпи знатан негативан утицај, будући да се набавке увозног гаса врше преко система гасовода који пролази кроз Украјину. Ипак, у односу на кризу у снабдевању гасом 2009, изложеност Србије је сада мања с обзиром на то да је у међувремену завршено и пуштено у рад складиште гаса „Банатски Двор“.

Имајући у виду да су чланице ЕУ и Русија важни економски партнери Србије, украјинска криза на нас би се могла одразити преко неповољнијих кретања првенствено у тим економијама. Русија је од почетка текуће године забележила знатан одлив капитала, депрецијацију валуте и пад цена акција. Знатно слабење руске рубље, упркос интервенцијама на девизном тржишту и повећању референтне каматне стопе руске централне банке, могло би захтевати додатно повећање те стопе како би се ублажили инфлациони притисци, што би за последицу имало даље успоравање раста руске економије. ММФ је крајем прошлог месеца снижио пројекцију раста БДП-а Русије у 2014. на свега 0,2%, истакавши да је велика вероватноћа да би он могао бити негативан. С друге стране, економски изгледи зоне евра за ову и наредну годину ревидирани су навише.

Први правац потенцијалног индиректног утицаја украјинске кризе на Србију могао би бити **трговински**. Русија представља једног од наших највећих спољнотрговинских партнера – у 2013. години извоз у Русију чинио је 7,3% укупног извоза, а увоз 9,2% укупног увоза Србије. Попут већег дела Европе, и Србија је зависна од увоза енергената из Русије, пре свега нафте и природног гаса.¹ Ипак, иако је Русија и даље најзначајнији увозни партнер Србије у овој области, учешће увоза нафте и гаса из те земље у нашем укупном увозу нафте и гаса релативно је смањено у последње четири године (са 55% на 36% у случају нафте и нафтних деривата, односно са 75% на 60% у случају гаса), а други по значају увозни партнер постао је Казахстан.² Такође, захваљујући инвестицијама у нафтну индустрију, којима су модернизовани домаћи капацитети за прераду нафте и повећана производња, увоз нафтних деривата је у 2013. години смањен за око 35%. С друге стране, могућност бесцаринског извоза у Русију³ допринела је убрзаном расту нашег извоза на руско тржиште. Та тенденција је нарочито изражена од 2010. године – у периоду 2010–2013. извоз Србије у Русију повећаван је по просечној годишњој стопи од 35% и 2013. био је двоструко већи него 2010. Смањење увоза и раст извоза имали су за резултат пораст покривености увоза извозом у размени с Русијом са 18% 2009. на 56% 2013. године.

Успоравање раста руске економије могло би се одразити на смањење нашег извоза у Русију. Такође, ако се има у виду да су неки од највећих извозних партнера Србије у оквиру ЕУ истовремено важни извозници у Русију, постоји ризик да би и наш извоз у ЕУ могао бити мањи у случају да дође до већих поремећаја у трговинским односима између ЕУ и Русије. Поред тога, и евентуални поремећај у снабдевању земаља ЕУ гасом могао би се негативно одразити на

¹ Србија увозом задовољава око 55% потреба за сировом нафтом и полупроизводима за прераду у рафинеријама нафте и око 80% потреба за гасом (према Енергетском билансу Републике Србије за 2014. годину).

² Прошле године увоз сирове нафте и уља од битуминозних минерала из Казахстана износио је готово колико и увоз из Русије, док је увоз гаса био 2,4 пута мањи у односу на увоз из Русије и подмирио је четвртину нашег укупног увоза гаса.

³ Године 2000. потписан је споразум о слободној трговини између Србије и Русије (тј. између Савезне владе Савезне Републике Југославије и Владе Руске Федерације) ради продубљивања и унапређивања трговинско-економске сарадње.

европску економију (иако треба узети у обзир чињеницу да нису све чланице ЕУ у подједнакој мери зависне од увоза руског гаса), а тиме потенцијално и на наш извоз и БДП.

Други правац потенцијалног индиректног утицаја украјинске кризе односи се на **токове капитала**. Са становишта глобалних финансијских тржишта, већ и сама немогућност Украјине да измирује своје обавезе могла би да повећа аверзију инвеститора према ризику и утиче на смањење њихове изложености према земљама у развоју. За те земље, али и Србију, то би могло да значи пораст премије ризика земље и депрецијацијске притиске на домаћу валуту. Ипак, треба имати у виду да постоје и назнаке да су инвеститори у већој мери почели да праве разлику између појединих земаља у развоју.⁴ Такође, на токове капитала у Србију могло би да утиче и то што су поједине банке из ЕУ финансијски изложене према Русији и Украјини (кредити и ХоВ), што би у случају јачања тензија отворило питање квалитета те активе и потенцијално додатно смањило њихову кредитну изложеност према Србији.

На крају, украјинска криза могла би утицати на **раст цена примарних производа на светском тржишту** и, последично, на раст тих цена на домаћем тржишту. Поред на цену нафте и гаса, ескалација кризе могла би се одразити и на раст цена житарица, будући да је Украјина једна од највећих светских извозника пшенице и кукуруза.

⁴ Видети: *International Monetary Fund, Global Financial Stability Report (March 2014), Box 2.4. „Are Investors Differentiating among Emerging Markets during Stress Episodes?“*.

V. Пројекција инфлације

Међугодишња инфлација би, након подбацавања у текућем периоду, у другој половини 2014. године требало да се врати у границе дозвољеног одступања од циља и ту остане и током 2015. Главни дезинфлаторни фактор остаће ниска агрегатна тражња, чије дејство ће вероватно бити појачано додатним мерама фискалне консолидације. С друге стране, умерено инфлаторно ће деловати прехранбене компоненте инфлације, које би у другој половини године, због ниске прошлогодишње базе, требало да пређу из негативне у позитивну зону. 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.

Пројекција раста БДП-а за 2014. годину остала је непромењена, док ће раст у 2015. вероватно бити спорији у односу на пројекцију у фебруарском Извештају о инфлацији због најављених снажнијих мера фискалне консолидације од првобитно очекиваних.

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 се кретала у оквиру граница краткорочне пројекције инфлације објављене у фебруарском Извештају о инфлацији, м.г. инфлација је у Т1 била нижа у односу на централну пројекцију и кретала се око доње границе дозвољеног одступања од циља. У марту је била незнатно испод те границе и износила је 2,3%. Нижој инфлацији у односу на централну пројекцију допринео је пре свега изостанак очекиваног вишег раста цена непрехрамбених производа и услуга.

Посматрано по месецима, раст потрошачких цена од 1,2% у Т1 је био опредељен растом цена у јануару (1,4%), када је повећана посебна стопа ПДВ-а и извршено редовно годишње усклађивање акциза. У фебруару су цене стагнирале, а у марту благо опале (0,3%).

Трошкови сировина у производњи хране и даље су на ниском нивоу, иако су цене примарних пољопривредних производа у Т1 забележиле раст.

Просечна цена кукуруза на домаћем тржишту порасла је у Т1 нешто више, а просечна цена пшенице нешто мање него на берзи у Будимпешти.³⁹ Ипак, домаће цене кукуруза и пшенице су крајем Т1 биле испод нивоа у Т1 2013. (за 17,0%, односно 11,8%). Ниски трошкови сировина у производњи хране у знатној мери су неутралисали ефекте повећања посебне стопе ПДВ-а на цене хране.

Инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред била су релативно стабилна у Т1, настављајући кретање у оквиру граница дозвољеног одступања од циља. У марту су на ниво циља смањена и инфлациона очекивања привреде. Позитиван сигнал представља то што сви сектори очекују да инфлација за две године, тј. на средњи рок, остане стабилна.

Почетак 2014. године обележили су депрецијацијски притисци на динар изазвани и глобалним и домаћим факторима, који су потрајали до половине марта, након чега је уследило благо јачање динара. У условима скромног прилива СДИ и мањег прилива по

³⁹ Цена кукуруза на Продуктној берзи у Новом Саду порасла је 7,4% (5,9% на берзи у Будимпешти), а цена пшенице 4,5% (8,2% на берзи у Будимпешти).

основу мењачких послова, депрецијацијски притисци били су последица пре свега повећане тражње предузећа (увозника енергената) и нерезидената за девизама. Одлука ФЕД-а, иако очекивана, узроковала је привремени раст премије ризика и појаву депрецијацијских притисака у свим земљама региона, посебно у току јануара. С друге стране, низак дефицит текућег рачуна платног биланса у Т1 деловао је у правцу умањења притисака на девизно тржиште, као и поновна продаја девиза од стране нерезидената од друге половине марта, што је изазвало апрецијацијске притиске крајем Т1 и у априлу. Процењујући да су притисци на курс краткорочног карактера, Народна банка Србије је до средине марта интервенисала на МДТ-у нето продајом девиза (820,0 млн евра), а од краја марта и у априлу нето куповином девиза (130,0 млн евра).

Као последица реалне депрецијације динара, у Т1 је благо проширен депрецијацијски јаз реалног девизног курса⁴⁰, што указује на раст маргиналних трошкова нето увозника.

Консолидовани буџетски дефицит је у Т1 био висок и износио је 7,7% БДП-а, од чега се више од половине (4,2 п.п.) односило на трошкове отплате камате.

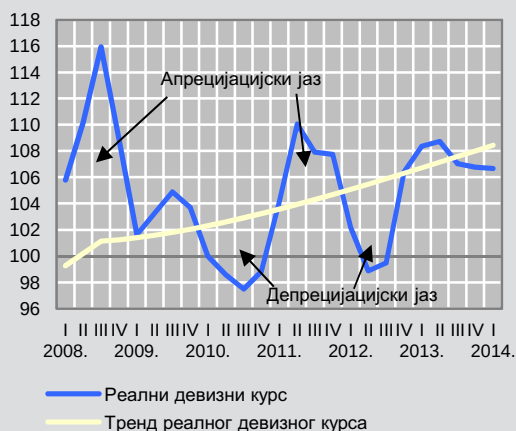
Крајем априла, Влада је најавила доношење нових мера фискалне консолидације, од којих је најзначајније смањење плата у јавном сектору за 10%.

Према процени Народне банке Србије, БДП је у Т1 порастао 0,1% дсз. (тј. успорио раст на 0,4% мг.). Посматрано с расходне стране, позитиван допринос потиче од нето извоза и инвестиција државе, а негативан од приватних инвестиција и приватне потрошње. Посматрано с производне стране, негативан допринос пољопривредне и индустријске производње компензован је растом активности у секторима грађевинарства и услуга.

Негативан производни јаз⁴¹ је у Т1 остао на истом нивоу као у претходном тромесечју. Тај јаз и даље указује на задржавање снажних дезинфлаторних притисака по основу ниске тражње у средњем року.

Кретање водећих индикатора економске активности зоне евра указује на наставак умереног опоравка и у Т1 2014. (0,4% дсз.). Инфлациони притисци у тој зони и даље су врло ниски, а званичници ЕЦБ-а поновили су очекивање да ће референтна каматна стопа ЕЦБ-а остати ниска на неодређени период. С друге стране, талас изузетно хладног времена, који је погодио САД

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

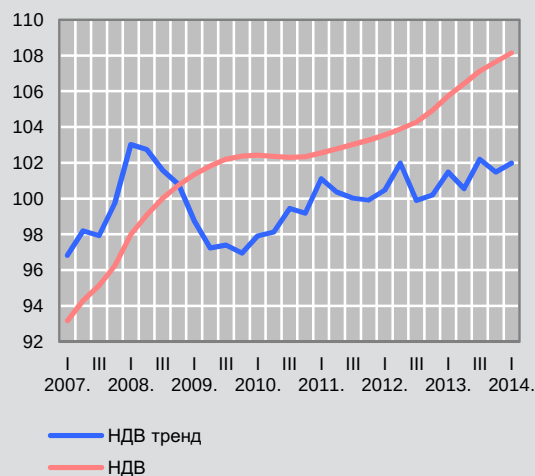


Извор: НБС.

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

У Т1 је благо проширен депрецијацијски јаз реалног девизног курса.

Графикон V.0.2. Производни јаз
(Т3 2008 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Негативан производни јаз у Т1 остао је на непромењеном нивоу у односу на Т4 2013.

⁴⁰ Тренд реалног девизног курса оцењен је применом Калмановог филтера као умерено-апрецијацијски.

⁴¹ 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.

почетком ове године, утицао је на одређено успоравање раста америчке економије у Т1. Имајући у виду остварени напредак ка циљу максималне запослености и побољшање изгледа на тржишту рада, ФЕД је у јануару започео са смањењем обима 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 фебруарску пројекцију, тј. претпоставља се раст БДП-а од 1,2%, односно од 1,5%.⁴² Очекује се даљи опоравак домаће тражње подржан монетарном политиком, побољшањем финансијских услова и напретком у спровођењу фискалне консолидације и структурних реформи, а постепено јачање извозне тражње требало би позитивно да утиче на економску активност.

Иако се инфлација у зони евра у марту (0,5% мг.) 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 указују на знатан пад светске цене соје и благ раст цена пшенице и кукуруза у 2014. години. Имајући у виду да су, захваљујући добрим прошлгодишњим приносима, светске цене пољопривредних производа тренутно врло ниске, у пројекцији је у овој години претпостављен раст композитног индекса цена примарних пољопривредних производа на светском тржишту од 15,0%.⁴³

Иако фјучерси показују да ће цена нафте⁴⁴ 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 сличном нивоу као крајем 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 9,9%, 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 (0,8 п.п. и 0,5 п.п., респективно). Ипак, потребно је напоменути да, иако је повећање цене електричне енергије (10,0%) претпостављено у августу, још није потврђено да ће се оно и десити ове године.

Такође, претпоставка пројекције је спровођење мера фискалне консолидације, пре свега на расходној страни буџета, што ће резултирати падом финалне потрошње, али и стабилизацијом учешћа јавног дуга у БДП-у у наредне три године. Истовремено, те мере би требало да допринесу даљем снижењу дефицита текућег рачуна платног биланса и стабилизацији премије ризика земље на релативно ниском нивоу.

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)	1,2%	(-0,2)	1,5%	(-)
Референтна каматна стопа ЕЦБ (на крају године)	0,25%	(-)	0,25%	(-)
Раст БДП-а у зони евра	1,2%	(+0,2)	1,5%	(+0,1)
Цене примарних пољопривредних производа на светском тржишту (Т4 на Т4)*	15,0%	(+2,0)	4,0%	(-)
Цена нафте типа брент по барелу (крај године, у USD)	107,0	(-)	107,0	(-)
Интерне претпоставке				
Регулисане цене (дец. на дец.)	9,9%	(-0,6)	8,8%	(-0,2)
Трендови				
Апрецијацијски тренд реалног курса (просек)	1,8%	(-)	2,0%	(-)
Тренд реалне камате (просек)	2,7%	(-0,7)	3,0%	(-0,6)

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

⁴² Претпоставке о расту БДП-а зоне евра у 2014. и 2015. години у складу су са очекивањима изнетим у најновијем *Consensus Forecast*-у.

⁴³ Овај индекс обухвата цене пшенице, кукуруза и соје, као најзначајнијих инпута у производњи домаћих прехранбених производа.

⁴⁴ Цена нафте типа брент.

Пројекција инфлације

Међугодишња инфлација би и у Т2 требало да остане ниска и креће се око доње границе дозвољеног одступања од циља. Иако ће ниска прошлогодишња база код цена хране допринети њеном постепеном порасту од Т3, она ће се, према централној пројекцији, у другој половини текуће, као и у току 2015. године, кретати у оквиру граница дозвољеног одступања од циља ($4,0 \pm 1,5\%$). Крајем 2014. године требало би да буде нешто виша од циљаних 4,0%.

Главни дезинфлаторни фактор, не само у кратком већ и у средњем року, остаје ниска домаћа тражња. У зависности од интензитета фискалне консолидације, која ће се негативно одразити на потрошњу државе и домаћинства, утицај тог фактора могао би да буде додатно појачан.

С друге стране, постепеном расту инфлације ка циљу од Т3 2014. допринеће њене прехранбене компоненте, које би, због ниске прошлогодишње базе, у другој половини ове године требало да пређу из негативне у позитивну зону. Након врло добре прошлогодишње и

у случају просечне овогодишње пољопривредне сезоне, цене воћа и поврћа би у 2014. требало да забележе израженији раст него остале компоненте ИПЦ-а. Такође, евентуални даљи раст цена примарних пољопривредних производа изазвао би даље смањење њиховог дезинфлаторног утицаја. У случају остварења наше претпоставке о кретању ових цена у новој пољопривредној сезони, трошкови у производњи хране ће се вратити на свој неутралан ниво, а цене хране кретати сличном динамиком као остале компоненте ИПЦ-а.

Повећање депрецијацијског јаза реалног девизног курса динара у Т1 могло би имати благ инфлаторни утицај кроз раст увозних цена, али ће то зависити од могућности нето увозника да у условима ниске домаће тражње повећају своје цене.

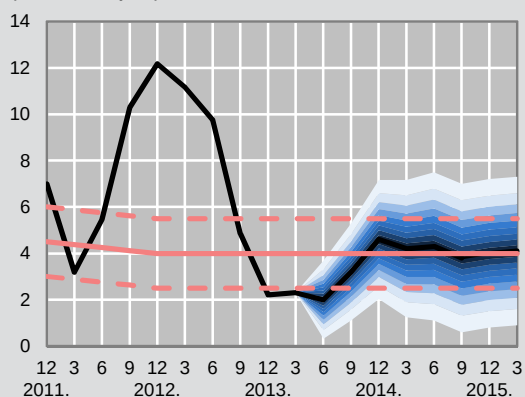
Кретање инфлационих очекивања показује да је утицај тог фактора на инфлацију постао неутралан, за разлику од претходних година, када је био инфлаторан.

Иако би и ове године допринос регулисаних цена инфлацији требало да износи око 2,0 п.п., у случају изостанка поскупљења електричне енергије, тај допринос би био мањи за око 0,5 п.п., тј. дошло би до одређеног одступања инфлације наниже у односу на пројектовану путању.

Пројекција раста БДП-а за 2014. годину остала је непромењена, док ће раст у 2015. вероватно бити спорији у односу на пројекцију у фебруарском Извештају о инфлацији због најављених снажнијих мера фискалне консолидације од првобитно очекиваних.

Упркос очекиваном опоравку зоне евра, у 2014. години очекујемо спорији раст БДП-а (око 1,0%). Та пројекција подразумева да ће овогодишња пољопривредна сезона бити просечна, што ће за последицу имати одређени пад пољопривредне производње у односу на прошлу годину, као и да ће раст индустријске производње бити спорији (због постепеног исцрпљивања ефеката аутомобилске и нафтне индустрије). Поред тога, неминовни су и негативни ефекти фискалне консолидације на економску активност у кратком року. Посматрано с расходне стране, раст би требало да буде вођен нето извозом, с обзиром на даљи опоравак зоне евра, нашег главног спољнотрговинског партнера, док ће негативан допринос расту дати потрошња

Графикон V.0.3. Пројекција инфлације
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

Међугодишња инфлација би у П2 2014. требало да порасте ка циљу и затим у 2015. настави кретање око нивоа циља.

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%.

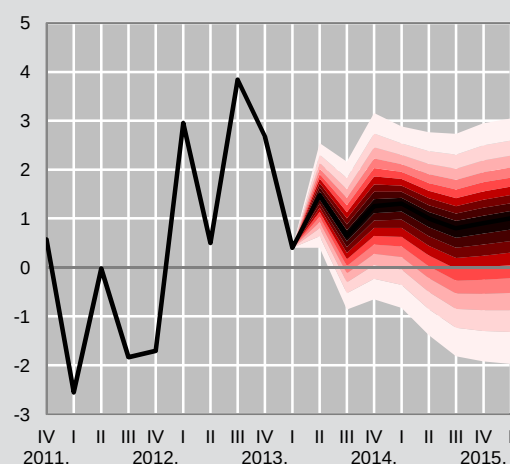
Табела V.0.2. Пројекције главних макроекономских показатеља за Србију

	2014.		2015.	
	Претходна	Нова	Претходна	Нова
Инфлација (годишњи просек, у %)				
ММФ	5,0	4,0	-	4,0
Европска комисија	4,3	3,8	5,0	4,5
Consensus Forecast	4,7	3,8	5,1	4,9
БДП (%)				
ММФ	2,0	1,0	-	1,5
Европска комисија	1,3	1,1	2,2	1,9
Consensus Forecast	1,6	1,2	2,7	2,5
Текући дефицит (% БДП-а)				
ММФ	6,5	4,8	-	4,6
Европска комисија	4,7	4,6	4,8	4,3
Consensus Forecast*	5,8	5,7	6,2	6,1

Извор: IMF WEO (октобар 2013. и април 2014), Consensus Forecast (јануар 2014. и април 2014), European commission (Winter forecast 2014 и Spring forecast 2014).

* Израчунато на бази пројекције доларског БДП-а НБС из фебруара и маја 2014.

Графикон V.0.4. Пројекција раста БДП-а (мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

У 2014. и 2015. години БДП би требало да забележи нижи раст него прошле године.

домаћинства и државе услед мера фискалне консолидације и пада кредитне активности.

Неизвесност у погледу остварења пројекције БДП-а представља брзину привредног опоравка зоне евра, односно главних спољнотрговинских партнера Србије, посебно у случају да погоршање геополитичких тензија доведе до поремећаја глобалних трговинских, енергетских или финансијских токова, као и то у коликој ће се мери очекивани отежани екстерни услови финансирања (пре свега услед смањивања програма квантитативних олакшица ФЕД-а) одразити на кретања у реалном сектору. Мада ће детаљи о мерама фискалног прилагођавања бити познати средином године, најаве Владе указују да ће фискална консолидација бити снажнија од претходно очекиване, што значи и већи негативан утицај на БДП у кратком року. С друге стране, недавне ревизије навише изгледа раста зоне евра у овој и наредној години индикатор су могућег снажнијег опоравка екстерне тражње, а позитиван ефекат на БДП могло би да има и поновно одобравање субвенционисаних кредита привреди, које је Влада најавила и које би се пре свега одразило на раст инвестиција. Ипак, узимајући све у обзир, а пре свега најављену јачину фискалне консолидације, процењујемо да су ризици пројекције БДП-а асиметрични наниже.

Ризици остварења пројекције

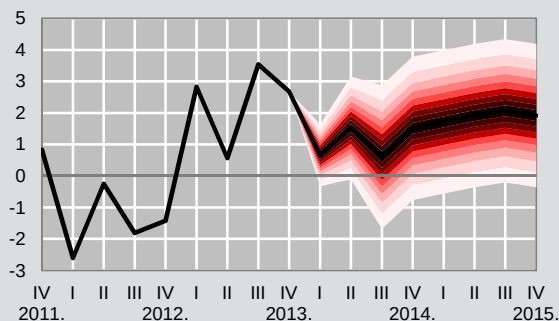
Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације односе се пре свега на потенцијална одступања од претпоставки о кретању цена примарних пољопривредних производа и на кретања у међународном окружењу, а у одређеној мери и на домаћа фискална кретања.

Иако очекивани раст цена пољопривредних производа не би требало да се одрази на израженији 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. На раст цена примарних пољопривредних производа на светском тржишту могло би да утиче евентуално појачање актуелних геополитичких тензија, имајући у виду да је Украјина један од највећих светских извозника кукуруза и пшенице.

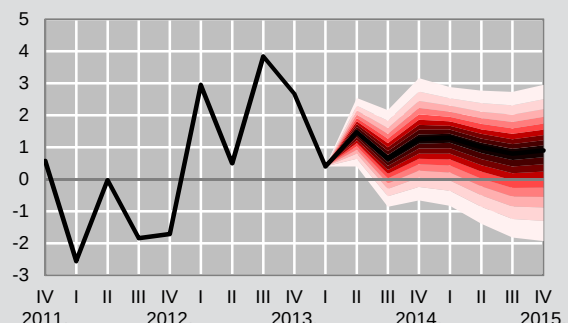
Екстерно окружење и даље карактерише неизвесност у погледу јачине ефекта редуквања монетарног стимулуса ФЕД-а на финансијска тржишта земаља у развоју. Та неизвесност је повећана избијањем украјинске кризе, која би могла да повећа аверзију

Графикон V.0.5. Поређење текуће с претходном пројекцијом раста БДП-а

Фебруарска пројекција
(мг. стопе, у %)



Мајска пројекција
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

Пројекција раста БДП-а за 2014. остала је непромењена, док ће раст у 2015. вероватно бити спорији у односу на фебруарску пројекцију. Ризици пројекције су асиметрични наниже.

инвеститора према ризику на глобалним финансијским тржиштима и утиче на даље смањење њихове изложености према земљама у развоју.

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 важно наставити рад на смањивању фискалне неравнотеже, али и интензивирати структурне реформе пре свега у области јавног сектора, тржишта рада и пословног амбијента ради јачања економских фундамената. С обзиром на индиције да су инвеститори почели да

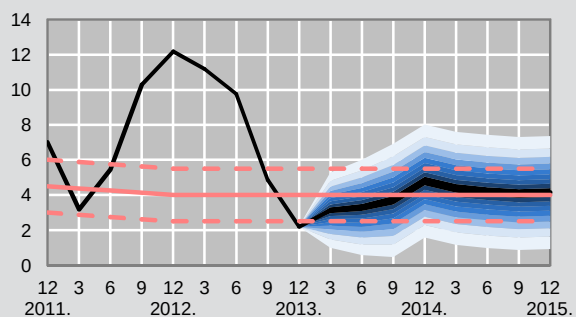
праве разлику између ризичности појединих земаља у развоју, кредибилно фискално прилагођавање могло би да ублажи утицај потенцијалних екстерних шокова.

Према нашој процени, ризици остварења пројекције инфлације су симетрични.

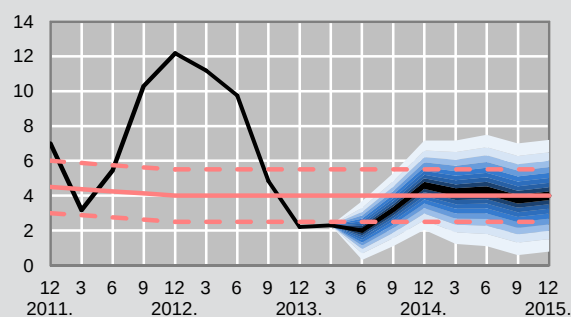
Наставак ублажавања монетарне политике у наредном периоду зависиће пре свега од јачине потенцијалних негативних ефеката екстерних шокова на премију ризика земље и цене примарних производа, као и од брзине и интензитета фискалне консолидације и успешности овогодишње пољопривредне сезоне.

Графикон V.0.6. Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације

Фебруарска пројекција
(мг. стопе, у %)



Мајска пројекција
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

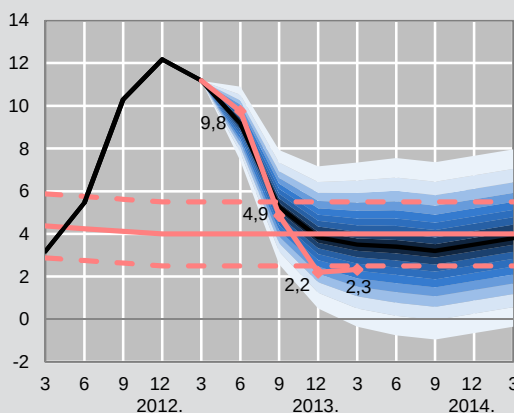
Према новој пројекцији инфлације, мг. инфлација ће се и у Т2 кретати око доње границе дозвољеног одступања од циља.

Поређење и остварење пројекција

Због већих од очекиваних дезинфлаторних притисака у Т1 и очекивања да ће они бити настављени и у Т2, повратак инфлације ка циљу у П2 2014. бржи је у новој пројекцији инфлације у односу на пројекцију из фебруарског Извештаја о инфлацији. Пројекција инфлације за 2015. остала је готово непромењена, као и распон пројекције у средњем року.

Међугодишња инфлација се у последњој години дана кретала унутар граница распона пројекције објављене у Извештају о инфлацији из маја 2013. године. Она се у Т2 и Т3 2013 кретала око централне вредности те пројекције, а у Т4 2013. и Т1 2014. испод ње. Нижа инфлација у односу на централну пројекцију била је резултат већег од очекиваног дезинфлаторног утицаја цена хране, пре свега воћа и поврћа, и већег дезинфлаторног утицаја агрегатне тражње.

Графикон V.0.7. Остварење пројекције инфлације из маја 2013.
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

Међугодишња инфлација је у последњих шест месеци била нижа у односу на централну пројекцију из маја 2013.

Табела А

Индикатори екстерне позиције Србије

	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	I 2014.
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	7,4	6,9 ¹⁾
Девизне резерве/краткорочни дуг	177,2	267,2	253,9	154,5	214,9	189,4	298,6	242,8	272,1	252,6
Девизне резерве/БДП	24,3	38,5	33,8	24,9	36,6	35,8	38,3	36,9	35,0	32,7
Отплата дуга/БДП	5,2	10,8	10,7	10,9	13,5	12,7	13,3	14,0	14,0	12,8
Отплата дуга/извоз робе и услуга	19,8	36,2	34,9	35,1	46,0	35,3	36,5	35,0	31,2	27,2
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)										
Спољни дуг/БДП	60,1	60,9	60,2	64,6	77,7	85,0	76,7	86,9	80,8	80,0
Краткорочни дуг/БДП	13,7	14,5	13,3	16,2	17,0	18,9	12,8	15,2	12,9	12,9
Спољни дуг/извоз робе и услуга	228,9	204,1	197,3	207,6	265,3	236,2	210,3	217,4	179,7	171,6
ИНДИКАТОРИ ИЗЛОЖНОСТИ ФИНАНСИЈСКОМ РИЗИКУ (у %)										
Девизне резерве/М1	290,3	356,1	306,7	300,4	393,4	416,6	429,6	402,1	330,4	335,3
Девизне резерве/примарни новац	169,8	179,5	173,8	140,7	190,5	196,4	207,6	197,9	199,9	192,8
СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ)/БДП										
	73,6	81,2	86,8	88,8	75,6	88,2	89,3	97,9	101,3	104,1 ¹⁾
МЕМОРАНДУМ (у млн евра)										
БДП	20.306	23.305	28.468	32.668	28.952	27.968	31.472	29.601	31.994	7.251 ¹⁾
Спољни дуг	12.196	14.182	17.139	21.088	22.487	23.786	24.125	25.721	25.842	25.504
Сервисирање спољног дуга	1.054	2.513	3.034	3.563	3.897	3.556	4.182	4.143	4.479	928
Девизне резерве НБС	4.921	9.020	9.634	8.162	10.602	12.058	10.914	11.189	10.428	
Краткорочни дуг ²⁾	948	958	1.050	2.143	2.005	1.830	648	493	212	152
Биланс текућих трансакција	-1.778	-2.356	-5.053	-7.054	-1.910	-1.887	-2.870	-3.176	-1.585	-313,8 ¹⁾
КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ										
		2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.
		Феб./Апр.	Јун	Дец.	Дец.	Нов.	Март	Авг.	Јул	Јан.
		BB-/позитиван	BB-/стабилан	BB-/негативан	BB-/стабилан		BB-/стабилан	BB-/негативан		BB-/негативан
	S&P									
	Fitch	BB-/стабилан		BB-/негативан		BB-/стабилан		BB-/негативан	BB-/негативан	B+/стабилан
	Moody's								B1/стабилан	

Методолошка објашњења:

Девизне резерве/увоз робе и услуга (у месецима) – однос девизних резерви на крају посматраног периода и 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 извештаја, НБС је своје статистичке извештаје ускладила с међународним статистичким стандардима и методологијом која је, на нивоу ММФ-а, усклађена за све земље. С тим у вези, ускладили смо индикаторе изложености финансијском ризику.

3. Размена 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 *ВРМ5*, део проценених дознака пребачен је из финансијског у текући биланс.

6. Од 1. јануара 2010. РЗС, према препорукама Канцеларије УН, увео је општи систем трговине, који представља шири концепт и код извоза и увоза. Обухвата сву робу која улази на економску територију земље или је напушта, са изузетком робе која је у транзиту. Упоредиве податке РЗС је објавио за 2007, 2008. и 2009. годину. Претходне године су дате према специјалном систему трговине.

7. Од септембра 2010. измењена је методологија статистике спољног дуга тако да се у спољни дуг јавног сектора укључују обавезе по основу алокације SDR (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.	2013.	I 2014.
Реални раст БДП-а (у %)¹)	5,4	3,6	5,4	3,8	-3,5	1,0	1,6	-1,5	2,5	0,4
Потрошачке цене (у % у односу на исти месец претходне године)²)	17,7	6,6	11,0	8,6	6,6	10,3	7,0	12,2	2,2	2,3
Девизне резерве НБС (у млн евра)	4.921	9.020	9.634	8.162	10.602	10.002	12.058	10.914	11.189	10.428
Извоз робе и услуга (у млн евра)³⁸)	5.329	6.948	8.687	10.157	8.478	10.070	11.472	11.829	14.378	3.416⁹)
- стопа раста у % у односу на претходну годину	19,1	30,4	25,0	16,9	-16,5	18,8	13,9	3,1	21,5	16,5⁹)
Увоз робе и услуга (у млн евра)³⁸)	-9.612	-11.970	-16.016	-18.843	-13.404	-14.643	-16.627	-17.153	-18.023	-4.131⁹)
- стопа раста у % у односу на претходну годину	0,7	24,5	33,8	17,6	-28,9	9,2	13,6	3,2	5,1	2,0⁹)
Текући рачун платног биланса⁴⁸)										
(у млн евра)	-1.778	-2.356	-5.053	-7.054	-1.910	-1.887	-2.870	-3.176	-1585	-314⁹)
у % БДП-а	-8,8	-10,1	-17,7	-21,6	-6,6	-6,7	-9,1	-10,7	-5,0	-4,3⁹)
Незапосленост по Анкети (у %)⁵)	20,8	20,9	18,1	13,6	16,1	19,2	23,0	23,9	22,1	20,8
Зараде (просечне за период, у еврима)	209,7	260,0	347,1	400,5	337,4	330,1	372,5	364,5	388,6	361,4
Републички буџетски дефицит/суфицит (у % БДП-а)⁶)	0,7	-1,7	-1,1	-1,9	-3,3	-3,5	-4,1	-5,7	-4,8	-8,6
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а)	1,1	-1,5	-1,9	-2,6	-4,5	-4,8	-5,0	-6,6	-5,0	-7,7
Јавни дуг Републике Србије (спољни + унутрашњи, у % БДП-а)⁶⁷)	52,2	37,7	31,5	29,2	34,7	44,5	48,2	60,0	63,7	65,1
Курс динара према долару (просек у периоду)	66,87	67,03	58,39	55,76	67,47	77,91	73,34	88,12	85,17	84,47
Курс динара према долару (крај периода)	72,22	59,98	53,73	62,90	66,73	79,28	80,87	86,18	83,13	83,89
Курс динара према евр у (просек у периоду)	82,99	84,11	79,96	81,44	93,95	103,04	101,95	113,13	113,14	115,75
Курс динара према евр у (крај периода)	85,50	79,00	79,24	88,60	95,89	105,50	104,64	113,72	114,64	115,38
МЕМОРАНДУМ:										
БДП (у млн евра)	20.306	23.305	28.468	32.668	28.952	27.968	31.472	29.601	31.994	7.251⁹)

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: Министарство 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 према специјалном систему трговине.

⁹) 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	15
IV.1.2.	Кретање каматних стопа	15
IV.1.3.	Крива приноса на међубанкарском тржишту новца	16
IV.1.4.	Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ	16
IV.1.5.	Кретање каматних стопа на динарске кредите и депозите привреди и становништву	17
IV.1.6.	Кретање каматних стопа на девизне кредите и депозите привреди и становништву	17
IV.1.7.	Показатељ премије ризика – <i>EMBI</i> по земљама	18
IV.1.8.	Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала	19
IV.1.9.	Структура финансијског биланса	19
IV.1.10.	Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту	20
IV.1.11.	Краткорочна волатилност курса динара према евр	21
IV.1.12.	Кретање курсева одређених националних валута према евр	21
IV.1.13.	Индекс <i>BELEX15</i> и промет на Београдској берзи	22
IV.1.14.	Кретање берзанских индекса у земљама у региону	22
IV.2.1.	Монетарни агрегати и потрошачке цене	23
IV.2.2.	Доприноси тромесечној стопи раста МЗ	24
IV.2.3.	Кредитна активност и БДП	24
IV.2.4.	Доприноси тромесечној стопи раста кредита банака	25
IV.2.5.	Учешће динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву	25
IV.2.6.	Учешће <i>NPL</i> у укупним кредитима, бруто принцип	26
IV.3.1.	Индекси цена непокретности <i>DOMex</i> и број прометованих непокретности	27
IV.3.2.	Индекси броја издатих дозвола новоградње	27
IV.4.1.	Доприноси мг. стопи раста БДП-а – расходна страна	28
IV.4.2.	Потрошња домаћинства	28
IV.4.3.	Потрошња државе	29
IV.4.4.	Извоз и увоз робе и услуга	30
IV.4.5.	Кретање главних компоненти увоза	30
IV.4.6.	Кретање индикатора екстерне тражње и извоза Србије	31
IV.4.7.	Кретање цена нафте и бакра	31
IV.4.8.	Индекс светских цена хране	32
IV.5.1.	Кретање индикатора економске активности	32
IV.5.2.	Доприноси мг. стопи раста БДП-а – производна страна	33
IV.5.3.	Физички обим производње по гранама прерађивачке индустрије	33

IV.6.1.	Кретање реалних нето зарада	35
IV.6.2.	Кретање продуктивности, бруто реалних зарада и јединичних трошкова рада у индустрији	35
IV.6.3.	Индикатори тржишта рада према Анкети о радној снази	36
IV.7.1.	Кретање БДП-а и индикатора економске активности зоне евра	39
IV.7.2.	Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2014. и 2015. ММФ-а	39
IV.7.3.	Принос на десетогодишње обвезнице земаља зоне евра	41
V.0.1.	Реални девизни курс и његов тренд	46
V.0.2.	Производни јаз	46
V.0.3.	Пројекција инфлације	48
V.0.4.	Пројекција раста бруто домаћег производа	49
V.0.5.	Поређење текуће с претходном пројекцијом раста БДП-а	50
V.0.6.	Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације	50
V.0.7.	Остварење пројекције инфлације из маја 2013.	51

Табеле

III.0.1.	Раст потрошачких цена по компонентама	7
III.0.2.	Показатељи раста цена	10
IV.2.1.	Монетарни агрегати	23
IV.4.1.	Индикатори кретања инвестиција	29
V.0.1.	Претпоставке пројекције	47
V.0.2.	Пројекције главних макроекономских показатеља за Србију	49
Табела А.	Индикатори екстерне позиције Србије	52
Табела Б.	Основни макроекономски индикатори	53

Графикони у освртима

O.1.1.	Степен усидрености инфлационих очекивања приватног сектора	12
O.1.2.	Инфлациони циљ Народне банке Србије и имплицитни дугорочни ниво инфлације који приватни сектор очекује	13
O.1.3.	Утицај шока у инфлацији од 1,0 п.п. на инфлациона очекивања у наредних 12 месеци	13

Табеле у освртима

O.2.1.	Динамика и структура неформалне запослености	38
--------	--	----

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	9,50	0
17. април	9,50	0
8. мај	9,00	-50
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, 6. 3. 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 се међугодишња стопа инфлације у јануару вратила у границе циља, како је Народна банка Србије и најављивала. Опрезно вођење монетарне политике налаже тренутно повећана нестабилност на међународним финансијским тржиштима, проузрокована геополитичким превирањима и одлуком ФЕД-а да постепено смањује обим квантитативног попуштања, што појачава опрез инвеститора и може имати негативан утицај на прилив капитала. Тиме Народна банка Србије доприноси ценовној и финансијској стабилности на средњи рок, оценио је Извршни одбор.

Извршни одбор очекује да ће доследно спровођење мера фискалне консолидације допринети смањењу изложености домаће економије спољним ризицима због поменутих дешавања и пада ликвидности на међународним финансијским тржиштима. У том правцу би деловао и очекивани аранжман с Међународним монетарним фондом, који би ојачао кредибилност мера за одржавање макроекономске стабилности и одрживог раста, оценио је Извршни одбор.

Извршни одбор је констатовао да економска активност на почетку године бележи раст у већем броју грана прерађивачке индустрије, што је сигнал да и у 2014. можемо очекивати позитивне стопе раста, чему ће допринети очекивани опоравак у зони евра и почетак преговора о придруживању Европској унији.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће се одлучивати о референтној каматној стопи одржаће се 17. априла.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 17. 4. 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 се међугодишња стопа инфлације креће око доње границе циља, као и да су инфлаторни притисци знатно смањени, а инфлациона очекивања стабилна.

Доносећи одлуку да референтну каматну стопу задржи на садашњем нивоу, Извршни одбор је имао у виду нестабилности на међународним финансијским тржиштима и јачање неизвесности по основу актуелних геополитичких тензија. То се на Србију може одразити кроз мањи прилив капитала и раст цена на светским робним тржиштима, пре свега код енергената и примарних пољопривредних производа. Поред тога, таква негативна кретања могу условити и мањи економски раст у земљама Европске уније, што би смањило тражњу за нашим извозним производима, упозорио је Извршни одбор.

Стабилизацији инфлације на ниском нивоу и очувању ценовне и финансијске стабилности на средњи рок допринеће очекивано убрзање спровођења фискалне консолидације и структурних реформи, које ће истовремено смањити и изложеност домаће економије поменутих спољним ризицима. Очекујемо да ће најављене мере фискалне политике отворити простор за ублажавање монетарне политике, што ће се позитивно одразити на одрживост економског раста, оценио је Извршни одбор.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће се одлучивати о референтној каматној стопи одржаће се 8. маја.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 8. 5. 2014.

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 одсто.

Доносећи такву одлуку, Извршни одбор је имао у виду да се међугодишња стопа инфлације креће око доње границе циља, као и да су инфлаторни притисци знатно смањени. Инфлациона очекивања финансијског и реалног сектора на средњи рок такође су стабилна и у границама циља.

Изражен дезинфлаторни утицај у наредном периоду имаће ниска агрегатна тражња, што је, између осталог, последица и пада кредитне активности и негативних тенденција на тржишту рада, као и даље ниски трошкови у производњи хране. Кретања на девизном тржишту су стабилна, чему, поред мера монетарне политике, доприноси и низак текући дефицит платног биланса, оценио је Извршни одбор.

За сада је изостао негативан утицај на премију ризика земље и спољнотрговинске токове земље због постојећих геополитичких тензија око кризе у Украјини и смањења обима квантитативних олакшица ФЕД-а, констатовао је Извршни одбор.

По оцени Извршног одбора, финансијско тржиште позитивно реагује на најављене економске мере нове Владе, које указују на одлучну и пуну примену мера фискалне политике. То би стабилизovalo инфлацију на ниском нивоу и створило простор за даље ублажавање монетарне политике.

На данашњој седници Извршни одбор је усвојио мајски Извештај о инфлацији, који ће јавности бити представљен у среду, 14. маја.

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

CIP - Каталогизација у публикацији
Народна библиотека Србије, Београд

33

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

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