



Народна банка Србије

2014  
новембар

# ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ



## Уводна напомена

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

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

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

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

Новембарски *Извештај о инфлацији* размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 13. новембра 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

**Г** – година

**ДФО** – друге финансијске организације

**д.с.** – десна скала

**дес.** – десезонирано

**ЕЦБ** – Европска централна банка

**ЕИБ** – Европска инвестициона банка

**ЕМВИ** – индекс обвезница тржишта у спону

**ФАО** – Организација Уједињених нација за храну и пољопривреду

**ФЕД** – Систем федералних резерви САД

**FISIM** – услуге финансијског посредовања индиректно мерене

**ХоВ** – хартије од вредности

**ИПЦ** – индекс потрошачких цена

**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

<b>I. Резиме</b>	1
<b>II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији</b>	5
<b>III. Кретање инфлације</b>	7
<b>IV. Детерминанте инфлације</b>	13
1. Кретања на финансијском тржишту	13
2. Новац и кредити	20
3. Тржиште непокретности	25
4. Агрегатна тражња	26
<i>Осврт 1: Остварење фискалне политике у 2014. години</i>	27
5. Економска активност	32
<i>Осврт 2: Ревизија БДП-а Србије према методологији ESA 2010</i>	35
6. Кретања на тржишту рада	37
7. Међународно окружење	40
<b>V. Пројекција инфлације</b>	45
Табела А. Индикатори екстерне позиције Србије	54
Табела Б. Основни макроекономски индикатори	55
Додатак 1. Писмо Народне банке Влади Републике Србије због одступања инфлације од утврђеног циља	56
Списак графикана и табела	58
Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе	60
Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије	61



## I. Резиме

*И током трећег тромесечја међугодишња инфлација кретала се испод доње границе дозвољеног одступања од циља.*

*Неизвесност на међународном тржишту капитала настављена је и током трећег тромесечја.*

*Током трећег тромесечја преовладавали су депрецијацијски притисци којима су доприносили неизвесност на међународном финансијском тржишту, али и неповољне вести у погледу одрживости домаћих јавних финансија.*

*Ризици из домаћег и међународног окружења налажу опрезност у вођењу монетарне политике како би се инфлација трајно стабилизовала на ниском нивоу.*

Међугодишња укупна инфлација се и током трећег тромесечја кретала испод доње границе дозвољеног одступања од циља. Испод доње границе од августа се налази и базна инфлација. То потврђује да ниски инфлаторни притисци у претходној години дана нису били само резултат смањених трошкова у производњи хране у условима добре пољопривредне сезоне, како глобално тако и на домаћем тржишту, већ и пада агрегатне тражње и ниских притисака по основу увозних цена.

Неизвесност на међународном тржишту капитала, која прати процес смањења експанзивности монетарне политике ФЕД-а и геополитичке тензије у вези са ситуацијом у Украјини, настављена је током трећег тромесечја. Иако је завршетак програма квантитативног попуштања био очекиван, неизвесно је када ће бити започето повећање основне каматне стопе ФЕД-а и у којој мери. С друге стране, снажни дезинфлаторни притисци у зони евра утицали су на одлуку Европске централне банке да додатно ублажи монетарну политику. Економска активност на глобалном нивоу у последња два тромесечја забележила је нижи раст од очекиваног, што је допринело и корекцији наниже изгледа економског раста за ову и наредну годину. То је за последицу имало и пад светских цена нафте и примарних пољопривредних производа.

Поменути глобални фактори утицали су и да прилив капитала буде скроман и последично на појаву депрецијацијских притисака у земљама у успону, укључујући и Србију. Неповољне вести у вези са одрживошћу домаћих јавних финансија и темпа и јачине фискалне консолидације и структурних реформи, као и повећан увоз енергената и слабији извозни резултати, такође су допринели депрецијацијским притисцима на динар. Доследно досадашњој пракси, интервенције Народне банке Србије биле су усмерене на ублажавање прекомерних краткорочних осцилација курса, без намере да се утиче на тренд кретања девизног курса.

Извршни одбор Народне банке Србије није мењао висину референтне каматне стопе у периоду јул–октобар, оцењујући да ризици из домаћег и међународног окружења налажу опрезност у вођењу монетарне политике, упркос јаком дезинфлаторном дејству ниске агрегатне тражње.

*Усвојене мере фискалне политике представљају позитиван корак у спровођењу фискалне консолидације и обезбеђења одрживости јавних финансија.*

*Пад економске активности настављен је у трећем тромесечју.*

*Кретања на тржишту рада, према Анкети о радној снази, у трећем тромесечју не прате кретања у реалном сектору.*

*Смањење екстерне неравнотеже је привремено заустављено као последица негативних ефеката поплава и успоравања екстерне тражње.*

Будући да ће дезинфлаторно дејство агрегатне тражње у наредном периоду бити додатно појачано смањењем плата у јавном сектору и пензија и очекујући да ће започето спровођење фискалне консолидације и структурних реформи умањити негативан утицај неизвесности у међународном окружењу, Извршни одбор је у новембру смањив референтну каматну стопу на 8,0%, као и стопе девизне обавезне резерве.

Крајем октобра усвојен је ребаланс буџета, којим је републички дефицит за ову годину већи за око 40 милијарди динара. Иако ће консолидовани буџетски дефицит и у 2014. бити висок (око 7,5% бруто домаћег производа), доношење и доследно спровођење мера фискалне консолидације и структурних реформи позитивно ће се одразити на оцену страних инвеститора у погледу улагања у Србију и пад премије ризика, што би у наредном периоду допринело јачању отпорности на екстерне ризике. Очекивано постизање аранжмана с Међународним монетарним фондом представљаће додатну потврду кредибилитета економске политике.

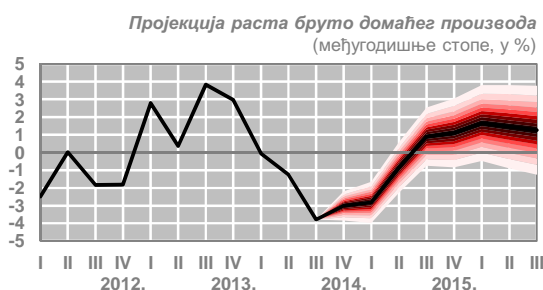
Успоравање раста главних спољнотрговинских партнера и негативни ефекти мајских поплава наставили су и током трећег тромесечја да се одражавају на смањење индустријске производње. То је утицало и на убрзање међугодишњег пада бруто домаћег производа на 3,7%, а према нашим оценама, економска активност је, десезонирано посматрано, била нижа за 1,0% у односу на претходно тромесечје. Индустријска производња је највише опала по основу даљег смањења производње у секторима рударства и енергетике. Пад активности забележен је и у прерађивачкој индустрији, пре свега као последица прекида производње због колективног годишњег одмора у фабрици „Фијат аутомобили Србија“ и ремонта у рафинерији у Панчеву.

За разлику од економске активности, индикатори тржишта рада повољнији су него у претходним тромесечјима. Према Анкети о радној снази, стопа незапослености је смањена на 17,6%, што је њен најнижи ниво још од 2010. године. Највећи део повећања запослености односи се на сезонско и повремено запошљавање и запошљавање на одређено време.

У трећем тромесечју су забележена нешто неповољнија кретања у билансу текућих трансакција са иностранством у односу на претходно тромесечје. Томе је допринело повећање спољнотрговинског дефицита као последица негативних ефеката поплава, али и успоравања екстерне тражње, као и нижи



**Ове и следеће године бруто домаћи производ  
требало би да забележи пад.**



**Због слабљења екстерне тражње и повећаног увоза енергената, допринос нето извоза у 2014. биће неутралан...**

**...али се за 2015. и даље очекује највећи позитиван допринос по овом основу, као резултат опоравка зоне евра и додатних мера фискалне консолидације.**

**Новембарска пројекција инфлације нижа је у односу на августовску због израженијег пада цена примарних производа претходних месеци од претпостављеног и изостанка корекције цена електричне енергије.**

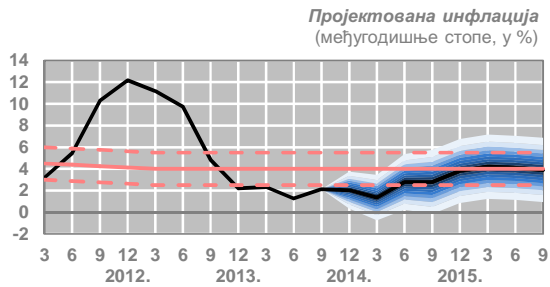
прилив по основу дознака из иностранства. Ипак, прилив капитала остварен у овом периоду био је виши него у претходна два тромесечја и више него довољан да покрије дефицит текућег рачуна. Због ниже екстерне тражње, на нивоу године очекујемо задржавање учешћа дефицита текућег рачуна у бруто домаћем производу око прошлогодишњег нивоа (око 6%), али и наставак смањења екстерне неравнотеже у наредним годинама.

Због негативног утицаја мајских поплава на сектор енергетике и рударства, као и због успоравања раста наших главних спољнотрговинских партнера, бруто домаћи производ ће ове, а због додатних мера фискалне консолидације највероватније и следеће године забележити пад.

Процењујемо да услед слабљења екстерне тражње у последњих неколико месеци и повећаног увоза енергената допринос нето извоза бруто домаћем производу у 2014. неће бити позитиван, како смо раније очекивали, већ неутралан. Негативан допринос се очекује од потрошње домаћинства и приватних инвестиција, док се позитиван допринос очекује од инвестиција државе.

Очекује се да ће финална потрошња бити нижа због смањења плата у јавном сектору и пензија, што ће се негативно одразити на економску активност у наредној години, али је то услов за макроекономску стабилност и одржив економски раст. Позитиван допринос нето извоза требало би да буде резултат опоравка зоне евра, али и мањег увоза због пада финалне потрошње. Очекујемо да ће инвестиције бити повећане не само по основу санације штета од поплава већ пре свега захваљујући поправљању пословног и инвестиционог амбијента, што би требало да допринесе и поправљању позиције Србије на глобалној листи конкурентности.

Крајем 2014. и у првом тромесечју наредне године инфлација би и даље требало да се креће испод доње границе циља, уз могућ привремени повратак у границе циља у новембру. Пад цена примарних производа у претходних шест месеци и изостанак корекције цена електричне енергије представљају факторе с привременим дејством који су утицали на нижу пројекцију инфлације до средине 2015. године у



*Карактер монетарне политике у наредном периоду зависиће пре свега од ефеката до сада предузетих мера монетарне политике, ефеката предузетих мера фискалне консолидације и структурних реформи и кретања у међународном окружењу.*

односу на августовску. Повратак инфлације у границе циља сада се очекује средином наредне године, а до краја 2015. инфлација би требало да се приближи циљу од 4% и затим настави кретање око циља до краја периода пројекције. На раст инфлације ка циљу у току 2015. године утицаће пре свега регулисане цене, будући да очекујемо њихов допринос укупној инфлацији на нивоу из претходних година. Поред тога, трошковни притисци у производњи хране биће веома ниски до наредне пољопривредне сезоне, али би с њеним доласком у другој половини године требало да уследи раст цена хране.

Ублажавање монетарне политике у наредном периоду зависиће од ефеката до сада предузетих мера монетарне политике, ефеката предузетих мера фискалне консолидације и структурних реформи, али и оцене потенцијалног инфлаторног утицаја кретања у међународном окружењу.

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

*Након смањења у јуну на 8,5%, референтна каматна стопа је до новембра задржана на непромењеном нивоу, када је смањена на 8,0%.*

*Задржавајући референтну каматну стопу на непромењеном нивоу, Извршни одбор Народне банке Србије је имао у виду неизвесност у међународном окружењу (пре свега геополитичке тензије у вези с кризом у Украјини, продужавање периода спорог опоравка зоне евра и смањење експанзивности монетарне политике ФЕД-а), као и неповољна домаћа фискална кретања. Због тих фактора је вођење монетарне политике било опрезно како би се инфлација трајно стабилизовала на ниском нивоу, упркос јаком дезинфлаторном дејству ниске агрегатне тражње.*

*Будући да ће дезинфлаторно дејство агрегатне тражње у наредном периоду бити додатно појачано смањењем плата у јавном сектору и пензија и очекујући да ће започето спровођење фискалне консолидације и структурних реформи умањити негативан утицај неизвесности у међународном окружењу, Извршни одбор је у новембру смањио референтну стопу на 8,0%, као и стопе девизне обавезне резерве.*

Имајући у виду неизвесност у међународном и домаћем окружењу, која се у наредном периоду може неповољно одразити на економска кретања у Србији, **референтна каматна стопа је, након смањења у јуну, до новембра задржана на непромењеном нивоу од 8,5%.**

Одлучујући да се висина референтне каматне стопе не мења, Извршни одбор Народне банке Србије имао је у виду геополитичке тензије у вези с кризом у Украјини и ризике њиховог даљег заоштравања, будући да би се то могло негативно одразити на токове капитала, енергетске токове и брзину опоравка зоне евра, али и довести до раста цена на светским робним тржиштима. Због јаким трговинских веза, продужавање периода спорог опоравка зоне евра могло би имати негативан утицај на раст домаћег извоза и економске активности. Нижа екстерна тражња вероватно би водила слабијим извозним резултатима и нешто већем спољнотрговинском дефициту у односу на очекивани.

Поред тога, настављена је и неизвесност на међународном тржишту капитала, која прати процес

смањења експанзивности монетарне политике ФЕД-а. Након шест година стимулације америчке економије, завршетак програма квантитативних олакшица очекивао се крајем октобра, а прво повећање референтне каматне стопе ФЕД-а у другој половини 2015. године. Повећање референтне стопе могло би проузроковати веће осцилације на тржиштима него завршавање програма квантитативних олакшица. С друге стране, иако је ЕЦБ повећала експанзивност монетарне политике, чини се да су за сада изостали ефекти на раст ликвидности банака зоне евра.

Иако је спољна неравнотежа Србије од почетка кризе смањена, и даље су присутни бројни изазови. Смањен је спољни дуг приватног сектора, али је повећан спољни дуг државе због ослањања на иностране изворе финансирања. Потреба за екстерним изворима финансирања чини економију осетљивом на промену сентимента страних инвеститора, тј. на негативан шок у приливу капитала који би могао да изазове притиске на премију ризика земље и девизни курс.

Деловање екстерних фактора, заједно с неизвесношћу у погледу домаћих фискалних кретања, определили су

Извршни одбор да у посматраном периоду заустави даље ублажавање монетарне политике како би се постигла трајна стабилизација инфлације на ниском нивоу. Висина референтне стопе није мењана упркос јаком дезинфлаторном дејству ниске агрегатне тражње, које ће бити још појачано новим мерама фискалне консолидације. Неповољна фискална позиција земље додатно је погоршана потребом да се санирају штете и последице поплава, што је, уз одлагање доношења мера фискалне консолидације за крај године, повећало величину потребног фискалног прилагођавања. Извршни одбор је користио сваку прилику да нагласи своје очекивање да ће доношење и доследно спровођење мера фискалне консолидације и структурних реформи позитивно утицати на оцену страних инвеститора у погледу улагања у Србију. То би у наредном периоду допринело ублажавању поменутих екстерних ризика и позитивно деловало на премију ризика земље.

Разматрајући актуелна монетарна и макроекономска кретања на седници у октобру, Извршни одбор је констатовао да се економска активност даље успорава због негативних ефеката поплава, али и споријег од очекиваног опоравка зоне евра и наших осталих важних спољнотрговинских партнера. Пад БДП-а који се очекује у 2014. години биће последица и очекиваних додатних мера фискалне консолидације. Иако ће се оне у кратком року негативно одразити на економску активност, мере фискалне консолидације представљају основ за дугорочно одржив економски раст.

Ради подршке кредитној, а тиме и економској активности, Извршни одбор је **на седници у новембру одлучио да стопе по којима банке обрачунавају девизну обавезну резерву смањи** за по 1 п.п. (са 29% и 22% на 28% и 21% у зависности од рочности), уз истовремено повећање обавезе издвајања девизне обавезне резерве у динарима за по 2 п.п. (са 32% и 24% на 34% и 26%).

Такође, **на новембарској седници је референтна каматна стопа смањена за 50 б.п., на 8,0%**. При доношењу такве одлуке Извршни одбор је имао у виду да се м.г. инфлација од марта ове године креће

испод доње границе дозвољеног одступања од циља, што ће се наставити и у наредном периоду, с обзиром на то да ће већина фактора и даље деловати дезинфлаторно.

Подбацивању циљане инфлације ове године допринели су фактори с привременим утицајем, пре свега неочекивано низак раст регулисаних цена и примарних производа на светском и домаћем тржишту. Фактори с дуготрајнијим утицајем, попут агрегатне тражње, у наредном периоду имаће додатно појачано дезинфлаторно дејство по основу смањења плата у јавном сектору и пензија.

Извршни одбор је истакао да очекује да ће започето спровођење мера фискалне консолидације и структурних реформи умањити негативан утицај спољних фактора који проистиче из неизвесности у погледу монетарне политике водећих светских економија. Очекивано постизање аранжмана с ММФ-ом представљаће додатну потврду кредибилитета економске политике.

Како се м.г. инфлација шест месеци заредом кретала испод доње границе дозвољеног одступања од циља ( $4,0 \pm 1,5\%$ ), **Народна банка Србије је у септембру упутила писмо Влади** у коме је образложила разлоге тог одступања. Смањење инфлаторних притисака било је резултат више фактора, а посебно очекивано ниске агрегатне тражње, релативно стабилних кретања на девизном тржишту и смањених трошковних притисака на цене хране. Док је дезинфлаторни утицај прва два фактора био очекиван, пад трошкова у производњи хране био је изнад очекивања. Одступању инфлације од циља додатно је допринело и одсуство корекције цена електричне енергије у протеклој години дана. Када су у питању предузете мере монетарне политике, Народна банка Србије је у писму нагласила да је смањење референтне каматне стопе започето већ у мају 2013. и настављено у 2014. години (са 11,75% на 8,5%). Имајући у виду да је постојао снажан утицај геополитичких тензија на премију ризика и девизни курс, Народна банка Србије је морала бити опрезна у вођењу монетарне политике како би инфлацију трајно стабилизovala на ниском нивоу.

### III. Кретање инфлације

Међугодишња укупна инфлација се и током Т3 кретала испод доње границе дозвољеног одступања од циља, а од августа и базна инфлација. То указује да ниски инфлаторни притисци у претходној години дана нису били само резултат смањених трошкова у производњи хране већ и пада агрегатне тражње и ниских притисака по основу увозних цена. Очекујемо да ће се мг. инфлација у Т4 кретати око доње границе дозвољеног одступања од циља, при чему ће ниска агрегатна тражња и изостанак корекције цена електричне енергије у највећој мери одложити повратак инфлације ка циљу.

Да ни у наредном периоду не треба очекивати знатније инфлаторне притиске по основу трошкова и по основу тражње, указују стабилна и у границама циља инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде како за годину, тако и за две године унапред.

#### Кретање инфлације у Т3

У складу са очекивањима изнетим у претходном Извештају о инфлацији, мг. инфлација се током Т3 кретала испод доње границе дозвољеног одступања од циља и у септембру је износила 2,1% мг. Испод доње границе циља од августа се налази и базна инфлација. То потврђује да ниски инфлаторни

притисци нису само последица смањених трошкова у производњи хране у условима добре пољопривредне сезоне, како глобално тако и на домаћем тржишту, већ и пада агрегатне тражње и ниских притисака по основу увозних цена.

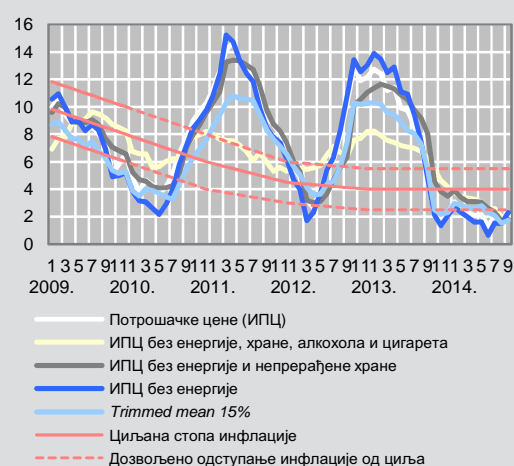
На нивоу тромесечја, потрошачке цене су у Т3 порасле 0,3%, што је незнатно више од наших

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

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

Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Укупна и базна инфлација крећу се испод доње границе циља.

очекивања услед изостанка сезонски уобичајеног већег пада цена воћа и поврћа.

**Цене хране и безалкохолних пића** су у ТЗ оствариле раст, који је, супротно нашим очекивањима, био израженији у категорији **непрерађене хране**. За разлику од претходних година, када је уобичајено било да цене воћа и поврћа буду у већој мери смањене у ТЗ, ове године је воће чак поскупело за преко 18%, пре свега због несташице цитруса у Европи. Раст цена свежег меса био је сезонски очекиван, али је поскупљење свињског меса делом узроковано и растом цена на светском тржишту и домаћих произвођачких цена. У оквиру **прерађене хране**, позитиван допринос потиче од раста цена уља од сунцокрета, млека и млечних прерађевина. У септембру је м.г. раст цена хране и безалкохолних пића износио 1,6% и након годину дана по овом основу забележен је позитиван допринос укупној инфлацији.

**Цене индустријских производа без хране и енергије** су у ТЗ смањене, што указује на ниску агрегатну тражњу. Највише су појефтинили одећа и

обућа, док су путнички аутомобили поскупели. У складу с нашим очекивањима, а имајући у виду пад промета на тржишту дуванских производа, раст минималне акцизе није се одразио на поскупљење цигарета.

Раст **цена енергије** у највећој мери дугује се поскупљењу нафтних деривата. Иако је светска цена нафте смањена, слабљење динара у односу на долар имало је за последицу корекцију навихше цена деривата на домаћем тржишту за 1,7%.

Позитиван допринос инфлацији потиче и од **цена услуга**, и то пре свега од поскупљења обавезног путничког осигурања, а у мањој мери и закупа стана, транспортних услуга и услуга образовања.

**Базна инфлација** (мерена ИПЦ-ом по искључењу цена енергије, хране, алкохола и цигарета) имала је различиту динамику током летњих месеци. Раст је остварен у јулу, првенствено по основу поскупљења услуга обавезног путничког осигурања, док је у августу и септембру забележен пад. На пад у августу утицало је у највећој мери појефтинјење фиксне

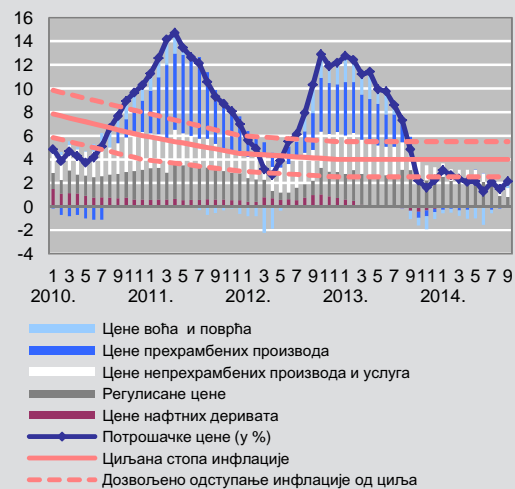
Графикон III.0.2. Допринос тромесечној стопи раста потрошачких цена (у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Позитиван допринос инфлацији током ТЗ потиче од непрерађене хране, што није сезонски уобичајено.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Након годину дана, допринос цена хране м.г. инфлацији био је у септембру позитиван.

телефоније, а у септембру и сезонско појефтињење туристичких аранжмана. На мг. нивоу, и базна инфлација се од августа налази испод доње границе дозвољеног одступања од циља.

**Регулисане цене** су, први пут од када се инфлација мери променама ИПЦ-а, забележиле тромесечни пад, претежно због пада цена телефонских услуга. Опале су и цене лекова и телевизијске преплате, која је укинута у августу.<sup>1</sup> Од почетка године ове цене су повећане за 2,6%, што је последица пре свега прилагођавања вишој стопи ПДВ-а и повећања акциза. Међугодишње посматрано, раст регулисаних цена успорава се из месеца у месец и у септембру је износио 3,5%.

### Очекивано кретање у Т4

Очекујемо да ће се мг. инфлација током Т4 кретати око доње границе дозвољеног одступања од циља. Ефекат ниске базе и слабљења динара током Т3 на инфлацију највероватније биће неутрализован ефектима ниске тражње и пада цена примарних

пољопривредних производа. И поред вишег раста у односу на претходно тромесечје, **базна инфлација** ће на мг. нивоу и током Т4 највероватније остати испод доње границе циља.

У категорији хране и безалкохолних пића очекујемо пад цена, уз већи негативан допринос непрерађене хране. Пад цена непрерађене хране биће последица сезонског појефтињења свежег меса и воћа и поврћа. Трошкови у производњи прерађене хране остаће ниски и у наредном периоду, на шта указује пад цена примарних пољопривредних производа, започет средином маја и настављен у наредним месецима, пад цена њихових фјучерса и смањење цена произвођача прехранбених производа на домаћем тржишту.

Супротно претходном тромесечју, позитиван допринос инфлацији у Т4 очекује се од раста цена **индустријских производа без хране и енергије** због слабљења динара током Т3.

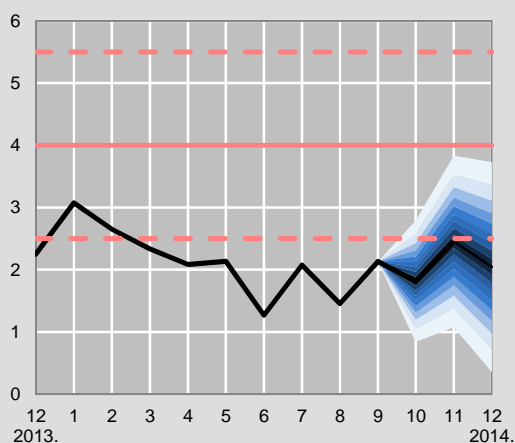
Позитиван допринос тромесечној инфлацији у Т4 даће цене **енергије**, чији ће раст у највећој мери бити последица сезонског поскупљења чврстих горива (угља и дрва). По основу знатног пада цене нафте на светском тржишту очекује се појефтињење нафтних деривата у Т4. Супротно нашим очекивањима из претходног извештаја, електрична енергија неће поскупети до краја године.

Код цена **услуга** очекујемо виши раст у односу на претходно тромесечје, чему ће у највећој мери допринети сезонски раст цена туристичких аранжмана.

У оквиру **регулисаних цена**, у Т4 очекујемо раст цена грејања и природног гаса. Међутим, ниједна од поменутих категорија, појединачно посматрано, неће дати велики допринос расту ИПЦ-а. На нивоу године, регулисане цене оствариће знатно нижи раст (око 3%) од пројектованог почетком године (9,5%), првенствено због изостанка корекције цена електричне енергије у овој години.

Највећи ризици наведене пројекције односе се на кретање цена воћа и поврћа, а делом и у којој мери ће се остварена депрецијација из Т3 прелити на цене у условима ниске агрегатне тражње.

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



Извор: НБС.

Међугодишња инфлација ће се у Т4 кретати око доње границе циља.

<sup>1</sup> Због чињенице да се пондери мењају једном годишње, а да више не постоји цена телевизијске преплате, до краја године за ове услуге бележиће се цене остварене у групи рекреација и култура, у коју спадају и туристички аранжмани, који су у овом периоду појефтинили.

## Произвођачке и увозне цене

**Цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште** током ТЗ порасле су за 0,8%, док је на мг. нивоу раст у септембру остао непромењен у односу на јун и износио 1,0%. Раст произвођачких цена регистрован је у експлоатацији руда метала, пречишћавању и дистрибуцији воде, као и у појединим гранама прерађивачке индустрије (производња моторних возила и приколица, пића, дуванских производа, кокса и деривата нафте), а пад цена у производњи прехрамбених производа.

**Цене произвођача пољопривредних производа<sup>2</sup>** су у ТЗ смањене за 3,7%<sup>3</sup>, док су на мг. нивоу стагнирале. У поређењу с претходним тромесечјем смањене су цене житарица, поврћа и индустријског биља, док је раст цена забележен код воћа, кромпира и живе стоке. У области сточарства, највећи раст произвођачких цена забележен је код живине, живих свиња и у производњи јаја.

Трошковни притисци у грађевинарству, које апроксимирамо индексом **цена елемената и материјала за уграђивање у грађевинарству**, порасли су у ТЗ 1,4%, што је приближно расту из претходног тромесечја. Посматрано на мг. нивоу, ове цене су остале готово непромењене у односу на Т2 и у септембру су износиле 3,8%.

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

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

Извор: РЗС и прерачун НБС.

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

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



Извор: Destatis, ФАО, Блумберг и прерачун НБС.

Пад светских цена нафте и хране утицао је на успоравање мг. раста увозних цена.

Захваљујући паду цена нафте и хране, **увозне цене исказане у динарима<sup>3</sup>** су у ТЗ успориле тромесечни раст на 0,6%. Ефекат пада увозне инфлације ублажен је депрецијацијом динара. Слично као у претходном тромесечју, увозне цене репроматеријала и потрошних добара остале су готово непромењене. Раст увозних цена успорен је и на мг. нивоу (0,7% у септембру), што је умањило инфлаторне притиске на домаћем тржишту.

## Инфлациона очекивања

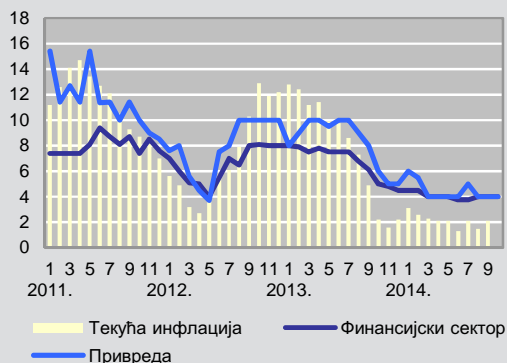
Више од годину дана су инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред стабилна и у границама циљане инфлације. Инфлациона очекивања привреде су такође стабилна и готово годину дана се налазе у границама циља. Стабилизација инфлационих очекивања на ниском нивоу је остварена захваљујући ниској текућој инфлацији и ниским очекиваним инфлаторним притисцима.

Према анкети агенције **Блумберг**, инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана

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



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

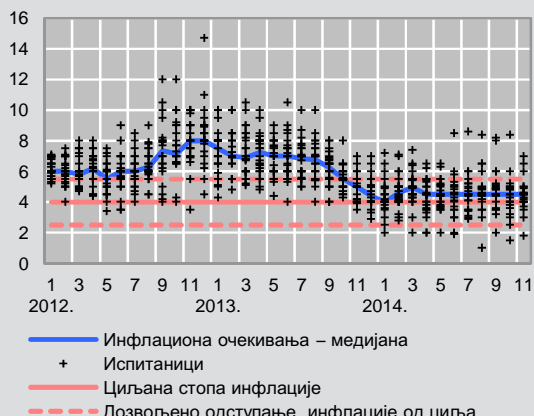


Извор: Галуп, Ипсос и НБС.

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

Инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде су стабилизована у границама циља.

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



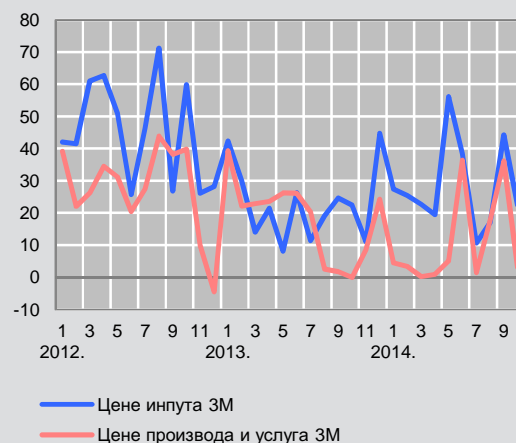
Извор: Блумберг и НБС.

Дисперзија инфлационих очекивања финансијског сектора је нешто мања него што је била током летњих месеци.

унапред су од априла ове године стабилизована на нивоу од 4,5%. Према анкети агенције **Ипсос**, инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде за годину дана унапред стабилизована су на нешто нижем нивоу и од августа су на централној вредности циља за инфлацију (4,0%). Очекивања становништва од априла се налазе на високим 10,0%. Међутим, треба имати у виду да је иста и стопа инфлације за коју становништво мисли да је остварена у претходној години дана (перципирана инфлација), а која је знатно виша од стварне инфлације. Квалитативно исказана инфлациона очекивања становништва показују 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 крећу се у границама циља и у октобру су била 3,9% и 4,0%, респективно. Средњорочна инфлациона очекивања становништва од маја се налазе на непромењеном нивоу од 10,0%.

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



Извор: Ипсос и НБС.

Очекивања предузећа у погледу цена њихових инпута, као и цена производа и услуга које производе, знатно варирају од почетка године.

Дисперзија одговора испитаника свих сектора је нешто мања него што је била током летњих месеци, када је највероватније била повећана због неизвесности у вези са ефектом поплава на инфлацију, али и већа него што је била на крају претходне године.

Након ниског нивоа у јулу, нето проценат<sup>4</sup> предузећа која у наредна три месеца очекују раст цена инпута, као и нето проценат предузећа која очекују раст цена својих производа и услуга, повећан је у августу и септембру. До повећања је највероватније дошло због очекиваног раста цена електричне енергије, који је у овом периоду изостао. У октобру су оба нето процента знатно смањена, с тим да је нето проценат предузећа која очекују раст цена инпута изнад нето процента предузећа која очекују раст цена својих производа и услуга (22,5% у односу на 3,1%).

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

	Перципирана инфлација у претходној години дана	Очекивана инфлација једну годину у напред	Очекивана инфлација две године у напред
Март	10,0	8,0	8,0
Април	10,0	10,0	8,0
Мај	10,0	10,0	10,0
2014. Јун	15,0	10,0	10,0
Јул	10,0	10,0	10,0
Август	10,0	10,0	10,0
Септ.	10,0	10,0	10,0
Окт.	10,0	10,0	10,0

Извор: Ипсос.

<sup>4</sup> Разлика између процента предузећа која су се изјаснила да очекују повећање и процента предузећа која су се изјаснила да очекују смањење цена својих инпута и производа и услуга. Ради повећања репрезентативности, подаци су пондерисани пословним приходом.

## IV. Детерминанте инфлације

### 1. Кретања на финансијском тржишту

Каматне стопе на међубанкарском тржишту новца и државних ХоВ готово да нису промењене у ТЗ. Током посматраног периода преобладавали су депрецијацијски притисци којима су доприносиле неизвесност на међународном финансијском тржишту, али и неповољне вести у погледу одрживости домаћих јавних финансија.

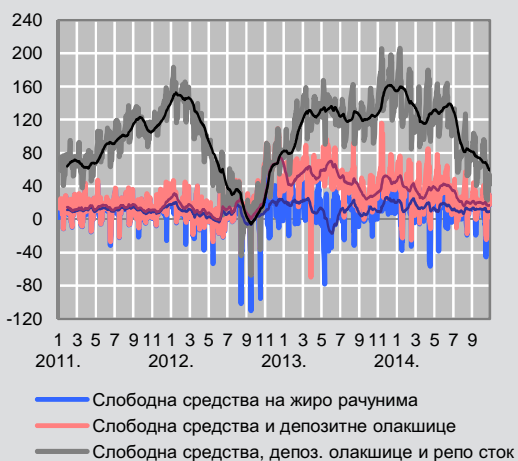
#### Каматне стопе

Просечна репо стопа<sup>5</sup> је током ТЗ незнатно повећана (за 0,1 п.п.) и крајем септембра је износила 6,5%.

Смањење вишкова ликвидности банака утицало је на постепен раст промета на међубанкарском преконоћном тржишту новца током ТЗ. Ипак, просечна вредност промета на овом тржишту у ТЗ (2,1 млрд динара) била је незнатно мања него у Т2. Каматна стопа *BEONIA* бележила је минималне осцилације током ТЗ – благ пад у јулу и минималан раст у августу и септембру. Тако је њена просечна месечна вредност у септембру (6,4%) била готово непромењена у односу на просечну вредност из јуна.

Слично кретање бележиле су и каматне стопе *BELIBOR*. У септембру су се њихове просечне вредности кретале у распону од 6,7% за најкраћу до 8,1% за најдужу рочност, што је смањење између 0,2 п.п. и 0,4 п.п. у односу на јун.

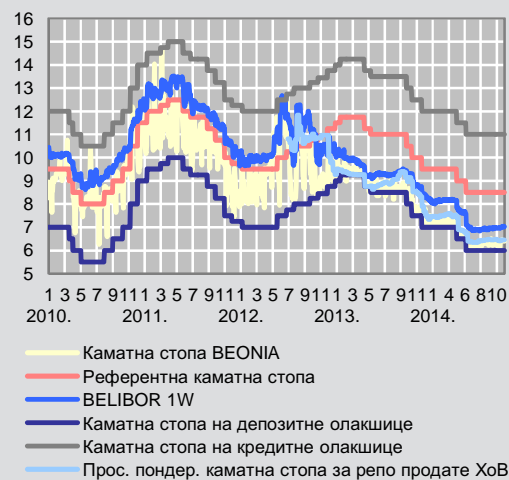
Графикон IV.1.1. Динарска ликвидност (дневна стања и покретни просеци, у млрд RSD)



Извор: НБС.

Ликвидност банкарског сектора била је мања у ТЗ, што је утицало на постепен раст промета на међубанкарском тржишту новца.

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



Извор: Томсон Ројтерс и НБС.

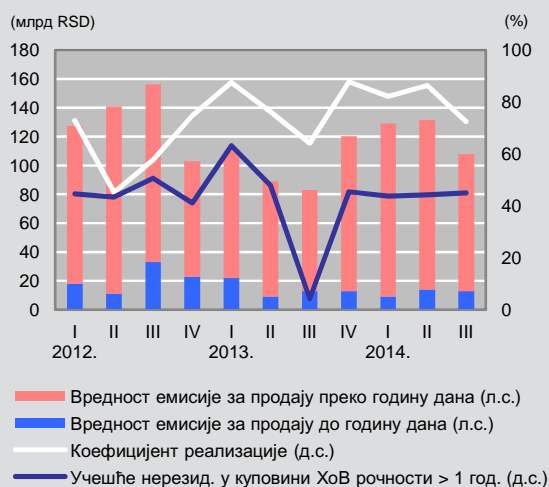
Каматне стопе на преконоћном тржишту новца бележиле су минималне промене.

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

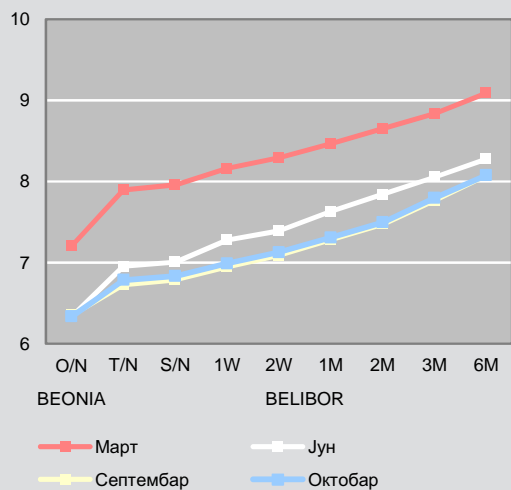
Промет на преконоћном тржишту међубанкарских позајмица повећан је током октобра, док су каматне стопе готово непромењене.

На примарном тржишту динарских државних ХоВ пад су забележиле само стопе на ХоВ најкраћих рочности, док су стопе на ХоВ дужих рочности остале непромењене у односу на крај Т2. Пад каматних стопа (0,7 п.п. за рочност од три месеца и 0,4 п.п. за рочност од шест месеци) забележен је у првој половини Т3, када је тражња на аукцијама премашивала понуду. Међутим, од средине августа тражња на аукцијама се смањује. Кретање каматних стопа, али и мања реализација на аукцијама делом су били опредељени и мањом потребом државе да се задужује на домаћем тржишту, с обзиром на обезбеђивање иностраних извора финансирања (кредит Уједињених Арапских Емирата), као и знатно мањи износ ХоВ које доспевају до краја године (у поређењу с П1). Тако су се каматне стопе на овом тржишту у септембру кретале у распону од 6,9% за рочност од три месеца до 11,8% за рочност од седам година, док је просечна пондерисана каматна стопа била непромењена у односу на јун (9,7%).

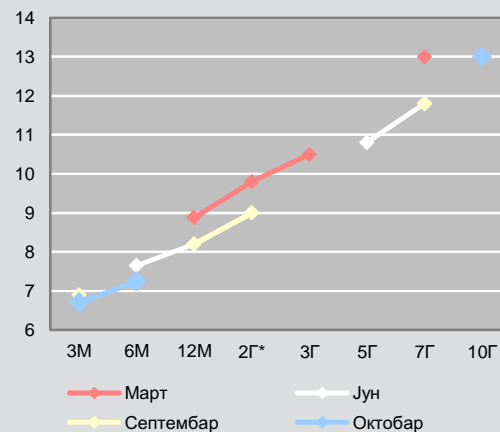
Графикон IV.1.4. Примарно тржиште државних ХоВ у динарима – коефицијент реализације и учешће страних инвеститора



Графикон IV.1.3. Крива приноса на међубанкарском тржишту новца у 2014. (просечне вредности, на годишњем нивоу, у %)



Графикон IV.1.5. Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ у 2014. (на годишњем нивоу, у %)



Каматне стопе на ХоВ у еврима незнатно су промењене током ТЗ – стопа за рочност од две године смањена је за 0,1 п.п., док су стопе за рочност од три и пет година повећане за исти тај износ. На крају ТЗ каматне стопе на овом сегменту тржишта кретале су се у распону од 3,2% за рочност од годину дана до 5,0% за петогодишње ХоВ.

Промет на секундарном тржишту државних ХоВ додатно је повећан и у ТЗ је износио 91,8 млрд динара, или за 10,7 млрд динара више него у Т2. При томе, велики део тог промета (53,7 млрд динара) реализован је у року до два радна дана од датума салдирања примарног трговања. Највише се трговало ХоВ рочности од три и једне године. Стопе приноса на овом тржишту углавном су пратиле кретања с примарног тржишта и крајем ТЗ налазиле су се у распону од 6,7% за преосталу рочност од две недеље до 9,4% за рочност од 30 месеци.<sup>6</sup>

Динарска крива приноса додатно је продужена у октобру када је држава емитовала десетогодишње обвезнице, при чему је на аукцији постигнута стопа од 13,0%, што је само 0,3 п.п. више од стопе

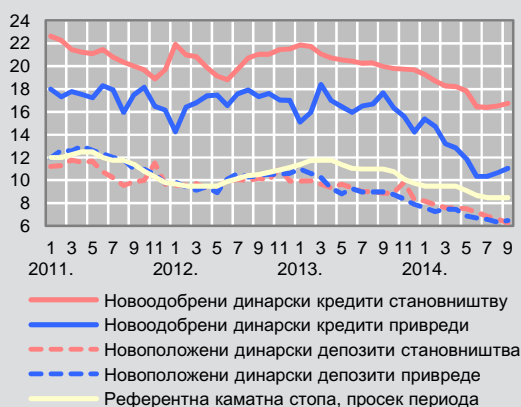
постигнуте на првој аукцији седмогодишњих обвезница пре годину и по дана. На осталим аукцијама одржаним у октобру каматне стопе нису знатније промењене.

Просечна пондерисана каматна стопа на новоодобрене динарске кредите у септембру је износила 13,8%, или за 1,6 п.п. више у односу на јун. Повећане су и стопе на кредите привреди (за 0,7 п.п., на 11,1%) и на кредите становништву (за 0,3 п.п., на 16,7%). Ипак, цена динарских кредита привреди и даље је нижа у односу на период пре почетка програма кредитирања уз подршку државе. Истовремено, у структури укупних новоодобрених кредита у динарима повећано је учешће кредита становништву (на 49% у септембру), који су скупљи од кредита привреди, због чега је раст просечне каматне стопе био већи од раста каматних стопа на кредите привреди и становништву појединачно.

На повећање просечне пондерисане стопе на динарске кредите привреди утицала је првенствено мања реализација субвенционисаних кредита у односу на почетак програма, чиме је повећано учешће

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

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



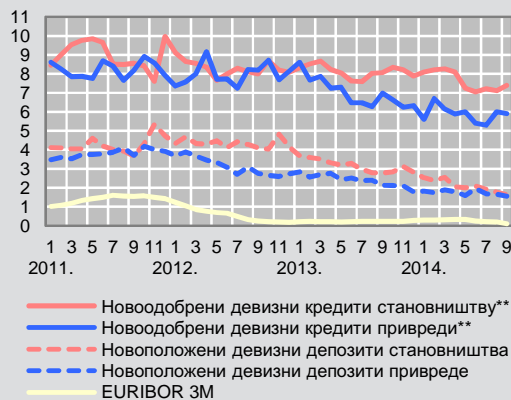
Извор: НБС.

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

*Док су пасивне каматне стопе наставиле пад, активне су благо повећане током ТЗ, и за динаре....*

Графикон IV.1.7. 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 евроиндексирано.

*... и за евре.*

<sup>6</sup> Искључујући стопу за ХоВ рочности од седам година (11,8%), која је била једнака стопи из примарног трговања овим ХоВ.

скупљих кредита у новоодобренем. Цена кредита за обртна средства била је одређена субвенционисаним кредитирањем<sup>7</sup> и у септембру је износила 10,4%, што је незнатно више (за 0,1 п.п.) у односу на јун. Повећане су и каматне стопе на остале кредите (за 3,0 п.п., на 13,3%), док су стопе на најмање коришћене, инвестиционе кредите смањене. Благ раст каматних стопа на динарске кредите становништву резултат је пре свега повећања стопа на готовинске кредите и кредите за рефинансирање (за 0,2 п.п.), које су у септембру износиле 16,6%, а повећана је и цена потрошачких кредита.

И каматне стопе на новоодобрене кредите у еврима и динарске евроиндексиране кредите повећане су у односу на јун (за 0,6 п.п.) и у септембру су износиле 6,2%. При томе, цена кредита привреди повећана је на 5,9%, а кредита становништву на 7,4%. Највише су повећане стопе на кредите за обртна средства и инвестиције, на 6,3% и 5,7%, респективно. Код кредита становништву, цене стамбених и потрошачких кредита у девизном знаку повећане су за 0,1 п.п. и 0,8 п.п., док је цена осталих кредита смањена за 0,8 п.п. Крајем Т3 стопе на стамбене кредите износиле су 4,8%, на потрошачке 6,5% и на остале 10,1%.

Пад пасивних каматних стопа настављен је и у Т3, што је резултирало смањењем трошкова извора финансирања банака. Просечне пондерисане каматне стопе на новоположене депозите забележиле су нове најниже вредности од септембра 2010, од када се примењује важећа статистика каматних стопа.

Највећи пад исказала је просечна пондерисана каматна стопа на новоположене динарске депозите становништва (за 0,9 п.п.), на 6,3% у септембру, док је каматна стопа на динарске депозите привреде смањена у нешто мањој мери (за 0,2 п.п.), на 6,5%. Каматна стопа на депозите становништва у еврима смањена је на 1,6% у септембру, а толико је износила и просечна стопа на депозите привреде.

Поводом Светског дана штедње, Народна банка Србије је и ове године позвала банке да своје напоре за привлачење клијената и повећање штедње усмере на побољшање услова услуга које нуде и ширење лепезе банкарских производа, уз настојање да понуђене каматне стопе не превазилазе ниво који се нуди током целе године. Сличан апел упућен прошле

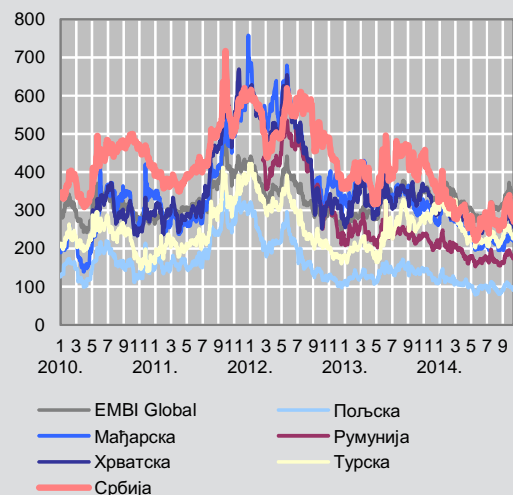
године наишао је на повољан пријем код банака, тако да се ни ове године не очекује осетнији раст каматних стопа у периоду око Светског дана штедње.

## Премија ризика

Кретање премије ризика свих земаља у региону, мерено *EMBI*, било је релативно стабилно током већег дела Т3. Вредности *EMBI* привремено су повећане крајем јула и почетком августа, да би се након тога вратиле на раније нивое. Нов раст уследио је крајем септембра. Таква кретања била су у великој мери одређена очекивањима у погледу „нормализације” монетарне политике ФЕД-а (завршетак програма квантитативних олакшица и повећање каматних стопа ФЕД-а), објављивањем позитивних вести о макроекономским показатељима САД, као и неповољним подацима у вези са опоравком зоне евра.

Посматрано крајем периода, највећи раст у Т3 оствариле су премије ризика Турске (33 б.п.) и Србије. На нивоу просека периода, премије ризика свих земаља у региону су забележиле пад, који је био најизраженији за Мађарску (21 б.п.), док је једино премија ризика Србије незнатно повећана (за 1 б.п.).

Графикон IV.1.8. Показатељ премије ризика – *EMBI* по земљама (дневни подаци, у б.п.)



Извор: JP Morgan.

Премије ризика земаља у региону благо су повећане у односу на крај Т2.

<sup>7</sup> Каматна стопа на ове кредите ограничена је на 5,45%, уз субвенцију државе од 5%.

Крајем Т3 вредност *EMBI* за Србију износила је 300 б.п., или за 32 б.п. више него на крају јуна. Поред глобалних фактора, кретању премије ризика Србије допринеле су у мањој мери и негативне оцене у погледу темпа и јачине фискалне консолидације.

Почетком октобра рејтинг агенција *Standard & Poor's* ставила је рејтинг Србије на посматрање с негативним импликацијама док се не буде видело које ће мере фискалне консолидације бити усвојене. Одлука о евентуалној промени постојећег рејтинга (*BB-* с негативним изгледима) биће донета почетком 2015.

Од средине октобра премије ризика свих земаља у региону су у паду. Смањење је било најизраженије код Србије, чија је премија ризика, мерена *EMBI*, крајем октобра износила 270 б.п.

## Прилив капитала из иностранства

У Т3 су забележена нешто неповољнија кретања у билансу текућих трансакција са иностранством у односу на Т2. Томе је допринело повећање спољнотрговинског дефицита због негативних ефеката поплава, али и успоравања екстерне тражње,

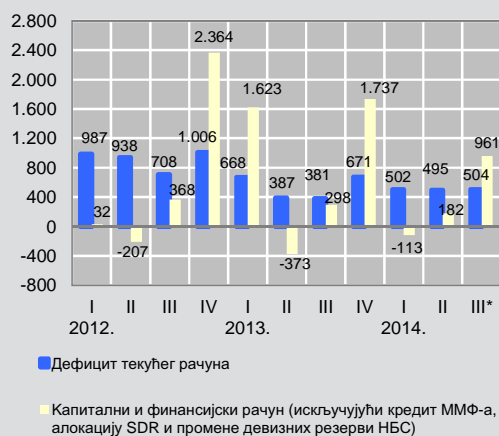
као и нижи прилив по основу дознака из иностранства (618,1 млн евра). Ипак, прилив капитала остварен у овом периоду био је виши него у претходна два тромесечја и више него довољан да покрије дефицит текућег рачуна.

Прилив у финансијском билансу у Т3 у највећој мери се односио на задужење државе по финансијским кредитима. Повећане су и кредитне обавезе предузећа, док су банке наставиле да се раздужују. Девизни прилив од СДИ био је нешто виши, а од улагања нерезидената у државне ХоВ сличан оном из Т2.

Нето прилив по основу СДИ у Србију у Т3 је износио 333,7 млн евра. Посматрано према структури, највећи део СДИ био је у форми улагања у власнички капитал (150,2 млн евра), на реинвестирану добит односило се 106,3 млн евра, а на међукомпанијске зајмове 77,2 млн евра.<sup>8</sup> Истовремено, исплаћене су дивиденде власницима у иностранству и плаћене камате на међукомпанијске зајмове у нето износу од 86,6 млн евра и 22,2 млн евра, респективно.

Од почетка 2014. по основу СДИ остварен је укупан нето прилив од 1.044,6 млн евра и био је највећим делом усмерен у предузећа која послују у секторима

Графикон IV.1.9. Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала (у млн EUR)



Извор: РЗС и НБС.  
\* Прелиминарни подаци.

*Пад екстерне тражње и мањи прилив од дознака утицали су на незнатно погоршање текућег дефицита у Т3...*

Графикон IV.1.10. Структура финансијског биланса (у млн EUR)



Извор: РЗС и НБС.  
\* Прелиминарни подаци.

*... док је прилив капитала повећан, највише због задужења државе.*

<sup>8</sup> Према методологији шестог издања ММФ-овог Приручника за израду платног биланса и међународне инвестиционе позиције (*BPM6*), реинвестирана добит и међукомпанијски зајмови укључени су у СДИ. За

детаљнија објашњења примене нове методологије видети Осврт 1 у Извештају о инфлацији из августа 2014.

трговине, прерађивачке индустрије, као и у финансијски сектор. Процењујемо да ће нето прилив од СДИ на нивоу године износити 1,25 млрд евра.

Страни инвеститори су током Т3 наставили да улажу у државне ХоВ, и то у сличном износу као у Т2. Тако је с нето приливом од 169,5 млн евра у Т3, од почетка године по основу **портфолио инвестиција** остварен нето прилив од 315,2 млн евра. Камате исплаћене по основу портфолио инвестиција током Т3 износиле су 97,4 млн евра, док је по овом основу од почетка године исплаћено 295,1 млн евра.

Резиденти су се по основу **финансијских кредита** током Т3 нето задужили према иностранству за 448,8 млн евра. Највећи део тог задужења односи се на зајам Уједињених Арапских Емирата (1,0 млрд долара) за потребе буџета Републике Србије. Поред тога, повучене су и трансхе неколико кредита Развојне банке Савета Европе, ЕИБ-а и Европске банке за обнову и развој. Уз извршена плаћања по основу доспелих обавеза (158,1 млн евра), нето задужење државе по основу финансијских кредита повећано је за 673,8 млн евра. Народна банка Србије је по основу доспелих обавеза извршила плаћања у износу од 100,3 млн евра, од чега се највећи део (96,6 млн евра) односио на плаћања према ММФ-у. Тиме су од почетка године према овој институцији измирене обавезе у износу од 468,6 млн евра. Банке су наставиле да се раздужују према иностранству (за 192,2 млн евра, што је двоструко више него у Т2). За разлику од банака, прекогранично задуживање предузећа је повећано за 67,6 млн евра нето.

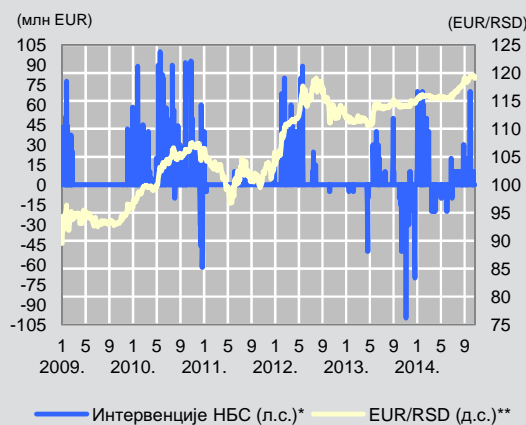
С друге стране, обавезе предузећа према иностранству по основу трговинских кредита смањене су за 138,2 млн евра нето.

### Кретања на девизном тржишту и курс динара

Посматрано крајем периода, динар је у Т3 ослабио према еврџу за 2,6% и на нивоу просека периода за 1,5%. На крају септембра динар је према долару био за 9,4% слабији него на крају јуна, што је у већој мери резултат слабљења евра према долару.

Јачању депрецијацијских притисака током Т3 допринели су неизвесност на међународном

Графикон IV.1.11. Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту



Народна банка Србије је у Т3 интервенисала претежно продајом девиза на МДТ-у.

финансијском тржишту због јачања геополитичких тензија, пре свега у вези с кризом у Украјини, наставак смањења експанзивности монетарне политике ФЕД-а, спор опоравак зоне евра и неизвесност у погледу ефеката мера ЕЦБ-а. Такође, неповољне вести у вези са одрживошћу домаћих јавних финансија и темпа и јачине фискалне консолидације и структурних реформи определиле су скроман прилив капитала током Т3. При томе, нерезиденти су поново били нето купци девиза на домаћем тржишту, прилив по основу дознака из иностранства био је нижи него у Т2, а банке су се више раздужиле према иностранству. Раст тражње предузећа за девизама последица је пре свега повећаног увоза енергената. Истовремено, због успоравања економског раста наших најзначајнијих спољнотрговинских партнера забележени су слабији извозни резултати и мањи прилив девиза по том основу.

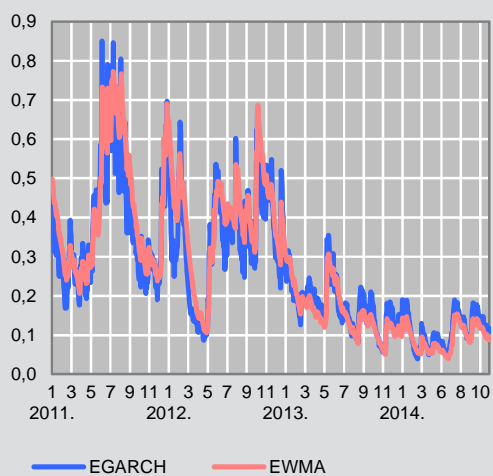
Након рекордно ниских вредности у Т2, промет на МДТ-у се у Т3 благо опоравио. Просечан дневни промет (без Народне банке Србије) у Т3 је износио 24,8 млн евра, што је за 7,1 млн евра више него у претходном тромесечју. Осцилирање девизног курса, мерено методама EWMA<sup>9</sup> и EGARCH<sup>10</sup>, било је у

<sup>9</sup> EWMA (Exponentially Weighted Moving Average) – метод пондерисаних покретних просека код кога се процентуалним дневним променама девизног курса додељују различити пондери за различите временске тренутке, при чему ти пондери експоненцијално опадају удаљавањем од садашњег момента.

<sup>10</sup> EGARCH (Exponential General Autoregressive Conditional Heteroskedastic) – метод оцене условне варијансе који приказује асиметричан ефекат позитивних и негативних шокова на оцену условне варијансе.



Графикон IV.1.12. Краткорочна волатилност курса динара према еврџ (у %)



Извор: НБС.

Иако су повећане током Т3, осцилације курса динара су и даље на ниском нивоу.

складу с кретањем промета. Иако је повећано током Т3, оно је и даље на ниском нивоу.

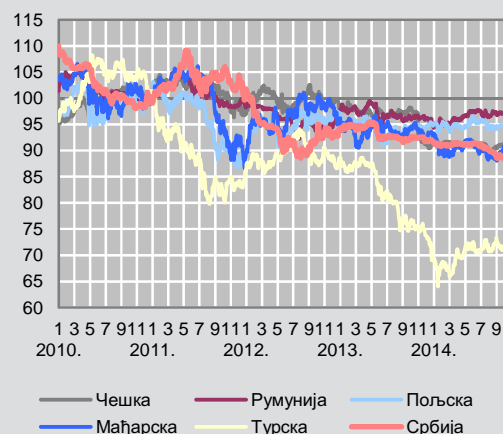
Осим на почетку јула, када је купила 10,0 млн евра, Народна банка Србије је у току Т3 интервенисала на МДТ-у на страни продаје девиза у укупном износу од 235,0 млн евра. Доследно досадашњој пракси, интервенције Народне банке Србије биле су усмерене на ублажавање прекомерних краткорочних осцилација курса, без намере да се утиче на тренд кретања девизног курса.

Народна банка Србије је наставила са организовањем тромесечних и двонедељних девизних своп аукција. На тромесечним своп аукцијама укупно је своп продала и своп купила по 13,0 млн евра, а на двонедељним по 52,0 млн евра.

Незнатно слабљење динара настављено је до пред крај октобра. Народна банка Србије је на МДТ-у током октобра продала 140,0 млн евра.

Заоштравање геополитичких тензија и смањење експанзивности монетарне политике ФЕД-а утицали су на јачање депрецијацијских притисака и у другим земљама региона са сличним режимом девизног

Графикон IV.1.13. Кретање курса одређених националних валута према еврџ\* (дневни подаци, 31. 12. 2010 = 100)



Извор: НБС и веб-сајтови централних банака.

\* Раст представља апрецијацију.

Током Т3 динар је забележио нешто већу депрецијацију него валуте у региону.

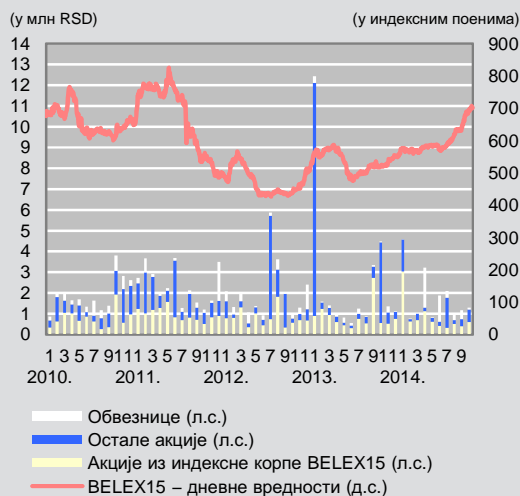
курса. У односу на крај Т2, од посматраних валута највише је ослабио румунски леј (0,6%), а у нешто мањој мери пољски злот (0,3%), чешка круна (0,1%) и мађарска форинта (0,1%). Једино је турска лира била непромењена.

## Кретања на берзи

Општи раст цена акција на Београдској берзи допринео је да индекси Београдске берзе током Т3 остваре раст, који је био међу највишим у региону. Крајем септембра индекс *BELEX15* износио је 661,4, а *BELEXline* 1.319,3 индексна поена, што је за 16,1% и 16,5% више од њихових вредности с краја јуна. Индекси Београдске берзе наставили су раст и у октобру, чиме су достигли највише вредности од јула 2011.

Укупан промет акцијама на Београдској берзи у Т3 је износио 3,2 млрд динара, или за 0,5 млрд динара више него у Т2. Највиша вредност промета остварена је у јулу (1,8 млрд динара) и резултат је пре свега трговања на *open market* сегменту.

Учешће страних инвеститора у укупном промету акцијама смањено је у односу на Т2 и у просеку је

Графикон IV.1.14. Индекс **BELEX15** и промет на Београдској берзи

Извор: Београдска берза.

*Индекси Београдске берзе су у ТЗ бележили раст...*

износило 29,1%. Ипак, они су и током ТЗ били нето купци акција домаћих издавалаца по основу куповине у септембру.

За разлику од акција, трговање обвезницама старе девизне штедње било је ниже него у Т2. Укупан промет овим ХоВ у ТЗ је износио 1,0 млрд динара и у највећој мери односио се на трговање обвезницама које доспевају наредне године. Стопе приноса за ову серију биле су у паду и крајем септембра су износиле 2,8%. Стопе приноса за серију А2016 су крајем ТЗ повећане на 4,1%.

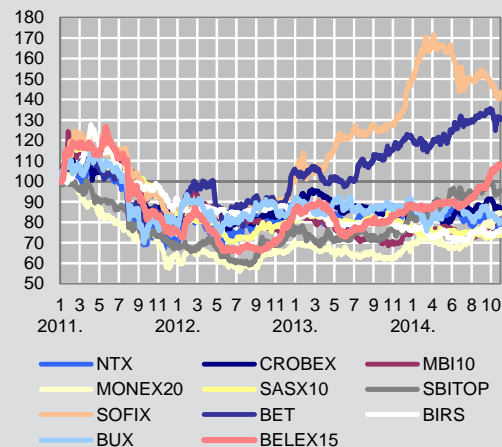
Ни у ТЗ није било трговања корпоративним обвезницама на Београдској берзи.

Тржишна капитализација Београдске берзе је у ТЗ повећана за 34,6 млрд динара и на крају септембра је износила 777,2 млрд динара. При томе, капитализација регулисаног тржишта повећана је за 35,1 млрд динара, на 437,4 млрд динара, док је капитализација МТП сегмента<sup>11</sup> смањена за 0,5 млрд динара, на 339,7 млрд динара. Под утицајем таквих кретања, учешће тржишне капитализације у оцењеном БДП-у<sup>12</sup> повећано је за 0,9 п.п., на 19,9% крајем ТЗ.

<sup>11</sup> МТП представља тржиште мултилатералне трговачке платформе. Организује га берза и на њему су тренутно листране акције компанија које не испуњавају услове за листрање на регулисаном тржишту.

Графикон IV.1.15. Кретање берзанских индекса у региону

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



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

*... који је био међу највишим у региону.*

На већини берзи у региону берзански индекси су порасли, при чему је највећи раст остварен на берзи у Подгорици (17,2%). С друге стране, највеће смањење забележио је индекс на берзи у Будимпешти (3,9%), а настављен је и пад индекса Софијске берзе (2,1%).

## 2. Новац и кредити

*Међугодишњи раст монетарних агрегата се успорава од августа, мада је и даље висок. Томе делом доприносе и субвенционисани кредити, захваљујући којима је настављен и раст кредитне активности.*

### Монетарни агрегати

Динарски примарни новац остварио је раст и на тромесечном и на мг. нивоу, што се у највећој мери одразило и на раст укупног примарног новца.

Банке су током ТЗ смањиле своје пласмане у репо ХоВ за 50,0 млрд динара, што је, уз девизне трансакције платног промета с Косовом и Метохијом (11,8 млрд

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

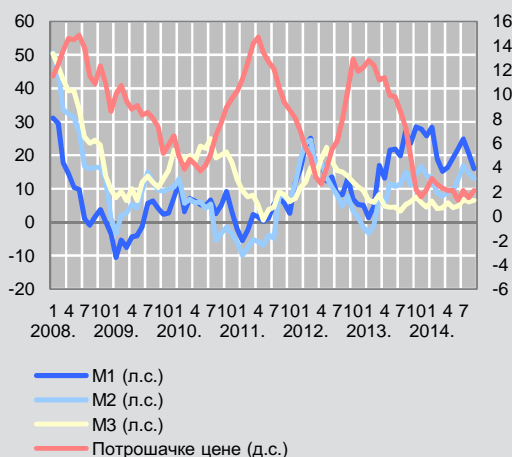
динара), највише утицало на креирање динарског примарног новца током ТЗ. Незнатан део ликвидности креиран је и по основу монетизације девизних депозита државе, али је под утицајем раста средстава на динарском рачуну држава деловала у смеру повлачења ликвидности (20,5 млрд динара). Раст средстава на динарском рачуну државе резултат је и веће наплате пореских прихода у јулу – ПДВ-а, акциза и доприноса за обавезно социјално осигурање.<sup>13</sup> Ипак, током ТЗ највећи део ликвидности повучен је по основу продаје девиза Народне банке Србије на МДТ-у (26,6 млрд динара).

Посматрано према структури динарског примарног новца, највећи раст бележе средства на жиро рачунима банака (17,9 млрд динара). Готов новац у оптицају повећан је за 8,6 млрд динара, а износ обрачунате обавезне резерве која се издваја у динарима за 5,4 млрд динара. Депозитни вишкови које су банке држале код Народне банке Србије смањени су за 7,0, а готовина у благајни за 1,5 млрд динара. Смањена су и средства на рачунима локалних органа власти (0,7 млрд динара).

Понуда новца је повећана у ТЗ, при чему је најмањи реални раст забележио М1 (3,7%). Знатније повећање динарских депозита дужих рочности и девизних депозита допринело је да шири агрегати, М2 и М3, остваре нешто већи раст од 5,4% и 4,2%, респективно. Посматрано на мг. нивоу, раст новчане масе успорава од августа. Тако је у септембру у односу на исти период претходне године М1 био реално већи за 13,7%, М2 за 10,7%, а М3 за 4,4%. На креирање М3 током ТЗ највише утицаја имали су кредитирање приватног сектора и куповина државних ХоВ од стране банака.

Средства на депозитима по виђењу повећана су током ТЗ за 7,5 млрд динара, првенствено услед раста средстава на рачунима предузећа (14,7 млрд динара). Раст је забележен код скоро свих сектора, а најизраженији је био код предузећа из сектора трговине, прерађивачке индустрије и делатности снабдевања електричном енергијом, гасом, паром и климатизацијом. Већи пад средстава на трансакционим рачунима евидентиран је само код ДФО (9,7 млрд динара), при чему су ове организације истовремено у сличном износу повећале средства на динарским депозитима дужих рочности.

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



Извор: РЗС и НБС.

Међугодишњи раст понуде новца се успорава од августа.

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

	2013.		2014.		Учеће у М3 септ. 2014. (у %)
	Дец.	Март	Јун	Септ.	
М3	2,3	1,9	3,5	4,4	100,0
Девизни депозити	-1,5	0,4	0,2	1,7	67,7
М2	11,5	5,4	11,3	10,7	32,3
Динарски орочени и штедни депозити	-9,4	-7,9	-6,8	4,1	9,4
М1	23,1	12,6	20,4	13,7	22,9
Депозити по виђењу	31,3	15,7	28,5	16,6	16,1
Готов новац у оптицају	8,4	6,3	4,0	7,3	6,8

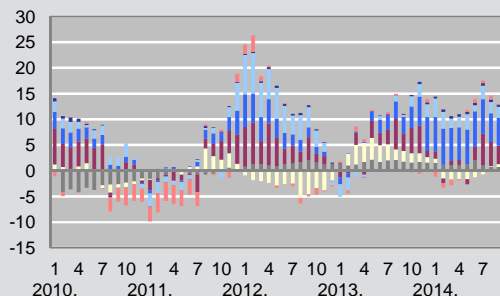
Извор: НБС.

Средства на динарским штедним и ороченим депозитима повећана су за 15,7 млрд динара. Поред депозита ДФО, највише су повећани депозити предузећа. Раст тих, али и других депозита предузећа делом је резултат реализације субвенционисаних кредита. Смањена су једино средства на рачунима локалних нивоа власти.

<sup>13</sup> Оваква кретања углавном су сезонског карактера – наплата ПДВ-а од субјеката који имају обавезу тромесечног плаћања, гомилање залиха цигарета у периоду пред редовно јулско усклађивање акциза и повећана потрошња горива због почетка жетве и интензивнијег транзитног саобраћаја.

Већа наплата акциза на нафтне деривате делом је и резултат примене мере маркирања горива у оквиру борбе против сиве економије.

Графикон IV.2.2. Доприноси мг. расту M2, секторска структура (у п.п.)

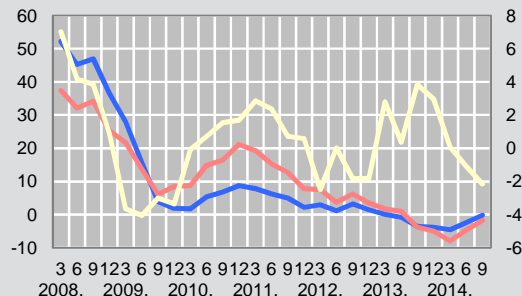


- ДФО
- Непрофитне и друге организације
- Готов новац у оптицају
- Становништво
- Привредна друштва
- Јавна предузећа
- Локални ниво власти

Извор: НБС.

Сектори становништва и привреде највише су доприносили мг. расту M2.

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



- Композит. мера задужености немонет. сектора\* (п.с.)
- Укупно домаћи кредити\*\* (п.с.)
- Реални БДП (д.с.)

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 домаћих кредита додатно је успорен у Т3.

Релативно ниска примања становништва, сезона годишњих одмора и пад пасивних каматних стопа деловали су на успоравање раста штедње грађана. Динарска штедња је током Т3 повећана за 0,5 млрд динара, а девизна за 19,4 млн евра и крајем септембра су износиле 39,8 млрд динара и 8,2 млрд евра, респективно.

Укупни девизни депозити су током Т3 повећани за 125,9 млн евра, пре свега због повећања средстава на девизним рачунима предузећа (169,3 млн евра) већином из сектора енергетике. Незнатно су повећана и средства на рачунима непрофитних организација.

## Кредити

Раст кредитне активности, који је започет у јуну, настављен је и током Т3. Искључујући ефекат промене девизног курса<sup>14</sup>, домаћи кредити су у Т3 повећани за 1,9%. И учешће домаћих кредита у оцењеном БДП-у<sup>15</sup> повећано је за 1,1 п.п. и у септембру је износило 46,9%.

Посматрано на мг. нивоу, пад кредитне активности додатно је успорен, на 1,8% у септембру. При томе,

мг. пад кредита привреди је успорен на 5,5%, док је раст кредита становништву настављен и износио је 5,2%. Ако се из потраживања банака по основу кредита искључе потраживања банака којима су одузете дозволе за рад, домаћа кредитна активност од августа стагнира.

Приликом финансирања кредитне активности банке су се у Т3 ослањале на домаће изворе.

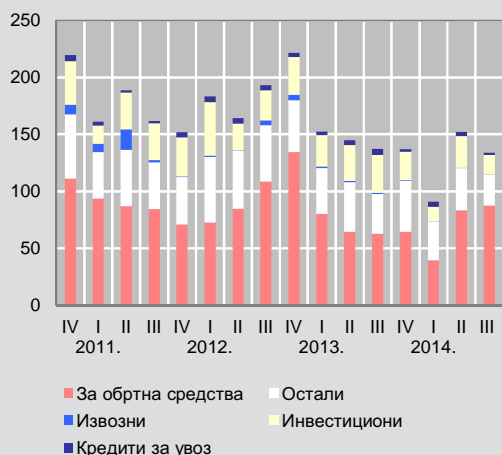
Кредити привреди су у Т3, искључујући ефекат девизног курса, повећани за 2,6 млрд динара, или 2,0%. Раст је у великој мери остварен захваљујући одобравању субвенционисаних кредита намењених одржавању ликвидности и финансирању трајних обртних средстава. Ипак, ти кредити се, делом и због сатурације тражње, реализују нешто спорим темпом него на почетку програма. Према подацима Фонда за развој Републике Србије, током Т3 је реализовано 55,7 млрд динара субвенционисаних кредита, а од почетка програма 90,6 млрд динара<sup>16</sup>. Највећа реализација у Т3 забележена је у јулу, док је у августу и септембру успорена. С друге стране, банке су део доспелих потраживања уступиле лицима ван финансијског сектора, што је, уз доспеће

<sup>14</sup> Обрачунато по курсу динара према еврџу на дан 31. августа 2008, уз претпоставку да су сви девизни и девизно индексирани кредити одобрени у еврџу.

<sup>15</sup> Оцењени БДП у последња четири тромесечја.

<sup>16</sup> Закључно са 2. октобром 2014.

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



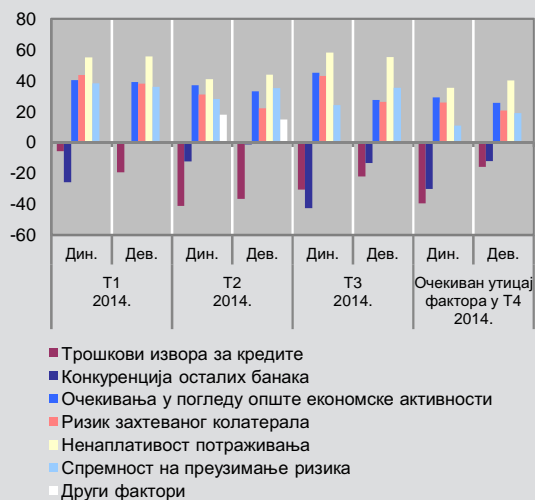
Извор: НБС.

Највећи део новоодобрених кредита привреди намењен је финансирању обртних средстава.

раније одобрених кредита, негативно деловало на кредитну активност. Највише су одобрени кредити за обртна средства, који су чинили две трећине новоодобрених кредита привреди. Неповољна економска ситуација и недостатак капиталних инвестиција већ дуже време утичу на смањено одобравање инвестиционих кредита.

Резултати октобарске анкете Народне банке Србије о кредитној активности банака<sup>17</sup> указују да су банке, супротно очекивањима из јулске анкете, у Т3 додатно поштриле кредитне стандарде привреди. Иако су трошкови извора финансирања кредита смањени, стандарди су поштрени због повећаног ризика у погледу могућности наплате потраживања и колатерала, али и неповољних очекивања о будућој економској активности. Услови задуживања предузећа били су повољнији по основу нижих маржи и пратећих трошкова, док су поштрени критеријуми банака који се односе на максималан износ кредита и колатерал. Тражња предузећа за кредитима повећана је и у Т3 и искључиво се односила на динарске

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

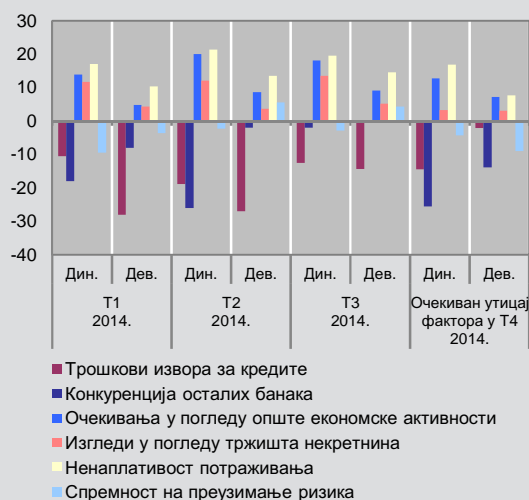


Извор: НБС.

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

Иако су трошкови извора финансирања кредита додатно смањени, стандарди су поштрени због повећане перцепције ризика.

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



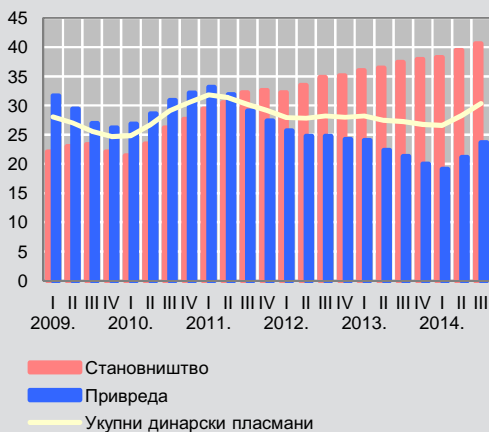
Извор: НБС.

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

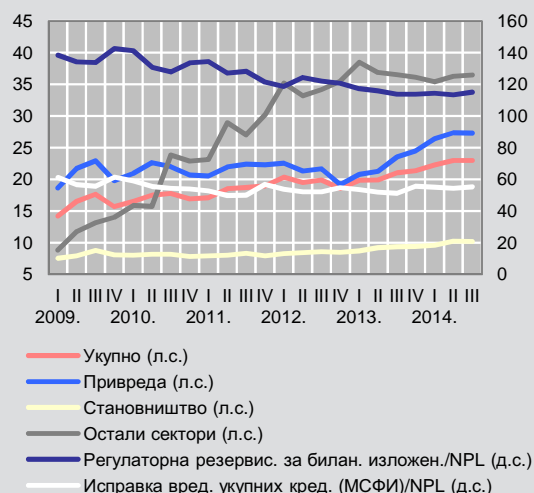
Банке очекују ублажавање стандарда у Т4.

<sup>17</sup> Поменути анкету Народна банка Србије спроводи од почетка 2014. године. Учешће у анкети је добровољно, а одзив је готово 100%.

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



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



кредите. Потицала је од малих и средњих предузећа и била је вођена потребом финансирања обртних средстава и реструктурирања дугова. Исти фактори требало би да буду и главни покретачи очекиваног раста тражње у Т4.

Кредити становништву су у Т3 повећани за 11,8 млрд динара, или за 2,6% (без ефекта промене курса). Банке су највише одобравале готовинске кредите. Стамбени кредити одобравани су у нешто nižем износу него у Т2, што се може довести у везу са сезонским фактором и мањим прометом на тржишту некретнина. Задуживање грађана по скупљим категоријама кредита – револвинг кредитима, кредитним картицама и прекорачењима по текућим рачунима – било је на сличном нивоу као у претходним месецима.

Према октобарској анкети о кредитној активности, неке од банака су, вођене истим разлозима као и у случају привреде, супротно очекивањима, поштриле стандарде и за кредите становништву. С друге стране, смањене су каматне марже и пратећи трошкови, а грађанима су нуђени и повољнији рокови отплате. Према оцени банака, тражња становништва за кредитима је повећана и у Т3, пре свега због потребе рефинансирања постојећих обавеза. Посебно је била

наглашена повећана тражња за готовинским динарским кредитима, док је тражња за потрошачким и стамбеним кредитима смањена. Ипак, неповољна ситуација на тржишту рада и ниска примања становништва негативно су утицали на одлуке грађана да се задужују.

Крајем септембра 30,3% пласмана привреди и становништву било је у динарима, или за 2,0 п.п. више него у јуну. Раст динаризације био је израженији код привреде, где је учешће динарских пласмана под утицајем субвенционисаног кредитирања повећано за 2,5 п.п., на 23,6%. Грађани су наставили да се претежно задужују у динарима и у Т3 учешће динарских пласмана у укупним пласманима становништву повећано је за додатан 1,1 п.п., на 40,6%.

Учешће *NPL* у укупним кредитима, рачунато по бруто принципу, није промењено у односу на крај Т2 и у септембру је износило 23,0%. Тренд раста учешћа *NPL* заустављен је захваљујући реализацији субвенционисаних кредита. Тако је код привреде то учешће смањено за 0,1 п.п., на 27,3%, док је код становништва оно непромењено у односу на јун (10,2%). Међутим, и поред високог учешћа *NPL* у

укупним кредитима, коефицијент адекватности капитала од 19,4% указује да стабилност домаћег банкарског сектора није нарушена. Исправка вредности укупних кредита у септембру је износила 55,3% *NPL*, а регулаторна резервисања за билансну изложеност<sup>18</sup> и даље у потпуности покривају износ бруто *NPL* и у септембру су износила 115,2%.

### 3. Тржиште непокретности

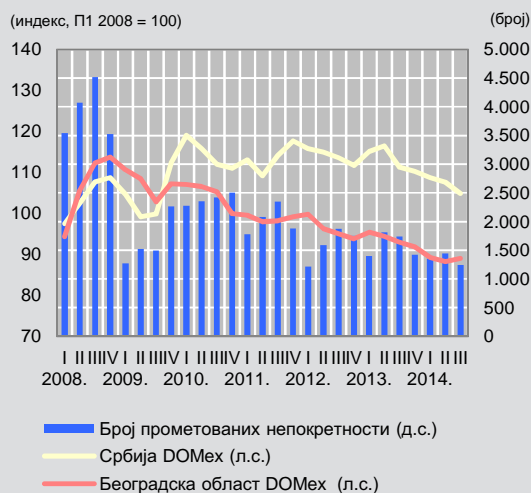
*Опоравак тржишта непокретности и даље се не назире – цене некретнина додатно су опале у Т3, а смањен је и промет.*

Вредност индекса *DOMex*<sup>19</sup> додатно је смањена у Т3 – за 2,5% у односу на Т2, а за 5,7% у односу на исти период претходне године. Незнатан раст овог индекса остварен је једино за регион Београда (0,8%), док је у осталим деловима Србије он био у паду.

Промет на тржишту некретнина нижи је него у Т2. Број продатих непокретности<sup>20</sup> у Т3 је износио 1.247, што је једна од најнижих тромесечних вредности од 2007. од када је расположива ова статистика. Настављен је и пад цена станова, тако да је просечна цена непокретности у Србији у Т3 износила 868,4 евра по квадратном метру.

И поред пада цена некретнина, грађани се пре свега због релативно ниских примања све теже одлучују на куповину стана. На пример, домаћинству с просечним приходима<sup>21</sup> било би потребно 9,6 година за куповину стана од 60 квадратних метара уколико би целокупне своје приходе у новцу трошило на ову куповину. Према резултатима октобарске анкете Народне банке Србије о кредитној активности, тражња за стамбеним кредитима је смањена у Т3, а банке очекују њен пад и у Т4. Имајући у виду наведено, као и смањење зарада у јавном сектору, ни у наредном периоду не може се очекивати раст тражње за некретнинама.

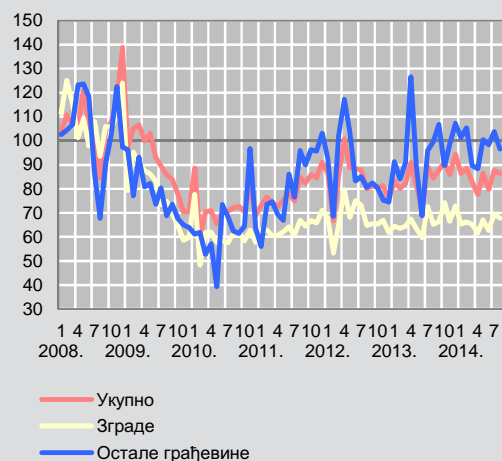
Графикон IV.3.1. Индекси цена непокретности *DOMex* и број прометованих непокретности



Извор: НКОСК.

*И цене и промет некретнина били су у паду у Т3.*

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

*Број издатих грађевинских дозвола за градњу станова повећан је током јула и августа.*

<sup>18</sup> Регулаторна резерва није рачуноводствена категорија, што значи да не пролази кроз биланс успеха, већ само служи за обрачун капитала банака. Ради се на групној основи по класама активе за које су дефинисани износи резервисања (0%, 2%, 15%, 30% и 100%, потраживања класификованих у категорије А, Б, В, Г и Д, респективно).

<sup>19</sup> Овај индекс објављује Национална корпорација за осигурање стамбених кредита, а односи се само на непокретности чија је куповина финансирана осигураним кредитима. Вредност тог 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 незапосленост, пад зарада и ниску кредитну активност, сматрамо да кретања на укупном тржишту некретнина прате кретања индекса *DOMex*.

<sup>20</sup> И број прометованих непокретности и цена стана по квадратном метру такође се односе само на некретнине чија је куповина финансирана осигураним кредитима.

<sup>21</sup> Извор: Републички завод за статистику, Анкета о потрошњи домаћинстава.

Истовремено, не може се очекивати већи раст на страни понуде нових станова. Иако је број издатих грађевинских дозвола за зграде у ТЗ повећан за 7,6% дсз.<sup>22</sup> у односу на Т2, он је и даље за трећину нижи у односу на преткризни ниво<sup>23</sup>. О неповољној ситуацији у грађевинарству сведочи и чињеница да је број запослених у овој делатности 1,5 пута мањи у поређењу с периодом пре кризе, а да више од половине кредита одобрених овим предузећима има статус *NPL*. Побољшању ситуације у овој делатности допринео би и долазак страних инвеститора који би могли да упосле домаћу грађевинску индустрију и оперативу. Влада је већ усвојила одређене реформске законе, а очекује се и доношење додатних закона који ће допринети унапређењу инвестиционог амбијента у Србији.

#### 4. Агрегатна тражња

*Негативни ефекти поплава и смањена извозна тражња утицали су да нето извоз и у ТЗ негативно допринесе кретању агрегатне тражње. У паду су биле и приватна потрошња и инвестиције у основна средства, али је допринос домаће тражње био позитиван захваљујући расту залиха пољопривредних производа. Пад тражње је убрзан на мг. нивоу, пре свега услед смањења извоза и инвестиција у основна средства.*

*Смањење БДП-а у 2014. биће у потпуности последица ниже домаће тражње, првенствено приватне потрошње и приватних инвестиција, док би допринос нето извоза требало да буде неутралан.*

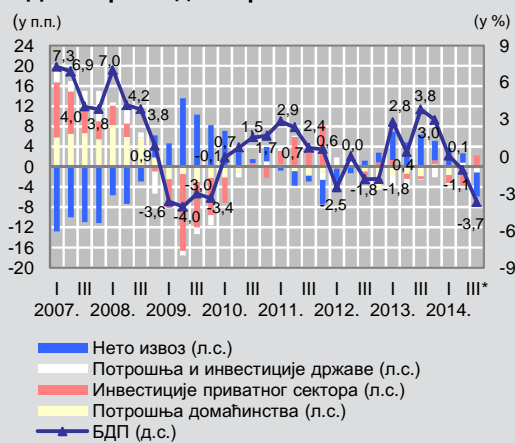
Агрегатна тражња је у ТЗ наставила да опада, забележивши пад од 1,0% дсз. Пад је пре свега последица наставка негативних спољнотрговинских токова, у највећој мери смањења извоза моторних

возила и раста увоза енергената. У оквиру домаће тражње, приватна потрошња и инвестиције у основна средства биле су у паду, док су раст оствариле потрошња државе и залихе.

Према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, агрегатна тражња је у ТЗ смањена 3,7% мг. При томе, негативан допринос потиче од нето извоза (4,8 п.п.), док је домаћа тражња позитивно допринела (1,1 п.п.), у највећој мери због раста залиха пољопривредних производа.

На основу кретања агрегатне тражње у досадашњем делу године, процењујемо да ће она на нивоу 2014. бити у паду као последица смањене приватне и државне потрошње и нижих приватних инвестиција.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

\* Процена НБС.

*Снажан пад извоза у ТЗ допринео је наставку пада агрегатне тражње, док је раст приватних инвестиција последица повећања залиха пољопривредних производа.*

<sup>22</sup> Јул и август.

<sup>23</sup> Ниво из П1 2008.



## Осврт 1: Остварење фискалне политике у 2014. години

Од почетка године расходи државе били су углавном у складу с планом, док су приходи буџета били нижи од планираних, због чега се приступило изради ребаланса буџета, који је усвојен крајем октобра. Ребалансом је предвиђен републички дефицит од 225,0 млрд динара (5,7% БДП-а), тј. дефицит који је за око једну четвртину већи у односу на првобитни план. Наиме, првобитно је било предвиђено да буџетски дефицит Србије у 2014. износи 182,6 млрд динара<sup>1</sup>, тј. 4,7% БДП-а, а консолидовани буџетски дефицит 5,5% БДП-а.<sup>2</sup>

Ребалансом буџета приходи су смањени за око 30 млрд динара, а расходи повећани за око 10 млрд динара. У оквиру прихода, највише у односу на план подбацили су приходи од ПДВ-а и акциза (32 и 16 млрд динара, респективно). Нижи приходи од ПДВ-а у односу на планиране последица су пре свега пада БДП-а и очекивања да ће у 2014. приходи бити већи због сузбијања сиве економије. Приликом израде буџета био је прогнозиран раст БДП-а од 1%, а сада је готово извесно да ће БДП ове године забележити пад. Такође, приликом планирања буџета коришћена је просечна стопа инфлације од 5,5%, што је више у односу на инфлацију која ће се остварити у 2014. (око 2,1%). Према процени Фискалног савета, степен наплате ПДВ-а је остао готово непромењен у односу на 2013. годину. С друге стране, кретање прихода од акциза указује на вероватно смањење сиве економије на тржишту нафтних деривата, али истовремено и на њено могуће повећање на тржишту дуванских производа.<sup>3</sup> Једина категорија пореских прихода која је повећана у односу на првобитна очекивања јесу приходи од пореза на добит (за 8 млрд динара).

На страни расхода, највише су повећани расходи за субвенције (за 13 млрд динара)<sup>4</sup>. То повећање се првенствено односи на обавезе државе према банкама по основу раније одобраваних субвенционисаних кредита (8 млрд динара), а остатак углавном на државна предузећа с проблемима у пословању. Такође, ребалансом су увећани још неки трошкови државе, пре свега они за санацију штете од поплава и других непогода (7 млрд динара)<sup>5</sup> и казне и пенале које држава плаћа (за 5,5 млрд динара). С друге стране, снижене су јавне инвестиције (за 4 млрд динара).

За финансирање повећаног буџетског дефицита ребалансом је предвиђено повећање емисија ХоВ на домаћем (120,0 млрд динара) и међународном тржишту (за око 80 млрд динара)<sup>6</sup>, док је, с друге стране, смањено предвиђено повлачење кредита (за око 120 млрд динара, пре свега по основу изостављања дела кредита од Уједињених Арапских Емирата). Веће бруто задуживање државе (за 80 млрд динара), уз пројектовано повећање средстава на рачуну државе (за око 60 млрд динара), вероватно одражава намеру да се искористе тренутно повољни услови задуживања на међународном тржишту.

Најважнија мера која је додата ребалансу буџета јесте смањење зарада у јавном сектору и пензија од новембра. Предвиђено је линеарно смањење плата за 10% (плате веће од 25.000 динара) у сектору опште државе, али и у јавним предузећима и другим ентитетима јавног сектора и прогресивно умањење пензија за 22% (на износ већи од 25.000 динара), односно за 25% (на износ већи од 40.000 динара). Како ће та мера обухватити само последњи месец у 2014. години, будући да се новембарске зараде и пензије исплаћују у децембру, она неће битно утицати на умањење дефицита ове године, али хоће на расходе државе у 2015. години. Према проценама, годишња уштеда која ће се остварити њеним спровођењем износиће око 48 млрд динара.

<sup>1</sup> Закон о буџету Републике Србије за 2014. годину.

<sup>2</sup> Према Фискалној стратегији за 2014. годину с пројекцијама за 2015. и 2016. годину.

<sup>3</sup> Забележен је нешто већи раст прикупљених акциза на нафтне деривате у односу на кретање пореске основице, али и знатно подбацивање прилива од акциза на дуванске производе, што је најнижи ниво у последњих десет година.

<sup>4</sup> Повећање расхода у односу на план било би веће да су исплаћене отпремнине (око 15 млрд динара) радницима предузећа у процесу реструктурирања. Ти расходи оптеретиће расходе државе у 2015. години.

<sup>5</sup> Део ових расхода покривен је ванредним приходима од донација (4,5 млрд динара), што је умањило утицај на буџетски дефицит.

<sup>6</sup> Према члану 2. Закона о изменама и допунама Закона о буџету Републике Србије за 2014. годину, у случају да није могуће остварити примања по основу задуживања у планираној пропорцији између кредита и емитованих државних ХоВ на домаћем и међународном финансијском тржишту, могућа је промена структуре у оквиру датих извора финансирања, уз услов да се не пређе укупан износ планираних средстава за дату намену у висини од 740,8 млрд динара.

Табела О.1.1. Буџет Републике Србије у 2014.  
(у хиљадама RSD)

	Закон о буџету	Ребаланс	Разлика
<b>Приходи</b>	<b>930</b>	<b>897</b>	<b>-33</b>
Царине	30	31	2
Акцизе	228	211	-16
на нафтне деривате	113	118	5
на дуван	99	80	-20
остале	15	14	-2
ПДВ	430	398	-32
у земљи	146	104	-41
из увоза	282	291	9
Порез на доходак	48	44	-4
Порез на добит	58	66	8
Остали порески приходи	10	9	0
Непорески приходи	122	130	8
Донације	5	8	2
<b>Расходи (без отплате дуга)</b>	<b>1.112</b>	<b>1.122</b>	<b>9</b>
Расходи за запослене	272	264	-8
Куповина робе и услуга	97	99	2
Отплата камата	114	112	-1
на домаћи дуг	<b>56</b>	<b>57</b>	<b>1</b>
на страни дуг	48	46	-2
по основу гаранција	9	9	0
Субвенције	81	94	13
у привреди	8	18	9
у пољопривреди	35	34	-1
остале	38	42	4
Трансфери другим нивоима власти	72	74	2
Трансфери орг. соц. осигурања	283	281	-3
Социјална заштита из буџета	107	111	4
Остали текући расходи	18	30	13
Капитални расходи	51	46	-4
Набавка финансијске имовине	19	12	-7
<b>Резултат</b>	<b>-183</b>	<b>-225</b>	<b>-42</b>

Извор: Министарство финансија.

Усвојене мере фискалне политике представљају корак напред у спровођењу фискалне консолидације, која је неопходна како би се обезбедила одрживост јавних финансија. Према нашој процени, укупан консолидовани буџетски дефицит у 2014. биће знатан и износиће око 7,5% БДП-а. Притом, овде смо укључили и расходе државе „испод црте“, који генерално обухватају финансијске трансакције државе попут плаћања активираних гаранција, докапитализације банака и предузећа, преузимања дуга других државних ентитета и др. Тренутно такви расходи на годишњем нивоу износе око 2% БДП-а и до сада се њихова реализација одразила на повећање јавног дуга.

Крајем септембра јавни дуг је износио 22,1 млрд евра, или 67,5% БДП-а<sup>7</sup>. Спровођењем најављених додатних мера фискалне консолидације и структурних реформи, као и уз претпоставку закључивања аранжмана с ММФ-ом, очекујемо да би раст јавног дуга до 2017. године могао бити заустављен, а да би након тога могао уследити и његов пад.

Табела О.1.2. Финансирање буџетског дефицита  
(у млрд RSD)

	Закон о буџету	Ребаланс	Разлика
<b>Нето</b>	<b>-183</b>	<b>-225</b>	<b>-42</b>
<b>Задужевање</b>	663	742	79
Емисије ХоВ на домаћем тржиш	330	450	120
Емисије ХоВ на страном тржиш	69	150	81
Кредити	264	141	-123
Продаја домаће фин. имовине	0	1	1
<b>Отплата дуга (доспећа)</b>	480	460	-20
Домаћим инвеститорима	385	345	-40
Страним инвеститорима	38	36	-2
Отплата главнице по гаранцијама	41	47	6
Набавка фин. имовине	16	31	15
<b>Промена стања на рачуну</b>	0	57	57

Извор: Министарство финансија.

<sup>7</sup> Прелиминарни податак.

## Домаћа тражња

Након стагнације у Т2, **приватна потрошња** је, према нашој процени, умерено опала у Т3 (0,4% дсз.) и негативно допринела кретању укупне тражње са 0,3 п.п. Приватна потрошња и на мг. нивоу од почетка године бележи пад, који је у Т3 износио 0,5%. На то указује и кретање њених главних индикатора – промет у трговини на мало, који је у Т3 био нижи 1,5% дсз., и увоз потрошних добара, који је смањен 1,6% дсз.

Процењујемо да приватна потрошња није порасла упркос благом расту њених извора. Реална маса зарада и пензија, која чини највећи део извора приватне потрошње, и кредити намењени потрошњи благо су порасли, док су дознаке из иностранства смањене. Једно од могућих објашњења изостанка раста потрошње јесте најавна смањења плата у јавном сектору и пензија од новембра. Очекујемо да ће ова компонента агрегатне тражње због тог смањења и у наредном периоду остати на ниском нивоу.

**Приватне инвестиције у основна средства** су наставиле дсз. пад и у Т3 (1,6% дсз.), али је на мг. нивоу њихов пад успорен, са 14,6% у Т2 на 5,0% у Т3. Кретање индикатора ових инвестиција у Т3 потврђује њихов пад, будући да је забележено смањење ефективних часова рада у грађевинарству и увоза

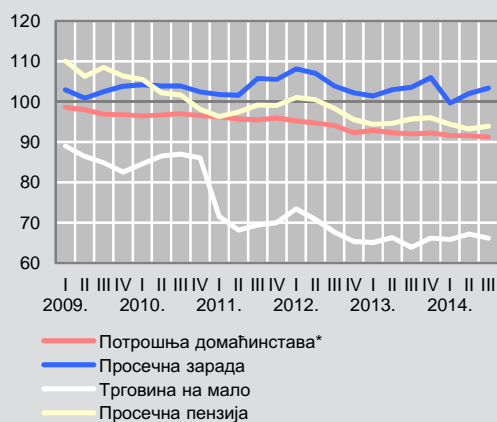
средстава за рад. Ипак, повећање броја издатих грађевинских дозвола и раст производње грађевинског материјала у Т3 могли би бити позитивни знаци опоравка ове компоненте агрегатне тражње у наредним тромесечјима.

Позитиван допринос кретању агрегатне тражње у Т3 потиче од прираста **залиха**, и то пре свега у пољопривреди, узимајући у обзир добре производне резултате у текућој години.

**Потрошња државе** је, према нашој процени, благо порасла у Т3 (0,4% дсз.), уз позитиван допринос агрегатној тражњи од 0,1 п.п. На то указује повећање расхода за куповину робе и услуга, које је у одређеној мери и последица помоћи становништву из поплавлених подручја. С друге стране, расходи за запослене у јавном сектору су наставили да падају. Увођење солидарног пореза и забрана запошљавања у јавном сектору подстакли су убрзање мг. пада државне потрошње на 2,3% у Т3.

Раст **инвестиција државе**, који је био присутан у П1, заустављен је у Т3. Усвојеним ребалансом буџета смањена су издвајања за капиталне расходе<sup>24</sup>, тако да ће допринос ове компоненте агрегатној тражњи до краја године, иако позитиван, бити нижи од раније очекиваног.

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

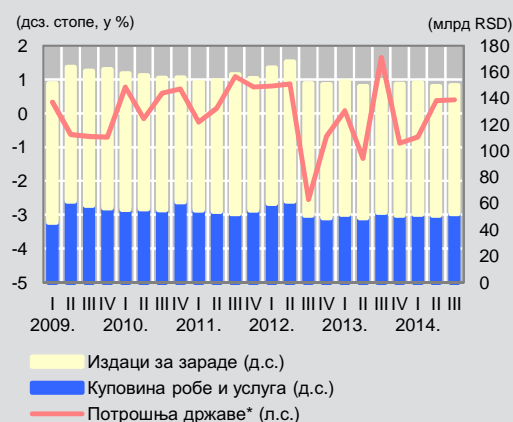


Извор: РЗС и прерачун НБС.

\* Процена НБС за Т3 2014.

*Пад промета у трговини на мало и пад увоза потрошне робе указују на наставак смањења приватне потрошње и у Т3.*

Графикон IV.4.3. Потрошња државе (реални износи)



Извор: РЗС, Министарство финансија и прерачун НБС.

\* Процена НБС за Т3 2014.

*Повећање расхода за куповину робе и услуга утицало је и на раст финалне потрошње државе у Т3.*

<sup>24</sup> Видети Осврт бр.1, стр. 27.

Табела IV.4.1. Индикатори кретања инвестиција

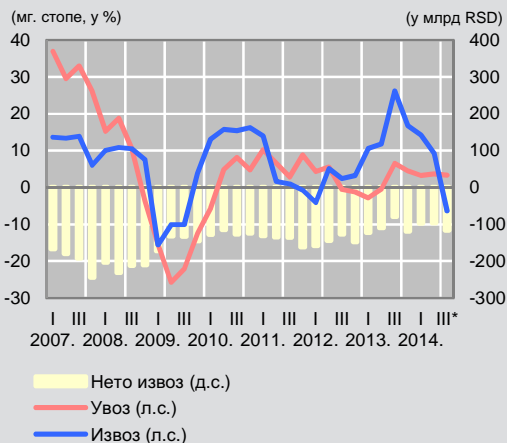
	2013.		2014.		
	III	IV	I	II	III
<b>Реални показатељи</b> (дсз. подаци, тромесечни раст, у %)					
Ефективни часови и рада у грађевинарству	0,3	-0,8	2,6	-7,8	-4,1*
Залихе					
индустријских производа	-0,7	2,8	1,4	0,7	-3,1
Индустријска производња капиталних производа (физички обим)	11,7	-2,2	-9,1	-1,8	2,6
Извоз					
средства за рад**	16,4	-7,8	21,3	-7,6	-2,8
Увоз					
средства за рад**	-1,6	0,6	-6,1	1,3	-2,5
Залихе					
капиталних производа	0,6	-2,1	-9,7	0,1	-0,2
Индустријска производња интермедијарних производа (физички обим)	3,1	2,4	-4,0	-6,0	2,8
Извоз					
интермедијарних производа**	4,9	0,2	1,1	-0,9	-0,9
Увоз					
интермедијарних производа**	-0,2	-1,2	2,1	-5,1	-2,4
Залихе					
интермедијарних производа	6,0	1,1	2,7	2,6	-0,5
Индустријска производња грађевинског материјала (физички обим)	-1,1	-3,0	8,9	-6,8	4,0
Залихе грађевинског материјала	0,4	-7,1	4,5	-3,4	-7,3
Инвестиције државе***	5,0	-8,7	10,5	4,6	-6,0

\* Процена РЗС.

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

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

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

\* Процена НБС.

Снажан пад извоза у Т3 у великој мери је допринео паду агрегатне тражње на мг. нивоу.

## Нето екстерна тражња

Након благог раста у П1, реални извоз робе и услуга је у Т3 смањен 3,6% дсз., док је реални увоз робе и услуга наставио тромесечни раст (0,9% дсз.). То је утицало да нето извоз у Т3 негативно допринесе укупној тражњи са 2,2 п.п. Посматрано на мг. нивоу, реални извоз робе и услуга је у Т3, након девет узастопних тромесечја раста, забележио пад од 6,4%. Тај пад је у највећој мери последица смањеног извоза моторних возила, који је у Т3 2013. био на највишем нивоу. Реални увоз робе и услуга је наставио раст из Т2 услед повећаног увоза енергената након поплава и пада увозних цена и у Т3 је био виши 3,3% мг. Пад извоза и раст увоза на мг. нивоу водили су негативном доприносу нето извоза укупној тражњи од 4,8 п.п.

Реални ефективни курс динара је у Т3 депрецирао 1,8%, што је допринело побољшању ценовне конкурентности Србије. То побољшање је остварено захваљујући номиналној депрецијацији ефективног девизног курса од 2,2%<sup>25</sup>, које је делимично умањено бржим растом домаћих у односу на стране цене. Побољшање ценовне конкурентности требало би да умањи негативне ефекте успоравања економског раста у земљама зоне евра на нашу извозну тражњу. На могуће смањење извозне тражње указује и кретање водећег индикатора извозне тражње<sup>26</sup>, који је у Т3 благо смањен, али се и даље кретао изнад свог дугорочног нивоа.

Робни извоз изражен у еврима је у Т3 смањен 7,2% дсз., пре свега због пада извоза аутомобилске индустрије и у мањој мери пољопривредних производа. Поред тога, смањен је извоз основних метала и производа од метала, што би се могло повезати са успоравањем глобалног раста и последично ниже тражње, као и извоз производа од гуме и пластике, који су повезани с кретањима у аутомобилској и нафтној индустрији.

Извоз моторних возила је у Т3 смањен за око 20% дсз., највише под утицајем успоравања извоза у

<sup>25</sup> Израчунат као геометријски просек номиналних курсева EUR/RSD и USD/RSD, с пондерима 0,8 и 0,2, респективно, тј. према формули  $(EUR/RSD)^{0,8} * (USD/RSD)^{0,2}$ .

<sup>26</sup> Водећи индикатор екстерне тражње за извозом Србије конструисан је на основу кретања водећег индикатора економске климе Европске комисије (ESI). Обухвата 20 земаља наших најзначајнијих спољнотрговинских партнера, где су пондери њихова учешћа у извозу Србије.

Графикон IV.4.5. Кретање индикатора екстерне тражње и извоза Србије



Извор: Европска комисија, РЗС и НБС.

\* Без аутомобилске индустрије.

Успоравање раста најзначајнијих трговинских партнера утицало је на смањену извозну тражњу.

августу, што се поклапа с колективним одмором у компанији „Фијат аутомобили Србија“. Извоз те компаније је у првих девет месеци 2014. износио 1.068 млн евра, што је приближно прошлогодишњем нивоу, тако да се сада на нивоу године очекује његов неутралан уместо позитиван допринос смањењу дефицита текућег рачуна.

Знатан пад извоза забележен је и код пољопривредних производа (око 20% дсз.). Тај пад се делимично може објаснити високим извозом у Т2, с обзиром на то да је велики део залиха извезен раније у односу на претходне године, због пада цена на светском тржишту од маја. Такође, добар род житарица у већини земаља утицао је на смањен обим уговорених извозних послова унапред, због чега су смањене испоруке током Т3, односно одмах након жетве, када је извоз житарица највећи. Количински извоз пшенице, који је у Т3 био око 50% нижи на мг. нивоу, то и потврђује. С друге стране, висок мг. раст извоза кукуруза од око 70% последица је изузетно ниске базе из претходне године, када су извозне залихе биле ниске након лоше пољопривредне сезоне. Посматрано на тромесечном нивоу, количински извоз кукуруза је у Т3 био за око 65% нижи него у Т2.

Раст робног извоза у Т3 је, с друге стране, остварен код нафтних деривата (17,9% дсз.), што је довело до

Графикон IV.4.6. Кретање главних компоненти увоза (дсз. подаци, П1 2008 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

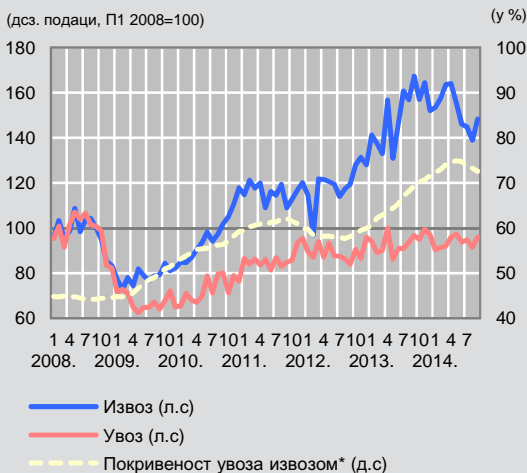
Смањена инвестициона и финална потрошња одразила се и на пад свих компоненти робног увоза.

смањења њихових залиха. Порастао је и извоз прехранбених производа (3,4% дсз.), а након пада у Т2, опоравио се и извоз хемијских производа и електричне опреме. Позитиван допринос расту робног извоза наставили су да пружају и одевни предмети, фармацеутски производи, дуван и дувански производи.

Робни увоз изражен у еврима је у Т3 опао (1,7% дсз.), првенствено услед смањеног увоза средстава за репродукцију 2,6% дсз.). То потврђује негативна кретања у индустријској производњи, будући да је велики део сировина у индустрији увозног порекла. Пад увоза, у мањем обиму, забележен је и код средстава за рад (2,5% дсз.), што указује на смањење инвестиционе потрошње, као и код потрошних добара (1,6% дсз.), што би могло бити последица смањивања финалне потрошње домаћинства и државе због најаве нових мера фискалне консолидације.

Посматрано по намени, у Т3 је смањен увоз капиталних (9,2% дсз.) и интермедијарних производа (2,4% дсз.), увоз трајних и нетрајних производа широке потрошње је стагнирао, а повећан је увоз енергената (11,7% дсз.). Раст увоза енергената у највећој мери је резултат повећаног увоза електричне енергије, који је у Т3 био 80,9% виши на мг. нивоу, јер су након мајских поплава

Графикон IV.4.7. Робна размена у еврима



Извор: РЗС и прерачун НБС.

\* 12-месечни покретни просек.

Смањење извоза у ТЗ одразило се и на благ пад покривености увоза извозом.

знатно умањени домаћи производни капацитети. Повећан је и увоз природног гаса (15,4% мг.) због попуњавања максималног капацитета подземног складишта у Банатском Двору пред наступајућу зимску сезону. С друге стране, нижи увоз сирове нафте (3,5% мг.) у ТЗ може се повезати с прекидом производње у рафинерији у Панчеву због планираног ремонта током септембра.

Већи пад извоза од увоза у ТЗ одразио се и на благо погоршање спољнотрговинских индикатора, тако да је покривеност робног увоза извозом смањена 2,2 п.п. и у септембру је износила 72,6%<sup>27</sup>. Ипак, робни извоз се на крају ТЗ налазио 48,2% изнад свог преткризног нивоа<sup>28</sup>, а увоз 4,0% испод свог преткризног нивоа.

## 5. Економска активност

*Успоравање раста главних спољнотрговинских партнера и негативни ефекти мајских поплава наставили су и у ТЗ да се одражавају на смањење индустријске производње, што је утицало и на убрзање мг. пада БДП-а на 3,7%. На нивоу тромесечја, БДП је у ТЗ био нижи 1,0% дсз., уз негативан допринос индустријске и позитиван допринос*

*пољопривредне производње. Ревизија података о БДП-у, према новој методологији националних рачуна ЕСА 2010, није у већој мери изменила реалне стопе његовог раста.*

Републички завод за статистику је током ТЗ извршио ревизију података о кретању БДП-а за период 1995–2012. године због усклађивања с новом методологијом (ЕСА 2010), која се од септембра примењује у свим земљама ЕУ. Након ревизије, ниво номиналног БДП-а је просечно годишње повећан за 7,0%, што је донекле изменило учешће појединих макроекономских индикатора у БДП-у. Ипак, годишње стопе реалног раста БДП-а нису знатније измењене овом ревизијом<sup>29</sup>.

Кретање економске активности се и у ТЗ у великој мери одвијало под утицајем последица мајских поплава. БДП је смањен 1,0% дсз. услед даљег пада индустријске производње (3,9% дсз.) пре свега у секторима рударства и снабдевања електричном енергијом, гасом и паром, док је ублажавању пада допринео раст пољопривредне производње.

Наставак пада БДП-а у ТЗ утицао је и на његово удаљавање од преткризног нивоа<sup>30</sup>, од кога је био нижи 3,6%. Снажан пад индустријске производње резултирао је падом економске активности, мерене НДВ-ом, у ТЗ од 1,5% дсз., чиме се она нашла 3,8% испод преткризног нивоа.

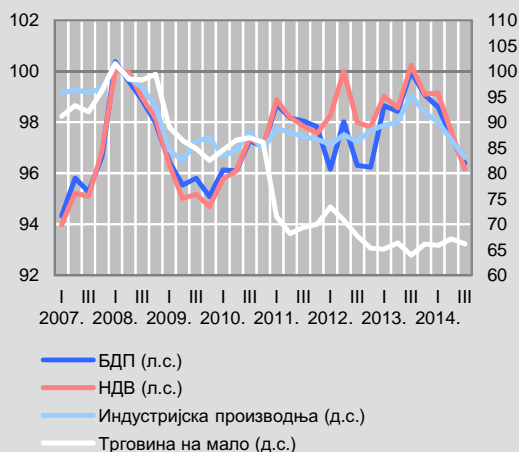
Индустријска производња је највише опала по основу даљег смањења физичког обима производње у сектору снабдевања електричном енергијом, гасом и паром, који је у ТЗ био нижи 18,5% дсз. Поред тога, смањен је и физички обим производње у сектору рударства за 15,1% дсз. Ипак, у овом сектору су забележени и први знаци опоравка активности захваљујући оспособљавању и пуштању у рад угљенокопа Велики Црљени, што потврђује раст физичког обима производње у експлоатацији угља у августу од 40,3% дсз.

Физички обим производње у прерађивачкој индустрији у ТЗ је опао за 2,4% дсз. Таква кретања првенствено су последица смањене производње моторних возила, чији је физички обим, након стагнације у Т2, у ТЗ опао за 23,3% дсз., што се може довести у везу с прекидом производње у

<sup>27</sup> 12-месечни покретни просек.<sup>28</sup> Ниво из П1 2008.<sup>29</sup> Видети Осврт бр. 2, стр. 35.<sup>30</sup> Ниво из П1 2008.

Графикон IV.5.1. Кретање индикатора економске активности

(дсз. подаци, П1 2008 = 100)

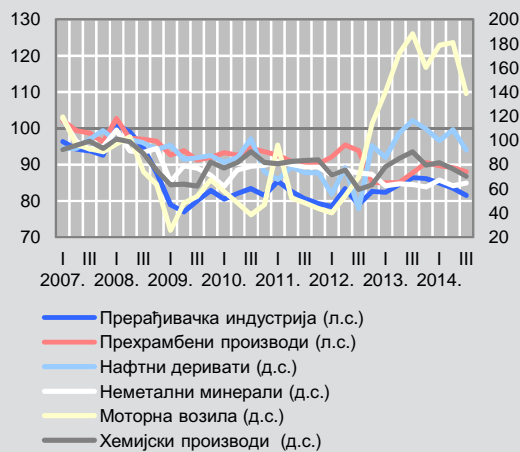


Извор: РЗС и прерачун НБС.

Пад економске активности је и у ТЗ био вођен снажним падом индустриске производње.

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 у већини значајних извозних сектора прерађивачке индустрије указује на пад извозне тражње.

фабрици „Фијат аутомобили Србија“ у августу услед колективног годишњег одмора. Поред аутомобилске индустрије, смањен је и физички обим производње нафтних деривата за 15,4% дсз., након обустављања производње у рафинерији у Панчеву у септембру због планског ремонта и модернизације производних капацитета. Пад физичког обима производње у ТЗ је забележен и код хемијских производа, који су повезани с производњом у нафтној индустрији. Пад је регистрован и код фармацеутских производа, електричне опреме, производа од гуме и пластике, који имају знатно учешће у извозу, што би могло да указује на постепено смањење извозне тражње.

С друге стране, раст физичког обима производње остварен је у производњи рачунара и опреме, као и у производњи основних метала после поновног покретања високе пећи у смедеревској железари у јулу. Позитивна кретања регистрована су и у производњи грађевинског материјала, преради дрвета и производњи машина и опреме.

Највећи позитиван допринос економској активности у ТЗ потиче од сектора пољопривреде, а то потврђују и повољни резултати овогодишње жетве житарица и

индустриског биља. Према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, очекује се већа производња кукуруза за око 25%, соје за око 20% и шећерне репе за око 5%, док би производња сунцокрета требало да буде на прошлогодишњем нивоу. У производњи пшенице исказан је пад од 14% услед високе базе из претходне године<sup>31</sup>. Такође, код свих поменутих култура, производни резултати у 2014. требало би да се крећу знатно изнад десетогодишњих просека.

Активност у грађевинарству наставила је пад у ТЗ (3,3% дсз.), на шта указује смањење ефективних часова рада. Ипак, поједини индикатори упућују на поправљање ситуације у овој области. Повећан је физички обим производње и смањене залихе грађевинског материјала, а повећан је и физички обим производње у области прераде дрвета, која је повезана с грађевинским радовима.

Економска активност у услужним секторима смањена је у ТЗ, при чему је пад забележен у већини сектора. Промет у трговини на мало је у ТЗ смањен 1,5% дсз. и још увек је за око трећину нижи од преткризног нивоа.

<sup>31</sup> Производња пшенице је у 2013. забележила историјски максимум од 2,7 млн тона.

Према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, БДП је у Т3 смањен за 3,7% у односу на исти период претходне године. Пад је забележен пре свега због смањене активности у индустријским секторима и грађевинарству, док је опоравак пољопривредне производње деловао у супротном смеру.

Физички обим индустријске производње је у Т3 убрзао м.г. пад на 13,9%. Тако висок пад последица је смањеног обима производње у свим индустријским секторима, као и базног ефекта, будући да је у Т3 2013. индустријска производња достигла највиши ниво од избијања кризе. Највећи пад од чак 38,7% м.г. исказан је у снабдевању електричном енергијом, гасом и паром, чиме је овај сектор негативно допринео паду физичког обима укупне индустрије са 7,1 п.п. Нешто блажи пад регистрован је у сектору рударства (28,4%, допринос -2,6 п.п.), јер су већ током Т3 оспособљени делови поплавлених угљенокопа.

И у прерађивачкој индустрији је у Т3 смањен физички обим производње (5,6% м.г.), што је у највећој мери

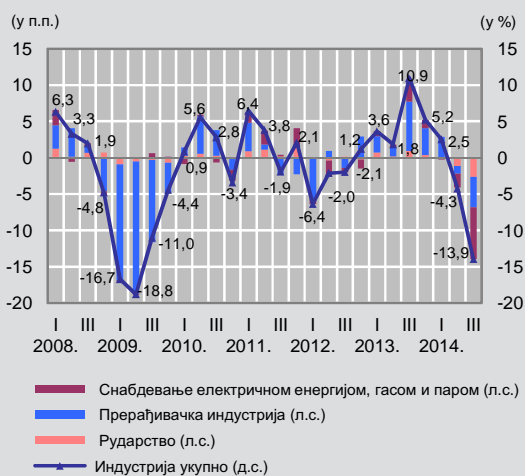
резултат пада екстерне тражње. То потврђује и м.г. пад физичког обима извозно оријентисане производње моторних возила од 26,0%. Снажан пад физичког обима производње од 16,1% м.г. забележен је и у производњи нафтних деривата због ремонта у рафинерији у Панчеву. Обим производње је смањен и у другим областима прерађивачке индустрије које имају велики извозни асортиман (производња хемијских производа, производа од метала и производа од гуме и пластике). Раст физичког обима на м.г. нивоу остварен је у производњи машина и опреме, рачунара и преради дрвета.

На основу остварених кретања у П1 и прелиминарне процене за Т3, на нивоу 2014. БДП би требало да забележи пад. Пад се очекује у индустрији по основу ниже активности у енергетици, рударству и прерађивачкој индустрији, али и у грађевинарству.

Благ раст активности очекује се у пољопривреди, која је, и поред великих штета од поплава које је претрпела, остварила производне резултате изнад претходних очекивања. При томе, повећана производња очекује се код житарица и индустријског биља, будући да највећи део површина под овим културама није био погођен поплавама. Индикатори кретања активности у сточарству су у досадашњем делу године бележили м.г. раст, изузев у мају када је забележен привремен пад као последица поплава. То би требало да допринесе расту укупне пољопривредне производње у 2014, јер сточарство у укупној пољопривредној производњи учествује са око 30%. С друге стране, у повртарству и воћарству, који су били у већој мери погођени поплавама, очекује се пад производње, што потврђују и прелиминарне процене овогодишњег рода најзначајнијих воћарских и повртарских култура.

Негативан допринос БДП-у очекује се од пада активности у грађевинарству. Економска активност у услужним секторима требало би да на нивоу године благо опадне, при чему се наставак раста очекује у секторима саобраћаја, информисања и комуникација, док се у трговини и осталим услужним секторима очекује пад активности због спровођења додатних мера фискалне консолидације.

Графикон IV.5.3. Доприноси м.г. расту физичког обима индустријске производње



Извор: РЗС и прерачун НБС.

\* Процена НБС.

Пад индустријске производње у Т3 убрзан је на м.г. нивоу услед поплава и смањене извозне тражње.



## Осврт 2: Ревизија БДП-а Србије према методологији ЕСА 2010

Републички завод за статистику је у септембру 2014, у исто време када и земље ЕУ, прешао на нову методологију обрачуна БДП-а засновану на *ЕСА 2010* систему националних и регионалних рачуна, чиме је Србија ускладила свој статистички систем у области националних рачуна са осталим европским земљама. Методологија *ЕСА 2010* садржи концепте, дефиниције и рачуноводствена правила која се примењују за обрачун података националних рачуна и која имају за циљ њихову међународну упоредивост. Нов методолошки оквир уведен је због значајних промена које су се у економији догодиле у последње две деценије – раст улоге информационих и комуникационих технологија у процесу производње, раст значаја интелектуалне својине и услужних делатности, као и растућа економска међузависност националних економија.

Ревизија БДП-а у себи садржи две основне компоненте – концептуалне или методолошке промене и промене у статистичком обухвату. Најбитније концептуалне промене односе се на третман улагања у истраживање и развој и набавку војне опреме. Према претходној методологији (*ЕСА 1995*), средства уложена у истраживање и развој третирана су као текући расход у оквиру међуфазне потрошње, док се, према новој методологији, та средства третирају као финални производ (по производном принципу), односно инвестиције у основна средства (према расходном принципу). Разлог за ту промену јесу основне карактеристике улагања у истраживање и развој, тј. чињеница да имају дефинисано власништво, да се троше у дужем временском периоду и да у савременој економији представљају најважнији облик инвестиција. Последица ове методолошке новине је повећање нивоа БДП-а свих земаља, при чему је оно израженије код развијених земаља, будући да се у тим земљама знатна средства издвајају управо за истраживање и развој. Такође, набавка сложених борбених система (војна опрема) раније је третирана као међуфазна потрошња. Међутим, како је век њихове употребе дуг, одлучено је да се, према новој методологији, третирају као инвестиција у основна средства.

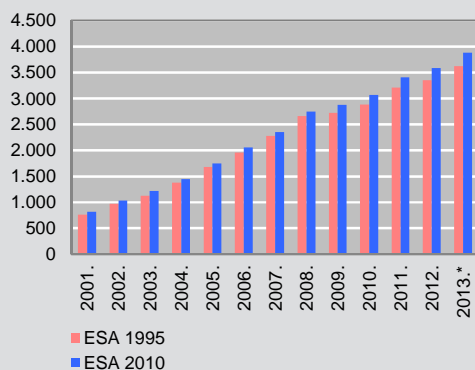
Од статистичких промена које су примењене приликом ревизије БДП-а, својим значајем истичу се потпунији обухват БДП-а (егзостивност) и укључивање илегалних активности у обрачун БДП-а. Егзостивност је побољшана коришћењем већег броја извора података и унапређењем статистичких процедура, које имају за циљ прецизнији обрачун и већи обухват економске активности. Укључивање илегалних активности није било експлицитно условљено применом нове методологије, али је, с обзиром на то да су све земље ЕУ укључиле ове активности у обрачун БДП-а, због међународне упоредивости то учињено и у Србији. Илегалне активности за које је процењен доходак у овој ревизији обухватају дистрибуцију дроге, проституцију и илегалну производњу и продају цигарета и алкохола. Поред тих кључних статистичких промена, побољшање статистичких процедура односи се и на алокацију *FISIM*-а на институционалне секторе, побољшање вредновања услуга неживотног осигурања у БДП-у, побољшање извора података у погледу обрачуна пореза и субвенција и сл. Такође, приликом прерачуна БДП-а из текућих у сталне цене примењен је метод дупле дефлације, којим се одвојено дефлационирају финална производња и међуфазна потрошња. На тај начин се обезбеђује равнотежа између производне и расходне стране БДП-а у текућим и сталним ценама кроз целу временску серију.

Увођењем нове методологије обрачуна националних рачуна ревидирани су подаци о БДП-у за период 1997–2012. и објављени подаци за 1995. и 1996. годину. Ревизија података утицала је на просечно годишње повећање номиналног нивоа БДП-а за 7,0% у периоду 1995–2012, од чега се 0,9 п.п. односи на методолошке промене по основу преласка на *ЕСА 2010*, а 6,1 п.п. на промене у статистичком обухвату (укључивање илегалних активности и побољшање извора података). Иако је ниво номиналног БДП-а порастао (Графикон О.2.1), треба истаћи да стопе реалног раста БДП-а нису претрпеле веће измене (Графикон О.2.2). Разлика у стопама реалног раста БДП-а обрачунаог према старој и новој методологији за период 2001–2012. у просеку износи 0,7 п.п. годишње. При томе, реални раст БДП-а у преткризном периоду (2001–2008) у просеку је виши за 0,9 п.п. годишње, док је реални раст у периоду 2009–2012, обрачунаог применом нове методологије, готово непромењен (просечно годишње повећање за 0,1 п.п.).

Повећање нивоа номиналног БДП-а условило је и смањење учешћа најважнијих макроекономских индикатора у БДП-у (Табела О.2.1). Тако је учешће јавног дуга у БДП-у у 2013. након ревизије смањено за 4,2 п.п., на 59,6%, а спољног дуга за 5,3 п.п., на 75,3% БДП-а, у односу на податке пре ревизије. Такође, наниже је коригован и удео дефицита текућег рачуна у БДП-у у 2013. са 6,5% на 6,1%, као и консолидованог фискалног дефицита са 5,0% на 4,7%.

Усклађивање домаће статистичке методологије с међународним стандардима и примена најновијих достигнућа у овој области важно је и са становишта унапређивања квалитета података. Треба имати у виду да се успешно вођење економске политике, па самим тим и монетарне политике као њеног саставног дела, у великој мери заснива на поузданим и правовременим статистичким подацима, које би примена нове методологије требало да обезбеди.

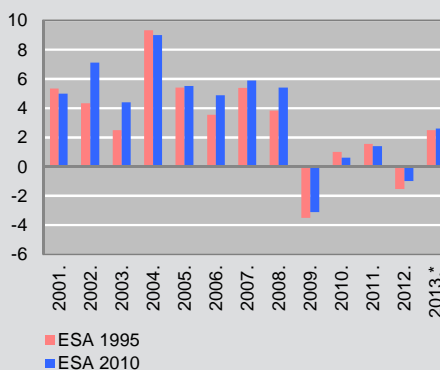
Графикон О.2.1. Ревизија номиналног БДП-а  
(у млрд RSD)



Извор: РЗС.

\* Прелиминарна процена.

Графикон О.2.2. Ревизија реалних стопа  
раста БДП-а  
(у %)



Извор: РЗС.

\* Прелиминарна процена.

Табела О.2.1. Ревидирана учешћа најважнијих индикатора у БДП-у  
(% БДП-а)

		2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.
Јавни дуг	ESA 1995	29,2	34,7	44,5	48,2	60,2	63,8
	<b>ESA 2010</b>	<b>28,3</b>	<b>32,8</b>	<b>41,8</b>	<b>45,4</b>	<b>56,2</b>	<b>59,6</b>
Спољни дуг	ESA 1995	64,2	76,9	84,1	76,6	86,6	80,6
	<b>ESA 2010</b>	<b>62,3</b>	<b>72,7</b>	<b>79,0</b>	<b>72,2</b>	<b>80,9</b>	<b>75,3</b>
Консол. фискални дефицит	ESA 1995	-2,6	-4,5	-4,8	-5,0	-6,6	-5,0
	<b>ESA 2010</b>	<b>-2,6</b>	<b>-4,2</b>	<b>-4,5</b>	<b>-4,7</b>	<b>-6,1</b>	<b>-4,7</b>
Дефицит текућег рачуна	ESA 1995	-21,6	-6,6	-6,7	-9,1	-12,3	-6,5
	<b>ESA 2010</b>	<b>-21,2</b>	<b>-5,8</b>	<b>-7,0</b>	<b>-9,9</b>	<b>-11,5</b>	<b>-6,1</b>

Извор: НБС.

## 6. Кретања на тржишту рада

Повећање реалне зараде настављено је и у Т3, уз бржи раст зараде у приватном у односу на јавни сектор. Смањена продуктивност рада у индустрији, великим делом узрокована поплавама, поред раста реалне зараде, водила је повећању јединичних трошкова рада. Индикатори оцењени на основу Анкете о радној снази указују да се ситуација на тржишту рада побољшала. Стопа незапослености је смањена на 17,6% – неформална запосленост је повећана, а дугорочна незапосленост и незапосленост међу младом популацијом је смањена.

### Зараде и продуктивност рада

Раст реалне нето зараде настављен је током Т3, при чему је, слично као у претходном тромесечју, брже расла нето зарада у приватном (1,8% дсз.) него у јавном сектору (0,5% дсз.). Посматрано у односу на период пре кризе<sup>32</sup>, реална нето зарада у приватном сектору била је у Т3 виша 18,5%, док је у јавном сектору била нижа 10,5%.

Посматрано по делатностима, висок раст реалне зараде у Т3 је забележен у грађевинарству 6,5% дсз. и

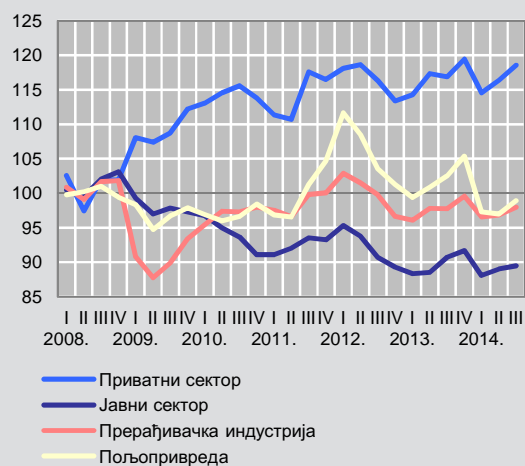
рударству 4,9% дсз. Реална нето зарада је повећана и у разменљивим секторима привреде (пољопривреда, прерађивачка индустрија и снабдевање електричним енергијом). Смањење реалне нето зараде је, с друге стране, забележено у државној управи и администрацији, у области уметности, забаве и рекреације и финансијском сектору.

За разлику од претходног тромесечја, реални мг. раст нето зараде у приватном сектору био је позитиван и износио је 1,4%. При томе, мг. раст је остварен у сектору информисања и комуникација, грађевинарству и свим индустријским секторима, док је у оквиру сектора пољопривреде, саобраћаја и финансијских делатности забележен пад. Реална нето зарада у јавном сектору у Т3 је била нижа 1,4% мг., што је делом последица увођења солидарног пореза и прецизније контроле исплате зарада са увођењем централног регистра од октобра 2013.

Просечна исплаћена номинална нето зарада запослених у Републици Србији у Т3 је износила 44.929 динара и била је нижа за 0,1% него у Т2, односно виша за 2,3% него у истом периоду претходне године. Порасла је и реална маса нето зарада за 0,6%, при чему је повећање забележено у јавном, а смањење у приватном сектору. У наредном

Графикон IV.6.1. Кретање реалне нето зараде

(дсз. подаци, П1 2008 = 100)

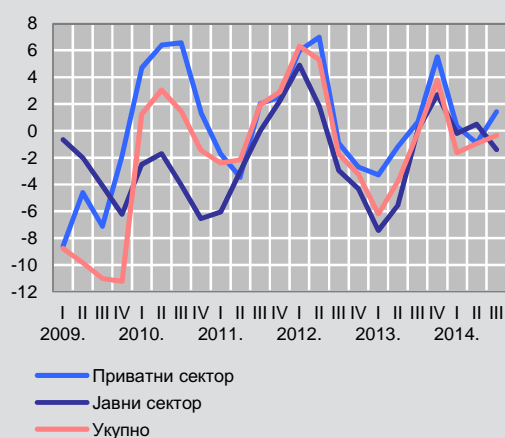


Извор: РЗС и прерачун НБС.

Раст реалне нето зараде у Т3 вођен је растом у приватном сектору.

Графикон IV.6.2. Кретање реалне нето зараде

(мг. раст, у %)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Реална нето зарада у приватном сектору порасла је у Т3 и на мг. нивоу, док је у јавном сектору смањена.

<sup>32</sup> Ниво из П1 2008.

Графикон IV.6.3. Кретање продуктивности, бруто реалних зарада и јединичних трошкова рада у индустрији (дсз. подаци, П1 2008 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Након високог раста у последња два тромесечја, јединични трошкови рада у индустрији су у Т3 надмашили свој преткризни ниво.

Графикон IV.6.4. Индикатори тржишта рада према Анкети о радној снази (у %)



Извор: РЗС.

Пад стопе незапослености у Т3 у највећој мери се дугује расту неформалне запослености.

тримесечју ипак се очекује смањење масе зарада у јавном сектору, с обзиром на донету одлуку Владе о смањењу зарада изнад 25.000 динара за 10%.

Након неуспеха преговора синдиката и послодавца о утврђивању минималне зараде, Влада је у септембру донела одлуку о повећању минималне цене рада на 121 динар по радном часу, без пореза и доприноса за обавезно социјално осигурање. Та одлука примењиваће се од 1. јануара 2015, што ће се одразити на повећање минималне месечне зараде запослених за 5,2%.

Смањење продуктивности, уз раст реалне зараде, водило је повећању **јединичних трошкова рада** укупне индустрије од 7,8% дсз. у Т3, чиме су премашили свој преткризни ниво. Ипак, пад продуктивности рада у индустрији великим делом узрокован је поплавама, што је привременог карактера. Раст јединичних трошкова рада био је мање изражен у оквиру прерађивачке индустрије (3,7% дсз.), јер је овај сектор индустрије најмање био погођен поплавама.

## Запосленост

Током Т3 дошло је до знатног побољшања индикатора тржишта рада оцењених на основу података из

**Анкете о радној снази.** Стопа незапослености је смањена за чак 2,7 п.п. у односу на претходно тримесечје и износила је 17,6%, што је њен најнижи ниво још од 2010. године. Стопа запослености је повећана за 1,1 п.п., на 40,6%, при чему се то повећање дугује расту неформалне запослености, док је број формално запослених лица чак благо смањен. Стопа партиципације је благо смањена у Т3 (62,2%) у поређењу с Т2 и налазила се на сличном нивоу у односу на исти период претходне године.

Подаци о стању на тржишту рада добијени на основу Анкете не прате кретања у реалном сектору, будући да је у последња два тромесечја забележен знатан пад економске активности. Највећи део повећања запослености односи се на сезонско и повремено запошљавање и запошљавање на одређено време, што потврђује и чињеница да је највећи раст броја запослених остварен у областима пољопривреде, грађевинарства и делатности домаћинства као послодавца. Такође, повећан број запослених у грађевинарству могао би бити и резултат додатног ангажовања људи на отклањању последица поплава. С друге стране, у секторима привреде који имају знатно учешће у креирању додате вредности (прерађивачка индустрија, информисање и комуникације и саобраћај) смањен је број запослених.

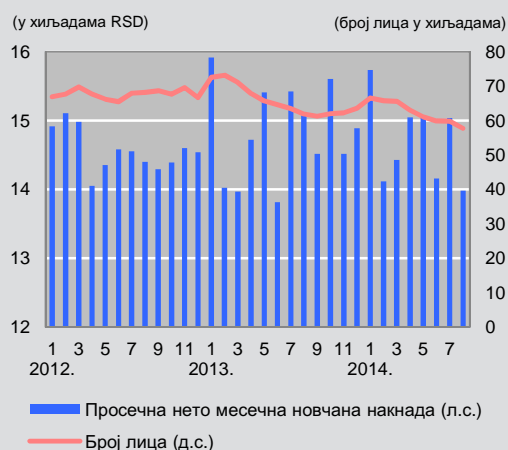
Највећи пораст запослености односи се на запослене с непуним радним временом, док је број лица која раде пуно радно време незнатно повећан. Након раста у Т2, учешће дугорочно незапослених лица у укупном броју незапослених смањено је у Т3 за 2,7 п.п., на 67,0%. Позитивно је и то што је незапосленост међу младом популацијом (15–24 године) у Т3 смањена за чак 11,1 п.п., на 41,7%.

Према процени Републичког завода за статистику<sup>33</sup>, број формално запослених је у Т3 смањен за 3.813 лица. Настављено је смањење броја запослених у јавном сектору (3.694 лица), док је, за разлику од претходног тромесечја, смањена и запосленост у приватном сектору (119 лица). Пад броја запослених лица забележен је у већини сектора привреде, изузев у прерађивачкој индустрији, трговини, саобраћају и грађевинарству, што није у потпуности у складу с резултатима Анкете.

И према подацима Националне службе за запошљавање, у Т3 је настављен пад броја незапослених, који је у септембру износио 748.549 лица и био је за 24.820 лица нижи него у јуну. Веће смањење броја незапослених забележено је код радника с радним искуством (21.257 лица) у односу на незапослене који први пут траже запослење (3.563 лица). Пад незапослености регистрован је и у већини група занимања, при чему се највише истичу машинство и обрада метала, текстилство, кожарство, трговина, угоститељство и туризам. С друге стране, повећан је број незапослених у здравству, фармацији и социјалној заштити, што се може довести у везу са забраном запошљавања у јавном сектору од почетка текуће године.

Број лица која примају новчану накнаду за незапослене од јануара континуирано опада. То омогућава да из буџета за подстицаје на тржишту рада мањи део средстава одлази на пасивне мере запошљавања, тј. да већи део остаје на располагању за активне мере (преквалификација и обука, јавни радови и сл.), које су ефикасније у смањивању незапослености.

Графикон IV.6.5. Просечна месечна новчана накнада за незапосленост



Извор: Национална служба за запошљавање.

Током Т3 настављено је смањење броја лица која примају новчану накнаду за незапослене.

Табела IV.6.1. Кретања запослености и незапослености (у хиљадама)

	2013.		2014.	
	T4	T1	T2	T3
<b>Број формално запослених лица</b>	<b>1.703,3</b>	<b>1.690,4</b>	<b>1.690,3</b>	<b>1.686,5</b>
Приватни сектор	1.212,2	1.201,4	1.201,8	1.201,7
Јавни сектор	491,1	489,1	488,5	484,8
<b>Пољопривредници (према АРС)</b>	<b>450,8</b>	<b>423,4</b>	<b>449,9</b>	<b>454,2</b>
<b>Укупан број запослених</b>	<b>2.154,1</b>	<b>2.113,9</b>	<b>2.140,2</b>	<b>2.140,7</b>
<b>Број незапослених лица</b>	<b>769,5</b>	<b>790,5</b>	<b>773,4</b>	<b>748,5</b>
Први пут траже запослење	267,1	271,1	264,9	261,4
Била у радном односу	502,4	519,4	508,4	487,2

Извор: РЗС и Национална служба за запошљавање.

<sup>33</sup> Истраживање РАД.

## 7. Међународно окружење

Слабији економски резултати у III утицали су на ревизију наниже раста БДП-а зоне евра у 2014, уз још присутне ризике од дефлације и заоштравања економских односа с Русијом. Раст економске активности у САД у Т2 је био изнад очекивања, а јављају се и све јаснији сигнали у погледу његове одрживости.

Наставак дезинфлаторних притисака у зони евра у Т3 навео је ЕЦБ да додатно ублажи монетарну политику, што је за последицу имало слабење курса евра према долару. С друге стране, ФЕД је наставио с постепеним смањивањем обима квантитативних олакшица и најавио могућност подизања каматних стопа у 2015.

Цене већине примарних производа на светском тржишту бележе пад у Т3 услед успоравања глобалног економског раста.

### Економска активност

Економија зоне евра је у Т2 готово стагнирала (раст 0,1% дсз.). При томе, у Немачкој и Италији забележен је пад економске активности (по 0,2% дсз.), а у Француској стагнација. Ипак, кретање водећег индикатора *PMI Composite*-а<sup>34</sup> указује да је стагнација у Т2 привремена и да се у Т3 може очекивати нов раст економске активности. Такве прогнозе потврдио је *Consensus Forecast*, који за Т3 предвиђа економски раст зоне евра од 0,3% дсз.

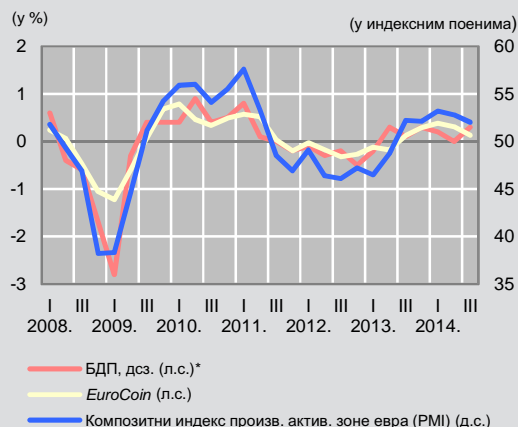
Смањена економска активност у Немачкој у Т2 последица је смањене екстерне тражње због успоравања глобалног раста и наставка геополитичких тензија у Украјини и на Блиском истоку. Глобална неизвесност утицала је и на смањење инвестиција, с обзиром на опрезнији приступ компанија приликом доношења инвестиционих одлука. Током Т3 очекује се благ раст активности у сектору услуга, док се у производним секторима очекује пад због смањене тражње на главним извозним тржиштима.

Француска привреда је наставила стагнацију и у Т2, уз пад инвестиција и нето извоза и раст приватне

потрошње. Сличан тренд очекује се и у наредном тромесечју, будући да се водећи индикатор производног сектора креће у зони рецесије<sup>35</sup>. Пад економске активности у Италији у Т2, слично као и у Немачкој, последица је смањене извозне тражње, док висока незапосленост и потреба за фискалним уштедама ограничавају раст домаће тражње. Шпанија је једина од већих економија зоне евра која је у Т2 остварила раст захваљујући позитивном доприносу нето извоза. Кретање водећих индикатора показује да ће се такав тренд наставити и у наредном тромесечју.

Ризици наниже у погледу економског раста зоне евра и даље постоје и односе се пре свега на могућу дефлацију и наставак заоштравања економских односа с Русијом. Ти ризици су утицали да ММФ ревидира наниже своју прогнозу економског раста зоне евра за 0,3 п.п. (на 0,8%) у 2014. и 0,2 п.п. (на 1,3%) у 2015, што је слично пројекцијама *Consensus Forecast*-а. Знатније побољшање ситуације на тржишту рада не треба скоро очекивати с обзиром на успорен економски раст и потребу за додатним структурним реформама. То потврђује и стопа незапослености, која је у септембру остала непромењена у односу на јун и износи 11,5%.

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



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

\* Процена *Consensus Forecast*-а за Т3 2014.

Водећи индикатори указују на опоравак економске активности зоне евра у Т3.

<sup>34</sup> Овај индикатор се у септембру петнаести узастопни месец нашао у зони експанзије (изнад 50 поена).

<sup>35</sup> Испод 50 поена.

У октобру је ЕЦБ објавила резултате стрес-тестова и процене квалитета активне, у којима је учествовало 130 највећих банака у зони евра. Резултати стрес-тестова су показали да се код 25 банака капитал налазио испод захтеваног минимума, у укупном износу од 25 млрд евра, при чему је већ током године 12 банака извршило докапитализацију у износу од 15 млрд евра. Ови резултати су позитивно оцењени на финансијском тржишту и требало би да повећају поверење у финансијски систем зоне евра и допринесу повећању кредитне активности.

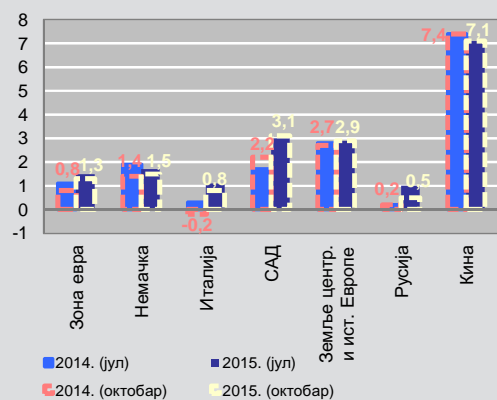
Прогноза раста економске активности у **региону централне и источне Европе** за 2014, према октобарском *Consensus Forecast*-у, износи 1,4%, што је 0,1 п.п. ниже у односу на јул, док је, с друге стране, прогноза ММФ-а повољнија и износи 2,7%<sup>36</sup>. Повољнији изгледи раста процењују се за земље централне Европе, које одликује стабилније привредно окружење, док се у земљама југоисточне Европе очекује спорији раст. Знатно убрзање раста очекује се у Мађарској, Пољској и Чешкој због раније предузетих експанзивних мера монетарне политике. С друге стране, нешто спорији раст у односу на претходну годину требало би да буде остварен у

Турској због монетарног заоштравања у јануару изазваног снажним депрецијацијским притисцима.

Геополитичке тензије у Украјини настављају да се негативно одражавају на економску активност у Украјини и Русији. Најновије прогнозе ММФ-а и *Consensus Forecast*-а у погледу економског раста Русије поново су ревидиране наниже и предвиђају стагнацију у 2014. и раст од око 1% у 2015. услед отежаног приступа финансијским средствима, одлива капитала и депрецијацијских притисака. Наниже је ревидирана и прогноза економског раста Украјине (на -6,5%), којој ће, и поред одобреног зајма ММФ-а од 17,0 млрд долара, вероватно бити потребно додатно екстерно финансирање.

Економска активност у САД је у Т2 остварила снажан раст од 1,1% дсз., чиме су неутралисане последице неочекиваног пада у Т1. Раст је био вођен приватном потрошњом и инвестицијама, док је висок раст увоза утицао на негативан допринос по основу нето екстерне тражње. Према прелиминарној процени, раст у Т3 је благо успорен на 0,9% дсз., уз наставак позитивног доприноса приватне потрошње и инвестиција. Кретање водећих индикатора указује на

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

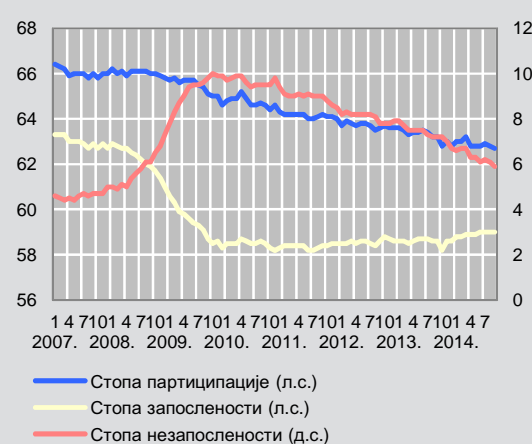


Извор: ММФ *WEO Update* (јул 2014) и ММФ *WEO Update* (октобар 2014).

\* Ревизија у односу на јулски *WEO Update*.

Најновије прогнозе ММФ-а указују на успоравање економског раста у зони евра и Русији и убрзање раста у САД.

Графикон IV.7.3. Кретања на тржишту рада у САД (месечне стопе, у %)



Извор: *Bureau of Labor Statistics*.

Стопа незапослености у САД је у септембру смањена на најнижи ниво од избијања финансијске кризе.

<sup>36</sup> Разлика проистиче из различитог обухвата земаља региона. У процену ММФ-а нису укључене Русија, Украјина и чланице зоне евра (Естонија, Летонија, Словенија и Словачка), а укључена је Турска.

наставак раста до краја године – *ISM Manufacturing* је у октобру, седамнаести месец заредом, био у зони експанзије и достигао ниво од 59,0 поена, док *Consumer Confidence Index*, након септембарског пада, поново бележи раст у октобру.

На тржишту рада у САД су у Т3 забележени најбољи резултати од избијања финансијске кризе. Стопа незапослености је у октобру смањена на 5,8%, што је најнижи ниво од јула 2008, док је број новостворених радних места ван пољопривреде и током Т3 задржао висок просечни месечни раст од преко 220.000. Повољна економска кретања у Т2 и очекивања за Т3 подстакла су ММФ да повећа прогнозу економског раста САД за 0,5 п.п., на 2,2% у 2014, што је у складу и са октобарском прогнозом *Consensus Forecast-a*.

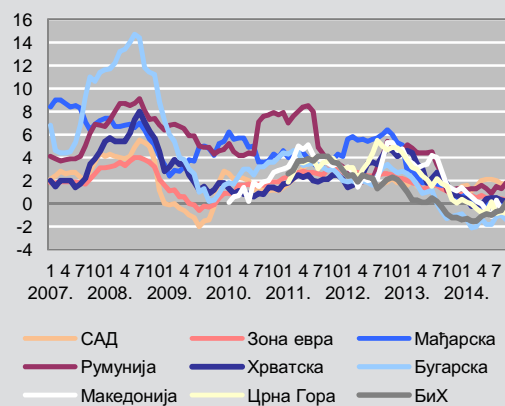
**Кинеска** привреда је у Т3 успорила раст на 7,3% м.г. у односу на Т2 (7,5% м.г.). На тромесечном нивоу раст је износио 1,9% д.с. и био је вођен индустријском производњом. *PMI Manufacturing* је и у октобру наставио да се креће изнад 50 поена, што упућује на даљи раст у индустријском сектору. Захваљујући фискалним мерама кинеске владе усмереним на инфраструктурне пројекте и подршку малим и средњим предузећима, економски раст Кине остаће и у наредном периоду изнад 7%.

## Кретање инфлације

Инфлација у **зони евра** је у Т3 наставила да се смањује и у септембру је износила 0,3% м.г., или за 0,2 п.п. ниже у односу на јун. Смањење инфлације у највећој мери је последица пада цена енергената изазваног снажним падом светске цене нафте. Средњорочна инфлациона очекивања мерена разликом између обичних ХоВ и ХоВ индексираних инфлацијом у октобру су смањена на 1,9%, тј. ниже од циља ЕЦБ-а – „испод, али близу 2%“. Ипак, званичници ЕЦБ-а сматрају да ће предузете и најављене експанзивне мере монетарне политике, уз депрецијацију евра према долару, допринети умереном повећању инфлације у наредном периоду и њеном постепеном повратку ка циљу. Према прелиминарној процени, инфлација у зони евра је у октобру благо повећана на 0,4% м.г.

У већини земаља региона **централне и источне Европе** инфлаторни притисци су у Т3 били слаби због ниске тражње и пада цена енергената. Поред

Графикон IV.7.4. Кретање индекса потрошачких цена по земљама (м.г. стопе, у %)



Извор: Eurostat, Bureau of Labor Statistics и статистички заводи појединих земаља.

Ниски инфлаторни притисци наставили су и током Т3 да преовлађују у зони евра и региону југоисточне Европе.

Бугарске, која се већ 13 узастопних месеци налази у дефлацији, м.г. пад инфлације је у септембру забележен и у Мађарској, Пољској, Словачкој и Словенији. С друге стране, депрецијација лире с почетка године инфлаторно делује у Турској, мада је м.г. инфлација у септембру (9,0%) у паду у односу на јун (9,2%).

Нижи инфлаторни притисци у Т3 су забележени и у САД – м.г. инфлација је са 2,1% у јуну смањена на 1,7% у септембру. Нижа инфлација резултат је пада цена енергената, пре свега бензина. Инфлациона очекивања остају чврсто усидрена, а ММФ-ова процена инфлације од 2,0% у 2014. и 2,1% у 2015. на нивоу је дугорочног циља ФЕД-а.

## Монетарна политика

Наставак снажних дезинфлаторних притисака у зони евра утицао је на ЕЦБ да и у Т3 ублажи монетарну политику. Референтна стопа је смањена за додатних 10 б.п., на 0,05%, док је стопа на депозитне олакшице снижена на -0,2%. Такође, потврђена је и ранија одлука да се од Т4 почне с куповином ХоВ које имају покриће у активи<sup>37</sup> и новим програмом куповине обезвница покривених колатералом<sup>38</sup>, који ће трајати

<sup>37</sup> Asset-backed securities – ABS.

<sup>38</sup> Covered bonds.



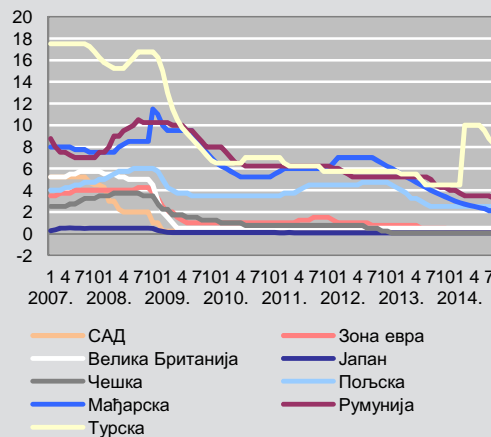
Графикон IV.7.5. Принос на десетогодишње обвезнице земаља зоне евра (дневни подаци, у %)



Извор: Блумберг.

Током ТЗ настављен је пад приноса на обвезнице у свим посматраним земљама зоне евра, али је у октобру забележен раст приноса на грчке обвезнице због политичке кризе.

Графикон IV.7.6. Кретање референтних стопа по земљама (месечне стопе, у %)



Извор: Централне банке одабраних земаља.

Монетарно попуштање у ЕУ и Турској настављено је и у ТЗ.

најмање две године и чији је циљ подстицање кредитне активности. У септембру су спроведене и прве циљане дугорочне операције рефинансирања, при чему је тражња банака за ликвидношћу износила 82,6 млрд евра, што је испод тржишних очекивања (150 млрд евра).

Поједине централне банке у региону централне и источне Европе наставиле су и у ТЗ да ублажавају монетарну политику. Централне банке Румуније и Турске снизиле су референтне стопе за по 50 б.п., док је у Мађарској стопа снижена за 20 б.п., уз најаву да ће на том нивоу остати до 2016. С друге стране, геополитичке тензије у Украјини и даље врше притисак на девизна тржишта Русије и Украјине, па су централне банке те две земље реаговале повећањем референтних стопа за 50 б.п. и 300 б.п., респективно. У октобру је централна банка Пољске смањила референтну стопу за 50 б.п. због успоравања економског раста и пада мг. инфлације испод нуле, док је у Русији референтна стопа повећана за 150 б.п. због и даље присутних депрецијацијских притисака.

На септембарском састанку ФЕД-а процењено је да економски опоравак у САД одржив и да омогућава даље побољшање ситуације на тржишту рада, па је, у складу с тим, почев од октобра настављено смањење

месечног откупа државних и хипотекарних ХоВ на 15 млрд долара. Процењујући да се економска активност у САД опоравља умереним темпом и да су услови на тржишту рада побољшани, ФЕД је на октобарском састанку одлучио да заврши програм откупа државних и хипотекарних ХоВ, уз задржавање основне каматне стопе на непромењеном нивоу. Процене тржишта су да ће током 2015. ФЕД почети да повећава основну каматну стопу.

## Финансијска и робна тржишта

Различит карактер монетарних политика ФЕД-а и ЕЦБ-а утицао је на континуирано слабљење евра према долару током ТЗ, тако да је, посматрано крајем периода, евро депрецирао 7,0% у односу на долар. Повољни макроекономски показатељи у САД, који су указивали на могућност ранијег заоштравања монетарне политике ФЕД-а, били су главни фактор јачања долара. Такође, евро је губио на вредности и због смањења референтне стопе ЕЦБ-а и најаве коришћења додатних инструмената за повећање ликвидности у зони евра.

Напредак у фискалној консолидацији и очекивања да ће влада Грчке наставити са структурним и

институционалним реформама утицали су на одлуку агенције *Standard & Poor's* да у септембру повећа кредитни рејтинг Грчке с нивоа *B-* на *B*, уз задржавање стабилних изгледа. С друге стране, агенција *Fitch* смањила је у августу кредитни рејтинг Хрватске с *BB+* на *BB*, уз промену изгледа с негативних на стабилне због забринутости у погледу могућности стабилизације високог јавног дуга у средњем року.

Цена злата је на крају септембра била за 8,3% нижа него на крају јуна. У првој половини јула цена је порасла због заоштравања сукоба на Блиском истоку и у Украјини, да би од средине јула до краја ТЗ она континуирано падала. Тај пад је углавном био последица мање тражње после објављивања позитивних макроекономских показатеља о стању америчке економије.

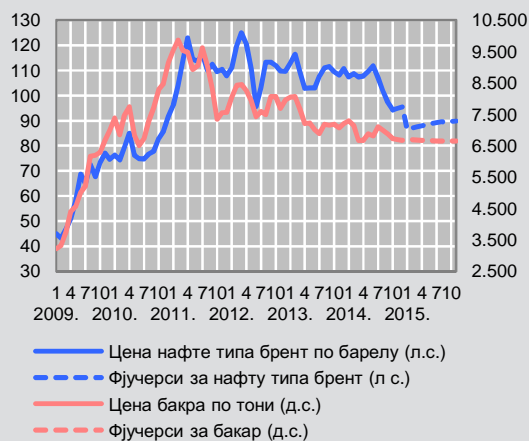
Од почетка ТЗ цена нафте типа брент је континуирано опадала и на крају септембра је била за 16,9% нижа него на крају јуна. Глобални макроекономски показатељи указивали су на спорији опоравак од очекиваног, као и на нижу тражњу за нафтом, што је резултирало падом њене цене током тромесечја. Истовремено, повећана је понуда нафте после поновног покретања извоза нафте из Либије и раста производње у Саудијској Арабији и САД. Пад

цене нафте био је подстакнут и јачањем долара према осталим главним светским валутама. С друге стране, наставак геополитичких тензија у Украјини и на Блиском истоку спречавао је снажнији пад цена током ТЗ.

Светска цена бакра је на крају септембра била на 3,1% нижем нивоу у односу на крај јуна, уз повремене осцилације цене током посматраног периода. Главни фактор пада цене бакра били су показатељи о успоравању раста кинеске економије у ТЗ, која је главни светски увозник бакра, док је додатни утицај на пад цене имало и јачање долара.

Светске цене хране, мерене ФАО индексом, убрзале су пад у ТЗ и у септембру су биле 8,3% ниже у односу на јун, достигавши тако најнижи ниво од августа 2010. Добри резултати у производњи и високе извозне залихе допринели су паду цена житарица, а сличан случај је и код цена шећера и биљног уља. На пад цена млечних производа, поред повећане понуде, утицало је и увођење санкција Русије на увоз млека из ЕУ. Једина компонента индекса која је у ТЗ остварила раст била је цена меса, која је у септембру достигла највиши историјски ниво. Раст цене меса забележен је услед смањене понуде крупне стоке из Аустралије, као и даље ниске понуде свињског меса после епидемије у САД.

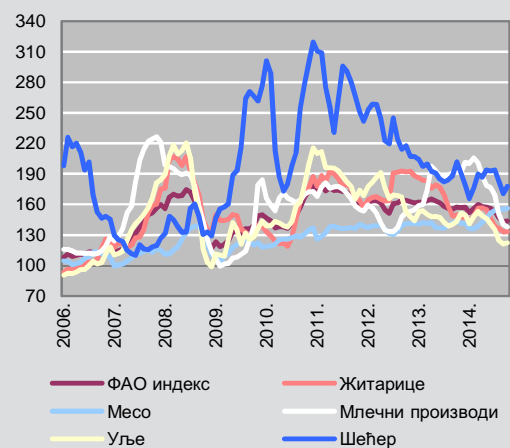
Графикон IV.7.7. Кретање цена нафте и бакра (просечне месечне цене, у USD)



Извор: Блумберг.

Пад цене нафте и бакра у ТЗ последица је смањене тражње услед успоравања глобалног раста и јачања долара.

Графикон IV.7.8. Индекс светских цена хране (реално, 2002 – 2004 = 100)



Извор: ФАО, УН.

Добри производни резултати у новој пољопривредној сезони утицали су на наставак пада светских цена хране у ТЗ.

## V. Пројекција инфлације

*Међугодишња инфлација ће вероватно остати испод доње границе циља у текућем и наредном тромесечју, уз могућност привременог враћања у границе циља у новембру. На враћање инфлације у границе циља у току следеће године утицаће пре свега регулисане цене и цене хране, а у одређеној мери и слабљење динара у ТЗ. У супротном смеру деловаће ниска агрегатна тражња, чији ће дезинфлаторни утицај бити додатно појачан мерама фискалног прилагођавања. Ризици остварења пројекције инфлације у највећој мери односе се на домаћа фискална кретања, одступање од претпоставке о регулисаним ценама, као и на утицај кретања у међународном окружењу како на домаће економске и финансијске токове, тако и на цене примарних производа.*

*Због негативног утицаја мајских поплава на сектор енергетике и рударства, као и због успоравања раста наших главних спољнотрговинских партнера, БДП ће ове, а због додатних мера фискалне консолидације највероватније и следеће године забележити пад.*

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 августовском Извештају о инфлацији, мг. инфлација је у ТЗ наставила да се креће испод доње границе дозвољеног одступања од циља (2,5%) и у септембру је износила 2,1%. Базна инфлација (мерена ИПЦ-ом по искључењу цена хране, енергије, алкохола и цигарета) од августа је такође испод доње границе циља. Ниским инфлаторним притисцима допринела је ниска агрегатна тражња, стабилност инфлационих очекивања, као и одсуство већих трошковних притисака по основу трошкова сировина у производњи хране и по основу увозних цена.

Посматрано по компонентама, у последњих седам месеци, колико се инфлација креће испод доње границе инфлационог циља, највећи утицај на такво њено кретање имале су цене хране. Њихов пад може се довести у везу с падом светских и домаћих цена примарних пољопривредних производа од средине маја. Поред тога, раст регулисаних цена био је врло низак у поређењу с претходним годинама и у првих

девет месеци ове године износио је свега 2,6%. Томе је у знатној мери допринео изостанак повећања цена електричне енергије.

Посматрано на тромесечном нивоу, потрошачке цене су у ТЗ забележиле незнатно виши раст од очекиваног у августовском Извештају о инфлацији (0,3% наспрам 0,0%). Виши раст био је последица изостанка сезонски уобичајеног пада цена хране, пре свега воћа и поврћа.

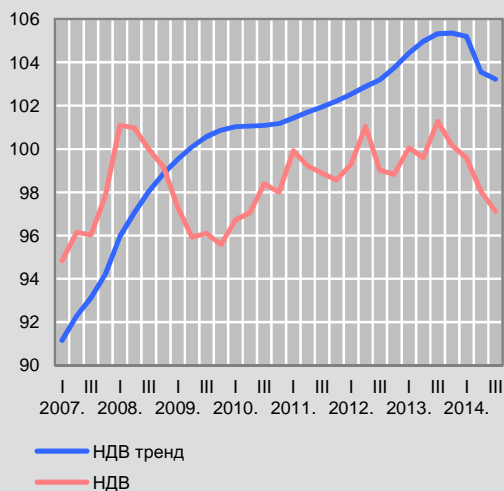
Инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред била су стабилна у ТЗ, тј. наставила су да се крећу око циља. Након пораста у јулу, очекивања привреде су од августа такође поново на нивоу циља. Оба сектора очекују да ће инфлација и за две године бити на нивоу циља.

Период од јула до октобра обележили су депрецијацијски притисци на динар узроковани глобалним факторима (геополитичке тензије, наставак смањења експанзивности монетарне политике ФЕД-а и спор опоравак зоне евра), као и

неповољније вести у погледу темпа и јачине фискалне консолидације и структурних реформи, што је утицало на то да прилив капитала буде скроман. Иако је у два наврата у посматраном периоду бележила раст, премија ризика земље, мерена вредношћу *EMBI* за Србију, крајем октобра је била на готово истом нивоу као крајем јуна и износила је 270 б.п. Народна банка Србије је у наведеном периоду интервенисала на МДТ-у нето продајом девиза у износу од 365,0 млн евра.

Консолидовани буџетски дефицит (укључујући трансакције „испод црте“) у првих девет месеци текуће године износио је 5,6% БДП-а, од чега су се 3,2 п.п. односила на трошкове отплате камате. Крајем октобра је усвојен ребаланс буџета, којим се предвиђа смањење зарада у јавном сектору и пензија од новембра. Према нашој процени, ове године консолидовани буџетски дефицит, укључујући трансакције „испод црте“, износиће око 7,5% БДП-а. Његово кретање у наредном периоду зависиће од динамике и обима фискалне консолидације, као и од динамике и начина финансирања санације штета узрокованих поплавама.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Производни јаз је у Т3 проширен у односу на Т2.

Према процени Народне банке Србије, БДП је у Т3 опао за 1,0% дсз., пре свега услед снажног пада индустријске производње. Тај пад последица је првенствено штета које су поплаве у мају нанеле енергетици и рударству. Такође, у Т3 је опала и производња моторних возила. Посматрано с расходне стране, највећи негативан допринос потиче од нето извоза услед смањења извоза аутомобилске индустрије и пољопривредних производа, с једне стране, и повећања увоза енергената, с друге стране. На раст реалног увоза утицало је и смањење увозних цена (хране и нафте).

Процењујемо да је услед пада НДВ-а производни јаз<sup>39</sup> у Т3 проширен у односу на Т2. Тај јаз указује на задржавање снажних дезинфлаторних притисака по основу агрегатне тражње у средњем року, а спровођење фискалне консолидације ће те притиске додатно појачати у наредном периоду.

Цене већине примарних производа на светском тржишту опале су у Т3 због успоравања глобалног економског раста. Тако је цена нафте типа брент на крају Т3 била нижа у односу на крај Т2 за више од 15%. На пад цене нафте утицала је и њена повећана понуда (из Либије, Саудијске Арабије и САД) и јачање долара, док је наставак геополитичких тензија у Украјини и на Блиском истоку спречио да тај пад буде још израженији.

Након што је економска активност зоне евра готово стагнирала у Т2 (раст од 0,1% дсз.), водећи индикатор *PMI Composite*<sup>40</sup> и *Consensus Forecast* показују да је она у Т3 благо порасла (0,3% дсз. према *Consensus Forecast*-у). С друге стране, ризик од сувише дугог периода ниске инфлације и даље постоји и утицао је на одлуку ЕЦБ-а у септембру да снизи референтну каматну стопу на нови историјски минимум (0,05%), уз даље смањење негативне каматне стопе на депозитне олакшице (-0,2%). Поред тога што је започела спровођење циљаних операција дугорочног рефинансирања, ЕЦБ је и потврдила да ће у Т4 отпочети и куповину ХоВ које имају покриће у активи и обвезница покривених колатералом. Насупрот ЕЦБ-у, ФЕД је на октобарском састанку одлучио да заврши програм откупа државних и хипотекарних ХоВ.

<sup>39</sup> Производни јаз рачунат је на основу НДВ-а (БДП умањен за вредност пољопривредне производње и нето пореза). Као апроксимација производног потенцијала привреде користи се тренд НДВ-а оцењен Калмановим филтером.

<sup>40</sup> Овај индикатор се у септембру, петнаести узастопни месец, нашао у зони експанзије (изнад 50 поена).

## Претпоставке пројекције инфлације

### Екстерне претпоставке

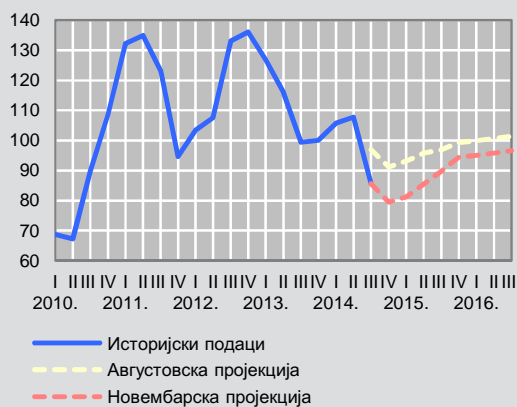
У текућој средњорочној пројекцији инфлације претпоставке о расту БДП-а зоне евра у овој и наредној години кориговане су наниже у односу на августовску пројекцију, тј. претпоставља се раст БДП-а од 0,8% у 2014, односно од 1,2% у 2015.<sup>41</sup> Домаћа тражња у тој зони требало би да буде подржана монетарном 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.

Инфлација у зони евра у септембру (0,3% мг.) забележила је петогодишњи минимум, односно налазила се знатно испод циља од „близу, али испод 2,0%“. Истовремено, средњорочна инфлациона очекивања такође су испод циљане стопе инфлације. 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. У складу са снажним падом тих цена на светском тржишту (око 30% у последњих шест месеци<sup>42</sup>), у овој пројекцији претпоставили смо њихов знатно нижи ниво у односу на августовску пројекцију. Пад наведених цена резултат је добре пољопривредне сезоне глобално, а допринело му је вероватно и знатно јачање долара од почетка маја. Следеће године очекујемо да ће ове цене забележити раст, који ће бити нешто виши у односу на онај на који фјучерси указују у овом тренутку (7,5%). Разлог за конзервативнију претпоставку је тај што је пољопривредна сезона ове године била врло добра, па су наведене цене, а тиме и овогодишња база релативно ниске.

С обзиром на актуелно кретање цене нафте<sup>43</sup>, претпоставка о тој цени такође је ревидирана знатно наниже у односу на августовску пројекцију. Претпоставили смо да ће се цена нафте до краја текуће године задржати на нивоу на којем се тренутно налази (83,0 долара по барелу). Претпоставка за следећу годину је њен умерен раст, имајући у виду и

Графикон V.0.2. Претпоставка о кретању светских цена примарних пољопривредних производа (Т4 2013=100)



Извор: BSE, CBOT и НБС.

Претпоставка о кретању светских цена примарних пољопривредних производа ревидирана је наниже.

Графикон V.0.3. Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент (USD/barrel)



Извор: Bloomberg и НБС.

Претпоставка о кретању светске цене нафте ревидирана је наниже.

<sup>41</sup> Претпоставке о расту БДП-а зоне евра у 2014. и 2015. години у складу су са очекивањима изнетим у најновијем *Consensus Forecast*-у.

<sup>42</sup> Мерено композитним индексом који обухвата цене соје, пшенице и кукуруза, као најзначајнијих инпута у производњи домаћих прехранбених производа.

<sup>43</sup> Цена нафте типа брент.

Табела V.0.1. Претпоставке пројекције

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

	2014.		2015.	
<b>Екстерне претпоставке</b>				
Инфлација у зони евра (Т4 на Т4)	0,6%	(-0,4)	1,1%	(-0,2)
Референтна каматна стопа ЕЦБ (на крају године)	0,05%	(-0,1)	0,05%	(-0,1)
Раст БДП-а у зони евра	0,8%	(-0,3)	1,2%	(-0,4)
Цене примарних пољопривредних производа на светском тржишту (Т4 на Т4)*	-24,0%	(-16,0)	19,0%	(+11,0)
Цена нафте типа брент по барелу (крај године, у USD)	83,0	(-24)	88,0	(-19)
<b>Интерне претпоставке</b>				
Регулисане цене (дец. на дец.)	3,0%	(-6,5)	10,4%	(+2,1)
<b>Трендови</b>				
Апрецијацијски тренд реалног курса (просек)	1,5%	(-0,1)	1,6%	(-0,1)
Тренд реалне камате (просек)	2,7%	(+0,2)	3,0%	(+0,1)

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

фјучерсе и очекивано умерено убрзање раста глобалне економије.

### Интерне претпоставке

У складу с претпоставком о кретању цена примарних пољопривредних производа на светском тржишту, у пројекцији се претпоставља да ће те цене на домаћем тржишту такође ове године забележити пад (иако нешто блажи у односу на светске цене због слабљења динара према долару у претходним месецима), а следеће раст.

Регулисане цене би у 2014. требало да забележе најнижи раст откако се инфлација мери ИПЦ-ом – око 3,0%. Узрок тако ниског раста лежи пре свега у изостанку корекције цена електричне енергије ове године. Иако није било потврђено, у августовској пројекцији смо због опрезности претпоставили да ће у Т4 електрична енергија поскупети за 15,0%. У складу с најновијим најавама из Владе, претпоставка ове пројекције је да ће електрична енергија поскупети у априлу следеће године, у претходно наведеном проценту. Претпоставили смо да ће раст регулисаних цена у 2015. поново бити двоцифрен и да ће износити око 10,0%.

Претпоставка пројекције је и апрецијацијски тренд реалног девизног курса, уобичајен за земље у

транзицији и условљен отклањањем ценовних диспаратитета, пре свега у области регулисаних цена. Он је нешто спорији у односу на августовску пројекцију, с обзиром на ревизију наниже раста потенцијалног домаћег БДП-а, као и мању корекцију регулисаних цена од очекиване.

Такође смо претпоставили да ће, у складу с најавама из Владе, у наредном периоду бити спроведена фискална консолидација, која ће обезбедити одрживост јавних финансија. Како смањење плата у јавном сектору и пензија представља први корак ка томе, претпоставили смо да ће бити донете и додатне мере. Захваљујући тим мерама јавни дуг би до 2017. требало да буде стабилизован, а након тога требало би да уследи и његов пад. Претпоставка пројекције је и постизање аранжмана с ММФ-ом.

## Пројекција

### Пројекција инфлације

Према нашој централној пројекцији, мг. инфлација ће у текућем и наредном тромесечју наставити да се креће испод доње границе дозвољеног одступања од циља, уз могућност привременог враћања у границе циља у новембру, делом услед ниске базе. Процењујемо да ће од Т2 следеће године отпочети раст и да ће се средином године вратити у границе циља (4,0 ± 1,5%). До краја 2015. требало би да се приближи циљу, а затим настави кретање око циља до краја периода пројекције.

Иако смо у августовском Извештају о инфлацији очекивали повратак мг. инфлације у границе циља у Т4, сада оцењујемо да је то могуће само привремено у новембру. Ефекат ниске прошлогодишње базе и депрецијације динара у претходном периоду на инфлацију вероватно ће бити неутрализован ниском тражњом и снажним падом цена примарних пољопривредних производа у последњих шест месеци.

На раст инфлације ка циљу у току 2015. године утицаће пре свега регулисане цене. Имајући у виду да је поскупљење електричне енергије најављено за април следеће године, регулисане цене би од тог месеца требало да убрзају мг. раст. Иако би у 2015. њихов допринос инфлацији био на нивоу из ранијих година (око 2 п.п.), регулисане цене би следеће године требало да буду категорија која ће највише утицати на њен раст. Друга битна категорија која ће допринети расту ИПЦ-а следеће године биће храна, али очекујемо да ће њен допринос бити знатно мањи него допринос регулисаних цена.

У оквиру цена хране, најизраженији утицај на кретање инфлације у наредном периоду имаће цене воћа и поврћа, чији би м.г. раст до наступања нове пољопривредне сезоне могао постати и двоцифрен. С друге стране, цене остале хране ће вероватно бити у паду. Иако очекујемо да ће примарни пољопривредни производи (соја, пшеница и кукуруз) поскупети у 2015. и на домаћем и на светском тржишту, имајући у виду знатан пад тих цена у последњих шест месеци (око 25% на домаћем, односно око 30% на светском тржишту), може се очекивати да ће трошкови сировина у производњи хране и у 2015. бити ниски.

Депрецијација динара од јула могла би да утиче на цене пре свега увозних производа, као и непрехрамбених производа који садрже знатну увозну компоненту. Ипак, величина тог утицаја зависиће од могућности увозника, односно произвођача да повећају своје цене у условима врло ниске домаће тражње. Алтернатива би била да они који за то имају простора смање своје марже. Такође, врло ниска инфлација у међународном окружењу, пре свега у зони евра као нашем главном спољнотрговинском партнеру, требало би да додатно ограничи притисак на раст увозних цена у Србији.

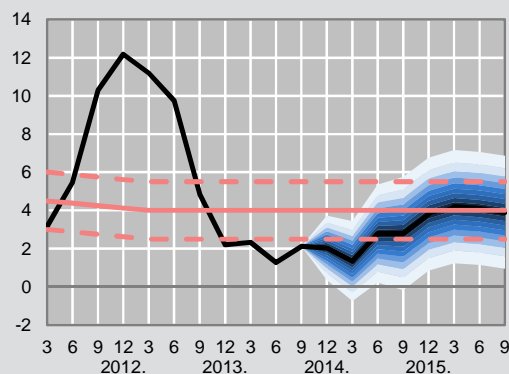
Главни дезинфлаторни фактор не само у кратком већ и у средњем року остаје ниска домаћа тражња. Њен утицај биће појачан мерама фискалне консолидације, које ће се негативно одразити на потрошњу државе и домаћинства. С друге стране, дезинфлаторни утицај домаће тражње у одређеној мери могао би бити ублажен повећањем екстерне тражње уколико зона евра настави да се опоравља, као и у случају да депрецијација динара допринесе већој ценовnoj конкурентности извоза.

Кретање инфлационих очекивања показује да утицај тог фактора на инфлацију остаје неутралан. При томе, позитиван сигнал представља то што су очекивања за две године унапред на нивоу циља, тј. на нивоу од 4,0%, и истовремено су нижа од очекивања за наредну годину дана (4,5%).

Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације односи се на домаћа фискална кретања, одступање од претпоставке о регулисаним ценама, као и на кретања у међународном окружењу, укључујући и цене примарних производа.

У овом тренутку међународно окружење карактерише пре свега неизвесност у погледу ефеката „нормализације“ монетарне политике ФЕД-а на

Графикон V.0.4. Пројекција инфлације (м.г. стопе, у %)



Извор: НБС.

*Међугодишња инфлација би требало да буде у порасту у 2015. и достигне циљ крајем године, након чега ће наставити кретање око циља.*

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

финансијска тржишта, развоја геополитичке ситуације и брзине економског опоравка зоне евра.

С обзиром на актуелне геополитичке тензије и „нормализацију“ монетарне политике ФЕД-а, у наредном периоду је могуће колебљивије кретање капитала према земљама у успону, генерално, а тиме и према Србији. Евентуални раст аверзије инвеститора према ризику на светским финансијским тржиштима вероватно би водио мањем приливу капитала и наставку депрецијацијских притисака и, последично, притисцима на домаће цене.

Уколико би, упркос монетарном стимулансу ЕЦБ-а, опоравак економске активности зоне евра био спорији од очекиваног услед евентуалног даљег заоштравања геополитичких тензија (пре свега кризе у Украјини), то би утицало на продубљивање негативног производног јаза и значило веће дезинфлаторне притиске по основу агрегатне тражње. Поред тога, наставак раздуживања банака зоне евра могао би се додатно негативно одразити на домаћу кредитну активност. Ипак, добру вест представља то што, иако се међу банкама које је ЕЦБ на основу најновијих стрес-тестова идентификовала као банке с мањком капитала налази и пар банака које имају супсидијаре у Србији, када се узму у обзир извршена докапитализација и усвојени (одобрени) планови

Табела V.0.2. Пројекције главних макроекономских показатеља за Србију

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

Извор: ММФ *WEO* (април и октобар 2014), Европска комисија (*Spring forecast 2014* и *Autumn forecast 2014*) и *Consensus Forecast* (јул и октобар 2014).

\* Израчу нато на бази пројекције доларског БДП-а НБС из августа и новембра 2014.

реструктурирања, те банке заправо немају мањак капитала или је он незнатан.

У условима неопходности екстерних извора финансирања на значају добијају пре свега напори на смањивању фискалне неравнотеже. Буџетски приходи ће ове године бити негативно погођени због пада економске активности, као и вероватног раста сиве економије<sup>44</sup>, док су расходи државе додатно оптерећени потребом да се санирају штете од поплава. Ипак, са становишта одрживости јавних финансија, с мерама фискалног прилагођавања треба почети што пре како би се повећала отпорност домаће економије на потенцијалне екстерне шокове.

Иако раст регулисаних цена представља претпоставку средњорочне пројекције инфлације, одсуство транспарентног механизма и динамике њихове промене чини да примарни и секундарни ефекат (преко утицаја на друге цене) тих корекција на инфлацију буде мање предвидив. Како најважнију категорију у оквиру регулисаних цена представља цена електричне енергије, уколико до њеног повећања не би дошло, како је претпостављено, у априлу следеће године или би се десило у проценту

различитом од претпостављеног, инфлација би одступила од пројектоване путање.

Евентуално одступање стварног од претпостављеног кретања цена примарних пољопривредних производа на светском и домаћем тржишту у наредном периоду такође би водило другачијем кретању инфлације у односу на пројектовану путању. Иако су одступања могућа у оба смера, сматрамо да је вероватније да ће раст тих цена у 2015. години бити нижи него виши од претпостављеног.

Према нашој процени, ризици остварења пројекције инфлације су симетрични.

Ублажавање монетарне политике у наредном периоду зависиће од ефеката до сада предузетих мера монетарне политике, ефеката предузетих мера фискалне консолидације и структурних реформи, али и оцене потенцијалног инфлаторног утицаја кретања у међународном окружењу.

### Пројекција БДП-а

Због негативног утицаја мајских поплава на сектор енергетике и рударства, као и због успоравања раста наших главних спољнотрговинских партнера, БДП ће ове, а због додатних мера фискалне консолидације највероватније и следеће године забележити пад.

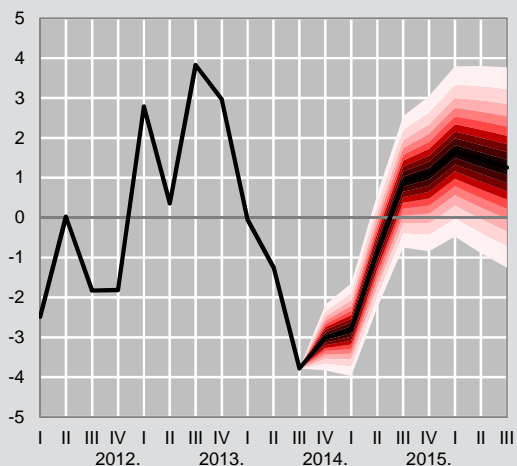
Пад БДП-а у 2014. години биће вођен падом индустријске производње, пре свега смањењем активности у сектору рударства и енергетике као последице мајских поплава, а у мањој мери ће му допринети и пад производње прерађивачке индустрије. Поред тога, с обзиром на кретање релевантних индикатора, уместо раста, процењујемо да ће грађевинска активност ове године забележити пад. С друге стране, такође на основу расположивих индикатора, процењујемо да ће пољопривредна производња благо порастати. Посматрано с расходне стране, процењујемо да због слабљења екстерне тражње у последњих неколико месеци допринос нето извоза БДП-у неће бити позитиван, како смо раније очекивали, већ неутралан. Негативан допринос очекује се од потрошње домаћинства и приватних инвестиција, а позитиван допринос од инвестиција државе.

Потрошња домаћинства требало би да буде у паду и следеће године, уз нешто већи негативан допринос

<sup>44</sup> На то указује снажно подбацивање прилива од акциза на дуванске производе ове године у односу на план.



Графикон V.0.5. **Пројекција раста БДП-а**  
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

*Економска активност забележиће пад ове, а највероватније и следеће године.*

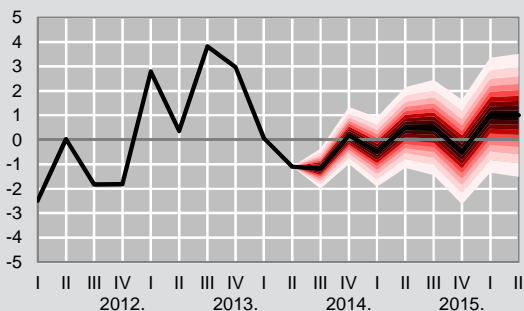
БДП-у у односу на ову годину, будући да, поред наставка смањења зарада у јавном сектору, крајем ове године на снагу ступа и мера смањења пензија. Поред ње, пад би требало да забележи и државна потрошња. С друге стране, и даље очекујемо да ће следеће године допринети нето извоза и инвестиција

бити позитивни и да ће у знатној мери компензовати очекивани пад финалне потрошње. Позитиван допринос нето извоза требало би да буде резултат опоравка зоне евра, али и мањег увоза због најављених мера фискалног прилагођавања. Ипак, с обзиром на погоршање перспектива раста зоне евра следеће године, тај допринос је сада смањен у односу на августовску пројекцију. Када је реч о инвестицијама, очекујемо да ће оне бити повећане пре свега захваљујући спровођењу мера фискалне консолидације и структурних реформи, али и по основу санације штета од поплава. Санација штета од поплава допринеће и томе да, посматрано с производне стране, допринос грађевинарства и сектора рударства и енергетике БДП-у у 2015. буде знатан и позитиван.

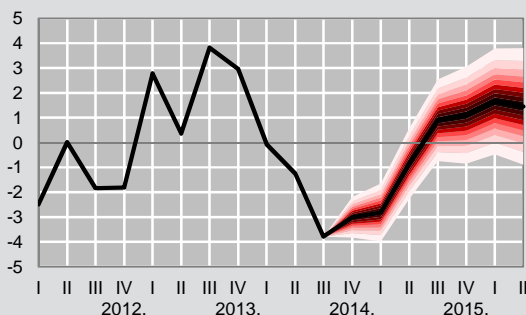
Неизвесност у погледу остварења пројекције БДП-а представља пре свега брзина привредног опоравка зоне евра, односно главних спољнотрговинских партнера Србије, посебно у случају да погоршање актуелних геополитичких тензија доведе до поремећаја глобалних трговинских, енергетских или финансијских токова. Такође, брзина и интензитет фискалне консолидације и структурних реформи могли би краткорочно негативно утицати на БДП у већој мери од процењене. Наиме, у случају да њихов темпо и интензитет буду спорији, односно слабији од најављених, то би се вероватно одразило на раст премије ризика земље и јачање депрецијацијских

Графикон V.0.6. **Поређење текуће с претходном пројекцијом раста БДП-а**

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



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



Извор: НБС.

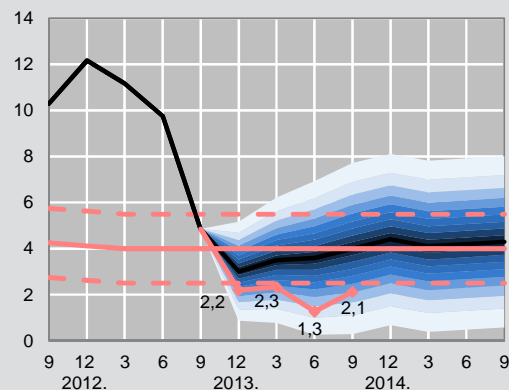
*Док смо у августовској пројекцији очекивали стагнацију за 2015, сада очекујемо да ће БДП највероватније забележити пад.*

притисака, индиректно водећи већем реалном паду домаће потрошње, док би се у супротном случају утицај на БДП одвијао преко већег директног негативног ефекта на домаћу тражњу. Један од фактора остварења пројекције јесте и динамика санације штета од поплава, посебно у области грађевинарства и енергетике, што ће бити одређено доступношћу извора финансирања. Поред тога, 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.

### Поређење и остварење пројекција

Већи од очекиваних дезинфлаторни притисци у Т3 и очекивање да ће они бити настављени и у следећа два тромесечја условили су да повратак инфлације ка циљу буде спорији у новој пројекцији инфлације у односу на пројекцију из августовског Извештаја о инфлацији, тј. он је померен с Т4 2014. на Т2 2015.

Графикон V.0.8. Остварење пројекције инфлације из новембра 2013. (мг. стопе, у %)

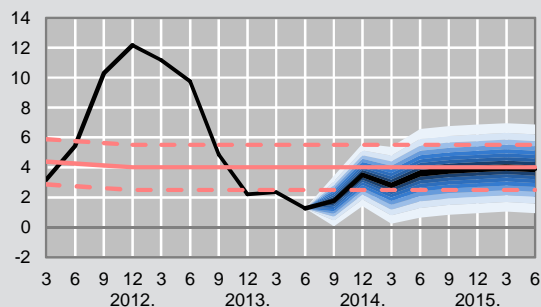


Извор: НБС.

Међугодишња инфлација се у последњој години дана кретала испод централне вредности пројекције из новембра 2013.

Графикон V.0.7. Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације

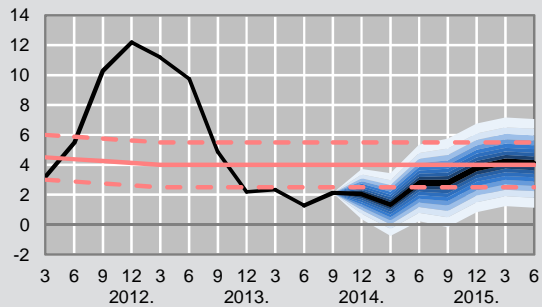
Августовска пројекција (мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

Нова пројекција инфлације је нижа у односу на августовску пројекцију.

Новембарска пројекција (мг. стопе, у %)



Главни узрок одступања јесте наставак дезинфлаторних утицаја с тржишта примарних пољопривредних производа и изостанак повећања цена електричне енергије у последњем тромесечју ове године. Пројекција инфлације у 2016. години остала је непромењена, као и распон пројекције у средњем року.

Међугодишња инфлација се у последњој години дана кретала испод централне вредности пројекције објављене у Извештају о инфлацији из новембра 2013. године. На одступање у односу на централну пројекцију утицао је мањи раст регулисаних цена од очекиваног (мањи допринос инфлацији по том основу за 1,4 п.п.), снажан пад цена примарних пољопривредних производа<sup>45</sup>, чиме су додатно снижени трошковни притисци у производњи хране, као и нижа агрегатна тражња.

---

<sup>45</sup> У пројекцији из новембра 2013. очекивано је да ће ове године, с наступањем пољопривредне сезоне, доћи до раста тих цена за око 15%.

Табела А  
Индикатори екстерне позиције Србије

	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	I 2014.	II 2014.	III 2014.
<b>ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ ЛИКВИДНОСТИ (у %)</b>												
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	7,2
Девизне резерве/краткорочни дуг	177,0	265,1	250,6	162,6	220,6	193,0	299,6	242,6	289,8	278,1	283,2	312,4
Девизне резерве/БДП	23,3	36,9	32,7	24,2	34,6	33,6	36,1	34,5	32,7	30,5	29,8	32,3
Отплата дуга/БДП	5,0	10,3	10,3	10,7	12,8	12,0	12,4	13,1	13,2	12,7	13,2	10,2
Отплата дуга/извоз робе и услуга	19,8	36,2	37,5	37,5	48,8	37,4	37,3	36,1	32,3	30,2	29,5	23,6
<b>ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)</b>												
Спољни дуг/БДП	59,3	58,5	59,0	62,3	72,7	79,0	72,2	80,9	75,2	74,9	74,5	78,3
Краткорочни дуг/БДП	13,2	13,9	13,1	14,9	15,7	17,4	12,0	14,2	11,3	11,0	10,5	10,3
Спољни дуг/извоз робе и услуга	234,9	205,7	214,2	219,1	277,0	246,9	216,4	223,0	184,5	177,9	172,5	182,5
<b>ИНДИКАТОРИ ИЗЛОЖЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКОМ РИЗИКУ (у %)</b>												
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	220,2
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	199,8
<b>СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ)/БДП</b>												
	70,8	77,4	80,2	82,6	69,0	79,8	82,7	89,9	92,7	94,1	101,0	97,7
<b>МЕМОРАНДУМ: (у млн евра)</b>												
БДП <sup>1)</sup>	21.103	24.435	29.452	33.705	30.655	29.766	33.424	31.683	34.263	7.882 <sup>2)</sup>	8.150 <sup>2)</sup>	8.528 <sup>2)</sup>
Спољни дуг	12.520	14.291	17.382	20.982	22.272	23.509	24.123	25.645	25.764	25.650	25.310	26.361
Сервисирање спољног дуга	1.054	2.513	3.039	3.594	3.922	3.564	4.154	4.147	4.510	998	1.078	872
Девизне резерве НБС	4.922	9.020	9.634	8.162	10.602	10.002	12.058	10.915	11.189	10.428	10.125	10.878
Краткорочни дуг <sup>3)</sup>	951	968	1.044	1.832	1.843	1.752	601	455	197	141	155	129
Биланс текућих трансакција	-1.778	-2.356	-5.320	-7.135	-1.770	-2.082	-3.305	-3.640	-2.092	-502	-495	-504
<b>КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ (промена рејтинга и изгледа)</b>												
		2005. Јул/Мај	2006. Феб.	2007. Јул	2008. Март/Дец.	2009. Дец.	2010. Нов.	2011. Март	2012. Авг.	2013. Јул	2014. Јан.	
<i>S&amp;P</i>		ВВ- /стабилан	ВВ- /позитиван	ВВ- /стабилан	ВВ- /негативан	ВВ- /стабилан		ВВ- /стабилан	ВВ- /негативан			
<i>Fitch</i>		ВВ- /стабилан			ВВ- /негативан		ВВ- /стабилан		ВВ- /негативан		В+ /стабилан	
<i>Mbody's</i>										В1 /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.

<sup>1)</sup> Према методологији ESA2010.

<sup>2)</sup> Процена НБС.

<sup>3)</sup> 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 (ВРМБ). 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.	III 2014.
Реални раст БДП-а (у %)¹)	5,5	4,9	5,9	5,4	-3,1	0,6	1,4	-1,0	2,6	0,1	-1,1	-3,7
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	2,1
Девизне резерве НБС (у млн евра)	4.922	9.020	9.634	8.162	10.602	10.002	12.058	10.915	11.189	10.428	10.125	10.878
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	3.304	3.655	3.700
- 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	7,4	-5,8
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	4.109	4.574	4.631
- стопа раста у % у односу на претходну годину	0,7	24,5	-	17,8	-28,3	8,7	15,8	3,0	4,7	2,5	4,6	1,3
Текући рачун платног биланса³) (у млн евра)	-1.778	-2.356	-5.320	-7.135	-1.770	-2.082	-3.305	-3.640	-2.092	-502	-495	-504
у % БДП-а	-8,4	-9,6	-18,1	-21,2	-5,8	-7,0	-9,9	-11,5	-6,1	-6,4	-6,1	-5,9
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	17,6
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	381,4
Републички буџетски дефицит/суфицит	0,5	-1,7	-1,6	-1,9	-3,1	-3,3	-3,9	-5,4	-4,5	-7,9	-4,8	-2,3
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а)	1,1	-1,4	-1,9	-2,6	-4,2	-4,5	-4,7	-6,1	-4,7	-7,1	-4,2	-3,2
Јавни дуг Републике Србије (спољни + унутрашњи, у % БДП-а)	50,2	35,9	29,9	28,3	32,8	41,8	45,4	56,2	59,6	60,6	61,2	67,5
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	88,53
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	93,62
Курс динара према еврау (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	117,37
Курс динара према еврау (крај периода)	85,50	79,00	79,24	88,60	95,89	105,50	104,64	113,72	114,64	115,38	115,79	118,85
<b>МЕМОРАНДУМ:</b>												
БДП (у млн евра)⁴)	21.103	24.435	29.452	33.705	30.655	29.766	33.424	31.683	34.263	7.882⁵)	8.150⁵)	8.528⁵)

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 (ВРМБ). 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) Према методологији ЕСА2010.

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.

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

ГУВЕРНЕР

Кт. бр. 38 22/1/14.

Београд, 12. септембар 2014. године

**ВЛАДИ РЕПУБЛИКЕ СРБИЈЕ****Г. Александру Вучићу, председнику Владе**

Поштовани г. Вучићу,

У складу са Споразумом о циљању (таргетирању) инфлације (тачка 6. став 4), који је закључен између Владе Републике Србије и Народне банке Србије, а усвојен на седници Владе Републике Србије 19. децембра 2008. године, обраћам Вам се поводом тога што се инфлација у протеклих шест месеци кретала испод доње границе дозвољеног одступања од циља. С тим у вези желимо да укажемо на разлоге због којих је дошло до овог одступања, мере које ће бити предузете да се инфлација у средњем року одржи у границама дозвољеног одступања од циља, као и наша очекивања у погледу времена у коме ће се инфлација вратити у те границе.

Међугодишња инфлација у периоду од марта до августа 2014. године бележила је вредности испод доње границе дозвољеног одступања од циља ( $4,0 \pm 1,5\%$ ) и у августу је износила 1,5%. Смањење инфлаторних притисака у претходном периоду резултат је више фактора, а посебно очекивано ниске агрегатне тражње, релативно стабилних кретања на девизном тржишту и смањених трошковних притисака на цене хране. Док је дезинфлаторни утицај прва два фактора био очекиван, пад трошкова у производњи хране био је изнад наших очекивања. Поред тога, одступању инфлације од циља додатно је допринело и одсуство корекције цена електричне енергије у протеклој години дана.

Просечна међугодишња инфлација у периоду од марта до августа 2014. године износила је 1,9%, при чему је допринос хране био негативан и износио је 0,9 процентних поена. Добре пољопривредне сезоне у 2013. и 2014. години условиле су да се светске и домаће цене примарних пољопривредних производа нађу на нижем нивоу него што је очекивано, па је њихов дезинфлаторни утицај на цене хране био јачи него у нашим ранијим пројекцијама.

На континуирано кретање инфлације испод доње границе дозвољеног одступања од циља утицао је и изостанак корекције цена електричне енергије, који смо очекивали у трећем тромесељу. У вези с тим обраћали смо се и Влади Републике Србије с предлогом да се корекција цена електричне енергије сваке године обавља по унапред дефинисаном критеријуму и у истом месецу, а ради стабилизације кретања међугодишњих стопа инфлације.

Извршни одбор Народне банке Србије предузео је све што је у његовој надлежности како би се инфлација у средњем року вратила у оквире дозвољеног одступања од циља. Смањење степена

рестриктивности монетарне политике, започето већ у мају 2013, настављено је и у 2014. години. Референтна каматна стопа је од маја 2013. до јуна 2014. снижена са 11,75% на 8,50%, док се извршна стопа на једнонедељне репо операције Народне банке Србије креће око 6,5%. Имајући у виду да је дезинфлаторни утицај појединих фактора привремен (пре свега ниских трошковних притисака на цене хране), као и да постоји снажан утицај геополитичких тензија на премију ризика и девизни курс, Народна банка Србије мора бити опрезна у вођењу монетарне политике, у настојању да инфлацију трајно стабилизује на ниском нивоу, уз одржавање финансијске стабилности.

Извршни одбор Народне банке Србије очекује повратак инфлације у границе дозвољеног одступања од циља до краја 2014. и њено кретање у оквиру тих граница током 2015. године. Повратку инфлације у границе циља допринеће ишчезавање дезинфлаторних притисака по основу цена хране, очекивана корекција цена електричне енергије и раст цена увозних производа.

У остваривању циљева монетарне политике, Народна банка Србије ће, као и до сада, поступати одговорно у настојању да допринесе стварању стабилног и предвидивог пословног и инвестиционог амбијента.

С поштовањем,



Др Ђорѓијанка Табаковић

Ко:

- г. Расиму Љајићу, потпредседнику Владе и министру трговине, туризма и телекомуникација
- г. Душану Вујовићу, министру финансија
- г. Снежани Богосављевић-Бошковић, министру пољопривреде и заштите животне средине

## 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	11
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 у 2014.	14
IV.1.4.	Примарно тржиште државних ХоВ у динарима – коефицијент реализације и учешће страних инвеститора	14
IV.1.5.	Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ у 2014.	14
IV.1.6.	Кретање каматних стопа на динарске кредите и депозите привреди и становништву	15
IV.1.7.	Кретање каматних стопа на девизне кредите и депозите привреди и становништву	15
IV.1.8.	Показатељ премије ризика – <i>EMBI</i> по земљама	16
IV.1.9.	Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала	17
IV.1.10.	Структура финансијског биланса	17
IV.1.11.	Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту	18
IV.1.12.	Краткорочна волатилност курса динара према евр	19
IV.1.13.	Кретање курсева одређених националних валута према евр	19
IV.1.14.	Индекс <i>BELEX15</i> и промет на Београдској берзи	20
IV.1.15.	Кретање берзанских индекса у региону	20
IV.2.1.	Монетарни агрегати и потрошачке цене	21
IV.2.2.	Доприноси мг. расту М2, секторска структура	22
IV.2.3.	Кредитна активност и БДП	22
IV.2.4.	Структура новоодобрених кредита привреди	23
IV.2.5.	Утицај фактора на кредитне стандарде у одобравању кредита привреди	23
IV.2.6.	Утицај фактора на кредитне стандарде у одобравању кредита становништву	23
IV.2.7.	Учешће динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву	24
IV.2.8.	Учешће <i>NPL</i> у укупним кредитима, бруто принцип	24
IV.3.1.	Индекси цена непокретности <i>DOMex</i> и број прометованих непокретности	25
IV.3.2.	Индекси броја издатих дозвола новоградње	25
IV.4.1.	Доприноси мг. стопи раста БДП-а – расходна страна	26
IV.4.2.	Потрошња домаћинства	29
IV.4.3.	Потрошња државе	29
IV.4.4.	Извоз и увоз робе и услуга	30
IV.4.5.	Кретање индикатора екстерне тражње и извоза Србије	31
IV.4.6.	Кретање главних компоненти увоза	31
IV.4.7.	Робна размена у еврима	32
IV.5.1.	Кретање индикатора економске активности	33
IV.5.2.	Физички обим производње по гранама прерађивачке индустрије	33
IV.5.3.	Доприноси мг. расту физичког обима индустријске производње	34



IV.6.1.	Кретање реалне нето зараде (дсз. подаци)	37
IV.6.2.	Кретање реалне нето зараде (мг. раст, у %)	37
IV.6.3.	Кретање продуктивности, бруто реалних зарада и јединичних трошкова рада у индустрији	38
IV.6.4.	Индикатори тржишта рада према Анкети о радној снази	38
IV.6.5.	Просечна месечна новчана накнада за незапосленост	39
IV.7.1.	Кретање БДП-а и индикатора економске активности зоне евра	40
IV.7.2.	Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2014. и 2015. ММФ-а	41
IV.7.3.	Кретања на тржишту рада у САД	41
IV.7.4.	Кретање индекса потрошачких цена по земљама	42
IV.7.5.	Принос на десетогодишње обвезнице земаља зоне евра	43
IV.7.6.	Кретање референтних стопа по земљама	43
IV.7.7.	Кретање цена нафте и бакра	44
IV.7.8.	Индекс светских цена хране	44
V.0.1.	Производни јаз	46
V.0.2.	Претпоставка о кретању светских цена примарних пољопривредних производа	47
V.0.3.	Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент	47
V.0.4.	Пројекција инфлације	49
V.0.5.	Пројекција раста БДП-а	50
V.0.6.	Поређење текуће с претходном пројекцијом раста БДП-а	51
V.0.7.	Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације	52
V.0.8.	Остварење пројекције инфлације из новембра 2013.	52

#### Табеле

III.0.1.	Раст потрошачких цена по компонентама	7
III.0.2.	Показатељи раста цена	10
III.0.3.	Очекивана и перципирана инфлација од стране становништва	12
IV.2.1.	Монетарни агрегати	21
IV.4.1.	Индикатори кретања инвестиција	30
IV.6.1.	Кретања запослености и незапослености	39
V.0.1.	Претпоставке пројекције	48
V.0.2.	Пројекције главних макроекономских показатеља за Србију	50
Табела А. Индикатори екстерне позиције Србије		54
Табела Б. Основни макроекономски индикатори		55

#### Графикони у освртима

O.2.1.	Ревизија номиналног БДП-а	36
O.2.2.	Ревизија реалних стопа раста БДП-а	36

#### Табеле у освртима

O.1.1.	Буџет Републике Србије у 2014.	28
O.1.2.	Финансирање буџетског дефицита	28
O.2.1.	Ревидирана учешћа најважнијих индикатора у БДП-у	36

## 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	8,50	0
16. октобар	8,50	0
13. новембар	8,00	-50
11. децембар		

## Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије

### Саопштење са седнице Извршног одбора, 11. 9. 2014.

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

При доношењу одлуке да референтну каматну стопу задржи на непромењеном нивоу, Извршни одбор имао је пре свега у виду и даље присутне неизвесности из домаћег и међународног окружења. Геополитичка дешавања и смањење експанзивности монетарне политике ФЕД-а могу знатно да утичу на кретања на међународном тржишту новца и капитала, што се посебно може одразити на земље у развоју. Такође, актуелне геополитичке тензије смањују оптимизам у погледу брзине економског опоравка зоне евра и наших других важних спољнотрговинских партнера. Нижа екстерна тражња вероватно би водила слабијим извозним резултатима и нешто већем спољнотрговинском дефициту у односу на очекивани.

Извршни одбор очекује да ће доношење и спровођење мера фискалне консолидације и структурних реформи, које су неминовне, позитивно утицати на очекивања тржишних субјеката у погледу одрживости јавних финансија, а тиме и на премију ризика земље. То би допринело ублажавању ризика који у овом тренутку налажу вођење опрезне монетарне политике.

Извршни одбор је констатовао да се међугодишња инфлација и даље креће испод доње границе дозвољеног одступања од циља ( $4 \pm 1,5\%$ ). Према пројекцији Народне банке Србије, инфлација ће се до краја године постепено вратити у границе циља, првенствено под утицајем исцрпљивања ефекта пада цена примарних пољопривредних производа и очекиваних корекција регулисаних цена, пре свега електричне енергије.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће се одлучивати о референтној каматној стопи биће одржана 16. октобра.

### Саопштење са седнице Извршног одбора, 16. 10. 2014.

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

Извршни одбор је оценио да ризици из домаћег и међународног окружења налажу даљу опрезност у вођењу монетарне политике. Актуелне геополитичке тензије, али и очекивано даље смањење експанзивности монетарне политике ФЕД-а могу се у наредном периоду негативно одразити на прилив капитала у земље у региону, укључујући и Србију. Умерен раст премије ризика и депрецијацијски притисци присутни у готово свим земљама региона у последњих неколико месеци указују на мању спремност страних инвеститора за улагања.

Извршни одбор очекује да ће доношење и доследно спровођење мера фискалне консолидације и структурних реформи позитивно утицати на оцену страних инвеститора у погледу улагања у Србију, што би у наредном периоду допринело јачању отпорности на поменуте екстерне ризике и позитивно утицало на премију ризика земље.

Извршни одбор је констатовао да се међугодишња инфлација постепено враћа ка циљу од  $4 \pm 1,5\%$  и у септембру износи 2,1%. Према пројекцији Народне банке Србије, и поред изостанка очекиване корекције цена електричне енергије, инфлација ће се до краја године вратити у границе циља, а затим током 2015. наставити да се креће унутар тих граница. Повратку инфлације у границе циља допринеће ниска база и постепено ишчезавање дезинфлаторног ефекта по основу ниских трошкова у производњи хране, што потврђује и позитиван допринос цена хране међугодишњој инфлацији у септембру. С друге стране, ниска агрегатна тражња, додатно појачана новим мерама фискалне консолидације, остаје главни дезинфлаторни фактор у средњем року. То потврђује и ниска базна инфлација, која се други месец заредом креће испод циљаног оквира.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће се одлучивати о референтној каматној стопи биће одржана 13. новембра.

**Саопштење са седнице Извршног одбора, 13. 11. 2014.**

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је на данашњој седници да референтну каматну стопу смањи за 0,5 процентних поена и она сада износи 8 одсто.

При доношењу одлуке о смањењу референтне каматне стопе, Извршни одбор је имао у виду да се међугодишња инфлација од марта ове године креће испод доње границе дозвољеног одступања од циља, што ће се наставити и у наредном периоду, будући да ће већина фактора и даље деловати дезинфлаторно.

Таквом кретању инфлације допринели су фактори с привременим утицајем, пре свега неочекивано низак раст регулисаних цена и примарних производа на светском и домаћем тржишту. Фактори с трајним утицајем, попут агрегатне тражње, у наредном периоду имаће додатно појачано дезинфлаторно дејство по основу смањења плата у јавном сектору и пензија, оценио је Извршни одбор.

Извршни одбор очекује да ће започето спровођење мера фискалне консолидације и структурних реформи умањити негативан утицај спољних фактора који проистиче из неизвесности у погледу монетарне политике водећих светских економија. Очекивано склапање аранжмана с Међународним монетарним фондом представљаће додатну потврду кредибилитета економске политике.

Извршни одбор је усвојио и новембарски Извештај о инфлацији, у коме су предочена актуелна макроекономска кретања и мере монетарне политике. Извештај ће бити представљен јавности 19. новембра.

Наредна седница Извршног одбора биће одржана 11. децембра.



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

33

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

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