



Народна банка Србије

2014
август

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

2014
август

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

Београд, Краља Петра 12

Тел. 011/3027-100

Београд, Немањина 17

Тел. 011/333-8000

www.nbs.rs

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.

Августовски *Извештај о инфлацији* размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 7. августа 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

д.с. – десна скала

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

ХоВ – хартије од вредности

ИПЦ – индекс потрошачких цена

л.с. – лева скала

М – месец

МДТ – међубанкарско девизно тржиште

млн – милион

млрд – милијарда

мг. – међугодишње

ММФ – Међународни монетарни фонд

НДВ – непољопривредна додата вредност

NPL – проблематични кредити

П – полугодиште

п.п. – процентни поен

СДИ – стране директне инвестиције

SDR – специјална права вучења

Т – тромесечје

Не наводе се друге општепознате скраћенице.

Садржај

I. Резиме	1
II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији	5
III. Кретање инфлације	7
IV. Детерминанте инфлације	13
1. Кретања на финансијском тржишту	13
<i>Осврт 1: Примена нове методологије (ВРМ6) и побољшање обухвата трансакција у платном билансу Републике Србије</i>	19
2. Новац и кредити	24
<i>Осврт 2: Ефекти новог програма субвенционисаних кредита привреди</i>	30
3. Тржиште непокретности	32
4. Агрегатна тражња	33
5. Економска активност	36
<i>Осврт 3: Утицај поплава на макроекономска кретања у Србији</i>	40
6. Кретања на тржишту рада	43
7. Међународно окружење	45
V. Пројекција инфлације	51
Табела А. Индикатори екстерне позиције Србије	58
Табела Б. Основни макроекономски индикатори	59
 Списак графикана и табела	 60
Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе	62
Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије	63

I. Резиме

Током другог тромесечја међугодишња инфлација кретала се испод, а базна око доње границе дозвољеног одступања од циља.

Одсуство већих трошковних притисака, ниска агрегатна тражња, пад инфлационих очекивања и релативна стабилност курса динара доприносе ниским инфлаторним притисцима.

Економски опоравак зоне евра има изгледе да постане одржив, али су и даље присутни ризици наниже, пре свега по основу актуелних геополитичких тензија.

Премија ризика Србије додатно је смањена током другог тромесечја.

Током другог тромесечја преовладавали су апрецијацијски притисци.

У складу са очекивањима изнетим у мајском Извештају о инфлацији, међугодишња инфлација се током другог тромесечја кретала испод доње границе дозвољеног одступања од циља и у јуну је износила 1,3%, што представља њен најнижи ниво у последњих педесет година. Спуштање инфлације испод доње границе дозвољеног одступања од циља последица је вишег од очекиваног пада цена непрерађене хране у последњој години дана. Да су дезинфлаторни притисци трајнијег карактера, указује ниска базна инфлација (на коју мере монетарне политике највише утичу). Она се од октобра прошле године креће у границама циља и у јуну износи 2,5% међугодишње.

Константно ниским инфлаторним притисцима током протеклих 18 месеци доприносили су одсуство већих трошковних притисака, ниска домаћа тражња, пад инфлационих очекивања и релативна стабилност девизног курса. Захваљујући знатнијем паду цена примарних пољопривредних производа од средине маја на светском и домаћем тржишту, као и ниској домаћој тражњи, мајске поплаве се за сада нису у већој мери одразиле на цене хране.

Кретања у међународном окружењу током другог тромесечја обележили су наставак позитивних трендова у реалном сектору у зони евра, и даље присутне геополитичке тензије у вези с кризом у Украјини и одлука Европске централне банке да додатно повећа експанзивност монетарне политике.

Премије ризика свих земаља у региону укључујући и Србију, мерене *EMBI*, додатно су смањене у другом тромесечју. Поред глобалних фактора, паду премије ризика Србије допринеле су и најављене мере фискалне консолидације. Упркос поплавама, премија ризика Србије била је у паду током маја и прве половине јуна, када је износила 220 базних поена, што је последњи пут забележено у новембру 2007.

За разлику од претходног тромесечја, током другог тромесечја преовладавали су апрецијацијски притисци. Томе је, поред пада премије ризика земље, допринело и повећано улагање страних инвеститора у државне хартије од вредности, а у мањој мери прилив по основу страних директних инвестиција и релативно низак дефицит текућег рачуна. С друге стране, на депрецијацијске притиске у јулу утицало је јачање геополитичких тензија, али и појава

Народна банка Србије је опрезно ублажавала монетарну политику, пре свега имајући у виду ризике из међународног окружења и ризике по основу ефеката поплава на економску и спољнотрговинску активност, као и неопходност спровођења додатних мера фискалне консолидације.

Услед поплава смањена је активност у пољопривреди и индустрији.

Након пет узастопних тромесечја раста, бруто домаћи производ је у другом тромесечју на међугодишњем нивоу забележио пад од 1,1%.

Очекујемо да ће у другој половини године бити спроведене додатне мере фискалне консолидације.

неповољнијих вести у погледу јачине и темпа фискалне консолидације у наредном периоду.

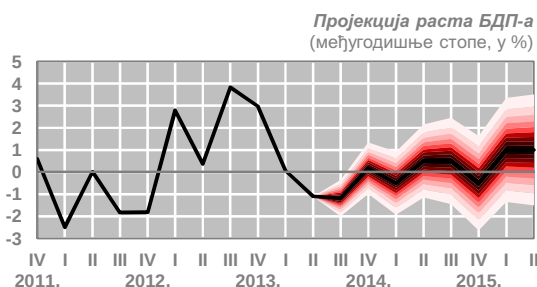
Током другог тромесечја референтна каматна стопа је смањена за 100 базних поена, на ниво од 8,5% у јуну. Њен пад пратиле су и каматне стопе на тржишту новца и кредита. Ипак, упркос ниским инфлаторним притисцима, Народна банка Србије је била опрезна при доношењу одлука о мерама монетарне политике, пре свега имајући у виду геополитичке и економске ризике из међународног окружења, могуће веће негативне ефекте поплава на економску и спољнотрговинску активност од процењених и неопходност спровођења додатних мера фискалне консолидације.

Кретање економске и спољнотрговинске активности било је релативно повољно и у априлу. Индустријска производња је за око 2% била виша у односу на исти период претходне године, а екстерна неравнотежа је наставила да се смањује захваљујући расту извоза и паду увоза. Међутим, повољна кретања у прва четири месеца у потпуности су изгубила на значају због обимних поплава које су у мају погодили Србију. Највеће штете од поплава претрпели су производња електричне енергије, рударство и пољопривреда.

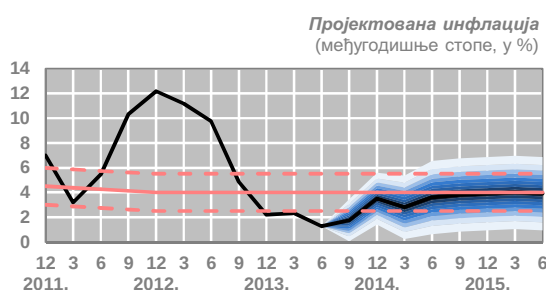
Након незнатног раста у првом тромесечју (0,1%), бруто домаћи производ је у другом тромесечју забележио пад од 1,1% међугодишње. Посматрано с производне стране, тај пад је у највећој мери последица смањења производње електричне енергије, што није могло бити надокнађено наставком повољних кретања у нафтној и аутомобилској индустрији. За разлику од економске активности, индикатори тржишта рада повољнији су него у првом тромесечју. Према Анкети о радној снази, стопа незапослености је смањена на 20,3%.

У наведеним околностима на значају добијају пре свега напори на смањивању фискалне неравнотеже. Консолидовани буџетски дефицит за првих шест месеци износио је 6% бруто домаћег производа, а у наредном периоду биће додатно оптерећен потребом санације штете од поплава. Поплаве су утицале и на одлагање ребаланса буџета, али је у међувремену донето неколико закона чија примена треба да допринесе поправљању привредног амбијента и подстакне улагања у Србију. Са становишта одрживости јавних финансија, сматрамо да је

Ове године бруто домаћи производ би требало да забележи пад од 0,5%, а у 2015. стагнацију.



Повратак међугодишње инфлације у границе циља очекује се у току четвртог тромесечја, уз задржавање у границама циља до краја периода пројекције.



Карактер монетарне политике у наредном периоду зависиће пре свега од кретања у међународном окружењу и брзине и интензитета фискалне консолидације.

неопходно што пре спровести додатне мере фискалне консолидације. Тиме би се такође повећала отпорност домаће економије на потенцијалне екстерне шокове.

Пројекција раста бруто домаћег производа у 2014. и 2015. години ревидирана је наниже у односу на пројекцију у мајском Извештају о инфлацији, пре свега узимајући у обзир ефекте поплава, али и неопходност снажније од претходно очекиване фискалне консолидације. Ове године бруто домаћи производ требало би да забележи пад од 0,5%, а у 2015. стагнацију. Пад финалне потрошње по основу очекиваног смањења плата и пензија такође ће се негативно одразити на економску активност у кратком року, али је услов за дугорочно одржив привредни раст. Очекујемо да ће подстрек економској активности у наредном периоду дати започети програм субвенционисаних кредита, радови на отклањању штета од поплава и очекиван опоравак наших главних спољнотрговинских партнера. И поред негативних ефеката поплава на спољнотрговински биланс, екстерна неравнотежа требало би да настави да се смањује, тако да би дефицит текућег рачуна, према новој методологији (BPM6), ове године износио око 5,9% бруто домаћег производа, наспрам 6,5% у претходној години.¹

Међугодишња инфлација би у четвртог тромесечја требало да се врати у границе дозвољеног одступања од циља и у оквиру тих граница остане и у току 2015. године. Повратку инфлације у границе циља допринеће ишчезавање дезинфлаторних притисака по основу цена хране, док ће ниска агрегатна тражња остати главни дезинфлаторни фактор. Њено дејство биће појачано очекиваним мерама фискалног прилагођавања. Стабилизација инфлационих очекивања у границама циља такође доприноси ниској и стабилној инфлацији, а релативна стабилност девизног курса ниским притисцима на раст цена увозних производа.

Ублажавање монетарне политике у наредном периоду зависиће првенствено од оцене Извршног одбора Народне банке Србије у погледу потенцијалног инфлаторног утицаја догађаја у међународном окружењу, као и брзине и интензитета фискалне консолидације.

¹ Према претходној методологији, дефицит текућег рачуна је прошле године износио 5,0% бруто домаћег производа.

II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији

Референтна каматна стопа смањена је у јуну на 8,5%, док је у јулу и августу задржана на непромењеном нивоу.

Смањујући референтну каматну стопу у јуну, непосредно након поплава које су погодиле Србију, Извршни одбор Народне банке Србије оценио је да ће инфлаторни притисци и убудуће остати ниски захваљујући пре свега мерама монетарне политике, ниској агрегатној тражњи, као и даље присутном дезинфлаторном дејству цена примарних пољопривредних производа. Међутим, констатовано је да ће поплаве имати негативан ефекат на економску активност, платнобилансна кретања и трошкове државе. Имајући у виду ризике који се у наредном периоду могу неповољно одразити на економска кретања у Србији, Извршни одбор у јулу и августу није мењао висину референтне каматне стопе.

Према пројекцији објављеној у мајском Извештају о инфлацији, у чијој је основи путања референтне каматне стопе коју централна банка намерава да следи, м.г. инфлација би, након подбацивања у текућем периоду, у другој половини 2014. године требало да се врати у границе дозвољеног одступања од циља и ту остане и током 2015. Поред мера монетарне политике, такво кретање инфлације биће опредељено пре свега очекиваним комбинованим дезинфлаторним дејством ниске агрегатне тражње, које је појачано додатним мерама фискалне консолидације, и постепеним ишчезавањем дезинфлаторних притисака по основу цена хране. Пројекција економске активности указивала је на нижи раст у 2014. у односу на 2013. због исцрпљивања ефеката фактора на страни понуде који су водили раст у прошлој години (пре свега пољопривредна производња, нафтна и аутомобилска индустрија). Уз то, очекивани су и негативни ефекти фискалне консолидације на економску активност у кратком року. Ризици који су постојали за остварење ових пројекција односили су се првенствено на резултате овогодишње пољопривредне сезоне и кретања у међународном окружењу, а у одређеној мери и на домаћа фискална кретања.

Након седнице у мају на којој је референтна каматна стопа смањена за 50 б.п., на 9,0%, м.г. инфлација је наставила да се креће око доње границе циља. Ризици из међународног окружења били су смањени, а финансијско тржиште позитивно је реаговало на најављене мере фискалне консолидације. Смањењу ризика из међународног окружења допринело је повећање експанзивности монетарне политике ЕЦБ-а, што је, по оцени Извршног одбора Народне банке Србије, требало позитивно да утиче на повећање ликвидности на међународном тржишту капитала у наредном периоду.

Даље смањење референтне каматне стопе за 50 б.п., на 8,5%, уследило је у јуну, непосредно након поплава које су погодиле Србију. Извршни одбор је констатовао да ће, упркос поплавама, инфлаторни притисци и убудуће остати ниски. Поред ниске агрегатне тражње, ниски инфлаторни притисци резултат су пре свега смањења и стабилизације инфлационих очекивања како у кратком, тако и у средњем року и релативне стабилности девизног курса. Међутим, оцењено је да ће поплаве имати негативан ефекат на економску активност, посебно у енергетици, рударству и пољопривреди.² Такође,

² Видети Осврт бр. 3, стр. 40.

платнобилансна кретања биће неповољнија него што се очекивало, али ће учешће текућег дефицита у БДП-у и ове године бити ниже у односу на претходну.

Имајући у виду ризике који се у наредном периоду могу неповољно одразити на економска кретања у Србији, **Извршни одбор је на седници у јулу и августу одлучио да референтну каматну стопу задржи на 8,5%.** Потреба да се санирају штете и последице поплава једнократно ће повећати трошкове државе. Ипак, Извршни одбор очекује да ће Влада остати одлучна у спровођењу фискалне консолидације и структурних реформи. Подстрек

економској активности у наредном периоду требало би да дају субвенционисани кредити и радови на отклањању последица поплава. Доносећи одлуку о задржавању референтне каматне стопе, Извршни одбор је имао у виду да су и даље присутни ризици из међународног окружења, који могу да се негативно одразе на премију ризика земље, као и међународне токове капитала. Ризици даљег заостравања геополитичких тензија везани су и за успоравање започетог економског опоравка зоне евра. Извршни одбор очекује да доследно спровођење мера фискалне консолидације и структурних реформи у наредном периоду може допринети ублажавању екстерних ризика.

III. Кретање инфлације

Током Т2 мг. укупна инфлација кретала се испод, а базна око доње границе дозвољеног одступања од циља. Ниској инфлацији доприносе ниски трошкови у производњи хране, ниска агрегатна тражња и релативна стабилност девизног курса и инфлационих очекивања.

Финансијски сектор и привреда очекују инфлацију у границама циља Народне банке Србије како у кратком, тако и у средњем року.

Међугодишња инфлација ће у Т3 највероватније наставити да се креће испод доње границе дозвољеног одступања од циља. Њен раст ће у највећој мери бити опредељен ниском базом, док ће у супротном смеру деловати сезонски пад цена непрерађене хране и ниска тражња, која ће успоравати раст осталих цена.

Кретање инфлације у Т2

У складу са очекивањима изнетим у претходном Извештају о инфлацији, мг. инфлација се током Т2 кретала испод доње границе дозвољеног одступања од циља. Ипак, раст цена у току Т2 био је нижи од очекиваног, пре свега због нижег раста цена

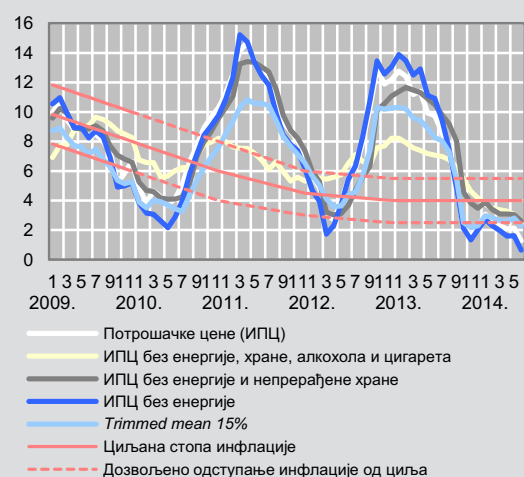
непрерађене хране. Ниским инфлаторним притисцима допринели су ниски трошкови притисци у производњи хране, смањена агрегатна тражња и релативна стабилност девизног курса и инфлационих очекивања. У јуну је мг. инфлација износила 1,3%, што представља најнижи ниво у последњих педесет година.

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

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

Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



Током Т2 укупна инфлација кретала се испод, а базна око доње границе дозвољеног одступања од циља.

Посматрано на тромесечном нивоу, **потрошачке цене** су у Т2 забележиле раст од 0,8%, који је, сходно очекивањима, био одређен сезонским поскупљењем непрерађене хране и туристичких аранжмана.

Цене **непрерађене хране** порасле су за 4,9% у Т2, при чему су цене воћа укупној инфлацији допринеле са 0,4 п.п., а свежег меса са 0,3 п.п. Истовремено, изостало је сезонски очекивано поскупљење поврћа. **Цене прерађене хране** су, захваљујући ниским трошковима у производњи, у Т2 биле у паду. Све категорије производа, са изузетком млека и млечних прерађевина, забележиле су пад цена.

Раст **цена индустријских производа без хране и енергије** у Т2 је изостао, што указује на ниску агрегатну тражњу. Ниједна категорија цена из ове групе не може се издвојити са значајнијим, било позитивним било негативним, доприносом укупној инфлацији.

Ни код **цена енергије** нису забележене знатније промене. Наиме, пад ове групе цена износио је 0,4% и последица је пада цена нафтних деривата од 1%, а у мањој мери и цена чврстих горива.

Цене услуга су повећане за 1,6%. Највећи допринос укупној инфлацији потиче од туристичких аранжмана, чије су цене с доласком летње сезоне повећане за преко 30%, а у мањој мери и од корекције

цена комунално-стамбених услуга (пре свега у Београду) и занатских услуга.

Базна инфлација (мерена ИПЦ-ом по искључењу цена енергије, хране, алкохола и цигарета) у Т2 је износила колико и укупна, иако је имала различиту месечну динамику. Највиши раст ове групе цена забележен је у јуну (0,4%), као последица поменутог сезонског поскупљења туристичких аранжмана. Међугодишње посматрано, базна инфлација је у континуираном паду од почетка године и у јуну се нашла на доњој граници дозвољеног одступања од циља.

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

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

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Мај на мај.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Највећи допринос инфлацији у Т2 потиче од сезонског раста цена непрерађене хране и туристичких аранжмана.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

На мг. нивоу цене хране и даље имају дезинфлаторан утицај.

Регулисане цене су у Т2 повећане за 0,2%. Поскупеле су комунално-стамбене услуге и лекови. Од почетка године ове цене повећане су за 3,2%, што је у највећој мери последица прилагођавања вишој стопи ПДВ-а и повећања акциза. Ипак, у другој половини године очекује се виши раст ове групе цена, и то пре свега по основу очекиваног поскупљења енергената. Међугодишње посматрано, раст регулисаних цена успорава се из месеца у месец и у јуну је износио 10%.

Поплаве које су се десиле у мају за сада се нису у великој мери одразиле на цене. То је резултат ниске тражње, али и чињенице да је на светском тржишту управо од средине маја дошло до знатнијег пада цена примарних пољопривредних производа, што ће условити и да трошковни притисци у производњи хране остану ниски и у преосталом делу године. Могућност бесцаринског увоза већине пољопривредних производа из ЕУ од ове године такође умањује притиске на раст цена хране у условима смањене понуде на домаћем тржишту.

Очекивано кретање у Т3

Међугодишња инфлација ће у Т3 највероватније стагнирати и наставити да се креће испод доње границе дозвољеног одступања од циља. Инфлаторније ће деловати излазак из обрачуна прошлогодишњег појефтињења воћа и поврћа, док ће

у супротном смеру деловати ниски трошкови у производњи хране и ниска тражња, која ће успоравати раст осталих цена. Претпоставили смо да електрична енергија неће поскупети у Т3.

У категорији **хране и безалкохолних пића** очекујемо пад цена, који ће бити израженији код **непрерађене хране** због сезонског појефтињења воћа и поврћа. Ниски трошкови у производњи **прерађене хране** и пад цена примарних пољопривредних производа имаће дезинфлаторни утицај, на шта указују актуелне цене фјучерса примарних пољопривредних производа на светском тржишту.

Цене индустријских производа без хране и енергије требало би да у Т3 имају виши раст у поређењу с претходним тромесечјем, пре свега по основу поскупљења цигарета због повећања минималне акцизе. Ипак, процењујемо да се, услед пада промета на тржишту дуванских производа, повећање акциза неће у потпуности прелити на цене цигарета.

У оквиру групе **енергија**, у Т3 се очекује раст цена, који ће у највећој мери бити последица раста цена нафтних деривата. Уколико би, међутим, до корекције цена енергената дошло у септембру, раст ове групе био би знатно већи, а м.г. инфлација би се највероватније вратила у границе циља.

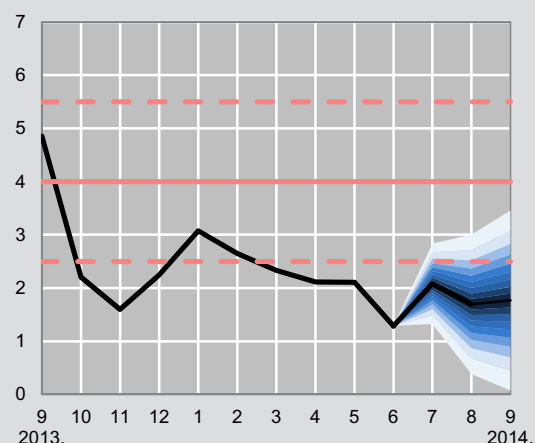
У Т3 се очекује нижи раст **цена услуга** у односу на претходно тромесечје. Притом, позитиван допринос расту ових цена очекује се по основу поскупљења туристичких аранжмана у јулу и августу, као и већ реализованог поскупљења обавезног ауто-осигурања од око 45%.

Највећи ризици наведене пројекције односе се на то да ли ће и у ком износу бити коригована цена електричне енергије и чврстих горива. Ризици у извесној мери односе се и на кретање цена примарних производа које ће зависити од успешности овогодишње пољопривредне сезоне како у земљи, тако и у свету, али и од даљег развоја догађаја у вези са актуелним геополитичким тензијама.

Произвођачке и увозне цене

Цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште порасле су током Т2 0,5%, док је на м.г. нивоу раст у јуну износио 1,0%. Највећи раст произвођачких цена регистрован је у производњи прехранбених производа, кокса и деривата нафте, као и у рударству. С друге стране, једини знатнији пад

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



Извор: НБС.

Међугодишња инфлација ће и у Т3 највероватније остати испод доње границе циља.

цена забележен је у производњи папира и производа од папира.

Цене произвођача пољопривредних производа³ су у Т2 порасле за 5,7%⁴, успоривши тако свој пад на 3,3% м. у мају. Порасле су цене ратарских производа, при чему је већи раст забележен у случају индустријског биља него код житарица. Ипак, цене у обе категорије и даље се налазе испод нивоа забележеног у истом периоду претходне године. Произвођачке цене у воћарству и повртарству су такође повећане, али је изузетак у овој категорији цена кромпира, која је у Т2 смањена. У области сточарства, раст произвођачких цена забележен је код живих свиња, што се прелило и на раст малопродајних цена свежег меса, док су цене у производњи млека и јаја биле ниже у односу на претходно тромесечје.

Раст цена елемената и материјала за уграђивање у грађевинарству од 1,3% у Т2 утицао је да оне и на м. нивоу убрзају раст, који је у јуну износио 3,9%.

Увозне цене исказане у динарима⁵ у Т2 су порасле за 0,2%⁶, као последица раста светских цена нафте.

У супротном смеру деловале су светске цене хране, које су смањене захваљујући повољним прогнозама о овосезонској жетви. Увозне цене репроматеријала и потрошних добара остале су на приближно истом нивоу као у Т1. Стабилност девизног курса деловала је стабилизујуће и на увозне цене. На м. нивоу, раст увозних цена је благо убрзан и у јуну је износио 2,5%.

Инфлациона очекивања

Резултати анкета о инфлационим очекивањима показују да финансијски сектор и привреда очекују инфлацију у границама циља Народне банке Србије како у кратком, тако и у средњем року. Инфлациона очекивања та два сектора за једну годину унапред налазе се сада на нижем нивоу него што су била у првих неколико месеци ове године, а на знатно нижем нивоу уколико се упореде с прошлогодишњим очекивањима. Смањење инфлационих очекивања подстакнуто је падом текуће инфлације и веома ниским очекиваним инфлаторним притисцима. Инфлациона очекивања за једну годину унапред висока су једино код становништва. Међутим, она

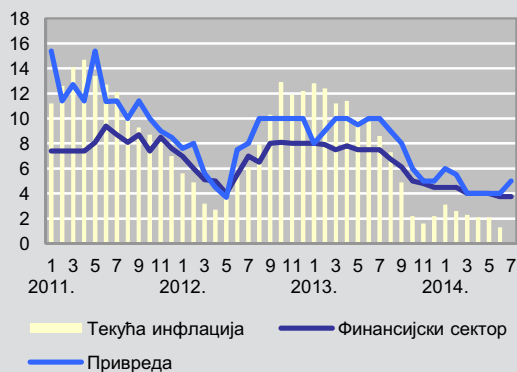
Графикон III.0.5. Домаћа и увозна инфлација (м. стопе, у %)



Извор: Destatis, ФАО, Блумберг и прерачун НБС.

У Т2 настављен је м. раст увозних цена, али су оне и даље на нивоу који не изазива знатне инфлаторне притиске.

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



Извор: Галуп, Ипсос и НБС.

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

У складу са стабилизацијом инфлације, инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде стабилизована су у границама циља.

³ Цене произвођача у области пољопривреде и рибарства.

⁴ У априлу и мају.

⁵ Као индикатор увозних цена коришћен је пондерисани просек индекса светских цена нафте и хране и извозних цена Немачке, нашег најзначајнијег спољнотрговинског партнера.

⁶ Однос просека два узастопна тромесечја.

никад нису била виша од инфлације за коју становништво сматра да је остварена у претходној години дана, а која је знатно виша од стварне инфлације.

Према анкети **Блумберг**, инфлациона очекивања финансијског сектора **за годину дана унапред** су од априла до августа стабилizована на 4,5%. Према анкети **Ипсос**, инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред су још нижа – након што су од марта била на нивоу централне вредности циља за инфлацију (4,0%), у јуну су смањена на 3,75% и на том нивоу су остала и у јулу. Инфлациона очекивања привреде су такође од марта била на нивоу централне вредности циља за инфлацију све до јула, када су повећана на 5,0%. Очекивања становништва се од априла налазе на високим 10,0%. Међутим, поред чињенице да су очекивања становништва, по правилу, виша од очекивања финансијског сектора и привреде, који су боље информисани о макроекономским кретањима, треба имати у виду да је код становништва дошло и до методолошке измене анкете. Наиме, приликом анкетања више се ни испитаницима из сектора становништва не саопштава податак о текућој

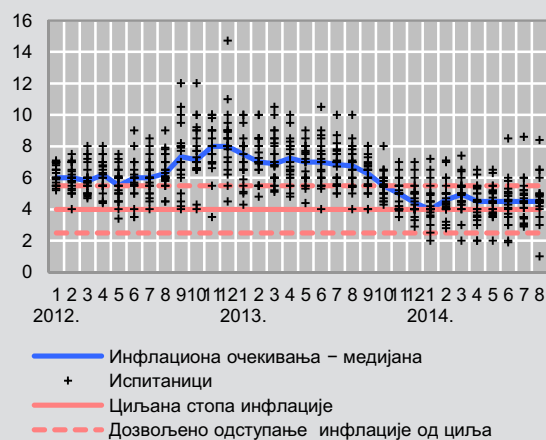
инфлацији, већ се од њих тражи да наведу стопу инфлације за коју мисле да је остварена у претходној години дана (перципирана инфлација). Имајући у виду да је та стопа инфлације, која је знатно виша од остварене, изнад или једнака стопи коју становништво очекује за годину дана унапред, и кретање инфлационих очекивања становништва се може позитивно оценити. Такође, и квалитативно исказана инфлациона очекивања становништва

Табела III.0.3. Очекивана и перципирана инфлација од стране становништва
(мг. стопе, у %)

	Перципирана инфлација у претходној години дана	Очекивана инфлација једну годину унапред	Очекивана инфлација две године унапред
Март	10,0	8,0	8,0
Април	10,0	10,0	8,0
Мај	10,0	10,0	10,0
Јун	15,0	10,0	10,0
Јул	10,0	10,0	10,0

Извор: Ипсос.

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



Извор: Блумберг и НБС.

Уз нешто већу дисперзију у последња три месеца, очекивања финансијског сектора се од октобра налазе у границама циља.

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



Извор: Ипсос и НБС.

Нето проценат предузећа која у наредна три месеца очекују раст цена инпута и нето проценат предузећа која очекују раст цена својих производа знатно је смањен у јулу.

указују да се повећава број испитаника који очекују да ће за годину дана унапред цене остати исте или да ће се умерено повећати у односу на оне који очекују да ће цене бити знатно више.

Средњорочна инфлациона очекивања, тј. очекивана инфлација за две године унапред, финансијског сектора и привреде налазе се у границама циља од увођења овог питања у марту ове године и нису се мењала све до јуна. Тада је финансијски сектор смањio своја очекивања са 4,5% на 4,0% и на том нивоу их је задржао и у јулу, док их је привреда повећала са 4,0% на 5,0%, а у јулу на 6,0%. Становништво је у марту и априлу очекивало да ће инфлација за две године унапред износити 8,0%, а од маја очекује инфлацију од 10,0%.

Након ниског нивоа од почетка године, дисперзија одговора испитаника свих сектора је повећана. Објашњење мањег слагања очекивања појединачних испитаника вероватно се налази у неизвесности у вези с ефектом поплава на инфлацију. Дисперзија је посебно висока код становништва и због поменуте методолошке измене саме анкете.

Неизвесности у вези с проценом ефекта поплава на инфлацију и најаве о могућем поскупљењу електричне енергије највероватније су у мају и јуну утицале на повећање нето процента⁷ предузећа која у наредна три месеца очекују раст цена инпута, као и нето процента предузећа која очекују раст цена својих производа и услуга. У јулу су та два процента пала на знатно нижи ниво (10,7% и свега 1,5%, респективно).

⁷ Разлика између процента предузећа која су се изјаснила да очекују повећање и процента предузећа која су се изјаснила да очекују смањење цена својих инпута и производа и услуга. Ради повећања репрезентативности, подаци су пондерисани пословним приходом.

IV. Детерминанте инфлације

1. Кретања на финансијском тржишту

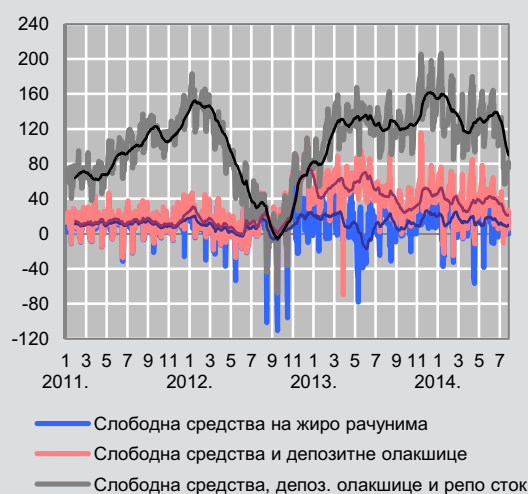
Смањење референтне каматне стопе допринело је смањењу каматних стопа на тржишту новца, што је, уз смањење цене извора финансирања банака, утицало и на појефтињење динарских кредита привреди и становништву. Смањењу каматних стопа на овом тржишту и присуству умерених апрецијацијских притисака током већег дела Т2 допринели су и пад премије ризика и повећано улагање страних инвеститора у државне ХоВ. Ипак, депрецијацијски притисци јављају се у јулу, као последица раста неизвесности у међународном окружењу, али и неповољних вести у погледу јачине и темпа фискалне консолидације за наредни период.

Каматне стопе

Просечна репо стопа⁸ током Т2 је смањена у нешто већој мери од референтне каматне стопе и крајем јуна је износила 6,4%.

Просечан дневни промет на међубанкарском преконоћном тржишту новца у Т2 је повећан за 0,6 млрд динара у односу на Т1 и износио је 2,2 млрд динара. Међутим, под утицајем постепеног раста вишкова ликвидности банака, његове вредности опадале су из месеца у месец. Каматна стопа BEONIA пратила је кретање референтне стопе током Т2 и у јуну је била просечна месечна вредност износила 6,3%, или за 0,9 п.п. ниже у односу на њену просечну вредност из марта.

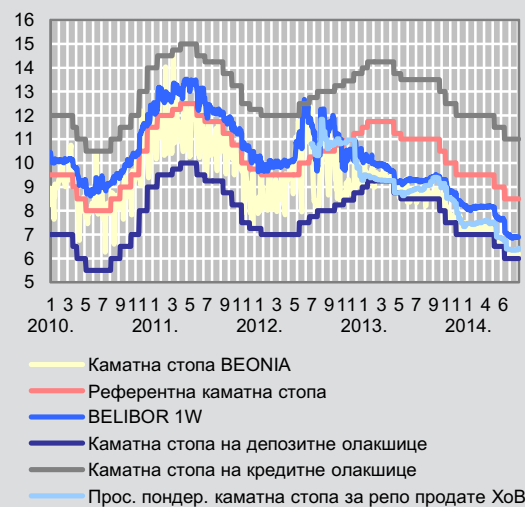
Графикон IV.1.1. Динарска ликвидност
(дневна стања и покретни просеци, у млрд RSD)



Извор: НБС.

Ликвидност банкарског сектора благо је повећана током Т2...

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



Извор: Томсон Ројтерс и НБС.

...што је допринело да просечна репо стопа забележи нешто већи пад од референтне стопе.

⁸ Стопа остварена на репо аукцијама пондерисана износом продатих ХоВ.

Слично кретање бележиле су и каматне стопе *BELIBOR*, чији је пад током Т2 износио између 0,8 п.п. и 1,0 п.п. Тако су се у јуну њихове просечне вредности кретале у распону од 7,0% за најкраћу до 8,3% за најдужу рочност, што представља њихове историјски најниже вредности.

Промет на преконоћном тржишту међубанкарских позајмица повећан је током јула, док су каматне стопе додатно снижене.

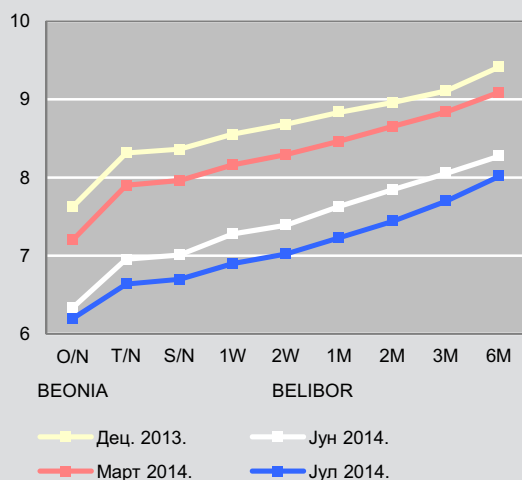
Смањење референтне стопе и раст улагања нерезидената одразили су се на пад каматних стопа на примарном тржишту динарских државних ХоВ током Т2. При томе, каматне стопе на ХоВ најкраћих рочности нису знатније промењене, пошто је каматна стопа за рочност од три месеца повећана, а за рочност од шест месеци смањена за 0,1 п.п. Смањење каматних стопа било је израженије код ХоВ дужих рочности и кретало се између 0,5 п.п. за рочност од три године до 1,2 п.п. за седмогодишње ХоВ. Пад каматних стопа допринело је и повећано улагање нерезидената током маја и јуна у условима смањене премије ризика земље, као и одлука ЕЦБ-а да повећа експанзивност монетарне политике. Тако су се

каматне стопе на овом тржишту у јуну кретале у распону од 7,7% за рочност од шест месеци до 11,8% за рочност од седам година, док је просечна пондерисана каматна стопа износила 9,7%, што је за 0,7 п.п. ниже него у марту. Истовремено, висок степен реализације постигнут на аукцијама током Т2 утицао је да, и поред високих износа ХоВ које су доспевале на наплату, у овом тромесечју буде повећано стање дуга по основу продатих динарских ХоВ.

И већина каматних стопа на ХоВ у еврима благо је смањена у Т2, а највећи пад (0,2 п.п.) забележен је за рочност од пет година. Каматне стопе су се у јуну кретале у распону од 3,2% за рочност од годину дана до 5,5% за десетогодишње ХоВ, које су први пут емитоване на домаћем тржишту у Т2.

Промет на секундарном тржишту државних ХоВ у Т2 је износио 81,1 млрд динара, што је више него двоструко већа вредност у односу на претходно тромесечје. Томе је допринела и већа активност нерезидената, а највише се трговало ХоВ рочности од једне и две године. Када се искључе трговања до два радна дана од датума салдирања примарног трговања, промет је износио 58,6 млрд динара. И

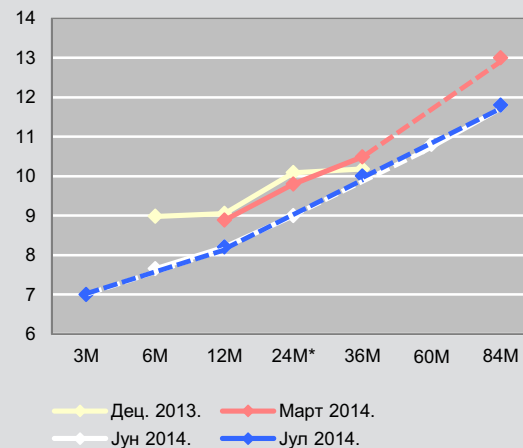
Графикон IV.1.3. Крива приноса на међубанкарском тржишту новца (просечне вредности, на годишњем нивоу, у %)



Извор: Томсон Ројтерс и НБС.

Каматне стопе на тржишту новца биле су у паду током целог Т2, достигавши историјски најниже вредности.

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.

Након што је снижен током Т2, ниво динарске криве приноса није се мењао у јулу.

стоје приноса на овом тржишту су смањене, али у мањој мери него на примарном тржишту. Крајем Т2 ове стопе су се кретале у распону од 8,2% за преосталу рочност од дванаест месеци до 11,5% за рочност од 81 месец.⁹

Ниво каматних стопа постигнут на аукцијама државних ХоВ током јула није промењен у односу на јун.

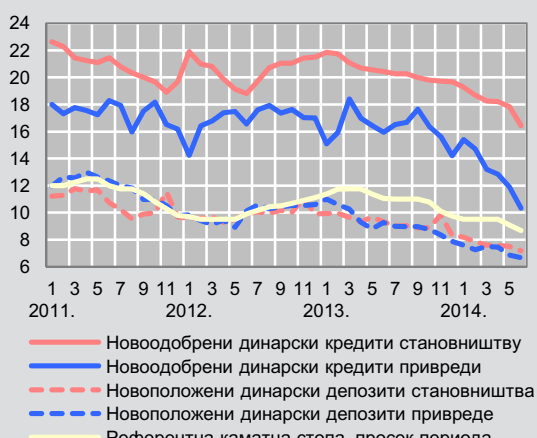
Пад каматних стопа на кредите у динарима настављен је и у Т2. Просечна пондерисана каматна стопа на новоодобрене динарске кредите у јуну је износила 12,2%, или за 4,4 п.п. ниже него у марту. Смањење је било израженије код кредита привреди, где је просечна цена кредита смањена за 2,9 п.п., на 10,3%. Иако су опадале из месеца у месец, каматне стопе привреди највећи пад су забележиле у јуну (1,6 п.п.), када су банке почеле да одобравају субвенционисане кредите чија је каматна стопа ограничена на 5,45%, уз субвенцију државе од 5%. И грађани су се задуживали у динарима по нижим каматним стопама, које су током Т2 смањене у просеку за 1,8 п.п., на 16,4% у јуну. Током јуна структура новоодобрених кредита у динарима измењена је у корист кредита привреди

(70%), који су јефтинији од кредита становништву, што је утицало да пад просечне каматне стопе буде већи од пада каматних стопа на кредите привреди и становништву појединачно.

Каматне стопе на све врсте динарских кредита привреди бележе пад, који је у највећој мери резултат пада стопа на кредите за обртна средства и остале кредите, које су у јуну износиле по 10,3%, а паду је допринело и смањење цене најмање коришћених, динарских инвестиционих кредита. Банке су наставиле да снижавају цену динарских кредита становништву, али је то смањење било мање од оног из Т1. Каматне стопе на готовинске кредите и кредите за рефинансирање биле су ниже за 1,8 п.п. у односу на март и у јуну су износиле 16,4%, док су стопе на знатно мање заступљене потрошачке кредите смањене за 3,3 п.п., на 17,9%. Од када је у фебруару, у оквиру иницијативе за опште снижење цена банкарских производа, Народна банка Србије почела да објављује податке о трошковима коришћења прекорачења по текућим рачунима по појединачним банкама, просечна камата на ова прекорачења опада, тако да је у Т2 смањена за додатних 0,9 п.п.

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

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



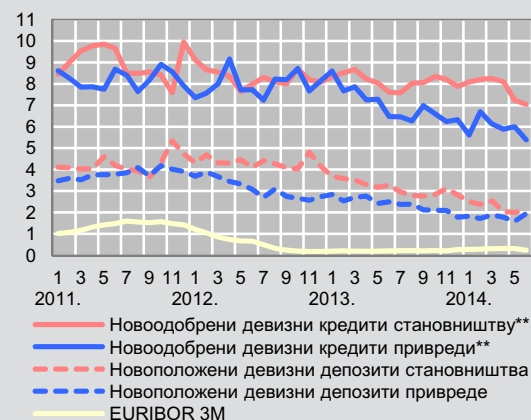
Извор: НБС.

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

Динарске активне и пасивне каматне стопе додатно су смањене током Т2...

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 нешто мањи пад забележиле су и стопе у девизном знаку.

⁹ Искључујући стопу за ХоВ рочности од седам година (11,8%), која је била једнака стопи из примарног трговања овим ХоВ.

Каматне стопе на новоодобрене кредите у еврима и динарске евроиндексиране кредите смањене су за 1,0 п.п. у односу на крај Т1 и у јуну су износиле 5,6%. Смањење је било израженије код кредита становништву, за које је просечна каматна стопа у јуну износила 7,0%, док су каматне стопе на кредите привреди смањене на 5,4%. Попут динарских, каматне стопе на евроиндексиране кредите за обртна средства и остале намене су смањене на 5,1% и 6,0%, респективно. Код кредита становништву, цене стамбених и потрошачких кредита у девизном знаку забележиле су пад од 0,2 п.п. и 0,4 п.п., док цена осталих кредита није промењена. Тако су крајем јуна стопе на стамбене кредите износиле 4,7%, на потрошачке 5,7% и на остале 10,8%. Пад просечне пондерисане каматне стопе на евроиндексиране кредите становништву (1,2 п.п.) био је већи од пада стопа на појединачне врсте кредита због измене структуре новоодобрених кредита у корист раста учешћа стамбених кредита, који су јефтинији од осталих кредита.

На пад активних каматних стопа једним делом утицало је и смањење пасивних каматних стопа. То потврђују и резултати јулске анкете Народне банке Србије о кредитној активности банака, који указују на пад трошкова извора финансирања банака. Просечне пондерисане каматне стопе на новоположене депозите током Т2 забележиле су нове најниже вредности од септембра 2010, од када се примењује важећа статистика каматних стопа.

Највећи пад бележи просечна пондерисана каматна стопа на новоположене динарске депозите привреде (за 0,8 п.п., на 6,7% у јуну), док је каматна стопа на депозите становништва смањена за 0,4 п.п., на 7,2%. Каматне стопе на депозите становништва у еврима смањене су за 0,5 п.п., на 2,1%, док су једино стопе на депозите привреде незнатно повећане (за 0,1 п.п., на 2,0%).

Премија ризика

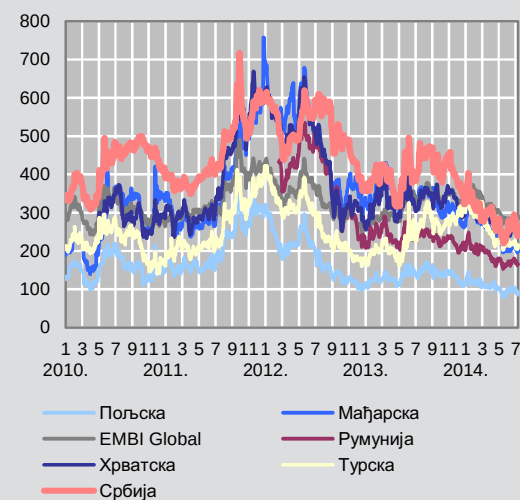
Премије ризика свих земаља у региону, мерене *EMBI*, додатно су смањене у Т2. При томе, највећи пад су забележиле у мају као резултат већег пада приноса на еврообвезнице тих земаља од пада приноса на

америчке државне ХоВ. Благо смањење премија ризика настављено је и почетком јуна, при чему су под утицајем вести о додатном ублажавању монетарне политике ЕЦБ-а тада забележене најниже вредности *EMBI* у Т2. Након тога, пад *EMBI* је заустављен и до краја Т2 премије ризика већине земаља бележе мањи раст.

Посматрано крајем периода, највећи пад у Т2 забележиле су премије ризика Мађарске (63 б.п.) и Турске (47 б.п.), док је на нивоу просека периода тај пад био најизраженији за Турску (75 б.п.) и Србију (59 б.п.).

Крајем јуна вредност *EMBI* за Србију износила је 268 б.п., или за 14 б.п. ниже него на крају Т1. Поред глобалних фактора, паду премије ризика Србије допринеле су и најављене мере фискалне консолидације. С друге стране, поплаве које су задесиле Србију средином маја нису се одразиле на кретање *EMBI*, који је бележио пад скоро до средине јуна. Тада је достигнута вредност од 220 б.п., што је слично нивоу који је последњи пут забележен почетком новембра 2007.

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



Извор: JP Morgan.

Премије ризика свих посматраних земаља додатно су смањене током Т2.

И према *CDS*¹⁰ (*credit default swap*), премија ризика Србије у Т2 смањена је за 93 б.п. и крајем јуна је износила 270 б.п.

Почетком јула рејтинг агенција *Fitch* потврдила је кредитни рејтинг Србије на нивоу В+. И поред оцене да ће мајске поплаве изазвати одређена кашњења, оне неће угрозити спровођење најављених реформи и очекивано доношење сета структурних закона, који су основа за спровођење фискалне консолидације. Изнета су и очекивања да ће преговори Србије с ММФ-ом о аранжману из предострожности бити настављени до краја 2014. године, да ће стопа раста БДП-а у 2014. бити близу нуле, али да се раст економске активности очекује у наредној години. Фискална позиција и даље остаје главни изазов, при чему се очекује даљи раст дефицита под утицајем трошкова реструктурирања државних предузећа, докапитализације државних банака и мајских поплава. Ипак, већ у наредној години та агенција очекује његово смањивање.

Крајем јула премија ризика Србије, мерена *EMBI*, непромењена је у односу на јун.

Прилив капитала из иностранства

Кретања у финансијском билансу током Т2 била су нешто повољнија него у Т1. При томе, девизни прилив је реализован по основу улагања нерезидената у државне ХоВ и СДИ. С друге стране, смањене су обавезе свих сектора према иностранству по основу финансијских кредита.

Нето прилив по основу СДИ у Србију у Т2 је износио 249,8 млн евра, што је нешто ниже него у претходном тромесечју.¹¹ Тиме је од почетка 2014. по овом основу остварен укупан нето прилив од 550,8 млн евра. Очекујемо да ће наставак преговора о чланству у ЕУ, убрзање структурних реформи и фискалне консолидације, наставак преговора и склапање аранжмана с ММФ-ом, као и опоравак привреде зоне евра, убрзати раније договорена улагања страних инвеститора, која би ове године могла да износе 1,25 млрд евра, што одговара пројектованом износу од 1,0 млрд евра према претходној методологији платног биланса.

¹⁰ На петогодишње државне облигације у америчким доларима.

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

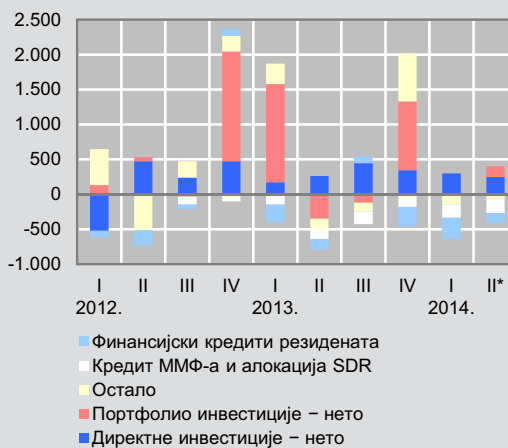


Извор: РЗС и НБС.

* Прелиминарни подаци.

Скроман прилив капитала и релативно низак дефицит текућег рачуна допринели су у великој мери стабилном кретању девизног курса.

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



Извор: РЗС и НБС.

* Прелиминарни подаци.

Насупрот Т1, када је забележен нето одлив капитала, финансијски биланс је у Т2 био неутралан.

¹¹ Народна банка Србије почела је да објављује податке о платном билансу Србије следећи методологију шестог издања ММФ-овог Приручника за израду платног биланса и међународне инвестиционе позиције (*BPM6*). За детаљнија објашњења видети Осврт 1, стр. 19.

У условима глобалног смањења аверзије инвеститора према ризику и очекиваног додатног ублажавања монетарне политике ЕЦБ-а, страни инвеститори су током маја и јуна знатно повећали своја улагања у државне ХоВ. То је утицало да по основу портфолио инвестиција, за разлику од Т1 када је забележен нето одлив, у Т2 буде остварен нето прилив капитала у износу од 149,3 млн евра.

Резиденти су се током Т2 раздужили према инокредиторима у мањој мери него у Т1, па је по овом основу забележен одлив од 143,2 млн евра. При томе, обавезе банака према иностранству су смањене за додатних 93,0 млн евра, пре свега по основу дугорочних кредита. И држава се нето раздужила у Т2

за 31,0 млн евра. Од тога се на сервисирање доспелих кредитних обавеза односи 152,3 млн евра, док су повучени кредити у износу од 121,3 млн евра, међу којима су и кредити ЕИБ-а за град Београд и општинску и регионалну инфраструктуру. И прекогранично задуживање предузећа је смањено, и то нето 19,2 млн евра.

Нето обавезе предузећа према иностранству су повећане по основу трговинских кредита, у нето износу од 47,7 млн евра.

Народна банка Србије је измирила обавезе према ММФ-у током Т2 у износу од 186,4 млн евра.

Осврт 1: Примена нове методологије (BPM6) и побољшање обухвата трансакција у платном билансу Републике Србије

Платни биланс Републике Србије израђује се у складу с међународним стандардима које утврђује ММФ у *Приручнику о платном билансу (BPM)*. Будући да је од последњег ММФ-овог *Приручника (BPM5)* из 1993. глобализација светске економије довела до знатних промена у токовима добара, услуга и капитала, 2009. године утврђена је нова методологија (*BPM6*)¹. Ревизија методологије платног биланса вршена је паралелно с ревизијом Система националних рачуна Уједињених нација (*SNA 2008*) како би се обезбедила њихова конзистентност. Један од циљева ревизије био је да се и у изради платног биланса користи концепт који се користи у националним рачунима и обрачуна БДП-а – концепт економског власништва. *BPM5* је дозвољавао одступања од принципа промене власништва (на пример у случају робе на доради и трансфера имовине миграната), док су сада такви изузеци елиминисани. Платни биланс сада одражава пренос власништва између резидената и нерезидената, који не мора нужно да се поклапа с прекограничним токовима робе, услуга и капитала.

Европска комисија је прописима обавезала чланице ЕУ да почну да примењују нову методологију средином 2014. године, а то се очекује и од земаља које су у процесу придруживања.² Народна банка Србије је прве податке о платном билансу на бази *BPM6* објавила јула 2014. године, и то за 2012, 2013. и првих пет месеци 2014.³ Уједно, прелазак на *BPM6* искоришћен је за ревизију појединих ставки платног биланса због побољшања обухвата трансакција. Размотримо најважније промене које предвиђа *BPM6* у односу на *BPM5*, затим и промене настале због побољшања обухвата трансакција у платном билансу Србије и сагледати њихов квантитативни ефекат. Укупан квантитативни ефекат ових промена на главне рачуне платног биланса у 2012. и 2013. години дат је у Табели О.1.1. Разлика у појединим ставкама платног биланса у односу на претходно објављене податке резултат је првенствено бољег обухвата трансакција, а у мањој мери захтева које поставља *BPM6* у односу на *BPM5*.

Најважније промене у текућем рачуну

Главне промене које предвиђа *BPM6* у текућем рачуну односе се на рачуне робе и услуга, тј. промене у третману појединих трансакција, због стриктне примене концепта промене власништва. Сада се на рачуну робе бележе само трансакције код којих је промењено власништво над робом. Тако је третман **робе на доради** промењен и она се више не сматра робном, већ услужном трансакцијом пошто се власник робе не мења. Наплаћена/плаћена накнада за дораду робе више се не укључује у вредност робе, већ се пребацује у услуге, што смањује извоз/увоз робе, а повећава извоз/увоз услуга, с неутралним ефектом на укупан трговински и тиме текући биланс. У платном билансу Србије, као и у платном билансу других земаља, идентификовање робе на доради, у складу с међународним стандардима, захтева знатно више информација (вредност домаће/стране компоненте која се приликом дораде укључи у производ у власништву нерезидента/резидента, вредност робе која је након дораде продата у земљи дораде или трећој земљи и вредност услуге дораде наплаћене/плаћене робом или другом услугом). У претходно објављиваним подацима у платном билансу Србије, услуге дораде које су наплаћене/плаћене у новцу већ су биле вођене у услугама, а прекогранични токови робе на доради бележили су се на рачуну робе, према подацима статистике спољне трговине. Сада је вредност робе на доради искључена из извоза и увоза робе, што је, уз проширење обухвата спољне трговине, повећало дефицит текућег рачуна. Народна банка Србије ће настојати да искористи постојеће административне и друге изворе како би се обезбедили потребни подаци за потпунију усклађеност с методолошким захтевима. Слично роби на доради, **поправка робе** се води на рачуну услуга. У платном билансу Србије поправка робе је већ вођена у услугама. Супротно томе, према *BPM6*, **препродаја робе** (енгл. *merchandise*), као специјална врста трговине робом која се физички не појављује у земљи извештавања, води се на рачуну робе, што је у платном билансу Србије било и до сада.

¹ Шесто издање *Приручника за израду платног биланса и међународне инвестиционе позиције (BPM6)*.

² Рок да се Еуростату и ЕЦБ-у доставе први подаци о платном билансу на бази нове методологије за прва четири месеца 2014. био је 24. јун 2014. Народна банка Србије је доставила податке у предвиђеном року.

³ Серије података за период пре 2012. и Методологија платног биланса Републике Србије биће објављене до краја ове године.

Ради даљег усаглашавања платног биланса и националних рачуна, *ВРМ6* предвиђа и да платни биланс издвоји **услуге финансијског посредовања индиректно мерене**. Претходна методологија је ове услуге бележила на рачуну дохотка, док су према новој методологији у услугама. Будући да се ради о рекласификацији, утицај ове промене на салдо текућег рачуна је неутралан. У складу са захтевима *ВРМ6*, у платном билансу Србије издвојене су услуге финансијског посредовања индиректно мерене.

Ради конзистентности с националним рачунима, уместо дохотка и текућих трансфера, нова методологија уводи примарни и секундарни доходак. **Примарни доходак** одговара рачуну дохотка у *ВРМ5*, с тим што сада укључује и неке компоненте које су претходно биле вођене у текућим трансферима (порезе на производњу и увоз, ренте, субвенције). *ВРМ6* у примарном доходу предвиђа поделу дохотка од инвестиција, у складу с поделом инвестиција у финансијском рачуну (директне, портфолио и остале инвестиције и девизне резерве). Поред тога, у доходу би требало да се води и доходак по основу дугорочних грађевинских радова, који се сада сматрају СДИ, а не услугом. Новину представља и захтев да се идентификује реинвестирана добит инвестиционих фондова. У платном билансу Србије рачун дохотка није садржавао податке о реинвестираној добити. Сада, захваљујући бољем обухвату ових трансакција, доходак од СДИ, поред дивиденди и камата, садржи и **реинвестирану добит**. С обзиром на то да су у случају Србије расходи на рачуну дохотка по основу реинвестиране добити знатно већи од прихода (а тиме и прилив на рачуну СДИ од одлива), њено укључивање је повећало дефицит текућег рачуна (и за исте износе нето прилив на рачуну СДИ). **Секундарни доходак**, према новој методологији, у основи представља текуће трансфере из *ВРМ5*. У оквиру личних трансфера, обухваћени су сви трансфери у новцу и роби између резидентних и нерезидентних домаћинстава (на пример дознаке радника из иностранства).

Најважније промене у финансијском рачуну

Међу главним променама које *ВРМ6* предвиђа у финансијском рачуну јесте исказивање **СДИ по принципу активе и обавеза** (енгл. *asset/liability principle*), а не више по принципу усмерења (енгл. *directional principle*). Сходно томе, СДИ се приказују као средства и обавезе, а не као инвестиције у иностранство и инвестиције у земљу. *ВРМ6* користи поделу СДИ на три категорије: инвестиције директног инвеститора у предузеће, реверзне инвестиције предузећа у директног **инвеститора и инвестиције између других повезаних предузећа**. Последња категорија је новина у *ВРМ6* и представља финансирање између резидентног и нерезидентног предузећа која су под контролом/утицајем истог директног инвеститора, а која не контролишу/немају утицај једно на друго. Стога су кредити између повезаних предузећа издвојени из осталих инвестиција у СДИ. Изузетак представљају међубанкарски кредити, међубанкарски деривати и клиринг рачуни финансијских институција и њихових повезаних предузећа. Када су у питању СДИ Србије, ефекти ових промена су занемарљиви будући да су обрнуте инвестиције и инвестиције између других повезаних предузећа скромне, а међубанкарски кредити су вођени у осталим инвестицијама. Главни ефекти се заправо односе на претходно поменуто укључивање **реинвестиране добити**, као и пребацивање **међукомпанијских кредита** из осталих инвестиција, што је повећало нето СДИ и за исте износе смањило нето остале инвестиције. Такође, *ВРМ6* предвиђа да грађевински пројекти дужи од годину дана буду вођени у СДИ, а да у услугама остану само краткорочни грађевински пројекти, што у платном билансу Србије није изазвало измене јер се пружање грађевинских услуга врши искључиво преко огранака и води на рачуну СДИ.

Као и у случају СДИ, *ВРМ6* предвиђа да **портфолио инвестиције** садрже реинвестирану добит инвестиционих фондова. Финансијски деривати, који су и даље скромни, издвојени су из портфолио инвестиција и приказани као посебна ставка финансијског рачуна.

Највећа промена *ВРМ6* у **осталим инвестицијама** односи се на третман финансирања између повезаних предузећа. Као што смо рекли, оно сада треба да се води у СДИ, осим у случају финансијских институција. У платном билансу Србије, међукомпанијски кредити су пребачени из осталих инвестиција у СДИ, а међубанкарски кредити су наставили да се воде у осталим инвестицијама.

Табела О.1.1.1. **Поређење претходно објављених података о платном билансу са подацима након примене ВРМ 6 и побољшања обухвата трансакција**
(прелиминарни подаци у млн EUR)

	Претходно објављени подаци		Подаци након примене ВРМ 6 и побољшања обухвата	
	2012.	2013.	2012.	2013.
I. ТЕКУЋИ РАЧУН	-3.176,5	-1.585,5	-3.639,4	-2.092,0
1. Роба	-5.479,9	-3.978,8	-5.633,8	-4.152,4
2. Услуге	155,9	334,4	138,8	319,3
3. Биланс робе и услуга	-5.324,0	-3.644,3	-5.495,0	-3.833,1
3.1. Извоз робе и услуга	11.829,3	14.378,3	11.498,0	13.962,9
3.1. Увоз робе и услуга	-17.153,3	-18.022,6	-16.993,0	-17.796,1
4. Доходак (примарни доходак по ВРМ 6)	-799,5	-1.094,6	-1.091,4	-1.412,3
5. Текући трансфери (секундарни доходак по ВРМ 6)	2.947,0	3.153,4	2.947,0	3.153,4
II. КАПИТАЛНИ РАЧУН	-10,6	10,8	-10,6	10,8
III. ФИНАНСИЈСКИ РАЧУН	1.882,3	2.089,2	-2.349,1	-2.613,6
1. Директне инвестиције	241,9	768,5	-669,2	-1.228,8
2. Портфолио инвестиције	1.720,5	1.916,6	-1.722,3	-1.915,9
3. Финансијски деривати			1,8	-0,6
4. Остале инвестиције	-80,1	-595,9	40,6	531,7
4.1. Трговински кредити	517,9	400,9	-692,3	-425,5
4.2. Финансијски кредити	-441,9	-1.224,3	573,7	1.184,7
4.3. Готов новац и депозити	-156,1	227,5	156,1	-227,5
4.4. Остало	0,0	0,0	3,0	0,1
IV. ДЕВИЗНЕ РЕЗЕРВЕ НБС	1.137,2	-696,7	-1.137,2	696,7
V. ГРЕШКЕ И ПРОПУСТИ	167,6	182,2	163,7	164,4
VI. УКУПНИ БИЛАНС	-1.137,2	696,7	1.137,2	-696,7
У % БДП-а:				
Биланс робе и услуга	-18,0	-11,4	-18,6	-12,0
Текући рачун	-10,7	-5,0	-12,3	-6,5

Извор: НБС.

Промена знаковне конвенције

ВРМ 6 предвиђа да и коришћење знака у платном билансу буде у складу с националним рачунима. Приходне и расходне ставке у текућем рачуну приказују се сада с позитивним знаком, а нето вредности се добијају као њихова разлика. Према претходној методологији, расходне ставке су приказиване с предзнаком минус, а нето вредности су се добијале као збир прихода и расхода. У оквиру финансијског рачуна, промена стока је сада од кључног значаја, док је то претходно био правац тока новца који је садржан у трансакцији, па је одлив капитала бележен као негативна, а прилив капитала као позитивна промена. Сагласно методологији ВРМ 6, повећање активе и обавеза приказује се с позитивним, а њихово смањење с негативним предзнаком. Услед тога, негативан салдо означава нето прилив капитала (јер садржи повећање нето иностраних обавеза и/или смањења нето иностраних средстава) и обрнуто, позитиван салдо означава нето одлив капитала (јер садржи повећање нето иностраних средстава и/или смањење нето иностраних обавеза).

Кретања на девизном тржишту и курс динара

Стабилно кретање курса динара према еврџу (у распону између 115,4 и 115,9 динара за еврџ) обележило је Т2. Посматрано крајем периода, динар је у Т2 номинално депрецирао за 0,3% према еврџу, док је на нивоу просека незнатно ојачао (0,2%) у односу на Т1.

Блага депрецијација динара према еврџу и јачање долара према еврџу допринели су да динар крајем Т2 ослаби према долару за 1,1% у односу на крај Т1. Посматрано као просек периода, долар је минимално ослабио према еврџу, што је, уз јачање динара према еврџу, утицало да динар током Т2 апрецира према долару за 0,2%.

У складу с таквим кретањима, номинални ефективни курс динара¹² је у Т2 у просеку ојачао за 0,2%.

За разлику од претходног тромесечја, током већег дела Т2 забележени су умерени апрецијацијски притисци. У великој мери томе су допринели пад

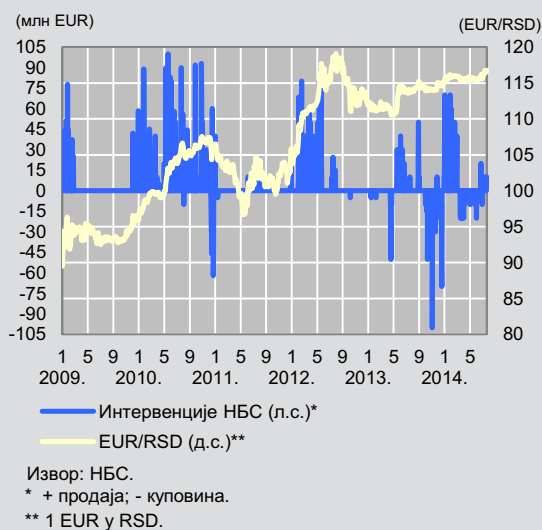
премије ризика и повећано улагање страних инвеститора у државне ХоВ, који су, за разлику од Т1, били нето продавци девиза током Т2. Понуда девиза на домаћем тржишту је повећана и захваљујући повећаном приливу по основу мењачких послова, а делом и по основу СДИ.

И у Т2 је остварен релативно низак дефицит текућег рачуна, који је сличан оном из Т1, тако да је тражња предузећа за девизама тек благо повећана. Истовремено, смањено је и раздуживање резидената према инокредиторима.

Промет на МДТ-у наставио је да се смањује, те је просечан дневни промет (без Народне банке Србије) у Т2 износио 17,7 млн евра. При томе, просечан дневни промет је у мају био на рекордно ниском нивоу (15,7 млн евра). Осцилирање девизног курса, мерено методама *EWMA*¹³ и *EGARCH*¹⁴, благо је повећано током Т2, али је оно и даље на ниском нивоу.

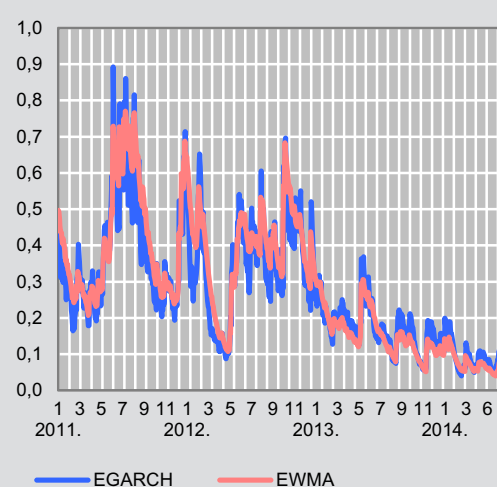
За разлику од претходног тромесечја када је интервенисала продајом девиза, Народна банка Србије је током Т2 интервенисала на страни куповине

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



За разлику од Т1 када је продавала девизе, Народна банка Србије је током Т2 интервенисала куповином девиза.

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



Осецирације курса динара благо су повећане током Т2, али су и даље на ниском нивоу.

¹² Израчунат као геометријски просек номиналних курсева EUR/RSD и USD/RSD, с пондерима 0,8 и 0,2, респективно, тј. према формули $(EUR/RSD^{0,8}) * (USD/RSD^{0,2})$.

¹³ *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.

¹⁴ *EGARCH* (Exponential General Autoregressive Conditional Heteroskedastic) – метод оцено условне варијансе који приказује асиметричан ефекат позитивних и негативних шокова на оцено условне варијансе.

девиза са 170,0 млн евра, при чему су куповине биле најучесталије у првој половини априла.

Народна банка Србије је наставила са организовањем тромесечних и двонедељних девизних своп аукција. На тромесечним своп аукцијама укупно је продала и купила по 11,0 млн евра, а на двонедељним по 20,0 млн евра.

На појаву депрецијацијских притисака у јулу утицало је заоштравање геополитичких тензија, нарочито у вези са кризом у Украјини, али и појава неповољнијих вести у погледу јачине и темпа фискалне консолидације за наредни период. У јулу се нерезиденти на девизном тржишту поново јављају у улози нето купаца. Народна банка Србије је интервенисала на МДТ-у продајом 40 млн евра и куповином 10 млн евра.

Већина валута земаља региона са сличним режимом девизног курса ојачала је у Т2. Највише је апрецирала турска лира (4,0%), која наставља да јача друго тромесечје заредом. Румунски леј је апрецирао за 1,6%, а пољски злот за 0,2%. Вредност чешке круне

готово да није промењена у односу на крај Т1, док је једино мађарска форинта ослабила за 1,0%.

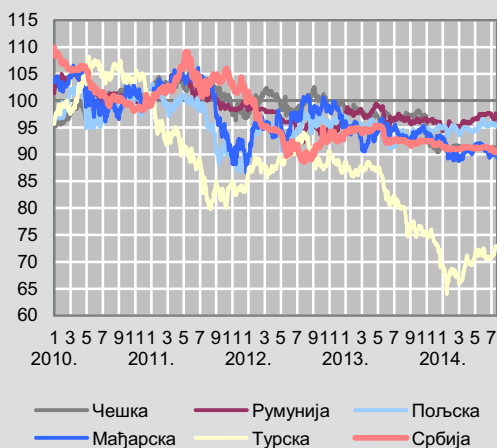
Кретања на берзи

Благ раст индекса Београдске берзе настављен је и током Т2. Крајем јуна индекс најликвиднијих акција *BELEX15* износио је 569,8 индексних поена, или за 1,0% више у односу на његову вредност с краја марта. Готово идентичан раст (0,9%) забележио је општи индекс акција *BELEXline*, који је крајем Т2 износио 1.132,4 индексна поена.

Укупан промет акцијама на Београдској берзи у Т2 је смањен у поређењу с Т1 за 3,6 млрд динара и износио је 2,7 млрд динара. Вредности промета су опадале из месеца у месец, а највиша вредност остварена је у априлу (1,3 млрд динара). Од укупног промета акцијама, 2,2 млрд динара односило се на најликвидније акције, што је двоструко мање него у Т1.

За разлику од претходног тромесечја, страни инвеститори су били нето купци акција током Т2, у

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

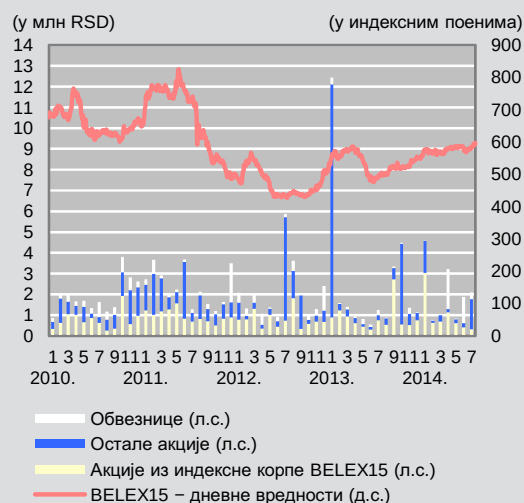


Извор: НБС и веб-сајтови централних банака.

* Раст представља апрецијацију.

Већина посматраних валута региона је јачала током Т2.

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



Извор: Београдска берза.

Вредност индекса Београдске берзе незнатно је повећана током Т2, за разлику од...

укупном износу од 0,4 млрд динара, у највећој мери као резултат нето куповине у априлу. Они су наставили да повећавају своја нето улагања у акције до краја Т2, али у мањим износима од априлског.

У тромесечју када доспева серија обвезница старе девизне штедње, обим трговања овим ХоВ видно се повећава. Тако је укупан промет обвезницама старе девизне штедње у Т2 износио 3,2 млрд динара и резултат је пре свега повећаног трговања обвезницама серија А2014 у априлу и А2015 у јуну. Стопе приноса бележиле су раст током Т2 и на крају јуна су износиле 3,6% за серију А2015 и 3,8% за серију А2016.

Попут претходног тромесечја, инвеститори нису трговали корпоративним обвезницама на Београдској берзи.

Тржишна капитализација Београдске берзе је у Т2 смањена за 31,7 млрд динара и крајем јуна је износила 742,5 млрд динара. При томе, капитализација регулисаног сегмента тржишта смањена је за 35,5 млрд динара, на 402,4 млрд динара, што је у великој мери резултат доспећа обвезница серије А2014 у мају.

Капитализација МТП сегмента¹⁵ повећана је за 3,8 млрд динара, на 340,2 млрд динара. Под утицајем таквих кретања учешће тржишне капитализације у оцењеном БДП-у¹⁶ смањено је за 0,9 п.п., на 20,4% крајем Т2.

Индекси осталих берзи у региону бележили су дивергентна кретања, док су њихове промене биле израженије у односу на индексе Београдске берзе. Највећи раст су остварили индекси на берзама у Љубљани (14,7%) и Букурешту (10,9%). С друге стране, због кризе у банкарском сектору Бугарске прекинут је двогодишњи раст индекса Софијске берзе. Овај индекс је у T2 изгубио 8,1% своје вредности, што је уједно и највећи пад у региону.

Уз раст промета на Београдској берзи, током јула повећане су и вредности индекса, и то *BELEX15* за 4,8% а *BELEXline* за 4,3%. Од берзи региона, једино је већи раст индекса забележен у Подгорици.

2. Новац и кредити

Раст трансакционних депозита, који је био најизразитији код предузећа, утицао је на раст динарских монетарних агрегата током Т2. На м. нивоу, том расту највише доприноси раст средстава на рачунима становништва. Захваљујући новом програму субвенционисаног кредитирања, кредити привреди после дужег времена бележе раст, док је кредитирање становништва настављено уобичајеном динамиком.

Монетарни агрегати

Динарски примарни новац је у Т2 номинално повећан за 3,7%, а реално за 2,8%. Међутим, због пада девизних депозита банака код Народне банке Србије укупан примарни новац је номинално смањен за 2,1%, а реално за 2,9%. Посматрано на мг. нивоу, динарски примарни новац је реално смањен за 0,6%, а укупни примарни новац за 4,9%.

Динарски примарни новац је током Т2 креиран највише по основу куповине девиза Народне банке Србије на МДТ-у (21,9 млрд динара) и девизних



¹⁵ МТП представља тржиште мултилатералне трговачке платформе. Организује га берза и на њему су тренутно листиране акције компанија које не испуњавају услове за листирање на регулисаном тржишту.

¹⁶ Оцењени БДП у последња четири тромесечја.

трансакција платног промета с Косовом и Метохијом (10,0 млрд динара). Један део креиран је и по основу монетизације девизних депозита државе, али је под утицајем раста средстава на динарском рачуну држава деловала у смеру повлачења ликвидности (22,7 млрд динара). Тај раст је великим делом резултат високих пореских прихода које је држава остварила у јуну по основу доспећа коначног обрачуна пореза на добит за 2013, акциза и ПДВ-а.¹⁷ И нешто већа улагања банака у репо ХоВ (за 5,0 млрд динара) деловала су у правцу повлачења ликвидности.

Посматрано према структури динарског примарног новца, највећи раст бележе средства локалних органа власти (4,8 млрд динара), који од почетка године остварују суфицит. Готов новац у оптицају повећан је за 3,8 млрд динара, а износ обрачунате обавезне резерве која се издваја у динарима за 1,2 млрд динара. Слободне резерве банака¹⁸ бележе раст од 1,0 млрд динара, при чему су средстава на жиро рачунима банака смањена за 0,8 млрд динара, а износ преконоћних депозита код Народне банке Србије повећан за 0,7 млрд динара.

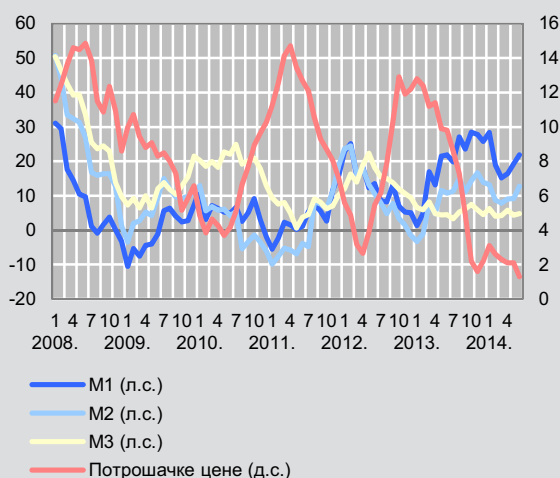
И шири монетарни агрегати бележе раст у Т2. Највећи реални раст забележио је М1 (10,6%), пре свега због раста средстава на трансакционим депозитима. Кретање М1 у потпуности је определило и раст М2 (6,7%), будући да су штедни и орочени депозити

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

	2013.		2014.		Учешће у М3 јун 2014. (у %)
	Септ.	Дец.	Март	Јун	
М3	1,2	2,3	1,9	3,5	100,0
Девизни депозити	-0,8	-1,5	0,4	0,2	68,1
М2	5,9	11,5	5,4	11,3	31,9
Динарски орочени и штедни депозити	-13,4	-9,4	-7,9	-6,8	8,9
М1	17,8	23,1	12,6	20,4	23,0
Депозити по виђењу	30,8	31,3	15,7	28,5	16,4
Готов новац у оптицају	-3,2	8,4	6,3	4,0	6,6

Извор: НБС.

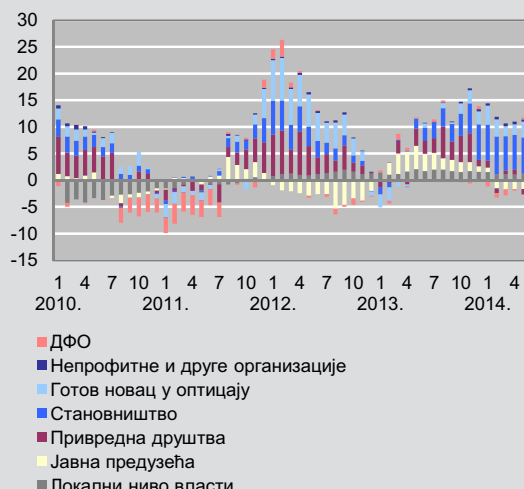
Графикон IV.2.1. Монетарни агрегати и
потрошачке цене
(мг. стопе, у %)



Извор: РЗС и НБС.

Раст трансакционих депозита највише је утицао на убрзање мг. раста М1 током Т2.

Графикон IV.2.2. Доприноси мг. расту М2,
секторска структура
(у п.п.)



Извор: НБС.

Током Т2 сектор становништва је највише допринио мг. расту М2, подједнако по основу раста трансакционих и штедних депозита.

¹⁷ Високи приходи по основу пореза на добит остварени су захваљујући расту економске активности у 2013. години, али и због повећања пореске стопе са 10% на 15%. Акцизни приходи повећани су због сезонског гомилања цигарета у периоду пред редовно јулско усклађивање акциза, поштрене контроле промета нафтних деривата, почетка сетве и повећања транзитног

саобраћаја. Већи износ наплаћен по основу ПДВ-а резултат је високог увозног ПДВ-а, као и пребацивања дела повраћаја овог пореза из јуна у јул.

¹⁸ Обухватају средства на жиро рачунима банака, готовину у благајни и преконоћне депозите банака код Народне банке Србије.

бележили пад. Најмањи раст (2,1%) остварио је најшири агрегат М3. Раст новчане масе, у условима рекордно ниске мг. инфлације, деловао је на убрзање реалног мг. раста монетарних агрегата током Т2. Тако је у јуну М1 био реално већи за 20,4% у односу на исти период претходне године, а М2 и М3 за 11,3% и 3,5%, респективно. Након дужег времена, раст кредитне активности је у Т2 утицао на раст М3, а у истом смеру деловала је и куповина државних ХоВ од стране банака.

Посматрано по компонентама новчане масе М3, највећи раст остварила су средства на депозитима по виђењу (37,3 млрд динара), првенствено на рачунима предузећа, и то оних из сектора прерађивачке индустрије, рударства, трговине и саобраћаја. Средства предузећа на динарским депозитима дужих рочности готово да нису промењена у односу на крај Т1, али је, посматрано у дужем периоду, тенденција измене рочне структуре депозита предузећа у корист краћих рочности и даље видљива. Тако су у односу на период пре годину дана трансакциони депозити предузећа у јуну повећани за 34,2 млрд динара, док су штедни и орочени депозити смањени за 21,4 млрд динара. Измена рочности уочена је код већине сектора, са изузетком предузећа из делатности снабдевања електричном енергијом, гасом, паром и климатизације и делатности трговине, где је евидентан мг. раст средстава на текућим рачунима (12,5 и 11,2 млрд динара, респективно), док су штедни депозити готово непромењени.

Знатнији раст у Т2 бележе и средства на трансакционим рачунима ДФО, али су истовремено ове организације држале мањи износ средстава на штедним и ороченим динарским депозитима, што је највише утицало на пад ове категорије депозита (2,2 млрд динара). Раст средстава је остварен и на текућим рачунима грађана.

У условима ниске мг. инфлације, али и повољнијег пореског третмана динарска штедња становништва наставила је да расте. Она је у Т2 повећана за додатних 3,0 млрд динара, чиме је њен раст од почетка године достигао 5,7 млрд динара. У мају је доспела нова серија обвезница старе девизне штедње. То доспеће није се у потпуности прелило на раст девизне штедње становништва, која је у Т2 повећана за 71,6 млн евра, док је грађанима по основу доспелих

обвезница старе девизне штедње у истом периоду исплаћено 124,4 млн евра.

Кредити

Након што је шест узастопних тромесечја бележила пад, кредитна активност је у Т2, искључујући ефекат промене девизног курса, остварила раст од 2,2%. За разлику од претходних тромесечја, повећани су и кредити привреди захваљујући обезбеђењу новог пакета субвенционисаних кредита. Учешће домаћих кредита у оцењеном БДП-у¹⁹ у јуну је износило 49,0%, што је за 0,8 п.п. више него у марту.

Нови програм субвенционисаног кредитирања привреде допринео је и успоравању мг. пада домаћих кредита са 7,9% у марту на 4,7% у јуну.

Када је реч о изворима финансирања, банке су се у Т2 у највећој мери ослањале на динарске депозите привреде и становништва, а у нешто мањој и на девизне. Такође, држале су мањи износ средстава на девизним рачунима код Народне банке Србије. С друге стране, наставиле су да пласирају део средстава у неризичне ХоВ (репо и државне ХоВ). У Т2 банке нису користиле иностране изворе за кредитну активност, јер су повећале своја потраживања од иностранства и истовремено смањиле кредитне обавезе према иностранству.

Уколико се искључи ефекат промене курса, кредити привреди су током Т2 повећани за 12,1 млрд динара, или 2,3%. Раст је остварен током јуна када су банке почеле да одобравају субвенционисане кредите намењене одржавању ликвидности и финансирању трајних обртних средстава.²⁰ У јуну је реализовано 28,1 млрд динара ових кредита, уз занемарљиво учешће кредита намењених рефинансирању. С друге стране, банке су наставиле да уступају доспела потраживања лицима ван финансијског сектора (4,8 млрд динара у Т2), што је, уз доспеће раније одобрених субвенционисаних кредита, умањило износ потраживања по основу кредита.

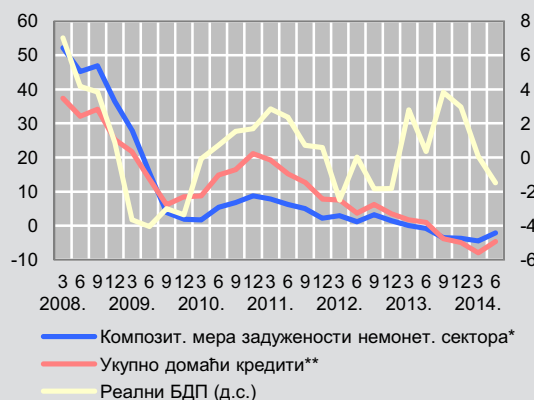
Резултати јулске анкете Народне банке Србије о кредитној активности банака²¹ указују да су банке под утицајем процењених ризика у погледу могућности наплате потраживања, очекивања у погледу опште економске активности и наплативости колатерала у

¹⁹ Оцењени БДП у последња четири тромесечја.

²⁰ Видети Осврт бр. 2, стр. 30.

²¹ Поменути анкету Народна банка Србије спроводи од почетка 2014. године. Учешће у анкети је добровољно, а одзив је готово 100%.

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



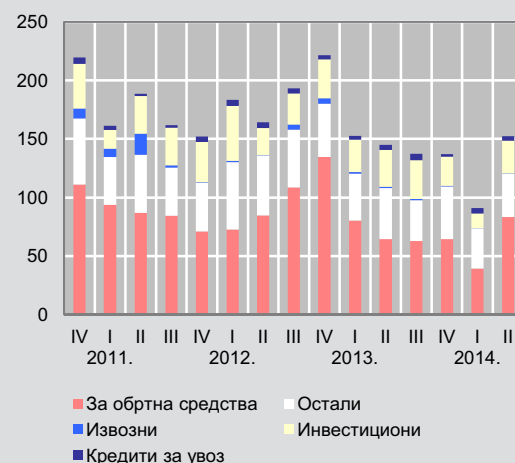
Извор: НБС и РЗС.

* Као показатељ укупног задуживања, обухвата домаће кредитирање приватног сектора, јавних предузећа и локалних нивоа власти, као и директно задуживање предузећа у иностранству.

** Искључен ефекат промене девизног курса.

Међугодишњи пад кредита је успорен у Т2 под утицајем новог програма субвенционисаних кредита.

Графикон IV.2.4. Структура новоодобрених кредита привреди (у млрд RSD)



Извор: НБС.

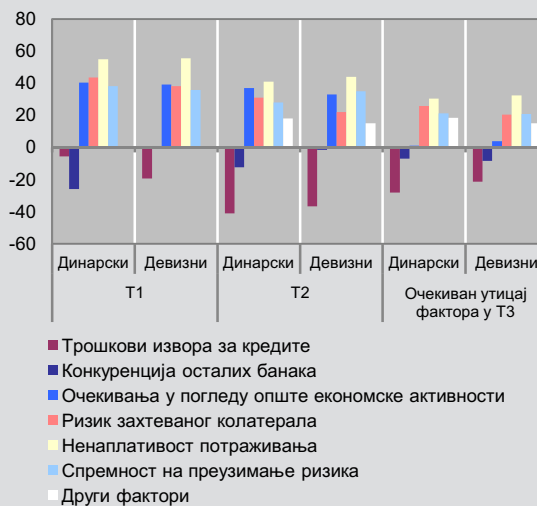
Раст новоодобрених кредита остварен је захваљујући повећаном одобравању кредита за обртна средства.

Т2 додатно пооштриле кредитне стандарде привреди. У Т3 се не очекује даља промена стандарда. Насупрот Т1, у Т2 је повећана тражња за кредитима, пре свега малих и средњих предузећа. Потреба реструктурирања дугова која се намеће у условима неликвидности привреде и отежане наплате потраживања, као и финансирање обртних средстава, највише су утицали на овај раст тражње. Ти фактори би, поред новог програма субвенционисаних кредита, требало да буду и главни покретачи очекиваног раста тражње у Т3.

У складу с оценама изнетим у анкети, банке су у Т2 највише одобравале кредите за обртна средства и остале кредите, а повећано је и одобравање инвестиционих кредита.

И кредити становништву су у Т2 повећани за 13,0 млрд динара, или за 2,6% (без ефекта промене курса). Банке су највише одобравале готовинске кредите, док су стамбени и потрошачки кредити одобрени у сличном износу као у Т1. При томе, мањи део стамбених кредита (1,3 млрд динара) односи се на субвенционисани сегмент. Од скупљих категорија кредита, грађани су у нешто мањој мери користили

Графикон IV.2.5. Утицај фактора на кредитне стандарде у одобравању кредита привреди (у нето процентима)



Извор: НБС.

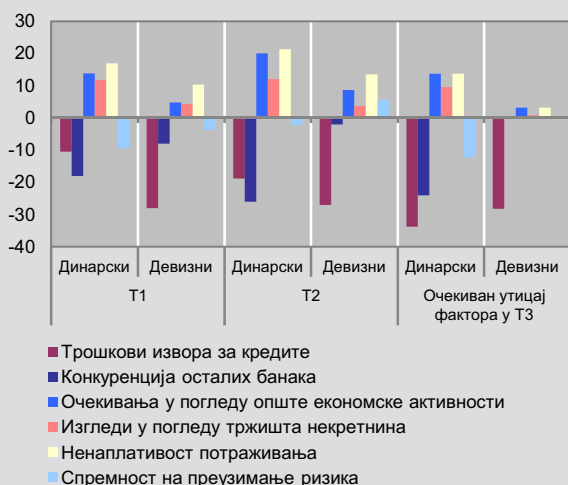
* Позитивна вредност = допринос пооштравању, негативна = допринос ублажавању.

И поред пада трошкова извора финансирања и позитивног утицаја конкуренције, повећана перцепција ризика утицала је на пооштравање кредитних стандарда привреди у Т2.

задуживање по кредитним картицама и револвинг кредите, док је задуживање по текућим рачунима на сличном нивоу као у Т1.

Према јулској анкети о кредитној активности, раст кредита становништву резултат је додатног

Графикон IV.2.6. Утицај фактора на кредитне стандарде у одобравању кредита становништву (у нето процентима)



Извор: НБС.

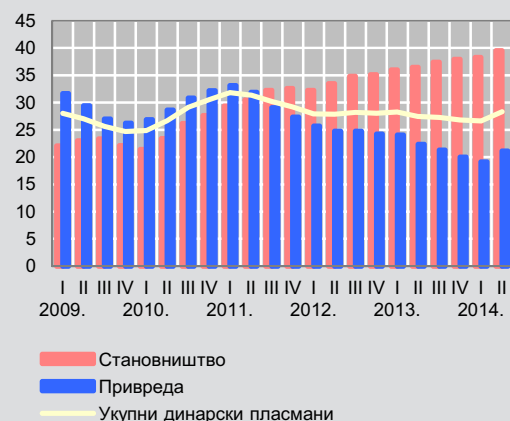
* Позитивна вредност = допринос поштравању, негативна = допринос ублажавању.

Смањење трошкова извора финансирања и утицај конкуренције пресудно су утицали на ублажавање кредитних стандарда становништву у Т2, а њихово позитивно дејство се очекује и у Т3.

ублажавања стандарда, али и раста тражње за кредитима. При томе, банке су ублажиле стандарде за најтраженије динарске кредите – готовинске кредите и кредите за рефинансирање, док су стандарди за девизне додатно пооштрени. Стандарди су ублажени по основу смањења трошкова извора финансирања и конкуренције других банака, док је перцепција ризика повећана. Каматне марже на динарске кредите су смањене, а банке су нудиле и повољније рокове отплате уз додатно снижене пратеће трошкове. Раст тражње је регистрован код већег броја банака него у анкети из априла. Тражња становништва била је вођена пре свега потребом рефинансирања постојећих обавеза, док је неповољна ситуација на тржишту рада негативно утицала на одлуке грађана да се задужују.

Учешће динарских пласмана у укупним пласманима привреди и становништву повећано је за 1,7 п.п. у односу на март и у јуну је износило 28,3%. На тај раст утицао је пре свега почетак новог програма субвенционисаног кредитирања привреде, при чему је учешће динарских пласмана привреди повећано за 2,0 п.п., на 21,1%. Грађани настављају да се све више задужују у динарима и у Т2 је учешће динарских пласмана у новим пласманима становништву износило скоро 72%. Тиме је и учешће динарских пласмана у укупним пласманима становништву повећано за додатна 1,2 п.п., на 39,5% у јуну.

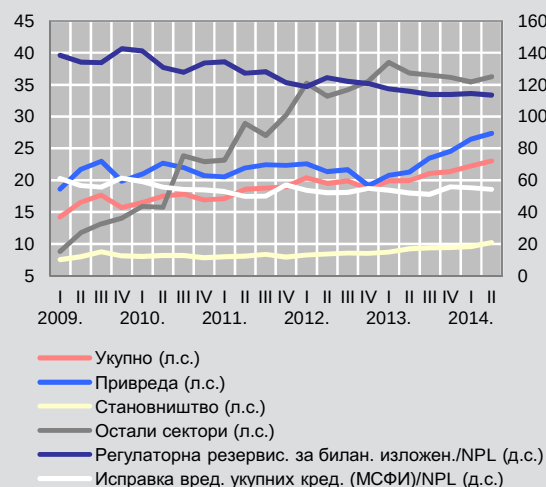
Графикон IV.2.7. Учешће динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву (у %)



Извор: НБС.

Након дужег пада, динаризација пласмана привреди је повећана у Т2 захваљујући субвенционисаним кредитима.

Графикон IV.2.8. Учешће NPL у укупним кредитима, бруто принцип (у %)



Извор: НБС.

Програм субвенционисаних кредита допринео је успоравању раста NPL током Т2.

Један од фактора који ограничава бржи раст кредитне активности је релативно висок ниво *NPL*. Учешће *NPL* у укупним кредитима, рачунато по бруто принципу, у Т2 је повећано за додатних 0,8 п.п. и у јуну је износило 23,0%. При томе, учешће *NPL* код привреде је повећано за 0,9 п.п., на 27,4%, а код становништва за 0,6 п.п., на 10,2%. Међутим, 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 јуну је износила 54,4% *NPL*, а регулаторна резервисања за билансну изложеност и даље у потпуности покривају износ бруто *NPL* и у јуну су износила 113,5%.

Осврт 2: Ефекти новог програма субвенционисаних кредита привреди

У светлу најављиване фискалне консолидације, почетком 2014. године није било очекивања у погледу покретања неког новог програма субвенционисаног кредитирања привреде. Такође, први пут после неколико година није било предвиђено ни одобравање нових стамбених кредита уз субвенцију државе. Међутим, имајући у виду лошу ситуацију у привреди, растућу неликвидност и отежану наплату потраживања, Влада је у мају донела одлуку о започињању новог програма кредитне подршке привреди уз субвенцију државе одобравањем кредита за одржавање ликвидности и финансирање трајних обртних средстава. Кредити се одобравају у динарима (без примене валутне клаузуле), уз годишњу каматну стопу од 5,45%, док држава субвенционише камату у износу од 5%, с роком доспећа до 18 месеци и почеком до шест месеци. Највише 15% укупно одобрених кредита које је банка одобрила у оквиру овог програма може бити коришћено за рефинансирање кредита код те банке. Такође, ограничен је и износ кредита који се одобравају великим предузећима на 20% укупно одобрених кредита. Према последњим подацима Фонда за развој Републике Србије, до краја јула је укупно реализовано 59,1 млрд динара ових кредита. Процене су да би банке могле да одобре око 140 млрд динара ових кредита, што би значило да, ако се одобравање настави овом динамиком, програм може да потраје још неколико месеци.

Позитивни ефекти овог програма били су видљиви већ у јуну, када је и почело одобравање ових кредита. Тако су, први пут после дужег времена (шест тромесечја), домаћи кредити у Т2 остварили раст, који је, искључујући ефекат промене курса, износио 2,2%. Истовремено, њихов м.г. пад, који је присутан од средине прошле године, у јуну је успорен на 4,7%, док је, на пример, тај пад у мају износио 7,1%, а у марту 7,9%. Према јулској анкети о кредитној активности, и банке очекују позитиван допринос овог програма кредитној активности.

Битну новину и велики помак у односу на раније програме представља то што се кредити одобравају искључиво у динарима, без примене валутне клаузуле. То је утицало на знатно повећање учешћа динарских кредита привреди, која до сада, за разлику од становништва, није показивала већу склоност ка чисто динарском задуживању. О томе сведочи и износ новоодобрених динарских кредита привреди у јуну (37,2 млрд динара), који је био скоро седам пута већи него у мају, при чему се око 75% односило на субвенционисане кредите. Дакле, директно под утицајем овог програма, скоро половина (47,5%) укупних новоодобрених кредита привреди у јуну је била у динарима. То је и утицало да учешће динарских пласмана у укупним пласманима привреди у јуну буде повећано први пут после више од годину дана, и то за 2,5 п.п. у односу на мај, на 21,1%. Раст задужења у домаћој валути доприноси смањењу изложеност привреде девизном ризику и повећава њену отпорност на евентуалне промене девизног курса.

Графикон О.2.1. Кредитна активност и програми субвенционисаних кредита
(м.г. стопе раста, у %)



Извор: НБС.

* Искључен ефекат промене девизног курса.

Ови кредити допринели су и даљем појефтињењу динарског кредитирања привреде. Иако је тренд смањења каматних стопа на динарске кредите присутан већ неко време, овај програм је дао додатни подстицај том паду. Тако је само у јуну просечна цена динарских кредита привреди смањена за 1,6 п.п., на 10,3%.

Програм је усмерен пре свега на мала и средња предузећа, будући да је ограничен износ ових кредита који банка може да одобри великим предузећима. Такође, програм предност даје новим пројектима с обзиром на ограничење износа кредита који се могу користити за рефинансирање постојећих обавеза код исте банке. Како су мала и средња предузећа означена као носиоци привредног раста, могу се очекивати позитивни ефекти на опоравак економске активности.

На мг. пад кредитне активности у претходној години дана утицало је и доспеће субвенционисаних кредита одобрених у Т4 2012. (1,1 млрд евра) и Т1 2013. (314 млн евра), пошто њихово доспеће није у потпуности компензовано новим комерцијалним кредитима. Имајући то у виду, сматрамо да би пожељна била одређена излазна стратегија у смислу додатног програма с постепеним смањењем износа субвенције. Иако такав програм значи додатни трошак буџета, ценимо да је он мањи од позитивног ефекта које би такав програм имао на економску активност, а тиме и на повећање буџетских прихода.

3. Тржиште непокретности

Ситуација на тржишту непокретности није знатније промењена у односу на Т1. Цене непокретности додатно су опале, док је повећање броја прометованих непокретности било знатно мање од сезонски уобичајеног.

Вредност индекса *DOMex*²² у Т2 смањена је за додатних 1,0% у односу на претходно тромесечје, а у односу на исти период претходне године за 7,6%. Број прометованих непокретности²³ благо је повећан, на 1.443. Међутим, то повећање (6,8%) знатно је ниже од сезонски уобичајеног раста у Т2. Слична динамика остварена је на тржишту у Београду.

Настављен је и пад цена некретнина, које су у Т2 у просеку износиле 882,5 евра по квадратном метру. Као што су и најавиле у априлској анкети Народне банке Србије о кредитној активности, банке су током Т2 додатно поштриле кредитне стандарде за стамбене кредите. Иако се, према резултатима јулске анкете, не очекује промена тих стандарда у Т3, с

обзиром на најављено смањење зарада у јавном сектору током ове године не би требало да порасте тражња за некретностима.

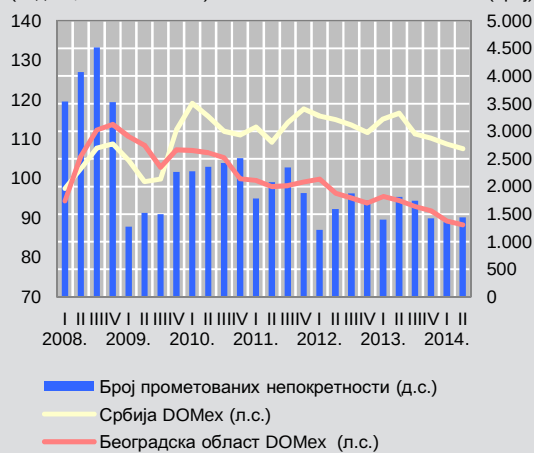
Имајући у виду неповољно стање у грађевинарству, у овој години не може се очекивати већи раст понуде нових станова. Број издатих грађевинских дозвола за зграде је у Т2 био мањи за 2,4% дсз.²⁴ у односу на Т1, а за трећину у односу на преткризни ниво²⁵. Предузећа из ове делатности све теже долазе до нових кредита и све теже отплаћују доспеле обавезе. То потврђује и чињеница да више од половине кредита одобрених овим предузећима има статус проблематичног, уз тенденцију даљег повећања овог учешћа. Полазећи од претходног, Влада је најавила доношење новог пакета мера усмерених на превазилажење кризе у грађевинарству.

У протеклом периоду унапређени су услови пословања у области грађевинарства, што је један од предуслова побољшања ситуације на тржишту некретнина. Тако нови Закон о планирању и изградњи, чије се усвајање очекује ускоро, између

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

(индекс, П1 2008 = 100)

(број)

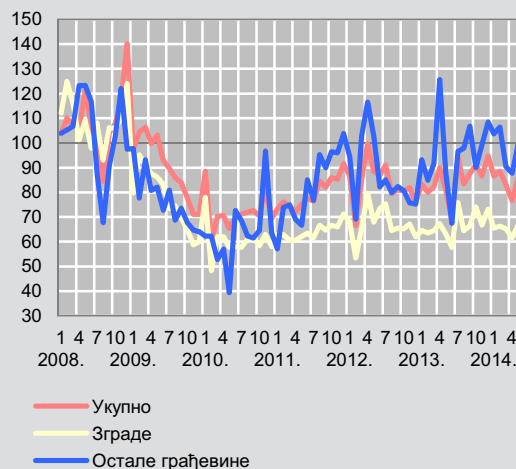


Извор: НКОСК.

Цене некретнина додатно су смањене, док је промет благо повећан у T2.

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

(Дсз. Подаци, III 2008 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Број издатих грађевинских дозвола током априла и маја смањен је у односу на Т1.

²² 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.

Иако поменути индекс не обухвата трансакције купопродаје некретнина финансиране сопственим средствима или неосигураним кредитима, имајући у

виду високу незапосленost, пад зарада и ниску кредитну активност, сматрамо да кретања на укупном тржишту некретнина прате кретања индекса *DOMex*.

²³ И број прометованих непокретности, као и цена стана по метру квадратном, такође односе се само на некретнине чија је куповина финансирана осигураним кредитима.

²⁴ Април и мај.

²⁵ Ниво из П1 2008.

осталог предвиђа и електронско издавање грађевинских дозвола. Тиме ће се издавање дозвола знатно убрзати, што је иначе област у којој се Србија најлошије котира на ранг-листи последњег Извештаја о условима пословања Светске банке²⁶ (182. место). Такође, донети су нови прописи којима се додатно регулише област продаје и закупа непокретности. Очекује се да ће применом нових правилника, који су ступили на снагу крајем јула, бити побољшан квалитет услуга и повећана конкурентност посредника на овом тржишту.

4. Агрегатна тражња

Агрегатна тражња је у Т2 смањена, уз негативан допринос нето извоза узрокован повећаним увозом енергената и мањим извозом прерађивачке индустрије. С друге стране, раст домаће тражње позитивно је допринео кретању агрегатне тражње. Пад укупне тражње забележен је и на мг. нивоу, уз наставак позитивног доприноса нето извоза и негативног доприноса приватних инвестиција.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Напомена: Т2 2014. је процена НБС.

Након пет тромесечја раста, агрегатна тражња је у Т2 забележила мг. пад.

У 2014. очекује се пад укупне тражње, при чему ће се негативни ефекти поплава одразити на нето извоз, док би санација штета требало да допринесе повећању инвестиција. Додатне мере фискалне консолидације утицаће да финална потрошња на нивоу године буде у паду.

Према нашој процени, агрегатна тражња је у Т2 смањена за 1,1% дсз., при чему, за разлику од претходног периода, позитиван допринос потиче од домаће (0,5 п.п.), а негативан од нето екстерне тражње (1,5 п.п.). Приватна потрошња и државне инвестиције порасле су у Т2, док су потрошња државе и приватне инвестиције смањене. С друге стране, раст увоза енергената и смањен извоз прерађивачке индустрије утицали су на негативан допринос нето извоза агрегатној тражњи.

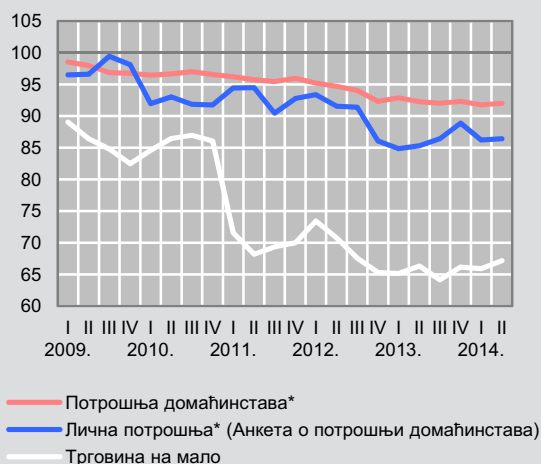
Агрегатна тражња је, након пет тромесечја раста, у Т2 смањена и на мг. нивоу (1,1%). Приватне инвестиције и потрошња државе, које су у Т2 наставиле пад, утицале су на негативан допринос домаће тражње (2,9 п.п.), док је бржи мг. раст извоза од увоза водио позитивном доприносу нето извоза (1,8 п.п.).

На нивоу године, према нашој процени, очекује се пад агрегатне тражње, који ће у највећој мери бити последица смањеног позитивног доприноса нето извоза. С друге стране, мањи негативан допринос даће домаћа тражња, пре свега због очекиваног раста инвестиција потребних за санацију штета од поплава. Очекујемо да ће спровођење додатних мера фискалне консолидације имати утицај на наставак пада финалне потрошње домаћинства и државе.

Домаћа тражња

Приватна потрошња је у Т2, према нашој процени, благо повећана (0,3% дсз.), што се одразило и на њен мг. раст од 0,2%. Такво кретање потврђује и промет у трговини на мало, који је у Т2 порастао 1,9% дсз., а раст су забележили поштанске и телекомуникационе активности. С друге стране, смањен је увоз потрошних добара, обим услуга у путничком саобраћају и број ноћења туриста.

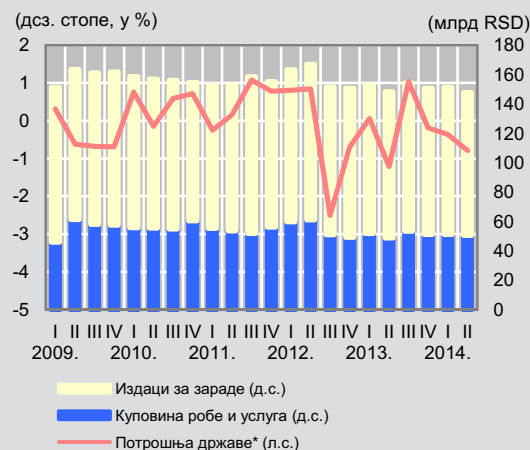
²⁶ Doing Business 2014: Understanding Regulations for Small and Medium-Size Enterprises, октобар 2013.

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

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС за Т2 2014.

Опоравак промета у трговини на мало указује на благ раст потрошње домаћинства у Т2.

Графикон IV.4.3. Потрошња државе
(реални износи)

Извор: РЗС, Министарство финансија и прерачун НБС.

* Процена НБС за Т2 2014.

На наставак пада државне потрошње у Т2 утицало је смањење издатака за зараде и расхода за куповину робе и услуга.

Реална маса зарада, као главни извор потрошње, повећана је у Т2, као и прилив дознака из иностранства, док су исплате социјалних трансфера смањене. Повећано задуживање становништва и доспеће обвезница старе девизне штедне које није у целости положено на нову штедњу такође казују да су у Т2 постојали додатни извори за финансирање потрошње домаћинства.

Негативан допринос агрегатној тражњи у Т2 потиче од **приватних инвестиција** у фиксне фондове, које су смањене 4,7% дсз. На то указује кретање индикатора у грађевинарству – пад броја издатих грађевинских дозвола и производње грађевинског материјала, као и снажан пад домаће производње машина и опреме. С друге стране, током Т2 је повећан увоз средстава за рад, као и обим новоодобрених кредита за инвестиције.

Међугодишње посматрано, у Т2 је настављен пад приватних инвестиција, који је, као и у Т1, у највећој мери последица смањених залиха у аутомобилској и нафтној индустрији, као и залиха пољопривредних производа, који су у великој мери извезени. До краја године очекује се раст инвестиција по основу отклањања штета на грађевинским објектима и замене опреме.

Према нашој процени, у Т2 је настављен пад **државне потрошње** (0,8% дсз.), уз негативан допринос укупној тражњи од 0,2 п.п. На то указује кретање

Табела IV.4.1. Индикатори кретања инвестиција

	2013.			2014.	
	II	III	IV	I	II
Реални показатељи (дсз. подаци, тромесечни раст, у %)					
Ефективни часови рада у грађевинарству	-9,0	-0,5	-1,4	6,4	-0,1*
Залихе индустијских производа	0,6	-1,3	3,3	1,5	0,7
Индустијска производња капиталних производа (физички обим)	8,3	12,1	-2,4	-9,6	-2,0
Извоз средстава за рад**	-7,8	15,5	-7,2	21,1	-7,2
Увоз средстава за рад**	-4,1	-2,7	1,7	-5,2	1,8
Залихе капиталних производа	-1,5	-2,7	-2,6	-10,3	0,4
Индустијска производња интермедијарних производа (физички обим)	3,7	4,2	1,5	-4,0	-6,4
Извоз интермедијарних производа**	4,6	4,9	0,2	1,1	-0,8
Увоз интермедијарних производа**	-3,8	-0,8	-0,7	2,3	-5,1
Залихе интермедијарних производа	2,2	4,7	1,4	2,8	2,4
Индустијска производња грађевинског материјала (физички обим)	1,9	-0,6	-3,5	10,1	-9,6
Залихе грађевинског материјала	6,6	-2,5	-6,6	4,7	-1,4
Инвестиције државе***	-5,2	2,9	-5,7	13,5	5,6

* Процена РЗС.

** Извоз и увоз су изражени у еврима.

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

трошкова рада у јавном сектору и расхода за набавку робе и услуга, који су смањени у Т2. Потрошња државе у Т2 била је нижа и на мг. нивоу (0,3%), а очекиване додатне мере фискалне консолидације утицаће да она и у П2 настави да пада.

За разлику од потрошње, **инвестиције државе** у Т2 настављају започети раст с почетка године и на тромесечном (5,6% дсз.) и на мг. нивоу (42,5%). Као и у случају приватних инвестиција, очекује се да ће и инвестиције државе до краја године расти по основу санације инфраструктуре и набавке опреме у рударству и енергетици. Ипак, динамика тог раста зависиће од могућности финансирања и способности да се финансијска средства која је одобрила међународна заједница у најкраћем року употребе за санацију штета.

Нето екстерна тражња

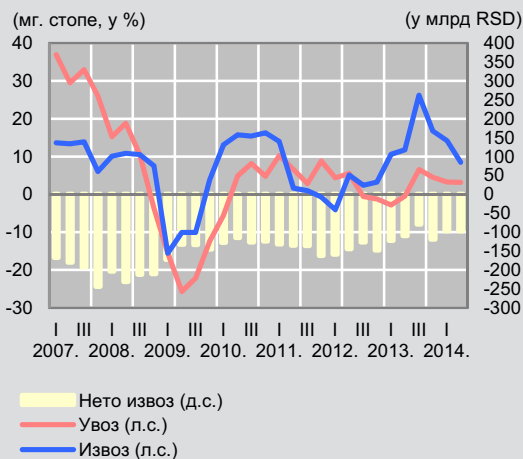
Раст реалног увоза робе и услуга у Т2 од 1,9% дсз. у највећој мери је последица повећаног увоза енергената. С друге стране, реалан извоз робе и услуга је у Т2, за разлику од Т1, смањен за 1,0% дсз., што би у великој мери могло бити објашњено смањеном индустријском активношћу након поплава.

Успоравање реалног раста извоза робе и услуга настављено је на мг. нивоу на 8,4% у Т2. Ипак, мг. раст извоза робе и услуга и даље надмашује раст њиховог увоза (3,2%), тако да је нето извоз и у Т2, мг. посматрано, наставио позитивно да доприноси укупној тражњи.

Пад извоза и раст увоза одразио се и на кретање индикатора спољне позиције, који су у Т2 у односу на претходно тромесечје благо погоршани. Ипак, покривеност увоза извозом робе повећана је у Т2 за 0,8 п.п., на 74,9²⁷ у јуну. Робни извоз је у јуну био 46,2% изнад преткризног нивоа²⁸, а увоз 6,2% испод тог нивоа.

У периоду од претходног Извештаја о инфлацији промењена је методологија статистике платног биланса²⁹. Дефицит текућег рачуна за претходни период коригован је навише у односу на раније

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



Током Т2 настављен је бржи раст извоза од увоза на мг. нивоу.

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



На раст увоза робе у Т2 утицало је повећање увоза производних добара, док је увоз потрошне робе смањен.

²⁷ 12-месечни покретни просек.

²⁸ Ниво из П1 2008.

²⁹ Видети Осврт бр. 1, стр. 19.

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



Извор: Европска комисија, РЗС и НБС.

* Без аутомобилске индустрије.

Позитивне перцепције економских изгледа код наших трговинских партнера подстицајно делују на екстерну тражњу у Србије.

објављене податке. Ипак, мерено и према новој методологији, спољна неравнотежа ће у 2014. наставити да се смањује, а према нашој процени, дефицит текућег рачуна износиће 5,9% БДП-а, наспрам 6,5% у претходној години.

Током Т2 благо је побољшана екстерна ценовна конкурентност Србије. И поред благе апрецијације номиналног ефективног курса³⁰, бржи раст страних у односу на домаће цене утицао је да реални ефективни курс динара у Т2 депрецира 0,2%. Такође, водећи индикатор екстерне тражње Србије³¹ се и у Т2 кретао изнад свог дугорочног нивоа, што указује да се и у наредном периоду може очекивати наставак раста домаћег извоза.

Робни извоз изражен у еврима је у Т2 био нижи 1,6% дсз., као последица смањене активности у прерађивачкој индустрији. Извоз аутомобилске и нафтне индустрије, који је у претходном периоду највише доприносио расту извоза, у Т2 је благо опао. Такође, и друге области прерађивачке индустрије које заузимају значајно учешће у извозу забележиле су пад

производње, због чега је и смањен извоз хемијских производа, електричне опреме, машина и основних метала. С друге стране, раст је забележен у извозу одевних предмета, производа од метала и фармацеутских производа.

Извоз пољопривредних производа је у Т2, након два тромесечја пада, порастао 5,7% дсз. Извоз пшенице је наставио да се креће сличном динамиком као у претходном тромесечју, док је, посматрано на нивоу меркантилне године³², остварен историјски рекорд са извезених 1,1 млн тона. У Т2 је повећан извоз кукуруза за преко 30% у односу на Т1, а од почетка меркантилне године, октобра 2013, до јуна 2014. извезено је 1,6 млн тона кукуруза.

Увоз робе изражен у еврима је, након пада у Т1, повећан у Т2 за 4,4% дсз. За разлику од Т1, порастао је увоз производних добара — опреме (1,8% дсз.) и средстава за репродукцију (0,5% дсз.), док је увоз потрошних добара смањен за 1,8% дсз.

5. Економска активност

Пад активности у пољопривреди и индустрији услед поплава одразио се и на пад БДП-а у Т2 од 1,1%, посматрано и на тромесечном и на мз. нивоу. Поплаве су утицале и на ревизију годишњег раста БДП-а, који ће, према нашој процени, износити -0,5% у 2014. Негативни ефекти поплава ипак су ограничени на кратак рок, док се у средњем и дугом року очекују позитивни ефекти, пре свега по основу раста инвестиција.

Поплаве које су у мају погодили Србију утицале су и на пад економске активности, која је, према нашој процени, у Т2 смањена за 1,1% дсз. Највећу директну штету претрпели су сектори снабдевања електричном енергијом, гасом и паром и сектор рударства, који су појединачно дали и највећи негативан допринос са 0,5 п.п. и 0,2 п.п., респективно. Поред тога, знатан пад активности забележен је и у пољопривреди, прерађивачкој индустрији и грађевинарству. С друге стране, позитиван допринос потиче од сектора информисања и комуникација.

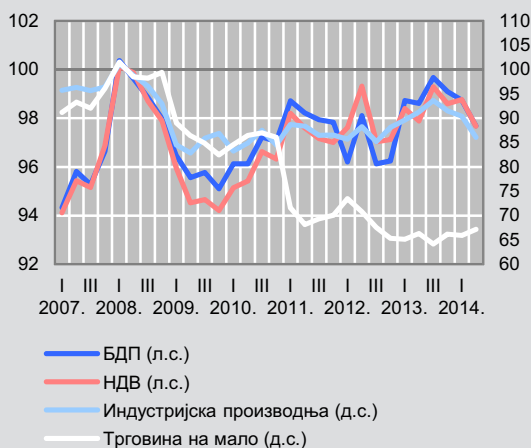
³⁰ Израчунат као геометријски просек номиналних курсева EUR/RSD и USD/RSD, с пондерима 0,8 и 0,2, респективно, тј. према формули $(EUR/RSD^{0,8}) * (USD/RSD^{0,2})$.

³¹ 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.

³² Јул 2013 – јун 2014. за пшеницу.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Пад индустријске производње услед поплава обележио је кретање економске активности у Т2.

Наставак пада економске активности у Т2 утицао је да се она, мерено БДП-ом, нађе 2,3% испод свог преткризног нивоа³³. Према нашој процени, економска активност, мерена НДВ-ом, у Т2 је смањена 1,1% и кретала се 2,3% испод преткризног нивоа.

Повољна кретања индустријске производње у прва четири месеца³⁴ прекинута су мајским поплавама³⁵. Физички обим индустријске производње је у Т2 смањен за 3,6% дсз., уз пад у области снабдевања електричном енергијом од 14,6% дсз. и рударства од 12,0% дсз. Најмању штету од поплава претрпела је прерађивачка индустрија, чији је физички обим у Т2 смањен 1,7% дсз.

Раст прерађивачке индустрије у прва четири месеца био је вођен производњом моторних возила, нафтних деривата и прехранбених производа. Након тога, у мају је због поплава забележен пад производње у већини области, који је настављен и у јуну. На нивоу тромесечја, највиши раст физичког обима остварен је у производњи нафтних деривата, фармацеутској и

Графикон IV.5.2. Физички обим производње по гранама прерађивачке индустрије (дсз. подаци, П1 2008 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Смањење физичког обима производње забележено је у већини сектора прерађивачке индустрије.

дуванској индустрији, док су у мањој мери порасле и производња рачунара, папира и одеће. С друге стране, производња хране и пића и производа од метала највише су допринеле паду физичког обима прерађивачке индустрије. Пад физичког обима забележен је и у другим областима прерађивачке индустрије са извозним асортиманом (хемијски производи, електрична опрема, машине, гума и пластика), што може објаснити и смањење робног извоза у Т2.

Повољна кретања у грађевинарству из Т1 нису настављена у Т2, тако да је овај сектор, према нашој процени, забележио пад од 5,9% дсз. На смањену активност указују пад производње грађевинског материјала³⁶ (9,6% дсз.) и број издатих грађевинских дозвола, који у Т2 наставља дсз. пад.

Поједини сектори услуга нису били директно погођени поплавама, па су тако информисање и комуникације и финансијске делатности биле међу ретким привредним областима које су у Т2 оствариле раст активности, док је активност у трговини

³³ Ниво из П1 2008.

³⁴ Раст прерађивачке индустрије од 2,4% дсз. и укупне индустријске производње од 2,1% дсз.

³⁵ Видети Осврт бр. 3, стр. 40.

³⁶ Производњу грађевинског материјала процењујемо на бази физичког обима производње производа од неметалних минерала.

Графикон IV.5.3. Доприноси м. стопи раста БДП-а – производна страна (у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Негативни ефекти поплава на пољопривреду и индустрију утицали су и на м. пад БДП-а у Т2.

стагнирала. Промет у трговини на мало је у Т2 порастао 1,9% дсз., али је и даље био за трећину нижи од преткризног нивоа.

Посматрано на м. нивоу, пад БДП-а је у Т2, према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, износио 1,1%. Највећи негативан допринос дале су индустрија (0,8 п.п.) и пољопривреда (0,5 п.п.), док је сектор информисања и комуникација позитивно допринео са 0,4 п.п.

Међугодишње посматрано, физички обим индустријске производње је, након шест тромесечја раста, у Т2 смањен 4,4%. Највећи пад забележен је у сектору снабдевања електричном енергијом, гасом и паром (13,8%), уз негативан допринос паду физичког обима укупне индустрије од 1,9 п.п. Висок пад забележен је и у сектору рударства (12,6%), који је негативно допринео са 1,2 п.п., а исти допринос је имала и прерађивачка индустрија, чији је физички обим смањен за 1,5%.

Производња моторних возила је и у Т2 остварила м. раст од 5,7% Ипак, тај раст није био довољан да надокнади пад физичког обима производње у већини осталих области. Највећи м. пад забележен је у

производњи производа од метала (24,1%), уз негативан допринос укупном м. паду прерађивачке индустрије од 1,9 п.п. Такође, смањена је производња у хемијској, текстилној и машинској индустрији, као и производња основних метала и грађевинског материјала. Ублажавању м. пада физичког обима прерађивачке индустрије, поред аутомобилске индустрије, допринеле су и производња хране, нафтних деривата и фармацеутских производа.

Према Републичком заводу за статистику, раст у Т1 је коригован наниже у односу на прелиминарну процену, са 0,4% на 0,1% м., што би и без поплава значило нижи раст економске активности од очекиваног у претходном Извештају о инфлацији. Негативни ефекти поплава на економску активност процењују се на 0,9 п.п., тако да ће БДП, према нашој процени, у 2014. забележити пад од 0,5%. Највећи негативан допринос паду БДП-а даће пољопривреда (0,5 п.п.) и сектори рударства и снабдевања електричном енергијом, гасом и паром (по 0,1 п.п.). С друге стране, позитиван допринос у другој половини године очекује се од сектора грађевинарства (0,3 п.п.), с обзиром на потребу за отклањањем штета од поплава на објектима и инфраструктури.

Високи приноси у производњи житарица и индустријског биља остварени претходне године би и у случају просечних приноса у текућој сезони утицали на пад пољопривредне производње. Поред тога, поплаве су оставиле негативне ефекте у производњи воћа и поврћа и у сточарству. Наиме, половина воћарске производње, трећина сточарске и петина повртарске остварује се на подручјима непосредно угроженим поплавама. Уз претпоставку да ће производња у тим подручјима бити нижа за трећину, процењујемо да ће пад пољопривредне производње у 2014. износити око 6%.

Поред пољопривреде, знатан пад активности на нивоу године очекује се и у области енергетике и рударства. Будући да су поплављени главни угљенокопи, очекује се смањена испорука угља за производњу електричне енергије. Иако се улажу велики напори у њихово оспособљавање, нормализација производње очекује се тек почетком наредне године. Због тога се на нивоу 2014. очекује пад активности у рударству од око 7%, а у снабдевању електричном енергијом, гасом и паром од око 4%.

Смањена производња електричне енергије могла би се одразити и на нижу активност у прерађивачкој индустрији, тако да ће она вероватно стагнирати у 2014. Ипак, главне области прерађивачке индустрије, аутомобилска и нафтна, вероватно ће наставити с растом и у текућој години. Очекујемо да ће компанија „Фијат аутомобили Србија“ и у другој половини године наставити сличном динамиком производње и извоза као и у првој половини³⁷, нарочито имајући у виду благ опоравак европског тржишта аутомобила – у П1 2014. продаја нових аутомобила у ЕУ је порасла 6,5% мг.

Напори на отклањању последица које су поплаве оставиле на индустријским и стамбеним објектима и инфраструктури требало би да допринесу расту активности у грађевинарству, за коју процењујемо да ће у 2014. порасти око 10%. Такође, позитивни доприноси економској активности очекују се и од сектора услуга, пре свих информисања и комуникација. Међутим, имајући у виду очекивано спровођење додатних мера фискалне консолидације у другој половини године, процењујемо да ће активност у трговини у 2014. остати на сличном нивоу као у претходној години.

³⁷ Извоз компаније „Фијат аутомобили Србија“ је у првих шест месеци 2014. износио око 800 млн евра.

Осврт 3: Утицај поплава на макроекономска кретања у Србији

Поплаве које су у мају погодиле Србију нанеле су велику штету. Према првим проценама¹, штета износи око 1,5 млрд евра. Поред директне штете која је забележена на стамбеним и индустријским објектима и инфраструктури, индиректне последице огледају се у изгубљеној производњи током ванредне ситуације у земљи и немогућности коришћења појединих производних постројења извесно време због нанетих штета². Процењујемо да ће се поплаве негативно одразити на економску и спољнотрговинску активност у овој години, због чега смо извршили и ревизију реалног раста БДП-а наниже и дефицита текућег рачуна навише у односу на очекивања изнета у мајском Извештају о инфлацији.

Највеће штете од поплава забележене су у секторима производње електричне енергије, рударства и пољопривреде. Физички обим индустријске производње је у мају забележио дсз. месечни пад од 7,8%, при чему је у производњи електричне енергије тај пад износио 27,3% дсз. Највећи проблем у овој области су поплавлени највећи угљенокопи у Колубарском басену (Тамнава – западно поље и Велики Црљени), који испоручују око 70% угља термоелектрани „Никола Тесла“, чије је учешће у производњи електричне енергије у Србији око 50%. Као последица смањене производње угља, чије учешће у укупној рударској производњи износи око 75%, у мају је забележен пад физичког обима производње у рударству од 8,3% дсз. У тим секторима се и у наредним месецима очекује смањена активност, јер ће за санацију штета од поплава (одводњавање копова и оспособљавање механизације) бити потребно најмање неколико месеци. То би могло да изазове и привремене проблеме у снабдевању електричном енергијом током зиме када потрошња расте због грејања. Будући да највероватније до почетка грејне сезоне неће бити оспособљен главни угљенокоп, јавиће се потреба за увозом електричне енергије у периоду када је она најскупља на тржишту, што ће проузроковати већи дефицит текућег рачуна. Такође, смањена производња у летњим месецима утицаће и на мањи извоз електричне енергије, који је карактеристичан за ово доба године, и тако умањити извозне резултате. Поред производње у термоелектранама, поплаве су утицале и на мању ефикасност рада у хидроелектранама, јер су због високих водотокова оне биле принуђене да пропуштају воду кроз бране без њеног коришћења за производњу електричне енергије. Према нашој процени, производња електричне енергије ће у 2014. бити нижа за 4,2%, а активности у сектору рударства за 6,7%, чиме ће ове области негативно допринети економској активности са по 0,1 п.п.

Међу индустријским секторима, најмање директне штете од поплава претрпела је прерађивачка индустрија, чија је активност у мају смањена 2,9% дсз. Пад у прерађивачкој индустрији у највећој мери се односи на смањење коришћења капацитета због мање испоруке електричне енергије, ангажовања људи и механизације на ојачавању и изградњи насипа, као и отежаног транспорта робе и репроматеријала у време ванредне ситуације. Наша процена је да ће на годишњем нивоу прерађивачка индустрија стагнирати, што би, уз пад производње електричне енергије и рударства, резултирало укупним падом индустријске производње од око 1%, уз негативан допринос БДП-у од 0,2 п.п.

Пољопривредна производња је такође претрпела знатну штету, и то највише воћарство, будући да се око половине воћњака налази у најтеже погођеним подручјима (западна Србија и Поморавље). У тим подручјима је концентрисано и око трећине сточарске и око петине повртарске производње, које су такође претрпеле знатне губитке. Ипак, у већем броју погођених подручја пољопривредне засаде је могуће обновити већ ове сезоне (у повртарству и ратарству). Такође, Војводина, која је главни пољопривредни регион, није претрпела велику штету од поплава, што је у знатној мери умањило губитке у пољопривреди. Под претпоставком да ће производња у подручјима погођеним поплавама бити мања за трећину, у 2014. се очекује укупан пад пољопривреде од око 6%, уз негативан допринос БДП-у од 0,5 п.п.

Међу секторима услуга, највећи негативни ефекти поплава забележени су у трговини. На поплавленим подручјима уништене су велике залихе готових производа, опреме и намештаја, а додатни губици изазвани су нереализованим

¹ На основу Извештаја о процени потреба за опоравак и обнову поплавлених подручја, који је објављен на веб-сајту <http://www.obnova.gov.rs>.

² У периоду од 15. до 23. маја Влада је због обилних падавина и поплава прогласила ванредну ситуацију на територији целе земље како би се сви ресурси за отклањање последица поплава ставили на располагање.

приходима током прекида пословања. Поплаве су проузроковале велику штету и на саобраћајној инфраструктури (путеви, мостови, пруге) и проблеме у транспорту људи, робе и репроматеријала, чиме су отежале нормално одвијање пословних активности и индиректно допринеле паду економске активности. Ипак, активност у саобраћају је након краткотрајног прекида током ванредне ситуације нормализована, с обзиром на то да су главни друмски и железнички правци релативно брзо оспособљени. С друге стране, последице поплава требало би да дају позитиван импулс опоравку грађевинарства, које је у 2013. забележило знатан пад. Обнова порушених стамбених и помоћних објеката и инфраструктуре утицаће на ангажовање пре свега домаћих грађевинских капацитета, што би, према нашој процени, требало да допринесе расту БДП-а са 0,3 п.п.

Имајући у виду наведене процене, очекујемо пад економске активности у овој години од 0,5%. Међутим, међународна искуства показују да су негативни ефекти поплава на економску активност најчешће концентрисани у првој години дана, а након тога, у средњем и дугом року испољавају се позитивни ефекти, пре свега кроз веће инвестиције.

Утицај поплава на спољнотрговинска кретања одражава се кроз повећање учешћа дефицита текућег рачуна у БДП-у за 1,0 п.п. Извоз ће бити смањен пре свега по основу пада пољопривредне производње, будући да ти производи заузимају важно место у структури извоза. У том погледу треба првенствено очекивати мањи извоз свежег и прерађеног воћа и поврћа и меса и месних прерађевина, док се у извозу житарица очекују мање промене. Поред тога, стагнација активности у прерађивачкој индустрији утицаће и на мањи извоз овог сектора привреде. На страни увоза очекује се знатан раст увоза електричне енергије због редуковане домаће производње, а порашће и увоз нафте, гаса и грађевинског материјала због потреба изградње нових и реконструкције оштећених објеката и инфраструктуре. Према нашој процени, дефицит текућег рачуна ове године износиће 5,9% БДП-а, што је више него што је претходно очекивано, али за око 0,6 п.п. ниже у односу на 2013.

Према процени Министарства финансија, због поплава учешће буџетског дефицита у БДП-у би у овој години могло бити више за око 1,0 п.п. При томе, приходи буџета биће нижи у највећој мери због пада економске

Табела О.3.1. Процена штета од поплава
(у млн EUR)

	Директна штета	Губици	УКУПНА ШТЕТА
Штета с директним социјалним ефектима	235	7	242
- стамбени објекти	227	4	231
- образовање	3	0	4
- здравство	3	3	6
- култура	1	1	2
Привреда	516	548	1.064
- пољопривреда	108	120	228
- прерађивачка индустрија	56	65	121
- трговина	170	55	225
- туризам	1	2	2
- рударство и енергетика	182	306	488
Инфраструктура	117	75	192
- саобраћајна инфраструктура	96	70	166
- комуникације	9	1	10
- водовод и канализација	12	3	16
Остала штета	17	11	28
- животна средина	11	10	21
- управљање	7	1	7
УКУПНА ШТЕТА	885	640	1.525

Извор: Извештај о процени потреба за опоравак и обнову поплавлених подручја.

активности и смањене вредности имовине након поплава, док се може очекивати раст буџетских расхода због потребе издвајања додатних средстава намењених хитној санацији штета у енергетици, пољопривреди, као и на инфраструктури и приватној имовини.

Ефекти поплава и њихов утицај на евентуални раст цена хране не би требало да доведу у питање остварење инфлационог циља, јер се инфлација креће испод доње границе дозвољеног одступања од циља. Такође, смањена домаћа понуда прехранбених производа може се надокнадити из увоза без већег инфлаторног притиска, јер се, за разлику од пре две године, светске цене хране налазе на нижем нивоу. То је и потврђено подацима о инфлацији за јун, која је достигла историјски минимум, при чему су највише смањене цене поврћа и воћа, за које се очекивало да ће порасти након поплава.

6. Кретања на тржишту рада

Раст реалне зараде у приватном и јавном сектору одразио се и на повећање јединичних трошкова рада у индустрији. Према Анкети о радној снази, индикатори тржишта рада су побољшани у Т2, уз раст стопе запослености и партиципације и пад стопе незапослености. Повољни трендови забележени су и на формалном сегменту тржишта рада, с обзиром на то да је број формално незапослених смањен у већој мери него број запослених.

Зараде и продуктивност рада

Након смањења у Т1, **реална нето зарада** је у Т2 забележила раст, који је био сличног интензитета и у приватном (1,3% дсз.) и у јавном сектору (1,1% дсз.). То је утицало да се реална нето зарада у приватном сектору нађе 16,1% изнад свог преткризног нивоа³⁸, а у јавном сектору 11,0% испод тог нивоа.

За разлику од Т1, реалне зараде су у Т2 порасле у већини сектора привреде. Највећи раст је остварен у оквиру стручних и иновационих делатности и у административним и помоћним услужним

делатностима. Такође, реална зарада је порасла и у секторима рударства, снабдевања електричном енергијом, трговине, информисања и комуникација и саобраћаја и складиштења. Просечна зарада у прерађивачкој индустрији остала је непромењена у односу на претходно тромесечје, док је пад забележен у сектору услуга смештаја и исхране, пољопривреди, пословању некретнинама, финансијским делатностима, грађевинарству и образовању.

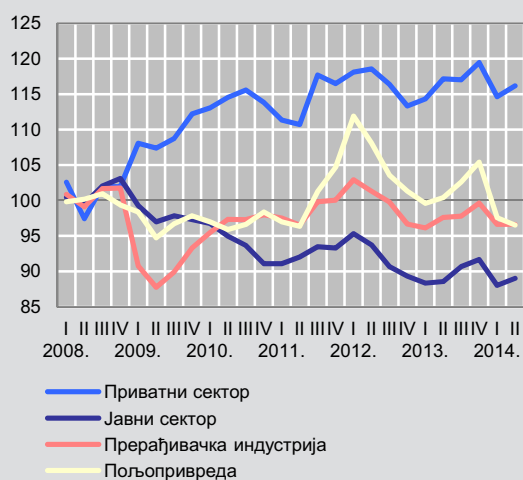
У поређењу са истим периодом прошле године, реална нето зарада у приватном сектору је у Т2 смањена 0,9%, док је у јавном сектору била виша за 0,5%.

Просечна номинална нето зарада у Републици Србији је у Т2 била виша за 7,5% у односу на Т1 и износила је 44.975 динара. Ипак, тај висок раст делом је последица ниске просечне зараде из јануара, будући да је део јануарске зараде исплаћен крајем децембра. Због тога је реалније поређење са истим периодом претходне године, у односу на који је просечна номинална зарада виша за 1,6%.

Очекивано смањење зарада у јавном сектору, које је првобитно било предвиђено за јул, одложено је до октобра како би се ускладило с ребалансом буџета. Најновије најаве су да ће оно износити 10%.

Графикон IV.6.1. Кретање реалних нето зарада

(дсз. подаци, П1 2008 = 100)

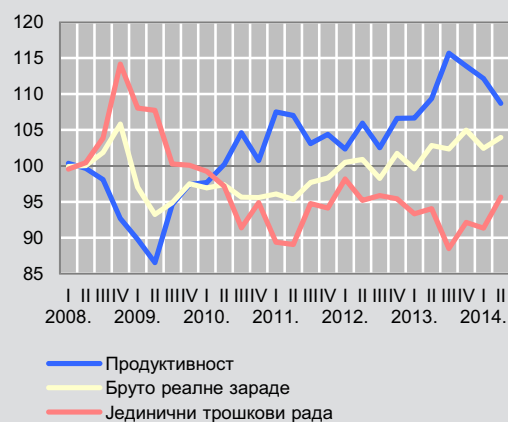


Извор: РЗС и прерачун НБС.

Реална нето зарада је у Т2 приближно исто расла и у приватном и у јавном 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.

Јединични трошкови рада у индустрији су, и поред повећања у Т2, и даље испод преткризног нивоа.

³⁸ Ниво из П1 2008.

Нижа продуктивност и раст реалних зарада утицали су на раст **јединичних трошкова рада** у укупној индустрији за 5,3% дсз. у Т2. Раст јединичних трошкова рада је нижи (2,0% дсз.) уколико се посматра само прерађивачка индустрија, која производи највећи део разменљивих добара. Ипак, у оба случаја јединични трошкови рада су нижи у односу на преткризни ниво – 4,4% у случају укупне индустрије и 2,2% у прерађивачкој индустрији.

Запосленост

Подаци **Анкете о радној снази** показују да је у Т2 дошло до благог побољшања на тржишту рада. Стопа незапослености је смањена за 0,5 п.п. и тренутно износи 20,3%. Такође, стопа запослености је повећана за 1,1 п.п., на 39,5%, при чему је то повећање у већој мери резултат раста неформалне запослености (0,7 п.п.), која је у Т2 износила 21,2%. Повећан је и број активних лица на тржишту рада, који, мерен стопом партиципације³⁹, износи 62,5%, односно 1,3 п.п. више у односу на Т1.

Највећи раст броја запослених у Т2 забележен је у пољопривреди (31.106 лица), што се може објаснити сезонским утицајем, и у делатности домаћинства као послодавца (24.410 лица). Континуиран раст запослености настављен је и у секторима информисања и комуникација, стручним, научним и техничким делатностима и у здравству и социјалној заштити, док је, након снажног пада у Т1, повећан и број запослених у грађевинарству. С друге стране, мања активност у рударству и прерађивачкој индустрији одразила се и на пад броја запослених у овим секторима, а слично кретање забележено је и у секторима саобраћаја, угоститељства и финансијске делатности.

За разлику од претходног тромесечја, целокупно повећање запослености односи се на запослене с пуним радним временом, док је број запослених с непуним радним временом смањен у Т2. Позитивне тенденције су донекле умањене погоршањем позиција рањивих категорија на тржишту рада, будући да је повећана незапосленост међу младом популацијом (15–24 године) за 1,0 п.п. и код дугорочно незапослених за 2,8 п.п.

Према **истраживању РАД**⁴⁰, број формално запослених је у Т2 смањен за свега 121 лице. Целокупно смањење резултат је пада броја формално запослених у јавном сектору (551 лице), док је запосленост у приватном сектору повећана за 430 лица. Највећи раст запослености остварен је у трговини (391 лице) и рударству (207 лица), док је у секторима пољопривреде, финансијске делатности и државној управи број запослених повећан у мањој мери. С друге стране, смањен је број формално запослених лица у образовању, угоститељству, грађевинарству и у сектору снабдевања електричном енергијом, гасом и паром.

Позитивна кретања на формалном тржишту рада потврђена су и смањењем броја незапослених, који је, према подацима **Националне службе за запошљавање**, у Т2 нижи за 17.132 лица. У већој мери је смањен број незапослених радника који су већ имали раније запослење (10.979 лица) него оних који су се први пут појавили на тржишту рада (6.153 лица). Највеће смањење формалне незапослености забележено је код група занимања које су везане за прерађивачку индустрију (машинство и обрада

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



Извор: РЗС.

Смањење незапослености и повећање запослености утицали су на благо побољшање ситуације на тржишту рада.

³⁹ Рачуна се као учешће активног становништва (запосленог и незапосленог) у укупном становништву радног узраста (15–64 године).

⁴⁰ Истраживање РАД спроводи се два пута годишње, у марту и септембру, док су подаци за остале месеце добијени на основу процене.

метала и електротехника), као и у групама трговине, економије и права и пољопривреде. Једина група занимања у којој је забележено повећање броја незапослених у Т2 је васпитање и образовање, што је у складу са смањеним бројем формално запослених у сектору образовања. Број прималаца новчане накнаде за незапослене је током Т2 смањен за 4.508 лица и у мају је износио 61.070 лица, што је најнижи ниво од јануара 2012.

У јулу су усвојене измене и допуне Закона о раду којима се стварају услови за креирање флексибилнијих токова на тржишту рада. Најбитније измене у односу на ранију верзију Закона односе се на продужење максималног трајања уговора на одређено време с једне на две године и увођење флексибилнијих форми рада – рад од куће и рад с непуним радним временом. Поред тога, исплата отпремнина и обрачун минулог рада вршиће се само према годинама стажа проведеним код последњег послодавца, а основица за обрачун накнаде за годишњи одмор биће само основна зарада без додатака на зараду. Ове измене требало би да стимулишу послодавце да се лакше одлуче на запошљавање нових радника.

Национална служба за запошљавање је током Т2 спровела анкету⁴¹ међу послодавцима о њиховим плановима за запошљавање и потребама за одређеним занимањима, знањима и вештинама. Први резултати анкете показују да се у 2014. очекује бруто стопа креирања послова⁴² од 7,7% и бруто стопа гашења послова од 8,1%, што у збиру даје негативну нето стопу креирања послова од 0,4%. За наредну годину очекује се позитивна нето стопа креирања послова од 2,6%.

7. Међународно окружење

Даљи раст БДП-а у зони евра у Т2 прелио се и на тржиште рада, па је незапосленост смањена. Након привременог пада у Т1, привреда САД се у Т2 опоравила, али су изгледи економског раста кориговани наниже. Побољшање услова на тржишту рада омогућило је ФЕД-у да настави са смањивањем програма квантитативних олакшица.

Ризик дефлације у зони евра постојао је и у Т2, што је утицало на одлуку ЕЦБ-а да смањи референтну каматну стопу и уведе негативну стопу на депозитне олакшице.

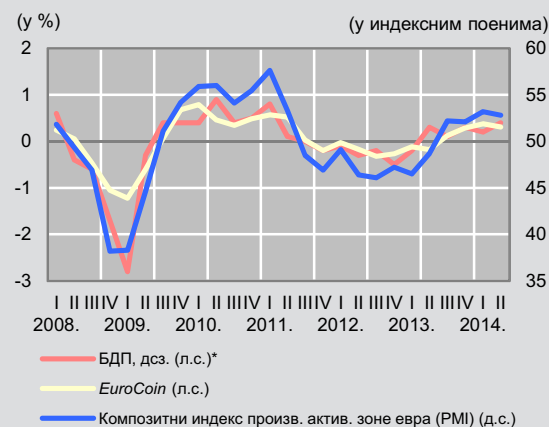
Криза у Украјини још увек представља највећи ризик у погледу даљег развоја економске ситуације у Европи.

Због заоштравања геополитичких тензија светске цене нафте су порасле током Т2, али су повољне прогнозе овосезонских приноса главних пољопривредних култура утицале на пад светских цена хране.

Економска активност

Економија **зоне евра** требало би да у Т2 настави раст (0,4% дсз.⁴³), при чему би он почивао на ширим основама како по земљама, тако и по секторима. Домаћа тражња и даље ће бити главни покретач раста, док ће нето извоз имати мањи допринос пре свега због успоравања раста на тржиштима у успону. Иако у паду, водећи индикатор *PMI Composite* се током Т2

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-а за Т2 2014.

Према кретању индикатора, у Т2 се очекује наставак раста економске активности зоне евра.

⁴¹ Анкета послодаваца је пројекат који Национална служба за запошљавање реализује од 2011. уз подршку ЕУ. Анкетом се прикупљају информације о потребама послодаваца у погледу занимања, квалификација, знања и вештина радне снаге, које се касније упоређују са занимањима, квалификацијама, знањима и вештинама незапослених лица, с циљем смањења квалификационе неусклађености на тржишту рада и смањења структурне незапослености.

⁴² Бруто стопа креирања/гашења послова представља однос броја новозапослених/отпуштених и укупног броја запослених у предузећима посматрано почетком године. Нето стопа креирања послова је разлика између бруто стопе креирања и бруто стопе гашења послова.

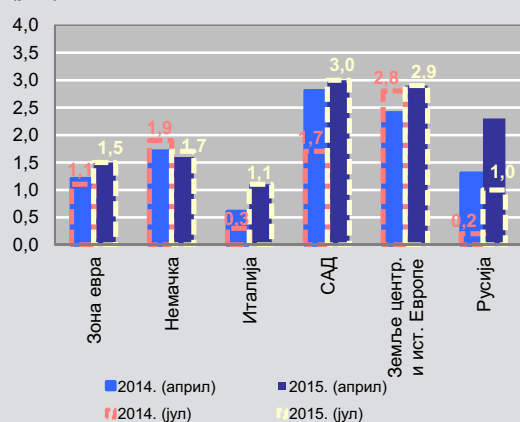
⁴³ Према јунском Consensus Forecast-у.

налазио изнад нивоа који означава рецесију (50 поена) и у јуну је износио 52,8.

У Немачкој се, након снажног раста економске активности у Т1 (0,8% дсз.), очекује његово успоравање. Покретач раста и даље ће бити домаће инвестиције, док увођење минималне зараде од почетка наредне године указује да ће се у будућности економски раст заснивати и на јачању домаће потрошачке тражње. То посебно добија на значају са успоравањем раста Кине, која је најзначајније немачко извозно тржиште, и могућим заостравањем економских односа с Русијом, с којом такође постоје развијени трговински токови.

У осталим већим земљама зоне евра забележена су дивергентна кретања. Привреда Шпаније је у Т1 порасла (0,4% дсз.), а пакет фискалних олакшица у тој земљи допринеће јачању домаће тражње у наредном периоду. Пад домаће тражње, уз успорен раст извоза, водио је стагнацији економске активности у Француској у Т1, а кретање водећих индикатора указује да се такав тренд може очекивати и у Т2. У Италији је у Т1 БДП пао за 0,1% дсз., у највећој мери због слабих перформанси тржишта рада и последично слабе домаће тражње, а према прелиминарној процени пад је настављен у Т2 (0,2% дсз.).

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



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

* Ревизија у односу на априлски WEO.

Према најновијој процени ММФ-а, знатно нижи раст у 2014. очекује се у САД и Русији, док су за Немачку изгледи раста кориговани навише.

Пројекције ММФ-а о кретању економске активности зоне евра углавном потврђују предвиђања *Consensus Forecast*-а (раст од 1,1 % у 2014), при чему су и даље присутни ризици који се односе на фрагментацију кредитних тржишта и високу незапосленост у појединим економијама. На тржишту рада ситуација је благо побољшана, па је стопа незапослености у јуну смањена на 11,5%, што је за 0,5 п.п. ниже него годину дана раније.

Раст економске активности у региону **централне и источне Европе** у 2014. је, према јулском *Consensus Forecast*-у у односу на априлски, ревидиран наниже за 0,2 п.п. и износи 1,5%. Ово очекивано успоравање последица је наставка кризе у Украјини, која је утицала на ревизију раста наниже Украјине, Русије и прибалтичких земаља, чије су економије у великој мери повезане с руском. С друге стране, у земљама централне Европе очекује се нешто већи раст, захваљујући пре свега експанзивним мерама ЕЦБ-а. Такође, економска ситуација се у Турској, после кризе почетком године, постепено нормализује, па је и очекивана стопа раста БДП-а ревидирана навише.

Снажне трговинске везе које већина земаља региона има с Русијом могле би бити ослабљене уколико ЕУ и САД наставе са заостравањем економских санкција према Русији. Такође, могућа енергетска криза у случају непостизања договора Русије и Украјине око транзита природног гаса највише би погодила управо регион централне и источне Европе, с обзиром на то да не постоји алтернативни правац снабдевања овим енергентом.

Очекивано успоравање економске активности у САД, као последица таласа хладног времена, било је веће од прогнозираног, тако да је БДП у Т1 смањен за 0,5% дсз. Међутим, главни индикатор активности производног сектора у САД *ISM Manufacturing* и током Т2 наставио је да се креће у зони експанзије⁴⁴, указујући на привремен пад економске активности у Т1 и очекиван опоравак већ у Т2. Приватна потрошња, једина компонента БДП-а која је у Т1 остварила раст, такође показује знаке снажног убрзања у Т2, будући да је *Consumer Confidence Index* континуирано бележио раст током Т2, достигавши у јуну највиши ниво од јануара 2008. Према прелиминарној процени, економска активност у САД је у Т2 порасла 1,0% дсз.

⁴⁴ У јуну се 13 узастопни месец нашао изнад 50 поена, што представља ниво који дели експанзију од рецесије.

Привремени пад активности у Т1 није се одразио на ситуацију на тржишту рада у САД, која је и током Т2 наставила да се побољшава. Стопа незапослености је у Т2 смањена за чак 0,6 п.п., на 6,1% колико је износила у јуну, док је број нових радних места изван сектора пољопривреде просечно растао за 230.000 места месечно од почетка године. Према јулском *Consensus Forecast*-у, прогноза раста БДП-а за 2014. ревидирана је наниже на 1,6% због снажног пада у Т1, док се, према ММФ-у, очекује раст од 1,7%.

Економска активност у **Кини** наставила је да се креће испод тренда дугорочног раста, што је последица структурних прилагођавања новом моделу раста заснованом на јачању домаће тражње и постепеној апрецијацији валуте. Ипак, процене су да ће привреда Кине и у будућности расти по релативно високој стопи од око 7%. Кретање текућих индикатора указује да ће раст у 2014. износити 7,3%⁴⁵, док је прогноза ММФ-а 7,4%.

Кретање инфлације

Ризици од дефлације наставили су да преовлађују у зони евра и током Т2. Инфлација је у јуну остала на мартовском нивоу (0,5% м.г.), а у јулу се спустила на 0,4% м.г., што је знатно испод циља ЕЦБ-а – „испод, али близу 2%”. Ниска инфлација условљена је пре свега падом цена хране током претходних месеци и очекује се да ће се на ниском нивоу задржати и током наредних месеци. Ипак, у својим саопштењима ЕЦБ наводи да су дугорочна инфлациона очекивања усидрена близу циља, што би у наредном периоду требало да утиче и на повратак инфлације ка том нивоу.

Meђugodišnja inflacija se u većini zemaља **centralne i istočne Evrope** u T2 kretala na niskom nivou, dok je u Bugarskoj, Crnoj Gori, Makedoniji i Bosni i Hercegovini ostala negativna. Kao i u prethodnom periodu, niska tražnja i niske cene u zoni evra glavni su faktori koji utiču na niske cene u regionu. Izuzetak su Rusija, Ukrajina i Turska, kod kojih je deprecijacija valute tokom T1 izazvala rast cena u T2.

За разлику од Европе, инфлација у САД је порасла током Т2 за 0,6 п.п., на 2,1% у јуну. Највећи допринос расту цена дале су цене хране и електричне енергије.

Према *Consensus Forecast*-у, у 2014. очекује се инфлација од 1,8%, што је близу дугорочног циља.

Монетарна политика

Ризик од дефлације у зони евра, који је доминирао и током Т2, определио је одлуку **ЕЦБ-а** да додатно ублажи монетарну политику. У јуну је референтна каматна стопа смањена за 10 б.п., на 0,15%, а први пут је уведена и негативна каматна стопа на депозитне олакшице (–0,1%). Поред тога, ЕЦБ је увела и циљане операције дугорочног рефинансирања банака и најавила интензивирање директне куповине ХоВ приватног сектора које су осигуране реалном имовином. Обе нестандартне мере имају за циљ повећање одобравања кредита нефинансијском сектору.

Поједине централне банке у региону **централне и источне** Европе су и у Т2 наставиле да ублажавају своју монетарну политику. Одсуство инфлаторних притисака омогућило је централној банци Мађарске да референтну стопу снизи за 30 б.п. Поред тога, након смањења депрецијацијских притисака на девизном тржишту присутних почетком године, централна банка Турске је почела са ублажавањем

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



Извор: Блумберг.

Приноси на Хов високозадужених чланица
зоне евра додатно су смањени у Т2.

⁴⁵ Према *Consensus Forecast*-y.

монетарне политике, снизивши референтну стопу за 125 б.п. С друге стране, продубљивање кризе у Украјини повећало је притиске на девизним тржиштима у Украјини и Русији, на шта су њихове монетарне власти реаговале повећањем референтних стопа за 300 б.п. и 50 б.п., респективно. У јулу је настављено поштравање монетарне политике у Русији и Украјини и ублажавање у Мађарској и Турској.

Током Т2 ФЕД је наставио да смањује месечни откуп државних и хипотекарних ХоВ, а иста одлука донета је и у јулу, тако да од августа он износи 25 млрд долара. То је у складу са очекивањем тржишта да ће овај актуелни програм квантитативних олакшица (QE3) бити завршен до краја године, а референтна стопа повећана у току 2015.

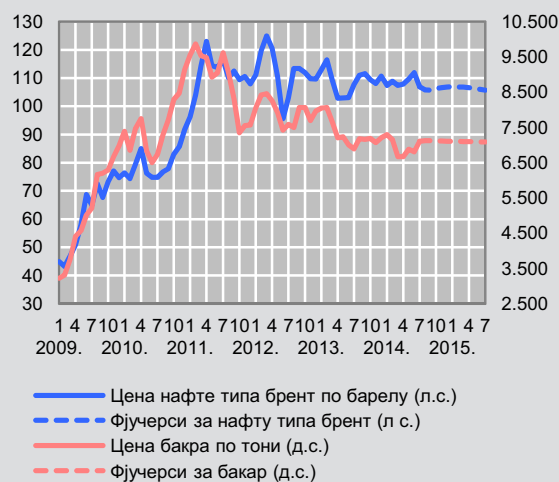
Финансијска и робна тржишта

Позитивни трендови из реалног сектора зоне евра прелили су се и на финансијско тржиште, тако да су приноси на ХоВ високозадужених земаља чланица наставили да се смањују. Португал је у мају завршио трогодишњи програм финансијске помоћи с ММФ-ом и ЕУ, захваљујући коме је дошло до успостављања равнотеже јавних финансија и елиминисања спољне неравнотеже. Такође, Грчка је наставила са успешном емисијом еврообвезница, продавши у јулу трогодишње обвезнице по стопи од 3,5%.

Посматрано крајем периода, долар је током Т2 ојачао према еврџу 0,8%. У априлу евро је јачао због повољних индикатора економске активности зоне евра и неповољнијих кретања у САД у Т1. Међутим, након мајског састанка ЕЦБ-а и најаве могућег смањења референтне стопе, евро је континуирано слабио према долару до краја Т2. Ублажавање монетарне политике ЕЦБ-а и постепено смањивање експанзивности ФЕД-а требало би да утичу на јачање долара у односу на евро у наредном периоду, на шта указују и кретања у јулу.

Кредитна агенција *Standard & Poor's* смањила је у јуну рејтинг Бугарске за један ниво, с BBB на BBB-, док су изгледи промењени из негативних у стабилне. У саопштењу те агенције се као разлог за такву одлуку истиче нестабилна политичка ситуација у Бугарској, која представља ризик за спровођење реформи. Иста агенција променила је изгледе кредитног рејтинга Словеније са стабилних у негативне, при чему је задржан инвестициони рејтинг А-, а као разлог наведени су фискални притисци, раст државног дуга и слабе перспективе раста. С друге стране, у мају је повећан кредитни рејтинг Румуније на инвестициони ниво (с BB+ на BBB-, уз стабилне изгледе) због знатног напретка у отклањању спољне неравнотеже, поправљања фискалне позиције и побољшања финансијске стабилности. Кредитна агенција *Fitch* је у мају променила изгледе Словеније с негативних на стабилне по основу смањених ризика

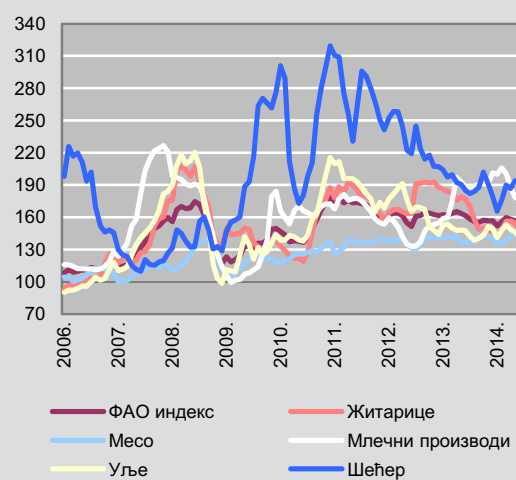
Графикон IV.7.4. Кретање цена нафте и бакра (просечне месечне цене, у USD)



Извор: Блумберг.

Цене нафте и бакра на светском тржишту су у Т2 благо порасле услед заоштравања геополитичких тензија и веће тражње.

Графикон IV.7.5. Индекс светских цена хране (реално, 2002 – 2004 = 100)



Извор: ФАО, УН.

Светске цене хране бележе пад у Т2 због повољних изгледа производње житарица и уљарица на светском нивоу.

у банкарском сектору и побољшања фискалне позиције, при чему је кредитни рејтинг задржан на нивоу BBB+. Такође, кредитни рејтинг Грчке је повећан за један ниво, с B– на B, због постизања примарног суфицита буџета у 2013.

Раст цене злата у Т2 износио је 3,5%, посматрано крајем периода. У посматраном периоду кретање цене злата је у највећој мери одређивао развој ситуације у Украјини, која је стварала притиске на раст цене. Средином тромесечја дошло је до привременог пада цене злата након потписивања споразума ЕЦБ-а и централних банака Швајцарске и Шведске о координисању трансакција у злату с циљем избегавања већих тржишних поремећаја.

Цена нафте типа брент је током Т2 бележила раст услед повремених заостравања геополитичких тензија у Ираку, Сирији и Либији и на крају јуна била

је 4,8% виша него у марту. Ипак, смиривање тензија и значајна ревизија раста БДП-а САД утицали су да цена нафте у јулу забележи пад од 7,3%. Светска цена бакра се и у Т2 кретала под утицајем тражње из Кине, која је у том периоду благо повећана. Крајем јуна цена бакра била је 4,8% виша у односу на крај марта.

Светске цене хране су у Т2 бележиле континуирани пад на месечном нивоу, тако да је ФАО индекс у јуну био 3,7% нижи у односу на март. Највеће смањење цена забележено је код житарица због повољних изгледа производње у текућој сезони и смањене неизвесности око испорука из црноморског региона. Прогнозе рекордног рода соје утицале су и на пад цена биљног уља, а већа производња и нижа тражња одразиле су се и на пад цена млека и млечних производа. С друге стране, ширење епидемије болести свиња у САД имало је утицај на раст светских цена меса током Т2.

V. Пројекција инфлације

Међугодишња инфлација би у Т4 требало да се врати у границе дозвољеног одступања од циља и у оквиру тих граница остане и у току 2015. године. Повратку инфлације у границе циља допринеће ишчезавање дезинфлаторних притисака по основу цена хране, док ће ниска агрегатна тражња остати главни дезинфлаторни фактор. Њено дејство биће појачано очекиваним мерама фискалног прилагођавања. Ризици остварења пројекције инфлације у највећој мери односе се на кретања у међународном окружењу, домаћа фискална кретања и резултате овогодишње пољопривредне сезоне.

Због поплава које су се десиле у мају и очекиване снажније фискалне консолидације, ревидирана је наниже пројекција раста БДП-а за ову и следећу годину. БДП би у 2014. требало да забележи пад од 0,5%, а у 2015. стагнацију.

Циљ средњорочне пројекције инфлације је да прикаже пројектовано кретање инфлације (ИПЦ) 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

У складу са очекивањима изнетим у мајском Извештају о инфлацији, м.г. инфлација се у Т2 кретала испод доње границе дозвољеног одступања од циља и у јуну је износила 1,3%, што представља њен најнижи ниво у последњих 50 година. Базна инфлација (мерена ИПЦ-ом по искључењу цена хране, енергије, алкохола и цигарета) такође је наставила да пада и на крају Т2 налазила се на доњој граници дозвољеног одступања од циља (2,5%). Ниским инфлаторним притисцима допринела је стабилност инфлационих очекивања и девизног курса, одсуство већих трошковних притисака и ниска агрегатна тражња. Посматрано по компонентама, на текуће подбацивање инфлационог циља утицале су пре свега цене хране, које су у јуну биле 4,4% ниже у односу на исти период претходне године. Поплаве у мају нису се у већој мери одразиле на те цене, што се може објаснити падом цена примарних пољопривредних производа на светском тржишту и ниском домаћом тражњом.

Посматрано на тромесечном нивоу, потрошачке цене су у Т2 забележиле раст од 0,8%. Тај раст био је одређен сезонски уобичајеним поскупљењем непрерађене хране и туристичких аранжмана.

Након релативно снажног раста од Т4 2013, цене примарних пољопривредних производа су од средине маја у паду и на домаћем и на светском тржишту. При томе, пад просечне цене пшенице и кукуруза био је мањи на домаћем тржишту⁴⁶ него на берзи у Будимпешти, што је вероватно последица поплава. Домаће цене кукуруза и пшенице су и у Т2 биле испод нивоа у Т2 2013. (за 16,3%, односно 5,1%), а у јулу је настављен њихов пад. Дакле, трошковни притисци у производњи хране и даље су ниски.

Инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред била су стабилна у Т2, настављајући кретање око циља, док су очекивања привреде била на циљу. Ови сектори очекују да инфлација и у средњем року остане у границама циља.

⁴⁶ Цена кукуруза на Продуктној берзи у Новом Саду била је на крају Т2 нижа 1,8% у односу на крај Т1 (2,7% на берзи у Будимпешти), а цена пшенице 3,5% (17,2% на берзи у Будимпешти).

Већи део Т2 обележили су апresiasiјски притисци на динар, захваљујући у великој мери паду премије ризика земље и повећаном улагању страних инвеститора у државне ХоВ (за разлику од Т1, нерезиденти су у Т2 били нето продавци девиза). У првој декади јуна ЕМВИ за Србију снижен је на 220 б.п., што је близу нивоа који је последњи пут забележен почетком новембра 2007. С друге стране, на депрецијацијске притиске у јулу утицало је заостравање геополитичких тензија, али и појава неповољнијих вести у погледу јачине и темпа фискалне консолидације у наредном периоду. Последице, нерезиденти су се на девизном тржишту поново јавили у улози нето купаца. Народна банка Србије је у Т2 интервенисала на МДТ-у куповином девиза (170,0 млн евра), а у јулу продајом 40,0 млн евра и куповином 10,0 млн евра.

Консолидовани буџетски дефицит је у П1 износио 6,0% БДП-а (7,6% БДП-а укључујући ванбуџетске трансакције), од чега се 3,7 п.п. односило на трошкове отплате камате. Кретање дефицита у наредном периоду зависиће од динамике и начина финансирања санације штете узроковане поплавама, као и од

динамике и обима фискалне консолидације. Према процени Министарства финансија, буџетски дефицит ће ове године због поплава бити виши за око 1,0% БДП-а и могао би достићи 8,0–8,5% БДП-а (укључујући ванбуџетске трансакције). Ребаланс буџета требало би да буде усвојен у септембру, док се најављено смањење зарада у јавном сектору и пензија очекује од октобра.

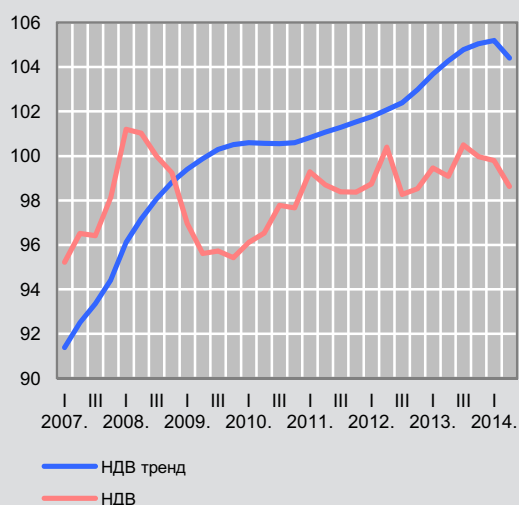
Према процени Народне банке Србије, БДП је у Т2 опао за 1,1%, посматрано и дсз. и мг., услед штете које су поплаве у мају нанеле индустрији (првенствено енергетици и рударству) и пољопривреди. Посматрано с расходне стране, негативан допринос потећи ће од нето извоза, услед раста увоза енергената и пада извоза прерађивачке индустрије.

Како је пад економске активности у Т2 узрокован пре свега поплавама, тј. шоком на страни понуде, дезинфлаторни притисци по основу агрегатне тражње нису повећани у оној мери у којој би то сугерисао процењени пад економске активности. Ипак, величина негативног производног јаз⁴⁷ указује на задржавање снажних дезинфлаторних притисака по основу агрегатне тражње у средњем року.

Међународно окружење у претходном периоду обележиле су још присутне геополитичке тензије (Ирак, Сирија, Либија), које су се одразиле на привремен раст светске цене нафте (до 115,0 долара за барел) у Т2. Међутим, у јулу су се цене нафте опет вратиле на ниво од испод 104,0 долара за барел. Криза у Украјини и даље представља ризик по економска кретања у Европи.

Према јунском *Consensus Forecast*-у, економска активност зоне евра порасла је и у Т2 (0,4% дсз.). Позитивни трендови из реалног сектора прелили су се и на финансијско тржиште, тако да су приноси на ХоВ високозадужених земаља чланица зоне евра наставили да се смањују. С друге стране, ризик од дефлације и даље постоји и утицао је на одлуку ЕЦБ-а у јуну да снизи референтну каматну стопу за 10 б.п. (на 0,15%), као и на то да први пут уведе негативну каматну стопу на депозитне олакшице (–0,1%). За разлику од ЕЦБ-а, ФЕД је наставио са смањењем месечног откупа државних и хипотекарних ХоВ, који од августа износи 25,0 млрд долара.

Графикон V.0.1. Производни јаз
(Т3 2008 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Производни јаз је и даље изразито негативан.

⁴⁷ 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.

Екстерне претпоставке пројекције инфлације

У текућој средњорочној пројекцији инфлације, претпоставке о расту БДП-а зоне евра у овој и наредној години благо су кориговане у односу на мајску пројекцију, тј. претпоставља се раст БДП-а од 1,1% у 2014, односно од 1,6% у 2015.⁴⁸ Домаћа тражња у тој зони требало би да буде подржана монетарном политиком и побољшањем финансијских услова, а позитиван утицај на економску активност очекује се и по основу напретка у спровођењу фискалне консолидације и структурних реформи, односно по основу опоравка извозне тражње.

Иако се инфлација у зони евра у јулу (0,4% м.г.) налазила знатно испод циља од „близу, али испод 2,0%“, средњорочна инфлациона очекивања остају чврсто усидрена на нивоу који је у складу с циљаном инфлацијом. Према *Consensus Forecast*-у, тржишта не очекују да ће ЕЦБ у наредној години дана мењати референтну каматну стопу.

Кретање светских цена примарних пољопривредних производа има кључан утицај на њихово кретање на

домаћем тржишту. Иако је у мајској пројекцији претпостављен раст тих цена на светском тржишту ове године, актуелне цене фјучерса указују на њихов знатан пад. Имајући то у виду, у пројекцији је претпостављен пад композитног индекса цена примарних пољопривредних производа на светском тржишту у 2014. од 8,0%.⁴⁹

Иако фјучерси показују да ће цена нафте⁵⁰ бити у паду у 2014. и 2015. години, у пројекцији је коришћена опрезнија претпоставка, тј. претпостављено је да ће се та цена у наредне две године задржати на нивоу од око 107,0 долара за барел.

Пројекција

Пројекција инфлације

Међугодишња инфлација ће се и у Т3 највероватније кретати испод доње границе циља. Према централној пројекцији, она ће се у Т4 вратити у границе дозвољеног одступања циља ($4,0 \pm 1,5\%$) и затим, до краја периода пројекције, остати у оквиру тих граница. Од средине 2015. године требало би да се стабилизује око вредности циља, тј. на нивоу од око 4,0%.

Кључан утицај на кретање инфлације у наредном периоду имаће цене хране, пре свега цене воћа и поврћа. Због ниске прошлогодишње базе, те цене би у другој половини године могле забележити израженији раст у односу на остале компоненте ИПЦ-а, што би водило смањењу и ишчезавању њиховог дезинфлаторног утицаја до краја ове године. С друге стране, пад цена примарних пољопривредних производа условиће наставак дезинфлаторних притисака на цене хране по том основу бар до следеће пољопривредне сезоне.

Главни дезинфлаторни фактор, не само у кратком већ и у средњем року, остаје ниска домаћа тражња. Њен утицај би у одређеној мери могао бити појачан услед недавних поплава, а у истом смеру деловаће и очекиване мере фискалне консолидације, које ће се негативно одразити на потрошњу државе и домаћинства.

Кретање инфлационих очекивања показује да је утицај тог фактора на инфлацију и даље неутралан.

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)	1,0%	(-0,2)	1,3%	(-0,2)
Референтна каматна стопа ЕЦБ (на крају године)	0,15%	(-0,1)	0,15%	(-0,1)
Раст БДП-а у зони евра	1,1%	(-0,1)	1,6%	(+0,1)
Цене примарних пољопривредних производа на светском тржишту (Т4 на Т4)*	-8,0%	(-23,0)	8,0%	(+4,0)
Цена нафте типа брент по барелу (крај године, у USD)	107,0	(-)	107,0	(-)
Интерне претпоставке				
Регулисане цене (дец. на дец.)	9,5%	(-0,4)	8,3%	(-0,5)
Трендови				
Апрецијацијски тренд реалног курса (просек)	1,6%	(-0,2)	1,7%	(-0,3)
Тренд реалне камате (просек)	2,5%	(-0,2)	2,9%	(-0,1)

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

⁴⁸ Претпоставке о расту БДП-а зоне евра у 2014. и 2015. години у складу су са очекивањима изнетим у најновијем *Consensus Forecast*-у.

⁴⁹ Овај индекс обухвата цене пшенице, кукуруза и соје, као најзначајнијих инпута у производњи домаћих прехранбених производа.

⁵⁰ Цена нафте типа брент.

Очекујемо да ће њиховој стабилности и у наредном периоду допринети постигнута стабилност цена.

Релативна стабилног курса динара у последњој години дана, уз врло ниску инфлацију у међународном окружењу, условљава врло ниске притиске на цене увозних производа.

Регулисане цене би у 2014. требало да забележе раст од 9,5%⁵¹ и допринесу овогодишњој инфлацији са око 2,0 п.п. Посматрано по компонентама, највећи допринос требало би да потекне од поскупљења електричне енергије и повећања акциза на цигарете (0,8 п.п. и 0,6 п.п., респективно). Ипак, потребно је напоменути да, иако смо претпоставили да ће до повећања цене електричне енергије (15,0%) доћи у Т4, још није познато да ли ће се оно десити ове године и у ком проценту. У случају његовог изостанка, инфлација би одступила наниже у односу на пројектовану путању.

Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације односи се на кретања у међународном

окружењу, домаћа фискална кретања, а у мањој мери и на резултате овогодишње пољопривредне сезоне.

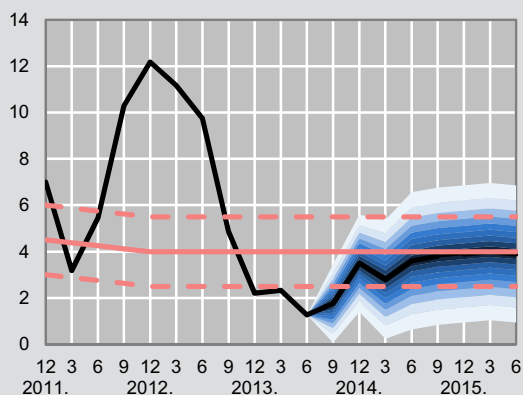
Даље заоштравање геополитичких тензија, пре свега кризе у Украјини, могло би имати вишеструке негативне последице глобално – на цене на светским робним тржиштима, кретање капитала, енергетске токове и успоравање започетог економског опоравка зоне евра. Потенцијални негативни ефекти на домаћа економска кретања такође су бројни – од смањених извозних могућности до пораста премије ризика земље и смањења прилива капитала. Ипак, њихов утицај на инфлацију у овом тренутку није могуће једнозначно одредити.

Спорији раст економске активности зоне евра утицао би на продубљивање негативног производног јаза и значио би веће дезинфлаторне притиске по основу агрегатне тражње. Међутим, уколико би се повећала аверзија инвеститора према ризику на светским финансијским тржиштима, то би се вероватно одразило на смањење прилива капитала и појаву депрецијацијских притисака и, последично, притиске на домаће цене. Такође, поред потенцијалног пораста цена примарних производа на светском тржишту, инфлаторне притиске могли би условити, због смањене понуде, и евентуални поремећаји у енергетским токовима уколико би проузроковали застој у производњи. Ипак, последње је сценарио који сматрамо мало вероватним.

У наведеним условима на значају добијају пре свега напори на смањивању фискалне неравнотеже. Консолидовани буџетски дефицит ове године биће додатно оптерећен потребом санације штете од поплава. Међутим, са становишта одрживости јавних финансија, с мерама фискалног прилагођавања потребно је почети што пре. Тиме би се такође повећала отпорност домаће економије на потенцијалне екстерне шокове. Ризик по пројекцију инфлације из области фискалне политике представља, с једне стране, спровођење снажнијих од очекиваних мера фискалне консолидације (веће смањење плата и пензија), а, с друге стране, евентуално повећање стопе ПДВ-а, што би ипак на инфлацију имало једнократан ефекат.

Иако је овогодишња пољопривредна сезона при крају, није искључено да би цене воћа и поврћа могле одступити у односу на нашу пројекцију, с обзиром на то да је реч о ценовно најколебливијој категорији у

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



Извор: НБС.

Међугодишња инфлација би у Т4 требало да се врати у границе циља и до краја периода пројекције остане унутар тих граница.

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

⁵¹ Због потребе за постепеним отклањањем ценовних диспаритета, регулисане цене би требало да забележе бржи раст него укупан ИПЦ.

оквиру ИПЦ-а, тј. категорији чије кретање је тешко предвидети с високим степеном поузданости. Дакле, одступања код ових цена, па тиме и утицај на инфлацију, могућа су у оба смера.

Према нашој процени, ризици остварења пројекције инфлације су симетрични.

Ублажавање монетарне политике у наредном периоду зависиће пре свега од оцене Извршног одбора у погледу потенцијалног инфлаторног утицаја догађаја у међународном окружењу, као и брзине и интензитета фискалне консолидације.

Пројекција БДП-а

Пројекција раста БДП-а у 2014. и 2015. години ревидирана је наниже у односу на пројекцију у мајском Извештају о инфлацији због поплава које су се десиле у мају и најављених оштријих мера фискалне консолидације од раније очекиваних. Ове године БДП би требало да забележи пад од 0,5%, а у 2015. години стагнацију. Искуства других земаља такође показују да се временске непогоде сличне јачине у кратком року одражавају негативно на економску и спољнотрговинску активност, али да је у дужем року тај ефекат неутралан или позитиван, захваљујући повећаном приливу капитала и расту инвестиција.

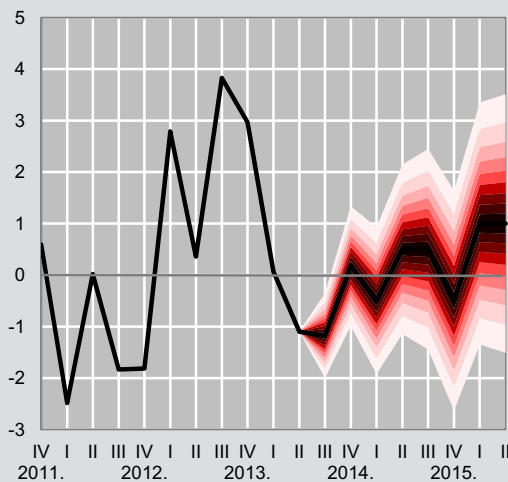
Пад БДП-а у 2014. години биће вођен падом активности у сектору рударства и енергетике и падом пољопривредне производње. Међутим, очекује се да ће негативни ефекти поплава бити ублажени бржим растом активности у сектору грађевинарства у другој половини године због неопходности санације штете на грађевинским објектима и инфраструктури. Посматрано с расходне стране, допринос нето извоза БДП-у остаће позитиван, али мањи од претходно очекиваног због већег увоза енергената, грађевинског материјала и опреме, односно мањег извоза прерађивачке индустрије, док би, с друге стране, санирање штете требало да утиче на повећање доприноса инвестиција. Као и у претходној пројекцији, због очекиваних мера фискалне консолидације, допринос потрошње домаћинства и државе остаће негативан.

БДП ће у 2015. години највероватније стагнирати (раст од 0,0%). Највећи позитиван допринос требало

би да потекне од нето извоза услед очекиваног даљег опоравка зоне евра, као и споријег раста увоза због најављених мера фискалног прилагођавања. Иако ће санирање штета од поплава допринети већим инвестицијама следеће године, процењујемо да ће позитиван допринос нето извоза и инвестиција расту БДП-а бити неутрализован нешто већим падом финалне потрошње, који се очекује имајући у виду да су најављене додатне мере фискалне консолидације оштрије од првобитно очекиваних. Наиме, поред смањења зарада у јавном сектору, извесније је да ће корекцију претрпети и пензије.

Неизвесност у погледу остварења пројекције БДП-а представља брзина привредног опоравка зоне евра, односно главних спољнотрговинских партнера Србије, посебно у случају да погоршање актуелних геополитичких тензија доведе до поремећаја глобалних трговинских, енергетских или финансијских токова, као и брзина и интензитет фискалне консолидације, чији је утицај на агрегатну тражњу у кратком року негативан. Значајан фактор остварења пројекције представља и динамика санације штете од поплава, посебно у области грађевинарства и енергетике, што ће бити одређено доступношћу извора финансирања. Такође,

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



Извор: НБС.

БДП ће у 2014. забележити пад од 0,5%, а у 2015. стагнацију.

претпоставка пројекције је да ће, упркос смањеним капацитетима у електроенергетском систему, енергетска сигурност земље бити одржана. Узимајући све у обзир, процењујемо да су ризици пројекције БДП-а симетрични.

Пројекције других институција

Према пројекцијама других институција (ММФ, Европска комисија, *Consensus Forecast*), просечна годишња инфлација у Србији требало би ове и следеће године да буде у границама дозвољеног одступања од циља ($4,0 \pm 1,5\%$), а БДП да порасте у распону 0,8–1,1% у 2014, односно 1,5–2,1% у 2015. Истовремено, за дефицит текућег рачуна платног биланса очекују да се креће око 5,0% БДП-а. Међутим, треба имати у виду да пројекције ММФ-а и Европске комисије још нису ревидиране, тј. да њима нису обухваћени ефекти недавних поплава.

Према јулском *Consensus Forecast*-у, просечна годишња стопа инфлације износиће 3,1% ове, односно 4,6% следеће године, што представља ревизију наниже у односу на априлску прогнозу. Пројекције БДП-а и дефицита текућег рачуна платног биланса такође су ревидиране наниже – раст БДП-а

Табела V.0.2. Пројекције главних макроекономских показатеља за Србију

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

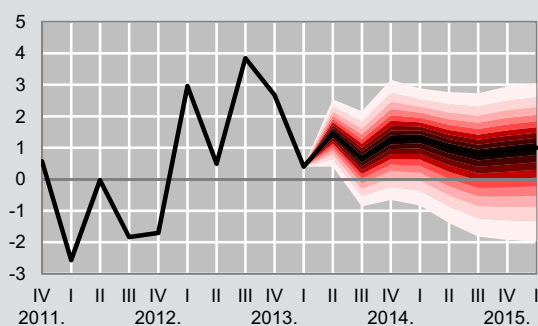
Извор: НБС, ММФ *WEO* (април 2014), *European commission* (*Spring forecast* 2014) и *Consensus Forecast* (април 2014. и јул 2014).

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

** Нова пројекција рађена је по новој методологији платног биланса.

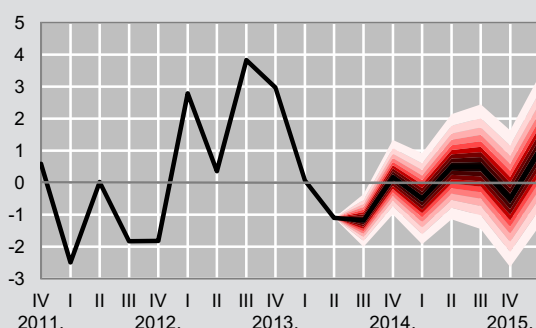
Графикон V.0.4. Поређење текуће с претходном пројекцијом раста БДП-а

Мајска пројекција
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

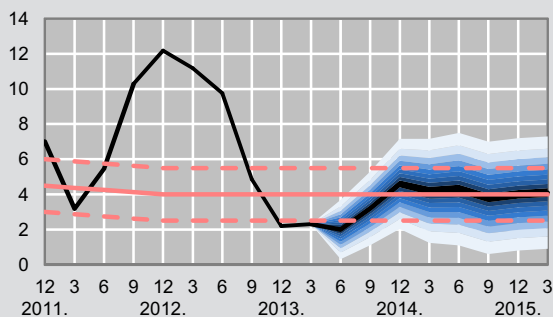
Августовска пројекција
(мг. стопе, у %)



Пројекција раста БДП-а за 2014. и 2015. годину коригована је наниже у односу на мајску пројекцију.

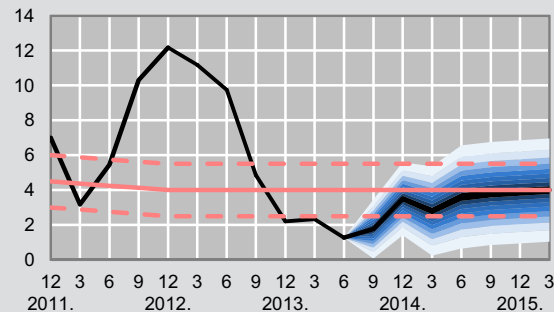
Графикон V.0.5. Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације

Мајска пројекција
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

Августовска пројекција
(мг. стопе, у %)



Нова пројекција инфлације нижа је у односу на мајску пројекцију до средине 2015. године.

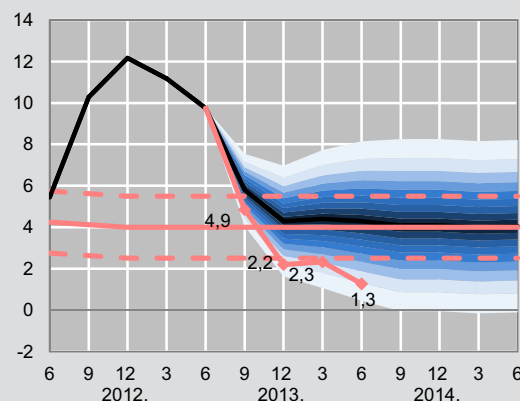
требало би да износи 0,8% у 2014. и 2,1% у 2015. години, а текући дефицит 5,2% БДП-а и 5,3% БДП-а⁵², респективно.

Поређење и остварење пројекција

Снажан пад цена примарних пољопривредних производа у последња три месеца, започет непосредно након објављивања мајског Извештаја о инфлацији, условио је да трошковни притисци у производњи хране буду знатно нижи него у претходној пројекцији, због чега је повратак инфлације у границе дозвољеног одступања од циља померен с Т3 на Т4. Последице, и мг. инфлација је у новој пројекцији нешто нижа у првој половини 2015. године. Пројекција инфлације од друге половине 2015. остала је непромењена, као и распон пројекције у средњем року.

Међугодишња инфлација се у последњој години дана кретала близу доње границе распона пројекције објављене у Извештају о инфлацији из августа 2013. године. На одступање у односу на централну пројекцију утицао је већи од очекиваног дезинфлаторни утицај

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



Извор: НБС.

Међугодишња инфлација се у последњој години дана кретала близу доње границе распона пројекције из августа 2013.

цена хране, пре свега воћа и поврћа, и већи дезинфлаторни утицај агрегатне тражње.

⁵² Прерачун Народне банке Србије, будући да је у *Consensus Forecast*-у дефицит текућег рачуна изражен у апсолутном (доларском) износу.

Табела А
Индикатори екстерне позиције Србије

	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	I 2014.	II 2014.
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ ЛИКВИДНОСТИ (у %)											
Девизне резерве/увоз робе и услуга (у месецима)	6,1	9,0	7,5	5,4	9,7	8,4	8,8	7,7	7,5	7,0	6,7 ¹⁾
Девизне резерве/краткорочни дуг	177,0	265,1	250,6	162,6	220,6	191,0	299,6	242,6	285,5	276,2	273,4
Девизне резерве/БДП	24,3	38,5	33,8	24,9	36,6	35,8	38,3	36,9	35,0	32,6	31,9
Отплата дуга/БДП	5,2	10,8	10,7	11,0	13,5	12,7	13,3	14,0	14,0	13,5	12,4
Отплата дуга/извоз робе и услуга	19,8	36,2	37,5	37,5	48,8	37,4	37,6	36,1	32,2	30,1	25,8
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)											
Спољни дуг/БДП	61,7	61,3	61,1	64,2	76,9	84,1	76,6	86,6	80,6	80,4	79,9
Краткорочни дуг/БДП	13,7	14,6	13,5	15,4	16,6	18,7	12,8	15,2	12,3	11,8	11,7
Спољни дуг/извоз робе и услуга	234,9	205,7	214,2	219,1	277,0	246,9	216,4	223,0	184,7	178,1	172,8
ИНДИКАТОРИ ИЗЛОЖЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКОМ РИЗИКУ (у %)											
Девизне резерве/М1	290,3	356,1	306,7	300,4	393,4	416,6	429,6	402,1	330,4	335,3	293,1
Девизне резерве/примарни новац	169,8	179,5	173,8	140,7	190,5	196,4	207,6	197,9	199,9	192,8	191,8
СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ)/БДП											
	73,6	81,2	83,0	85,2	73,0	85,0	87,8	96,3	99,3	100,8	107,7 ¹⁾
МЕМОРАНДУМ: (у млн евра)											
БДП	20.306	23.305	28.468	32.668	28.952	27.968	31.472	29.601	31.994	7.357	7.607 ¹⁾
Спољни дуг	12.520	14.291	17.382	20.982	22.272	23.509	24.123	25.645	25.788	25.676	25.340
Сервисирање спољног дуга	1.054	2.513	3.039	3.594	3.922	3.564	4.191	4.150	4.495	994	942
Девизне резерве НБС	4.921	9.020	9.634	8.162	10.602	10.002	12.058	10.914	11.189	10.428	10.125
Краткорочни дуг ²⁾	951	968	1.044	1.832	1.843	1.752	601	455	186	129	157
Биланс текућих трансакција	-1.778	-2.356	-5.320	-7.135	-1.770	-2.082	-3.305	-3.639	-2.092	-498	-360 ¹⁾
КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ (промена рејтинга и изгледа)		2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.
		Јул/Мај	Феб.	Јул	Март/Дец.	Дец.	Нов.	Март	Авг.	Јул	Јан.
	S&P	BB-/стабилан	BB-/позитиван	BB-/стабилан	BB-/негативан	BB-/стабилан		BB-/стабилан	BB-/негативан		
	Fitch	BB-/стабилан			BB-/негативан		BB-/стабилан		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. Од 2007. подаци о извозу и увозу робе и услуга су усклађени са смерницама садржаним у Приручнику за израду платног биланса и међународне инвестиционе позиције бр. 6 ММФ-а (ВРМ6). Подаци за 2005. и 2006. приказани су према претходној методологији.

3. Од 1. јануара 2010. РЗС региструје извоз и увоз према општем систему трговине, који представља шири концепт и 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. Размена с Црном Гором регистрована је према припадајућим трансакцијама од 2003. године.

4. Од септембра 2010. измењена је методологија статистике спољног дуга тако да се у спољни дуг јавног сектора укључују обавезе по основу алокације SDR (435,9 млн евра), искоришћене у децембру 2009. док су из спољног дуга приватног сектора искључени кредити закључени пре 20. децембра 2000. по којима се не врше плаћања (844,4 млн евра, од чега се 387,8 млн евра односи на домаће банке, а 456,6 млн евра на домаћа предузећа).

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

Табела Б

Основни макроекономски индикатори

	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	I 2014.	II 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	0,1	-1,1
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	1,3
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	10.125
Извоз робе и услуга (у млн евра)³	5.329	6.948	8.114	9.577	8.041	9.521	11.147	11.498	13.963	3.306	3.653⁵)
- стопа раста у % у односу на претходну годину	19,1	30,4	-	18,0	-16,0	18,4	17,1	3,2	21,4	16,0	7,3⁵)
Увоз робе и услуга (у млн евра)³	9.612	11.970	15.503	18.267	13.098	14.243	16.497	16.993	17.796	4.113	4.538⁵)
- стопа раста у % у односу на претходну годину	0,7	24,5	-	17,8	-28,3	8,7	15,8	3,0	4,7	2,6	3,8⁵)
Текући рачун платног биланса³ (у млн евра)	-1.778	-2.356	-5.320	-7.135	-1.770	-2.082	-3.305	-3.639	-2.092	-498	-360⁵)
у % БДП-а	-8,8	-10,1	-18,7	-21,8	-6,1	-7,4	-10,5	-12,3	-6,5	-6,8	-4,7⁵)
Незапосленост по Анкети (у %)	20,8	20,9	18,1	13,6	16,1	19,2	23,0	23,9	22,1	20,8	20,3
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	388,7
Републички буџетски дефицит/суфицит (у % БДП-а)	0,7	-1,7	-1,1	-1,9	-3,3	-3,5	-4,1	-5,7	-4,8	-8,4	-5,1
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а)	1,1	-1,5	-1,9	-2,6	-4,5	-4,8	-5,0	-6,6	-5,0	-7,6	-4,4
Јавни дуг Републике Србије (спољни + унутрашњи, у % БДП-а)⁴)	52,2	37,7	31,5	29,2	34,7	44,5	48,2	60,2	63,8	64,9	65,6
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	84,30
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	84,85
Курс динара према еврџ (просек у периоду)	82,99	84,11	79,96	81,44	93,95	103,04	101,95	113,13	113,14	115,75	115,58
Курс динара према еврџ (крај периода)	85,50	79,00	79,24	88,60	95,89	105,50	104,64	113,72	114,64	115,38	115,79
МЕМОРАНДУМ:											
БДП (у млн евра)	20.306	23.305	28.468	32.668	28.952	27.968	31.472	29.601	31.994	7.357	7.607⁵)

¹) У сталним ценама претходне године.

²) Цене на мало до 2006. године.

³) Од 2007. подаци о извозу и увозу робе и услуга су усклађени са смерницама садржаним у Приручнику за израду платног биланса и међународне инвестиционе позиције бр. 6 ММФ-а (ВРМ6). Подаци за 2005. и 2006. приказани су према претходној методологији. Због прекида серије за 2007. стопе раста извоза и увоза робе и услуга нису приказане. Од 1. јануара 2010. РЗС региструје извоз и увоз према општем систему трговине, који представља шири концепт и 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. Размена с Црном Гором регистрована је према припадајућим трансакцијама од 2003. године.

⁴) Државне ХоВ по номиналној вредности.

⁵) Процена НБС.

Напомене:

1. Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.

2. Извор за податак о стопи незапослености је Анкета о радној снази РЗС-а.

3. Извор за податак о јавном дугу је Министарство финансија и НБС за процењени БДП.

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	10
III.0.7.	Циљана инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред – финансијски сектор	11
III.0.8.	Очекивања предузећа у погледу промене цена њихових инпута и производа и услуга	11
IV.1.1.	Динарска ликвидност	13
IV.1.2.	Кретање каматних стопа	13
IV.1.3.	Крива приноса на међубанкарском тржишту новца	14
IV.1.4.	Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ	14
IV.1.5.	Кретање каматних стопа на динарске кредите и депозите привреди и становништву	15
IV.1.6.	Кретање каматних стопа на девизне кредите и депозите привреди и становништву	15
IV.1.7.	Показатељ премије ризика – <i>EMBI</i> по земљама	16
IV.1.8.	Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала	17
IV.1.9.	Структура финансијског биланса	17
IV.1.10.	Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту	22
IV.1.11.	Краткорочна волатилност курса динара према евр	22
IV.1.12.	Кретање курсева одређених националних валута према евр	23
IV.1.13.	Индекс <i>BELEX15</i> и промет на Београдској берзи	23
IV.1.14.	Кретање берзанских индекса у земљама у региону	24
IV.2.1.	Монетарни агрегати и потрошачке цене	25
IV.2.2.	Доприноси мг. расту <i>M2</i> , секторска структура	25
IV.2.3.	Кредитна активност и БДП	27
IV.2.4.	Структура новоодобрених кредита привреди	27
IV.2.5.	Утицај фактора на кредитне стандарде у одобравању кредита привреди	27
IV.2.6.	Утицај фактора на кредитне стандарде у одобравању кредита становништву	28
IV.2.7.	Учешће динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву	28
IV.2.8.	Учешће <i>NPL</i> у укупним кредитима, бруто принцип	28
IV.3.1.	Индекси цена непокретности <i>DOMex</i> и број прометованих непокретности	32
IV.3.2.	Индекси броја издатих дозвола новоградње	32
IV.4.1.	Доприноси мг. стопи раста БДП-а – расходна страна	33
IV.4.2.	Потрошња домаћинстава	34
IV.4.3.	Потрошња државе	34
IV.4.4.	Извоз и увоз робе и услуга	35
IV.4.5.	Кретање главних компоненти увоза	35
IV.4.6.	Кретање индикатора екстерне тражње и извоза Србије	36
IV.5.1.	Кретање индикатора економске активности	37
IV.5.2.	Физички обим производње по гранама прерађивачке индустрије	37
IV.5.3.	Доприноси мг. стопи раста БДП-а – производна страна	38

IV.6.1.	Кретање реалних нето зарада	43
IV.6.2.	Кретање продуктивности, бруто реалних зарада и јединичних трошкова рада у индустрији	43
IV.6.3.	Индикатори тржишта рада према Анкети о радној снази	44
IV.7.1.	Кретање БДП-а и индикатора економске активности зоне евра	45
IV.7.2.	Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2014. и 2015. ММФ-а	46
IV.7.3.	Принос на десетогодишње обвезнице земаља зоне евра	47
IV.7.4.	Кретање цена нафте и бакра	48
IV.7.5.	Индекс светских цена хране	48
V.0.1.	Производни јаз	52
V.0.2.	Пројекција инфлације	54
V.0.3.	Пројекција раста БДП-а	55
V.0.4.	Поређење текуће с претходном пројекцијом раста БДП-а	56
V.0.5.	Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације	57
V.0.6.	Остварење пројекције инфлације из августа 2013.	57

Табеле

III.0.1.	Раст потрошачких цена по компонентама	7
III.0.2.	Показатељи раста цена	8
III.0.3.	Очекивана и перципирана инфлација од стране становништва	11
IV.2.1.	Монетарни агрегати	25
IV.3.1.	Индикатори кретања инвестиција	34
V.0.1.	Претпоставке пројекције	53
V.0.2.	Пројекције главних макроекономских показатеља за Србију	56
Табела А.	Индикатори екстерне позиције Србије	58
Табела Б.	Основни макроекономски индикатори	59

Графикони у освртима

O.2.1.	Кредитна активност и програми субвенционисаних кредита	30
--------	--	----

Табеле у освртима

O.1.1.	Поређење претходно објављених података о платном билансу са подацима након примене <i>ВРМ6</i> и побољшања обухвата трансакција	21
O.3.1.	Процена штета од поплава	41

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	8,50	-50
10. јул	8,50	0
7. август	8,50	0
11. септембар		
16. октобар		
13. новембар		
11. децембар		

Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије

Саопштење са седнице Извршног одбора, 12. 6. 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 8,5 одсто.

Доносећи одлуку о смањењу референтне каматне стопе, Извршни одбор је имао у виду да ће се међугодишња стопа инфлације и у наредном периоду кретати око доње границе циља. Такође, оценио је да недавне поплаве неће утицати на повећање инфлаторних притисака, који ће и убудуће остати ниски.

Ниским инфлаторним притисцима доприноси стабилност инфлационих очекивања и девизног курса, што је резултат мера монетарне политике, повољних платнобилансних кретања и пада премије ризика земље, констатовао је Извршни одбор.

Смањени су и ризици из међународног окружења, чему доприноси и повећање експанзивности монетарне политике Европске централне банке, што би, по оцени Извршног одбора, требало позитивно да утиче на повећање ликвидности на међународном тржишту капитала.

Извршни одбор је констатовао да ће недавне поплаве имати негативан ефекат на економску активност, посебно у енергетици и пољопривреди, због чега се у овој години може очекивати стагнација БДП-а. Такође, из истих разлога, платнобилансна кретања биће неповољнија него ранија очекивања, али ће учешће текућег дефицита у БДП-у и ове године бити ниже у односу на претходну.

Штете од поплава захтеваће додатне напоре фискалне политике у наредном периоду. Ипак, Извршни одбор очекује да ће Влада остати одлучна у спровођењу фискалне консолидације, структурних реформи и мера за даље побољшање привредног амбијента.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће се одлучивати о референтној каматној стопи одржаће се 10. јула.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 10. 7. 2014.

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је на данашњој седници да референтну каматну стопу задржи на постојећем нивоу од 8,5 одсто.

Иако се међугодишња стопа инфлације креће око доње границе циља и инфлаторни притисци су веома ниски, чему, поред агрегатне тражње, као главног дезинфлаторног фактора у средњем року, доприноси и стабилност курса динара и инфлационих очекивања, Извршни одбор је одлучио да референтну каматну стопу задржи на садашњем нивоу, имајући у виду ризике који се у наредном периоду могу неповољно одразити на економска кретања у Србији.

Извршни одбор је констатовао да недавне поплаве имају негативан ефекат на економску активност, посебно у енергетици, рударству и пољопривреди, због чега су изгледи економског раста у овој години неповољнији од очекиваних. Из истих разлога, неповољнија ће бити и платнобилансна кретања. Ипак, очекује се да ће подстрек економској активности у наредном периоду дати субвенционисани кредити, радови на отклањању последица поплава, као и очекивано убрзање реализације пројекта Јужни ток.

Потреба да се санирају штете и последице поплава једнократно ће повећати трошкове државе. Ипак, Извршни одбор очекује да ће Влада остати одлучна у спровођењу фискалне консолидације и структурних реформи.

Доносећи одлуку о задржавању референтне каматне стопе, Извршни одбор је имао у виду да су, иако нешто мање изражени, и даље присутни и ризици из међународног окружења, који могу утицати на ликвидност на међународном тржишту капитала.

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

Саопштење са седнице Извршног одбора, 7. 8. 2014.

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је на данашњој седници да референтну каматну стопу задржи на постојећем нивоу од 8,5 одсто.

Међугодишња инфлација креће се испод доње границе дозвољеног одступања од циља и очекујемо да се до краја године врати у границе циља. Таквом кретању допринели су ниски инфлаторни притисци, пре свега као резултат ниске агрегатне тражње и још увек присутног дезинфлаторног утицаја цена примарних пољопривредних производа, релативне стабилности курса динара и инфлационих очекивања.

Међутим, имајући у виду очекивано исцрпљивање ефеката ниских цена хране и ризике који би у наредном периоду могли неповољно да утичу на економска кретања у земљи, Извршни одбор одлучио је да референтну каматну стопу задржи на садашњем нивоу.

При доношењу одлуке, Извршни одбор је, пре свега, имао у виду да су и даље присутне неизвесности из међународног окружења, које могу негативно да се одразе на премију ризика земље, као и међународне токове капитала. Ризици даљег заоштравања геополитичких тензија везани су и за одлагање или успоравање започетог економског опоравка зоне евра. Извршни одбор очекује да доследно спровођење мера фискалне консолидације и структурних реформи у наредном периоду може допринети ублажавању екстерних ризика.

На данашњој седници Извршни одбор је усвојио августовски Извештај о инфлацији, који ће јавности бити представљен у среду, 13. августа.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће се одлучивати о референтној каматној стопи биће одржана 11. септембра.

CIP - Каталогизација у публикацији
Народна библиотека Србије, Београд

33

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

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