



Народна банка Србије

2011
фебруар

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

2011
фeбpуap

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

Београд, Краља Петра 12

Тел. 011/3027-100

Београд, Немањина 17

Тел. 011/333-8000

www.nbs.rs

Тираж: 100 примерака

ISSN 1820-9408

Уводна напомена

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

Будући да је један од основних принципа инфлационог таргетирања јачање транспарентности монетарне политике и ефикасна комуникација с јавношћу, Народна банка Србије тромесечно припрема и објављује *Извештај о инфлацији*, као најважније средство информисања јавности. Овим извештајем јавности се пружају на увид дешавања у економији која опредељују одлуке Извршног одбора Народне банке Србије¹ 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 најмање четири наредна тромесечја, приказ претпоставки на којима се та пројекција заснива, као и анализу главних ризика остваривања циљане инфлације.

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

Фебруарски Извештај о инфлацији размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 10. фебруара 2011. године.

Сви досадашњи извештаји о инфлацији доступни су јавности на сајту Народне банке Србије (<http://www.nbs.rs>).

Извршни одбор Народне банке Србије:

Дејан Шошкић, гувернер

Ана Глигоријевић, вицегувернер

Бојан Марковић, вицегувернер

Мира Ерић-Јовић, вицегувернер

¹ У складу са Законом о изменама Закона о Народној банци Србије ("Службени гласник РС", бр. 44/2010), Извршни одбор, као орган Народне банке Србије, преузео је сва овлашћења досадашњег Монетарног одбора.

**СКРАЋЕНИЦЕ КОРИШЋЕНЕ
У ОВОМ ИЗВЕШТАЈУ**

БДП – бруто домаћи производ

б.п. – базни поен

СЕФТА – Уговор о слободној трговини земаља
централне Европе

СРІ – индекс потрошачких цена

дсз. – десезонирано

ЕЦБ – Европска централна банка

ЕИБ – Европска инвестициона банка

ЕМВИ – индекс обвезница тржишта у успону

ФЕД – Систем федералних резерви САД

МДТ – међубанкарско девизно тржиште

мг. – међугодишње

млн – милион

млрд – милијарда

ММФ – Међународни монетарни фонд

НДВ – непољопривредна додата вредност

ОРЕС – Организација земаља извозница нафте

П – полугодиште

п.п. – процентни поен

СДИ – стране директне инвестиције

SDR – специјална права вучења

Т – тромесечје

Не наводе се друге општепознате скраћенице.

Садржај

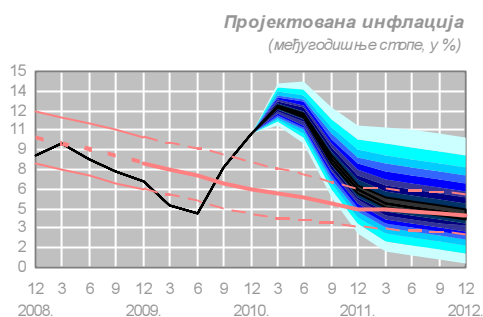
I. Резиме	1
II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја	3
III. Кретање инфлације	5
<i>Осврт 1: Ново груписање производа у саставу индекса потрошачких цена</i>	9
<i>Осврт 2: Доприноси компоненти потрошачких цена њиховом међугодишњем расту</i>	10
IV. Детерминанте инфлације	11
1. Кретања на тржишту новца	11
2. Кретања на девизном тржишту и курс динара	17
<i>Осврт 3: Кредитни рејтинг Србије и земаља у окружењу током кризе</i>	19
3. Кретања на тржишту капитала	22
4. Агрегатна тражња	23
5. Економска активност	27
6. Кретања на тржишту рада	30
7. Међународно окружење	32
V. Пројекција инфлације	35
Табела А. Индикатори екстерне позиције Србије	41
Табела Б. Основни макроекономски индикатори	42
Табела В. Основни макроекономски индикатори према пројекцији ММФ-а	43
Додатак 1. Програм монетарне политике Народне банке Србије у 2011. години	44
Списак графикана и табела	46
Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе	48
Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије	49

I. Резиме

Међугодишња инфлација се током Т4 2010. кретала изнад горње границе дозвољеног одступања од циља.

Раст потрошачких цена био је резултат све израженијих трошковних притисака.

Смањење економске активности у Т4 је последица пада домаће тражње и лоше године у пољопривреди.



Народна банка Србије је наставила с применом рестриктивних мера монетарне политике.

Мере монетарне политике и очекивана стабилизација цена хране пресудно ће утицати на знатнији пад инфлације у другој половини 2011. године и њено постепено приближавање циљу, који за крај године износи $4,5 \pm 1,5\%$.

Међугодишња инфлација је у октобру 2010. прешла горњу границу дозвољеног одступања од циља, први пут од преласка Народне банке Србије на циљање укупне инфлације у јануару 2009. године. Раст потрошачких цена је у наредна два месеца настављен и крајем 2010. је износио 10,3% (циљ за крај године $6 \pm 2\%$).

У основи инфлаторних притисака у току Т4 били су пре свега високи трошкови у производњи индустријско-прехрамбених производа, због летошњег поскупљења пољопривредних производа (у свету и код нас), ефеката депрецијације динара у претходном периоду и повећаних инфлационих очекивања.

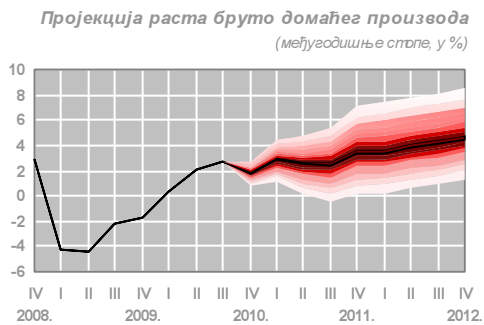
Као последица пада домаће тражње и лоше године у пољопривреди, економска активност је, након високог раста у Т3, била у паду у Т4. С друге стране, позитиван допринос расту БДП-а дао је нето извоз, чему је, поред депрецијације динара, допринео и раст цена кључних извозних производа Србије на светском тржишту, али и опоравак иностране тражње. Проширење негативног производног јазу у Т4 указује да је ниска домаћа тражња и даље важан дезинфлаторни фактор. Процењује се да је пад економске активности у Т4 привремен и да ће се опоравак наставити у наредном тромесечју.

С циљем обуздавања инфлационих притисака, Народна банка Србије је у Т4 и почетком 2011. наставила с предузимањем рестриктивних мера монетарне политике. Референтна каматна стопа је повећана са 9,5% на 12,0%, а новом регулативом о обавезној резерви банака предвиђено је мање ослобађање ликвидних средстава на нивоу банкарског система у односу на претходно важећу регулативу.

Раст трошкова производње који утиче на повећање цена хране и висок раст регулисаних цена ће и у првој половини 2011. одржавати инфлацију на високом нивоу, упркос ниској тражњи и актуелном јачању динара. Знатнији пад инфлације очекујемо у другој половини 2011. и почетком 2012, по основу очекиваног релативног пада цена хране и ниске агрегатне тражње. Инфлација би, након пребацивања горње границе циља у већем делу 2011, требало да се крајем године креће око те границе, а у току 2012. у границама циља.

Кључни ризици пројекције инфлације односе се пре свега на зараде у јавном сектору, регулисане цене, цене хране, премију ризика и инфлаторна очекивања.

Бржи опоравак економске активности очекује се у наредном периоду.



У наредном периоду пре може да дође до повећања или задржавања референтне каматне стопе на садашњем нивоу него до њеног смањења.

Ризици пројекције инфлације су асиметрични навише због могућности бржег повећања зарада у јавном сектору, регулисаних цена и цена примарних пољопривредних производа.

Очекује се да ће економска активност у 2011. и 2012. остварити бржи раст него у претходној години. Домаћа тражња ће дати нешто већи допринос расту него у претходном периоду, пре свега по основу раста инвестиција у фиксне фондове. Нешто скромнији допринос расту БДП-а у односу на претходни период очекује се по основу нето извоза, пошто ће, с постепеним опоравком домаће тражње и економске активности, поред даљег раста извоза, доћи и до раста увоза.

На основу текуће пројекције, а узимајући у обзир све ризике, Извршни одбор Народне банке Србије процењује да у наредном периоду пре може да дође до повећања или задржавања референтне каматне стопе на садашњем нивоу него до њеног смањења.

II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја

Први пут након годину дана, индекс монетарних услова у Т4 указује на смањење степена експанзивности монетарне политике. На смањење експанзивности су утицале обе компоненте тог индекса – девизни курс и каматна стопа.

Сагласно пројекцији инфлације и процени да ће инфлаторни притисци у наредном периоду јачати, Извршни одбор Народне банке Србије је у току Т4 референтну каматну стопу повећао за 250 б.п., са 9,0% на 11,5%. У јануару је уследило њено даље повећање – на 12,0%. Смањењу експанзивности монетарне политике допринеће и нова регулатива о обавезној резерви, иако она не подразумева повлачење ликвидних средстава на нивоу банкарског система, већ њихово мање ослобађање у односу на претходно важећу регулативу. Деловање у правцу заштравања монетарне политике у складу је са очекивањима изнетим у новембарском Извештају о инфлацији.

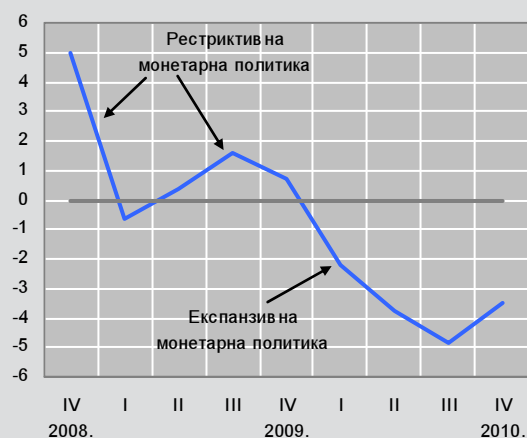
Повећавајући референтну каматну стопу, Извршни одбор је имао у виду да је неопходно обуздати раст инфлационих притисака, подстакнутих растом регулисаних цена, цена хране и светских цена нафте, као и растом инфлационих очекивања и депрецијацијом динара у претходном периоду. С друге стране, узео је такође у обзир да ће ниска агрегатна тражња и даље имати дезинфлаторни утицај, нарочито имајући у виду, нижи од најављеног, раст пензија и зарада у јавном сектору.

У октобру 2010. године инфлација је прешла горњу границу дозвољеног одступања од циља и на крају године је износила 10,3% (циљ $6\pm 2\%$). Мере монетарне политике и очекивана стабилизација цена хране ће утицати на знатнији пад инфлације у другој половини

2011. године и њено постепено приближавање циљу, који за крај године износи $4,5\pm 1,5\%$.

Заокрет у монетарној политици од средине прошле године и повећавање референтне каматне стопе одразили су се на смањење степена експанзивности монетарне политике у Т4. На то указује кретање индекса монетарне рестриктивности/експанзивности². Промени правца кретања тог индекса, која сугерише да је монетарна политика била мање експанзивна у поређењу с претходним тромесечјем, допринеле су обе његове компоненте – и мањи депрецијацијски јаз реалног девизног курса и приближавање реалне каматне стопе неутралном нивоу (тренду).

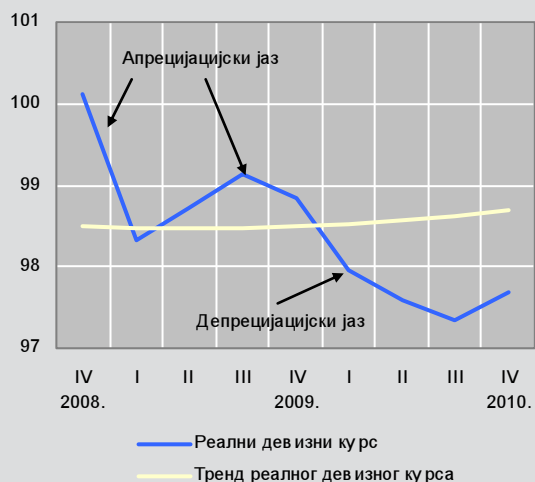
Графикон II.0.1. Индекс монетарних услова



Након годину дана континуираног повећања, степен експанзивности монетарне политике у Т4 је смањен.

² Индекс реалних монетарних услова.

Графикон II.0.2. Реални девизни курс и његов тренд
(базни индекс, IV 2007 = 100)



Депрецијацијски јаз реалног девизног курса у Т4 је сужен у односу на претходно тромесечје.

До сужавања депрецијацијског јаза реалног девизног курса дошло је због тога што је просечна номинална депрецијација динара (1,3%) била мања од разлике између домаће и иностране инфлације.

Знатнији раст референтне каматне стопе у току Т4 утицао је на раст реалне двонедељне каматне стопе

Графикон II.0.3. Реална каматна стопа и њен тренд
(у %)



Реална каматна стопа се у Т4 приближила неутралном нивоу (тренду).

BELIBOR. С друге стране, забележен је знатан пад тренда реалне двонедељне каматне стопе BELIBOR, чему је допринео пре свега пад премије ризика земље и настављено смањење тренда реалних каматних стопа на иностраном тржишту новца. Услед тога, реална двонедељна каматна стопа BELIBOR се приближила неутралном нивоу (тренду).

III. Кретање инфлације

Међугодишња инфлација се током Т4 кретала изнад горње границе дозвољеног одступања од циља. Раст потрошачких цена у Т4 био је резултат ефекта раста цена примарних пољопривредних производа, ефекта депрецијације динара и раста инфлационих очекивања.

Процена је да ће међугодишња инфлација и током Т1 2011. наставити да расте и да ће се кретати изнад горње границе дозвољеног одступања од циља.

Кретање инфлације у Т4

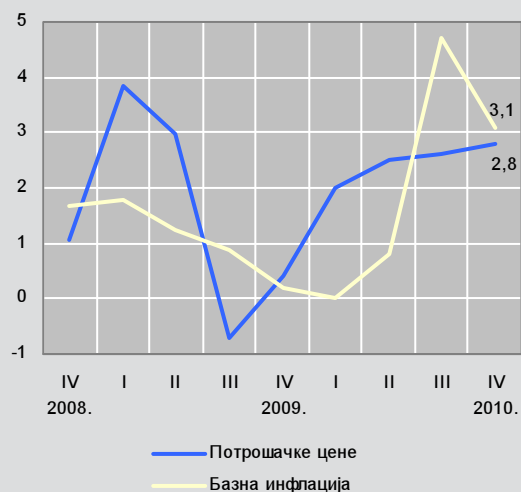
Раст потрошачких цена је резултат све израженијих трошковних притисака на произвођаче.

Међугодишња инфлација је у октобру 2010, први пут од преласка Народне банке Србије на циљање укупне инфлације мерене индексом потрошачких цена, прешла горњу границу дозвољеног одступања од

циља. Раст међугодишње инфлације је и у наредна два месеца настављен и крајем 2010. је износио 10,3% (циљ за крај 2010. $6 \pm 2\%$).

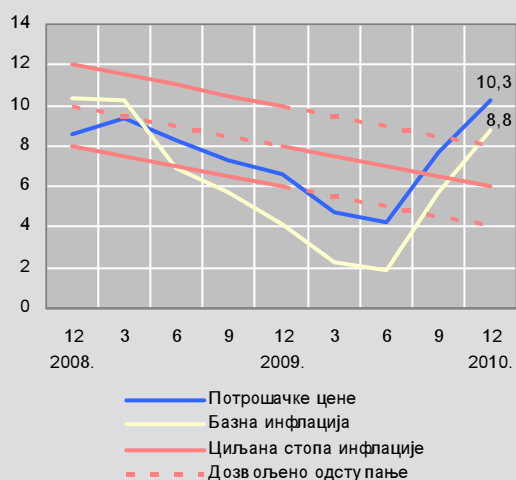
Висок раст потрошачких цена у Т4 (2,8%) у највећој мери је резултат раста цена примарних производа на светском тржишту (пре свега житарица и метала), депрецијације динара у претходном периоду, али и високих инфлационих очекивања.

Графикон III.0.1. Кретање цена
(тримесечни раст, у %)



Укупна инфлација у Т4 незнатно је нижа у поређењу са Т3, док је базна инфлација остварила нижи, али и даље релативно висок раст.

Графикон III.0.2. Кретање цена
(међугодишњи раст, у %)



Међугодишња инфлација се током Т4 кретала изнад горње границе дозвољеног одступања од циља. У истом периоду и базна инфлација је имала убрзан раст.

Табела III.0.1. Показатељи раста цена
(стопе раста, у %)

	III 2010. III 2009.	VI 2010. VI 2009.	IX 2010. IX 2009.	XII 2010. XII 2009.
Потрошачке цене	4,7	4,2	7,7	10,3
Базна инфлација	2,3	1,9	5,7	8,8
Цене на мало	7,4	6,4	8,7	11,5
Трошкови живота	4,4	3,7	7,2	10,4
Цене произвођача у индустрији	11,7	11,3	14,0	16,2
Цене произвођача пољопривредних производа	-7,3	-3,3	22,8	29,8*

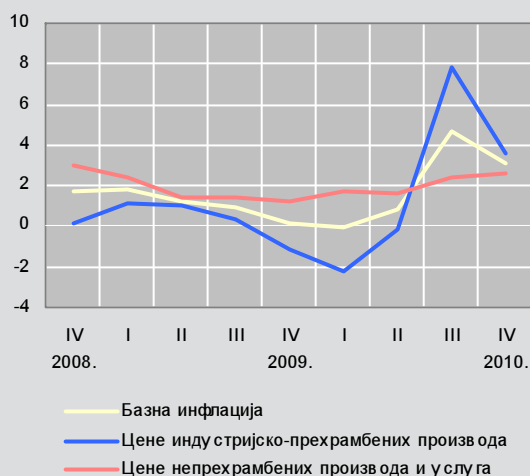
* Новембар на новембар.

Базна инфлација (цене које се формирају слободно, на тржишту) у Т4 је, и поред успоравања, и даље била на високом нивоу (3,1%). Раст цена индустријско-прехрамбених производа износио је 3,6% (у Т3 7,8%), што је у највећој мери последица раста цена примарних пољопривредних производа. Цене непрехрамбених производа у оквиру базне инфлације порасле су за 2,6%, претежно по основу раста увозних цена из претходног периода. Раст непрехрамбене базне инфлације био је највиши у октобру и износио

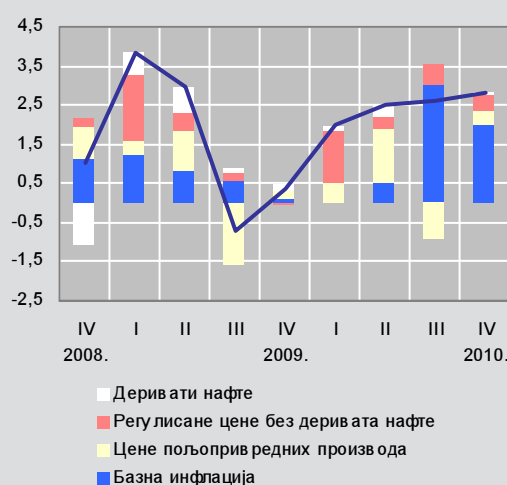
је 1,2%. Током новембра и децембра непрехрамбена базна инфлација је била у паду, чему је допринело постепено исцрпљивање ефекта депрецијације динара из претходног периода. Слабљење депрецијацијских притисака током Т4, према нашим проценама, требало би да стабилизује раст непрехрамбене базне инфлације у наредном периоду. Међугодишња базна инфлација је на крају године износила 8,8%.

Регулисане цене су у Т4 оствариле раст од 1,7%. Највећи допринос том расту дале су стамбено-комуналне услуге, због повећања цена грејања (допринос укупној инфлацији 0,3 п.п.). Такође, расту регулисаних цена значајно је допринело и поскупљење цена лекова, као и нафтних деривата. Међугодишњи раст регулисаних цена на крају 2010. је износио 12,0%, што је изнад договореног оквира раста цена ове групе производа за 2010. годину (9±2%).

Цене пољопривредних производа су, захваљујући повољним временским приликама, у Т4 оствариле нижи раст него што је то уобичајено за ово доба године (4,3%). Међутим, раст малопродајних цена пољопривредних производа у 2010. години био је изузетно висок и износио је 17,4%.

Графикон III.0.3. Базна инфлација по компонентама
(тримесечни раст, у %)

Успоравање базне инфлације у Т4 највећим делом је резултат успоравања раста цена индустријско-прехрамбених производа.

Графикон III.0.4. Допринос тримесечној стопи раста потрошачких цена
(у процентним поенима)

Раст потрошачких цена у Т4 био је у највећој мери одређен растом базне инфлације, али је њен допринос био нижи у поређењу са Т3.

Инфлациона очекивања

Инфлациона очекивања су у Т4 била умерено повећана, а током јануара и фебруара 2011. су се стабилизовала.

Раст потрошачких цена у Т4, као и најављена поскупљења, утицали су на раст инфлационих очекивања у овом периоду, с тим што је он донекле ублажен због повећања референтне каматне стопе.

Према анкетама агенције **Медиум Галуп**, током октобра и новембра није било промене инфлационих очекивања финансијског сектора за наредну годину дана, а кретала су се на нивоу од око 7,4%. Према децембарској анкети, инфлациона очекивања су порасла – на ниво од око 8,7%. Такође, порасла су и инфлациона очекивања сектора привреде и синдиката. Иако у децембру код становништва није дошло до раста инфлационих очекивања, она су уобичајено висока.

Резултати анкета агенције **Блумберг** у Т4 указују на раст инфлационих очекивања финансијског сектора у наредних дванаест месеци, са септембарског нивоа од 6,3% на 7,2% у децембру.

У целини узев, инфлациона очекивања за наредних дванаест месеци премашују горњу границу дозвољеног одступања од циља.

Јануарска анкета агенције Блумберг показује наставак раста инфлационих очекивања (на 7,5%), чему су највише допринеле све бројније најаве поскупљења на почетку 2011. (цигарета, прерађене хране, електричне енергије, нафтних деривата, саобраћајних услуга итд.). Међутим, фебруарски резултати анкете указују на стабилизацију инфлационих очекивања на нивоу од 7,5%.

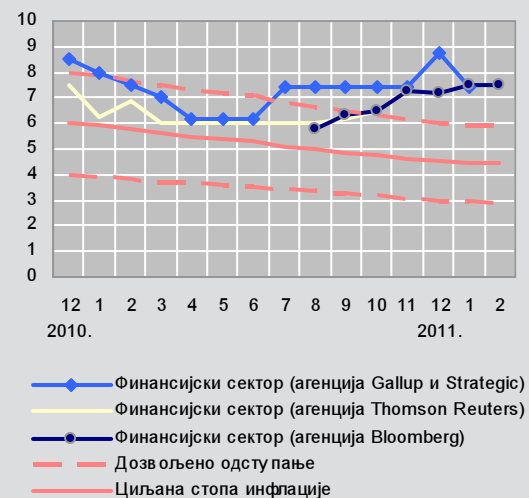
Према резултатима Галупове анкете рађене у јануару, финансијски сектор је своја инфлациона очекивања за наредну годину ревидирао наниже, па су она враћена на ниво пре децембра (7,4%).

Крива приноса на примарном тржишту државних хартија од вредности указује на пад очекивања у погледу кретања инфлације. Наиме, у децембру и јануару је забележено смањење нивоа и нагиба криве приноса, што указује на очекивање пада каматних стопа у наредном периоду.

Табела III.0.2. Раст потрошачких цена по компонентама
(по тромесечјима, у %)

	2009.		2010.			
	IV	I	II	III	IV	
Потрошачке цене	0,4	2,0	2,5	2,6	2,8	
Базна инфлација	0,2	0,0	0,8	4,7	3,1	
Цене пољопривредних производа	2,7	7,0	17,0	-10,1	4,3	
Регулисане цене	0,5	5,5	2,3	1,9	1,7	
Електрична енергија	0,0	11,5	0,0	0,0	0,0	
Нафтни деривати	3,5	3,0	6,8	0,8	1,3	
Гас за домаћинство	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	
Комунално-стамбене услуге	1,0	4,2	1,3	5,9	9,9	
Услуге друштвене заштите	8,7	3,7	0,3	0,0	2,5	
Саобраћајне услуге (регулисане)	0,1	2,3	0,2	1,7	0,1	
ПТТ услуге	0,0	0,0	0,5	0,0	0,0	
Хлеб од пшен. брашна Т-850	-2,8	-0,8	0,2	3,8	3,9	
Цигарете	0,0	10,2	0,0	5,6	0,0	
Лекови	-2,7	0,2	5,0	1,8	3,0	
Остало	0,0	0,6	12,6	0,8	0,2	

Графикон III.0.5. Очекивана и циљана инфлација за наредну годину
(у %)



Током Т4 инфлациона очекивања финансијског сектора су повећана и за крај 2011. налазе се изнад горње границе дозвољеног одступања од циља.

Очекивано кретање инфлације у Т1

Инфлација ће се током Т1 кретати изнад горње границе дозвољеног одступања од циља. Месечне стопе инфлације биће одређене углавном растом регулисаних цена и цена хране.

Раст потрошачких цена у Т1 2011. одређиваће у највећој мери очекивани знатан раст регулисаних цена, уобичајен за овај период године. Осетан допринос расту укупне инфлације даће и цене хране, а у мањој мери и ефекат депрецијације динара из претходног периода.

Међугодишње стопе инфлације ће у Т1 бити у порасту и кретаће се изнад горње границе дозвољеног одступања од циља. Томе ће, свакако, допринети и низак раст потрошачких цена из Т1 2010. године.

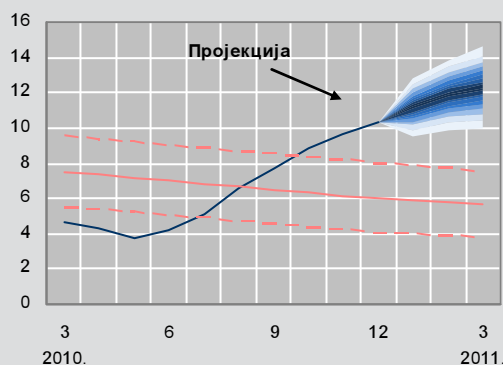
У Т1 2011. очекујемо успоравање тромесечне базне инфлације, које ће бити делимично и сезонски условљено. Према нашој процени, цене прехранбених производа у оквиру базне инфлације требало би да дају знатно већи допринос укупној инфлацији од цена непрехрамбених производа. Очекивани висок раст цена хране последица је трошковних притисака с којима се суочавају произвођачи. С друге стране, успоравање раста непрехрамбене инфлације очекује се по основу слабљења ефекта депрецијације из претходног периода, али и актуелне апрецијације динара и смањења увозних царина из ЕУ на поједине категорије производа.

У Т1 очекујемо сезонски уобичајен раст цена воћа и поврћа, који би могао да буде успорен због смањења увозних царина из ЕУ на поједине групе пољопривредних производа.

Највећи допринос расту инфлације у Т1 2011. године требало би да дају регулисане цене. Наиме, најављен је раст цена електричне енергије (који ће у случају остварења дати највећи допринос инфлацији у оквиру ове групе), цигарета (услед раста акциза), природног гаса, али и комунално-стамбених и саобраћајних

Графикон III.0.6. Краткорочна пројекција инфлације

(међугодишњи раст, у %)



Инфлација ће се током Т1 кретати изнад горње границе дозвољеног одступања од циља.

услуга. Такође, требало би да се у Т1 реализује и раније најављени, али не у потпуности остварени, раст цена лекова.

Већ почетком Т1 дошло је до раста цена нафтних деривата по основу повећања акциза на моторне бензине. Процењујемо да ће у Т1 готово половина укупне инфлације бити генерисана од стране државе (кроз раст акциза и одобрени раст регулисаних цена).

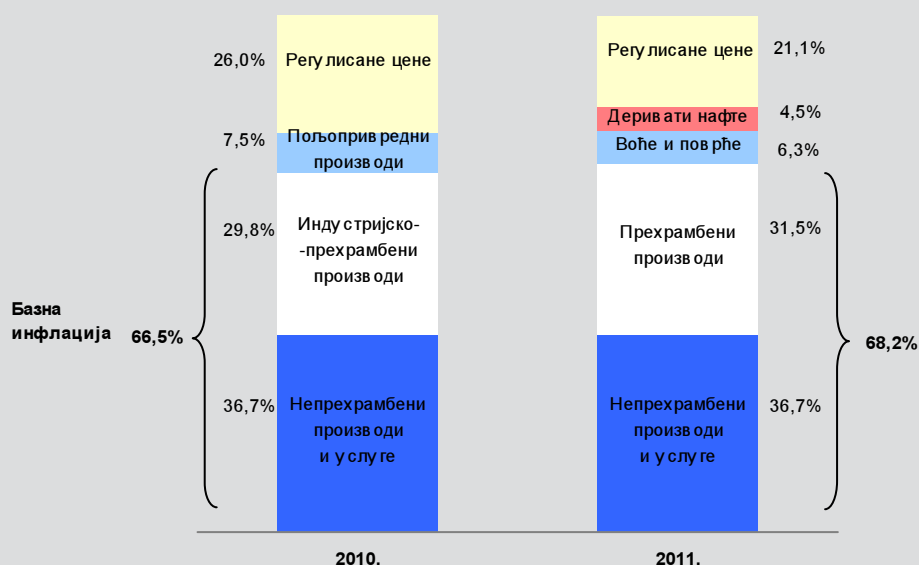
Највећа неизвесност у погледу остварења пројекције тиче се динамике раста регулисаних цена (нарочито момента и висине најављеног поскупљења електричне енергије). Ризик да ће пројектована инфлација бити остварена је висок и због неизвесности у погледу кретања цена хране, с обзиром на то да је неизвесно у којој мери ће произвођачи веће трошкове производње пребацивати на крајње потрошаче. Такође, због либерализације домаћег тржишта, кретање цена нафтних деривата ће бити мање предвидиво.

Осврт 1: Ново груписање производа у саставу индекса потрошачких цена

С обзиром на то да су цене нафтних деривата и хлеба произведеног од брашна Т-850 либерализоване, тј. да су престале да важе уредбе којима је у претходном периоду био регулисан њихов раст, Народна банка Србије је извршила декомпозицију индекса потрошачких цена.

До краја 2010. године, производи и услуге који су улазили у индекс потрошачких цена разврставали су се у три основне групе, тј. компоненте инфлације: производи и услуге чије се цене формирају слободно, на тржишту (базна инфлација), пољопривредни производи (свеже воће и поврће, јаја и риба) и производи и услуге чије су цене под директном или индиректном контролом државе (регулисане цене).

Графикон О 1.1. Декомпозиција индекса потрошачких цена у 2010. и 2011. години



Искључивањем деривата нафте (издвојени као посебна група) и хлеба произведеног од брашна Т-850 (укључен у базну инфлацију) у 2011. години, учешће регулисаних цена у индексу потрошачких цена је смањено на 21,1%. С друге стране, декомпозицијом групе „пољопривредни производи“, јаја и риба су укључени у групу прехранбених производа у оквиру базне инфлације, тако да је учешће ове групе повећано са 29,8% на 31,5%, а самим тим и учешће базне инфлације са 66,5% на 68,2%.

Преосталим производима из групе „пољопривредни производи“, тј. свежем воћу и поврћу, додато је конзервирано воће и поврће које је претходно било у оквиру базне инфлације, тако да нова, измењена, група сада носи назив „воће и поврће“. Учешће поменуте групе, која се сматра компонентом инфлације која је најподложнија променама, сада је ниже и износи 6,3%. Формирањем те нове групе избегнута је нејасноћа у погледу производа који улазе у њен састав, будући да је термин „пољопривредни производи“ често асоцирао на цене примарних пољопривредних производа (пшеница, кукуруз, сунцокрет и др.).

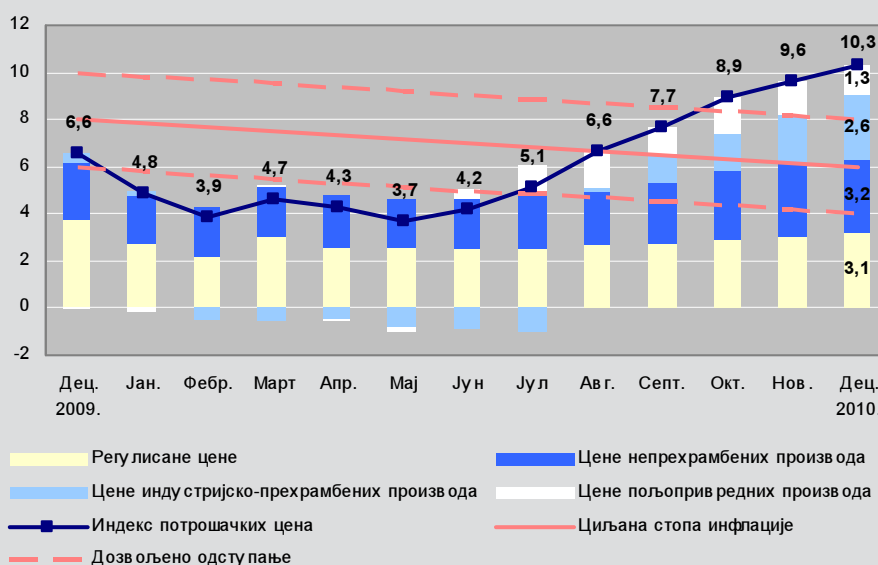
Са либерализацијом тржишта нафтних деривата, цене нафтних деривата се више не сврставају у групу регулисаних цена. Међутим, имајући у виду њихову велику изложеност променама, као и могућност индиректног утицаја државе – пошто у структури цене акцизе и ПДВ имају значајно учешће – цене нафтних деривата се не могу третирати као потпуно тржишно одређене, те стога и не улазе у базну инфлацију. С обзиром на те околности, нафтни деривати су издвојени као посебна, четврта компонента структуре индекса потрошачких цена.

Осврт 2: Доприноси компоненти потрошачких цена њиховом међугодишњем расту

Велики инфлаторни притисци у другој половини 2010. године били су последица у највећој мери знатног раста цена хране (индустријско-прехранбених и пољопривредних производа). Цене хране и безалкохолних пића биле су веома нестабилне, а с обзиром на њихово значајно учешће у структури индекса потрошачких цена (око 38%) – битно су утицале на кретање укупне инфлације, посебно у другој половини године. Да бисмо приказали величину утицаја појединих компоненти индекса потрошачких цена (ИПЦ) међугодишњој инфлацији у 2010. години, извршили смо оцену њиховог доприноса.

Производи и услуге чије цене улазе у обрачун ИПЦ сврстани су у четири групе: (1) индустријско-прехранбени производи у оквиру базне инфлације, (2) непрехрамбени производи и услуге у оквиру базне инфлације, (3) пољопривредни производи (свеже воће и поврће, риба и јаја) и (4) производи и услуге чије су цене регулисане (под контролом државе). На следећем графикону приказан је утицај промена цена у оквиру ових група на кретање међугодишње инфлације у 2010. години.

Графикон О 2.1. Допринос компоненти међугодишњем расту потрошачких цена (у процентним поенима)



Допринос раста регулисаних цена био је знатан, али и релативно стабилан (кретао се између два до три процентна поена). Допринос цена непрехрамбених производа и услуга у оквиру базне инфлације био је током прве половине године релативно стабилан, док је у другој половини дошло до раста доприноса ове компоненте.

За разлику од те две компоненте ИПЦ, код цена хране дошло је до потпуног преокрета у доприносима, најпре код пољопривредних (у јуну), а потом и код индустријско-прехранбених производа (у августу). Раст инфлације у другој половини 2010. године од 6,1 п.п. (са 4,2% на 10,3% м.г.) последица је углавном раста цена хране и безалкохолних пића (допринос: 4,5 п.п.). Узроци раста (и варирања) цена хране су бројни – неповољне временске прилике, раст цена примарних пољопривредних производа на светском тржишту, раст цена сировина за производњу прерађене хране, висока царинска заштита, неадекватна аграрна политика државе и депрецијација динара у претходном периоду.

IV. Детерминанте инфлације

1. Кретања на тржишту новца

Каматне стопе

Каматне стопе на тржишту новца пратиле су раст референтне каматне стопе у Т4. Раст пасивних каматних стопа био је посебно наглашен након „Недеље штедње“, док су активне каматне стопе на нивоу тромесечја незнатно повећане.

Ликвидност банкарског сектора је побољшана у Т4 по основу смањења обрачунате динарске обавезне резерве, слабијег интересовања банака за улагање у репо хартије од вредности, као и сезонског раста слободних резерви крајем године. Таква кретања највише су се одразила на каматну стопу на преконоћном међубанкарском тржишту новца. Наиме, каматна стопа BEONIA је у Т4 забележила просечан раст од 1,9 п.п., док је референтна каматна стопа у истом периоду повећана у просеку за 2,3 п.п. На нивоу тромесечја просечан дневни промет је износио 8,6 млрд динара, што у поређењу са Т3 представља повећање од 7,5%.

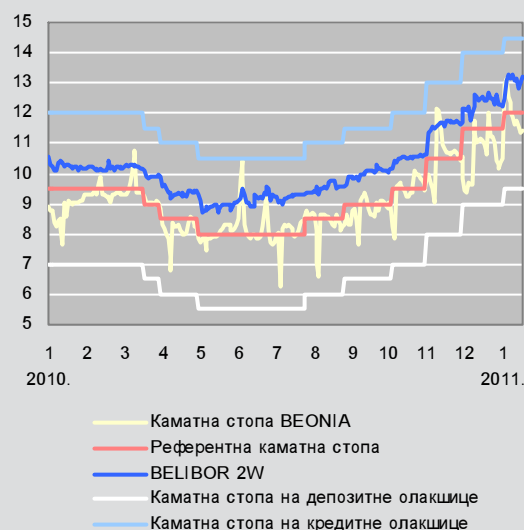
Остале каматне стопе на међубанкарском тржишту новца забележиле су раст који углавном одговара повећању референтне стопе. Изузетак представља кретање каматних стопа BELIBOR за рочност од три и шест месеци у децембру, када су оствариле мањи раст од референтне стопе. Ипак, већ у наредном месецу њихов раст је био изнад просека осталих каматних стопа на тржишту новца, тако да је и крајем јануара забележен висок распон између каматних стопа за најдужу и најкраћу рочност.

Раст извршних стопа на трезорске записе био је изражен и у Т4. Већи раст стопа је забележен за рочности до шест месеци и може се довести у везу с већом емисијом краткорочних записа, чије учешће у укупним емитованим записима износи скоро 80%. Упркос краћим роковима доспећа емитованих записа, инвеститори нису исказали додатно интересовање за улагање у трезорске записе све до пред крај године.

На то указује и податак да је на само две од двадесет седам аукција одржаних у Т4 тражња инвеститора премашила понуду државе. Крива приноса је крајем периода на једном делу имала инверзан нагиб, пошто је на ванредној аукцији шестомесечних записа последњег дана децембра извршна стопа достигла ниво од 15%, док су извршне стопе за рочност од 12, 18 и 24 месеца имале вредност од 14,6%, 14,4% и 14,9%, респективно.

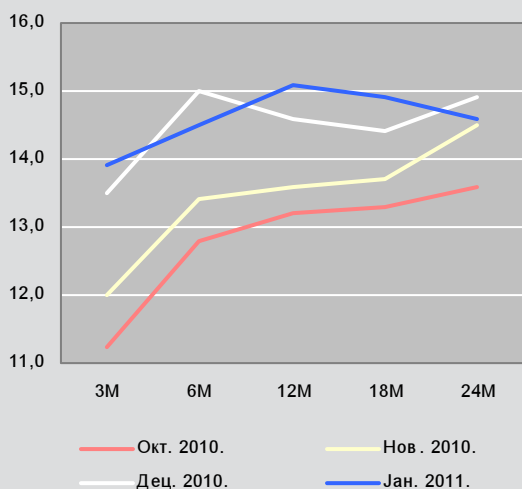
Држава је крајем године први пут емитовала трезорске записе индексиране у еврима за рочност од шест месеци. На тој аукцији тражња је знатно превазишла понуду (21 млрд динара), тако да је остварена максимална реализација по каматној стопи од 5,25% на годишњем нивоу.

Графикон IV.1.1. Кретање каматних стопа
(дневни подаци, на годишњем нивоу, у %)



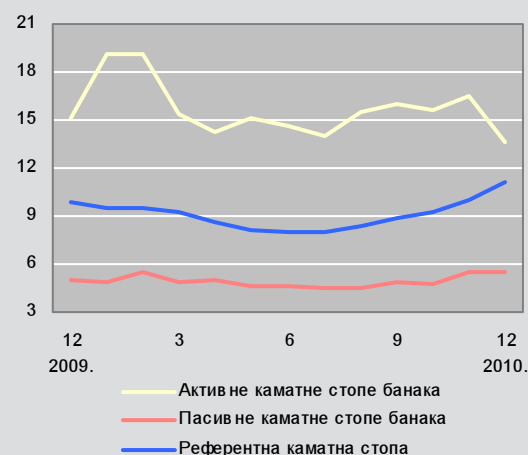
Услед побољшане ликвидности банкарског сектора, каматна стопа BEONIA се углавном кретала испод референтне стопе.

Графикон IV.1.2. Крива приноса на примарном тржишту државних хартија од вредности (на годишњем нивоу, у %)



Извршне стопе краћих рочности су на нивоу тромесечја оствариле већи раст. Повећана тражња крајем јануара 2011. резултирала је падом извршних стопа.

Графикон IV.1.3. Референтна каматна стопа и каматне стопе пословних банака* (пондерисани просек, на год. нивоу, у %)



* Активне каматне стопе односе се и на индексиране и на динарске кредите.

Пад каматне марже у децембру се дугује како смањењу активних каматних стопа, тако и повећању пасивних каматних стопа које банке обрачунавају у пословима с привредом и становништвом.

У јануару је забележен пад извршних стопа, и то за рочност од шест месеци (за 50 б.п.) и за рочност од 24 месеца (за 30 б.п.). Такође, забележена је и знатно већа тражња, посебно страних инвеститора на аукцијама дужих рочности. Таква позитивна кретања говоре о повратку поверења инвеститора у погледу улагања у Србији.

За почетак фебруара је најављена емисија трезорских записа деноминираних у еврима у номиналном износу од 200 млн евра (рочност од 53 недеље), на којој ће учешће бити омогућено и страним инвеститорима.

У фебруару је предвиђена и прва емисија домаћих обвезница деноминираних у еврима, од 200 млн евра. Рочност обвезница ће бити 15 година, при чему ће купонска стопа износити 5,85% с полугодишњом исплатом.

У секундарном трговању хартијама од вредности у Т4 је остварен укупан промет од 1,9 млрд динара, што је знатно мање од промета у Т3 (скоро 6 млрд динара). Принос до доспећа се крајем године кретао у распону од 12,7% за рочност од једне године до 13,6% за рочност од шест месеци.

Активне каматне стопе су, након раста на почетку Т4, у децембру забележиле знатан пад, који је резултат

повећаног обима субвенционисаног кредитирања у поређењу с децембром претходне године. Раст пасивних каматних стопа у Т4 је био резултат стимулативних услова које су банке нудиле штедишама у „Недељи штедње“ у новембру. Висок ниво каматних стопа на депозите задржан је и у децембру, тако да је на крају године забележен пад каматне марже. На нивоу тромесечја, просечна каматна маржа је износила 9,9% и у поређењу с претходним тромесечјем је била нижа за 0,7 п.п.

Монетарни агрегати

Новчани агрегати М1 и М2 забележили су реалан пад, а М3 минималан реални раст.

Примарни новац је у Т4 реално смањен за 1,4%. Повлачење примарног новца је вршено девизним каналом, док су динарске трансакције деловале у смеру његовог емитовања.

У оквиру девизног канала, ликвидност је повлачена највећим делом интервенцијама на МДТ-у (у нето износу од 322 млн евра), док је монетизација кредита које су домаће банке одобриле држави за покриће буџетског дефицита (250 млн евра) деловала у

супротном смеру. Повлачење дела трансхе кредита ММФ-а, донације ЕУ и кредита ЕИБ допринели су да се укупне девизне резерве Народне банке Србије током Т4 повећају за 126 млн евра и да крајем године премаше износ од десет млрд евра. Нето девизне резерве (обрачунате по програмском курсу) износиле су 4.940 млн евра, што је за 940 млн више од лимита утврђеног програмом ММФ-а.

Смањење пласмана банака у репо хартије од вредности (пад стања репо хартија у Т4 је износио 17,6 млрд динара) било је главни генератор креирања динарске ликвидности током Т4. И поред измиривања редовних и ванредних обавеза (једнократна помоћ пензионерима, остали расходи предвиђени ребалансом буџета), држава је годину завршила с растом средстава на рачунима код Народне банке Србије, што је умањило раст примарног новца.

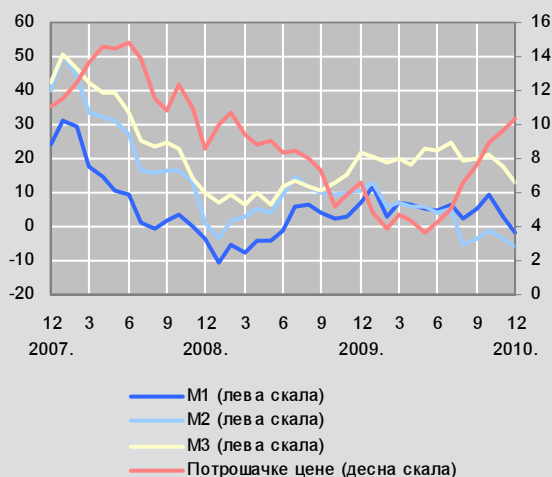
Монетарни агрегати М1 и М3 су током Т4 реално повећани за 1,5% и 1,4%, респективно, док је М2 реално смањен за 1,0%. Током 2010. године понуда новца је расла споријим темпом од раста цена, тако да су крајем године агрегати М1 и М2 забележили

реалан пад од 11,1% и 14,9% мг., респективно, а М3 реалан раст од 2,4% мг., што је и даље испод дугорочног тренда.

Предузећа су, уобичајено пред крај године, држала виши износ средстава на жиро-рачунима, а повећана су и средства на њиховим штедним рачунима. Такође, део средстава предузећа у стечају издвојен је на посебне рачуне, у складу с одредбама новог закона о стечају.³ Због измиривања обавеза на крају године, средства на рачунима органа локалне самоуправе су смањена. Раст девизне штедње грађана основни је фактор раста девизних депозита током Т4. Само у новембру, захваљујући „Недељи штедње“, девизна штедња грађана је остварила раст од 391 млн евра. Да би подстакла штедњу у динарима, Народна банка Србије је у том периоду понудила олакшице за обрачун динарске обавезне резерве. Међутим, динарска штедња грађана није знатније повећана, јер становништво и даље предност даје штедњи у страниј валути.

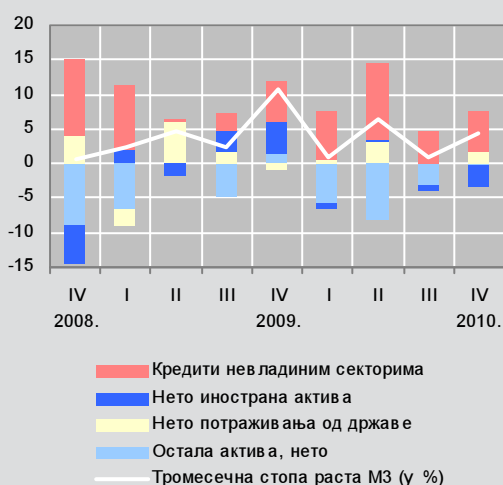
Монетарни мултипликатор је у односу на претходно тромесечје остао непромењен, будући да су

Графикон IV.1.4. Монетарни агрегати и потрошачке цене (међугодишње стопе, у %)



Понуда новца је расла споријим темпом од раста цена, а њен реалан раст је и даље испод дугорочног тренда.

Графикон IV.1.5. Доприноси расту М3 (у процентним поенима)



Кредитирање приватног сектора од стране банака највише је допринело расту М3.

³ Број привредних субјеката у блокади је смањен за око 5.100 током Т4, највише због ступања на снагу новог закона о стечају. Примена овог закона, као и будућа примена Закона о споразумном финансијском реструктурирању привредних друштава, допринеће консолидацији дела привреде.

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

	2010.				Учешће у М3 Септ. 2010. (у %)
	Март	Јун	Септ.	Дец.	
М3	14,6	17,2	11,5	2,4	100,0
Девизни депозити	22,0	27,6	25,1	12,2	69,9
М2	2,0	0,1	-10,3	-14,9	30,1
Динарски орочени и штедни депозити	1,7	-0,8	-20,1	-20,3	11,5
М1	2,3	0,7	-2,4	-11,1	18,6
Депозити по виђењу	0,7	-1,1	-4,1	-10,1	11,9
Готов новац у оптицају	5,0	4,0	0,7	-12,9	6,7

примарни новац и динарски депозити пропорционално повећани.

Брзина оптицаја новца се није знатније променила у односу на Т3. Током целе 2010. године била је изнад вредности у 2009, потврђујући започети опоравак економске активности.

Кредити банака невладиним секторима (највише привреди) током Т4 и даље, у највећој мери, доприносе расту М3 (за 5,9 п.п.). Раст нето задужења државе, како узимањем девизних кредита од домаћих банака тако и по основу емисије трезорских записа, допринео је расту М3 са 1,8 п.п. Негативан допринос (-3,3 п.п.) нето стране активе резултат је пре свега смањења нето стране активе банака, тј. повећања њихових обавеза према иностранству.

Током јануара 2011. године сви монетарни агрегати бележе сезонски пад. Смањење трансакционих депозита и пад готовог новца у оптицају, због смањења активности привредних субјеката карактеристичног за почетак године, утицали су на пад укупне динарске новчане масе (М2).

Кредити банака

Последње тромесечје 2010. године обележавало је убрзање раста кредитне активности, које је било посебно наглашено у децембру код привреде.

Укупни кредити привреди и становништву су у Т4 реално повећани за 4,8%, што је за 1,9 п.п. више од раста оствареног у Т3. Таква кретања резултат су интензивнијег кредитирања привреде. Кредити предузећима су реално повећани за 6,5%, а кредити становништву за 1,6%. Номинално, укупни кредити банака повећани су за 79,7 млрд динара, или ефективно⁴ 78,1 млрд динара. Бржи темпо раста кредитне активности током Т4 уочљив је и на међугодишњем нивоу. У односу на крај 2009. године, кредити привреди и становништву су реално повећани за 16,2%.

Кредитну активност банке су финансирале користећи средства и из страних и из домаћих извора. Код домаћих извора, највише средстава обезбеђено је по основу раста штедне (допринос тромесечном расту 3,0 п.п.), тачније девизних депозита грађана. Највећи раст штедне остварен је током новембра, захваљујући повољним условима које банке традиционално нуде штедишама у „Недељи штедне“. Поред тога, банке су

Графикон IV.1.6. **Реална потраживања банака по кредитима и директно задуживање предузећа у иностранству**
(тримесечне стопе раста, у %)

* Дефлационирано инфлацијом, по искључењу ефекта промене курса.

Привреда се све више ослања на домаће кредите и смањује обавезе по основу тзв. прекограничних кредита. Раст кредита становништву се успорава током Т4.

⁴ По искључењу ефекта промене курса динара.

код Народне банке Србије смањиле обим средстава (допринос 1,2 п.п.), првенствено смањењем пласмана у репо хартије од вредности. Раст нето задужења банака према иностранству допринео је финансирању кредитне активности са 2,7 п.п. Банке су у Т4 узеле 652 млн евра инокредита (пре свега краткорочних), док су њихова потраживања од иностранства повећана за 232 млн евра.

Кредити привреди су номинално повећани за 62,7 млрд динара, или 65,7 млрд динара по искључењу ефекта промене курса. Инвестициони кредити остварили су још већи раст него у Т3. Ипак, да је одржање текуће ликвидности и даље један од главних проблема српске привреде потврђује чињеница да су предузећа у Т4 највише користила кредите за ликвидност.

Кредити су одобравани пре свега предузећима из области индустрије, грађевинарства и трговине и саобраћаја. Охрабрује податак да расте учешће кредита одобрених грађевинским фирмама, што би

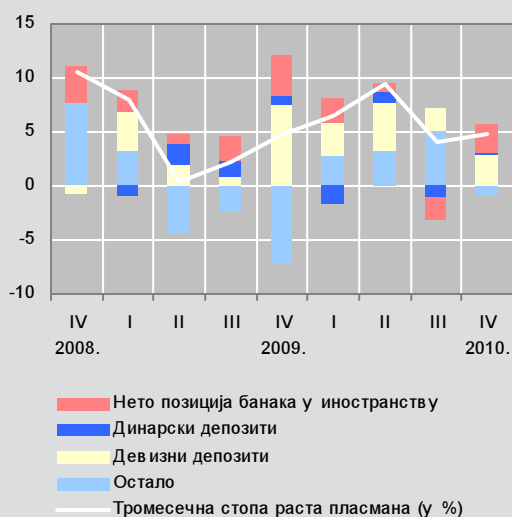
могло да допринесе опоравку активности у овом сектору у наредном периоду.

С друге стране, предузећа су наставила да смањују своје обавезе према иностранству (за 259,1 млн евра у Т4). Такође, забележен је пад нето трговинских кредита у износу од 182,4 млн евра.

У односу на претходно тромесечје, банке су становништво кредитирале у мањој мери. Кредити становништву су номинално повећани за 13,0 млрд динара, или ефективно⁵ 8,3 млрд динара. Настављен је раст стамбених кредита, док су потрошачки и готовински кредити смањени, као и минусни салдо на текућим рачунима грађана, што утиче на пад потрошње становништва.

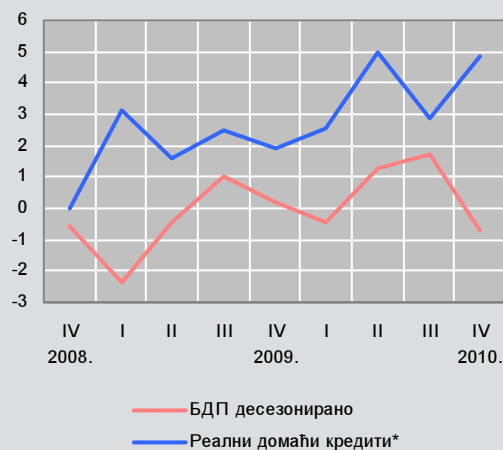
Током Т4 је одобрено мање субвенционисаних кредита него у Т3. Њихов обим (око 43 млрд динара) био би и мањи да ребалансом буџета нису одобрена додатна средства за ове намене. Најтраженији су били

Графикон IV.1.7. Доприноси расту пласмана банака
(у процентним поенима)



Девизни депозити и нето задужење у иностранству били су главни извор средстава за финансирање кредитне активности банака.

Графикон IV.1.8. Реална потраживања банака по кредитима и БДП
(тримесечне стопе раста, у %)



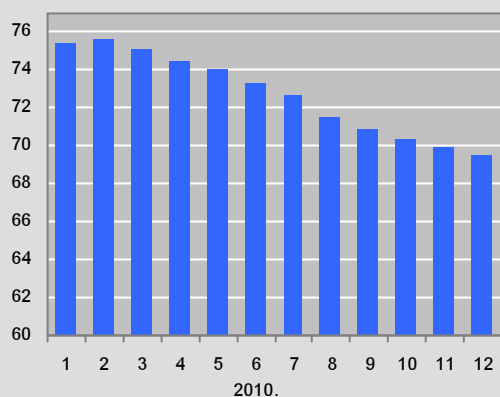
* Дефлационирано инфлацијом, по искључењу ефекта промене курса.

За разлику од економске активности, кредитна активност је убрзана.

⁵ Такав ефективни раст је највише резултат знатне апresiasiје швајцарског франка током Т4, пошто је 22% кредита становништву индексирано или одобрено у овој валути.

Графикон IV.1.9. Учешће индексираних и девизних потраживања у укупним потраживањима банака од привреде и становништва

(у %)



Учешће девизних и девизно индексираних у укупним потраживањима је за годину дана смањено за скоро шест п.п.

Табела IV.1.2. Субвенционисани кредити у 2010.

	T1	T2	T3	T4
Програм мера Владе за ублажавање негативних ефеката светске финансијске кризе				
	(у млрд динара)			
Укупно одобрено	25,6	65,6	56,3	37,6
Ликвидност	22,4	44,6	34,9	22,7
Инвестиције	0,4	5,0	9,0	9,8
Потрошачки	2,8	4,1	0,6	1,7
Динарски готовински	-	11,9	11,8	3,4
Субвенционисани стамбени кредити				
	3,3	3,2	3,7	3
Субвенционисани кредити за пољопривреднике				
	-	3,1	2,6	2,4

Извор: Министарство економије и регионалног развоја, Национална корпорација за осигурање стамбених кредита и Министарство шумарства, пољопривреде и водопривреде.

динарски кредити за ликвидност и кредити за инвестиције, док је одобравање готовинских кредита прекинуто у новембру. Утицај субвенционисаног сегмента на домаћу кредитну активност, мерен учешћем субвенционисаних у новоодобреним кредитима, наставио је да се смањује и у децембру је износио 10,5%.

Субвенционисано кредитирање привреде и грађана биће настављено и у 2011. години. Новим програмом је за субвенционисање кредита за ликвидност предвиђено мање средстава него у 2010, док су

средства намењена потрошачким кредитима и кредитима за инвестиције повећана.

Резултати динаризације током 2010. године су очигледни: учешће девизних и девизно индексираних кредита је смањено за скоро шест п.п. и у децембру је износило 69,5%.

Способност отплате кредита привреде и становништва је током Т4 побољшана, тако да је учешће проблематичних зајмова, рачунато по бруто принципу, смањено за 0,7 п.п. и у децембру је износило 17,2% (рачунато по нето принципу 10,0%).

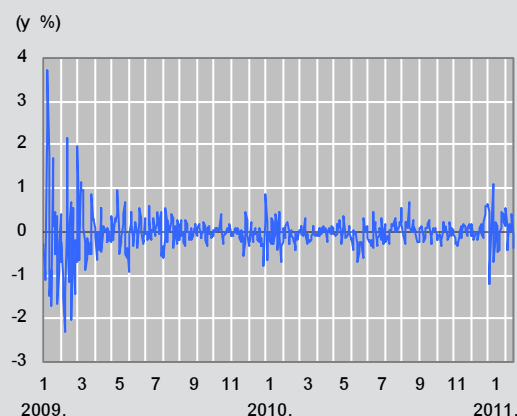
2. Кретања на девизном тржишту и курс динара

Просечна депрецијација динара према евр у Т4 износила је 1,3%. На девизном тржишту Народна банка Србије је интервенисала и куповином и продајом девиза од банака.

У односу на претходно тромесечје, динар је у Т4 према евр у просеку депрецирао 1,3%. Курс се кретао у распону од 104,3 до 107,5 динар/евро.

Депрецијацијски притисци изражени крајем октобра били су резултат повећане тражње предузећа за девизама (уобичајене за крај месеца) и оскудне понуде девиза. Ублажавању депрецијацијских притисака и стабилности курса динара од новембра допринела је пре свега повећана понуда девиза. Раст прилива по основу дознака и прилива од нерезидената пресудно је допринео повећању понуде девиза. Актуелна апрецијација динара резултат је деловања неколико фактора – повећања референтне каматне стопе, повољнијих изгледа кредитног рејтинга земље и смањења премије ризика, као и нове регулативе о обавезној резерви. Да би ублажила превелике дневне

Графикон IV.2.2. Дневне промене курса динара према евр^{*}

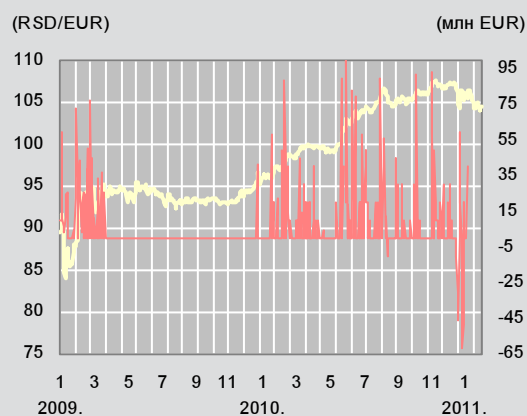


^{*} Негативне стопе указују на депрецијацију, а позитивне на апрецијацију динара.

Дневне осцилације курса динара повећане су крајем године.

промене курса, Народна банка Србије је (у неколико наврата) интервенисала и на страни куповине девиза од банака.

Графикон IV.2.1. Кретање курса динара и интервенције НБС на девизном тржишту

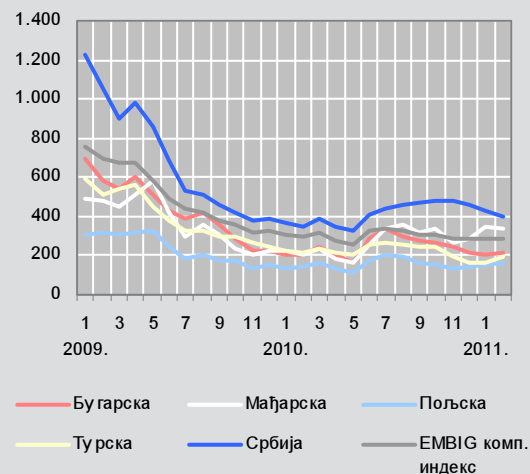


— RSD/EUR (лева скала)
— Интервенције НБС

Народна банка Србије је у Т4 интервенисала продајом и куповином девиза од банака.

Графикон IV.2.3. Показатељ премије ризика – EMBI по земљама

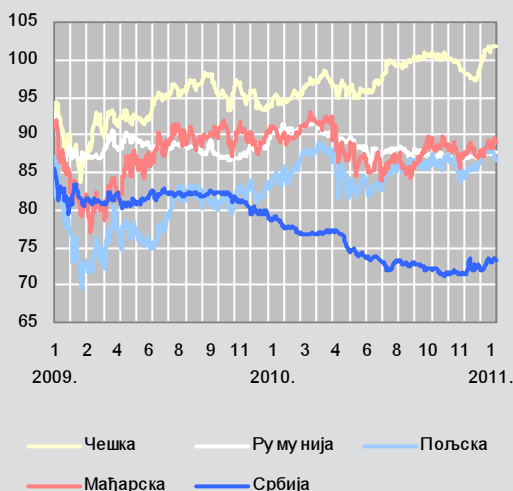
(месечни просеци, у базним поенима)



Извор: JP Morgan.

У Србији је у Т4, за разлику од већине посматраних земаља, забележен пад премије ризика. Пад је настављен и у јануару. Ипак, премија ризика Србије је још увек изнад премије ризика осталих посматраних земаља.

Графикон IV.2.4. Кретање курсева одређених националних валута према еврџ (30. 9. 2008 = 100)



Осим Србије, и Румунија је у Т4 забележила слабљење домаће валуте према еврџ у односу на Т3. У јануару, све валуте бележе јачање према еврџ.

На МДТ-у је Народна банка Србије интервенисала знатно мањом нето продајом него у претходна три тромесечја – 321,5 млн евра (продала 548,0 млн и купила 226,5 млн). Промет је без Народне банке Србије у односу на Т3 повећан, захваљујући знатно већој трговини девизама између банака у другој

половини децембра (великим делом због аукције државних записа индексираних у еврџа). Просечан дневни промет између банака износио је око 60 млн евра (у децембру 106 млн).

Премија ризика земље мерена индексом EMBI (*Emerging Markets Bond Index*) смањена је у Т4. Смањење је започето у новембру, када је рејтинг агенција *Fitch* изгледе кредитног рејтинга Србије побољшала с „негативног“ на „стабилан“. На крају децембра индекс EMBI је износио 418 б.п. Од осталих посматраних земаља у транзицији, израженији пад индекса EMBI забележиле су још Бугарска и Турска.

Због наставка слабљења долара према еврџ у Т4⁶, депрецијација динара према долару (забележена у претходна три тромесечја) заустављена је и динар је, у просеку, у Т4 ојачао око 3,8% у односу на долар. Уз незнатно слабљење номиналног ефективног курса динара⁷ (0,2%) и, с друге стране, бржи раст домаћих цена од иностраних, у Т4 је остварена реална ефективна апрецијација динара од 2,5% (1,2% према еврџ и 7,3% према долару).

Према фебруарској анкети агенције Блумберг, финансијски сектор предвиђа стабилан курс динара у фебруару и марту. С друге стране, у јануарском *Consensus forecast*-у очекивано је слабљење динара у фебруару, а након тога стабилан курс до краја априла.

⁶ Посматрано као просечан курс долар/евро у Т4 у односу на просечан курс у Т3.

⁷ Коришћени пондери: 0,8 за евро и 0,2 за долар.

Осврт 3: Кредитни рејтинг Србије и земаља у окружењу током кризе

Агенција за утврђивање рејтинга *Fitch Ratings* је у новембру 2010. побољшала изгледе кредитног рејтинга за Србију (ББ–) с негативних на стабилне, који је Србија имала пре ескалације светске финансијске кризе. Побољшању изгледа кредитног рејтинга у највећој мери су допринеле повољне оцене кретања економске активности и платнобилансних кретања, као и мере консолидације јавних финансија. Таква кретања и мере, према оцени агенције *Fitch*, доприносе смањењу изложености земље девизном ризику, а финансијским аранжманом с ММФ-ом загарантована је могућност екстерног финансирања. Побољшање изгледа кредитног рејтинга на предкризни ниво је повољније уколико се има у виду да је већина суседних земаља истовремено била суочена са смањењем кредитног рејтинга и њихових изгледа (табела О 3.1.). Од земаља у ширем окружењу, највеће смањење забележио је кредитни рејтинг Грчке (за пет нивоа), затим Румуније и Мађарске (за по два нивоа) и Бугарске (за један ниво). Хрватска је за време кризе свој кредитни рејтинг задржала на непромењеном нивоу, али су, због слабе оцене фискалних перформанси и високог нивоа спољног дуга, изгледи њеног рејтинга смањени са стабилних на негативне, што указује на могућност да њен кредитни рејтинг буде снижен на нижи ниво. Македонија је такође задржала кредитни рејтинг на непромењеном нивоу, мада су изгледи њеног кредитног рејтинга од почетка кризе смањени с позитивних на стабилне.

Табела О 3.1. Кредитни рејтинг Србије и одабраних земаља у окружењу

	<i>Fitch Ratings</i> кредитни рејтинг			<i>S&P</i> кредитни рејтинг		
	Ниво 15. 9. 2008. (изгледи)	Последња ревизија	Ниво 31. 1. 2011. (изгледи)	Ниво 15. 9. 2008. (изгледи)	Последња ревизија	Ниво 31. 1. 2011. (изгледи)
Албанија	-	-	-	-	-	Б+ (стабилни)
БиХ	-	-	-	-	-	Б+ (стабилни)
Бугарска	БББ (негативни)	30. 4. 2009, са БББ- (стабилни)	БББ- (негативни)	БББ+ (стабилни)	1. 12. 2009, са БББ (негативни)	БББ (стабилни)
Грчка	А (позитивни)	14. 1. 2011, са БББ- (негативни)	ББ+ (негативни)	А (позитивни)	27. 4. 2010. БББ+ (негативни)	ББ+ (негативни)
Мађарска	БББ+ (стабилни)	23. 12. 2010, са БББ (негативни)	БББ- (негативни)	БББ+ (негативни)	23. 7. 2010, БББ- (стабилни)	БББ- (негативни)
Македонија	ББ+ (позитивни)	27. 10. 2010, са ББ+ (негативни)	ББ+ (стабилни)	ББ+ (позитивни)	21. 9. 2009. са ББ (негативни)	ББ (стабилни)
Румунија	БББ (негативни)	2. 2. 2010, са ББ+ (негативни)	ББ+ (стабилни)	БББ- (негативни)	9. 3. 2010, са ББ+ (негативни)	ББ+ (стабилни)
Србија	ББ- (стабилни)	11. 11. 2010, са ББ- (негативни)	ББ- (стабилни)	ББ- (стабилни)	1. 12. 2009, са ББ- (негативни)	ББ- (стабилни)
Хрватска	БББ- (стабилни)	21. 5. 2009, са БББ- (стабилни)	БББ- (негативни)	БББ (стабилни)	21. 12. 2010, са БББ (негативни)	БББ- (негативни)
Црна Гора	-	-	-	ББ+ (негативни)	31. 3. 2010, са ББ+ (негативни)	ББ (негативни)

Извор: *Fitch Ratings*, *Standard&Poor's*.

Релативно задовољавајућа позиција Србије у погледу кретања кредитног рејтинга током кризе је очигледнија према агенцији *Standard and Poor's*, будући да је свим земљама у региону, за разлику од Србије, кредитни рејтинг снижен у односу на период пре кризе. Слично као и за кредитне рејтинге које је утврдила агенција *Fitch*, и агенција *S&P* је највеће смањење кредитног рејтинга утврдила за Грчку (за пет нивоа), затим Мађарску (за два нивоа), док је свим осталим земљама, изузев Србије (и Албаније и Бих које су тек добиле кредитни рејтинг), кредитни рејтинг смањен за по један ниво.

Повољније кретање кредитног рејтинга током кризе утицало је на боље перформансе показатеља кредитног ризика Србије (мереног индексом ЕМВИ), чему је посебно допринело новембарско повећање изгледа кредитног рејтинга које је агенција *Fitch* утврдила за Србију (ББ-, с негативних на стабилне). Наиме, у Т4 2010. и јануару 2011, ЕМВИ индекс за Србију је забележио веће смањење (99 б.п.) у односу на Бугарску (20 б.п.) и Хрватску (12 б.п.), док је исти показатељ за Мађарску повећан (за 17 б.п.). Таква кретања имала су за последицу приближавање нивоа премије ризика у Србији осталим земљама у региону. Вредност ЕМВИ индекса за Србију је, међутим, и даље на вишем нивоу у односу на остале земље у окружењу.

Прилив капитала из иностранства

За разлику од осталог дела 2010. године, у Т4 је остварен већи нето прилив капитала него што је био дефицит текућег рачуна, што је позитивно утицало на кретања на МДТ-у.

Иако и даље на ниском нивоу, нето прилив капитала у Т4 је био виши него у претходна два тромесечја. Захваљујући чињеници што је дефицит текућег рачуна био релативно низак (због раста дознака), прилив капитала је обезбедио његово финансирање и пораст девизних резерви Народне банке Србије. Таква кретања су се одразила на смањење разлике између понуде и тражње девиза на МДТ-у и курс динара.

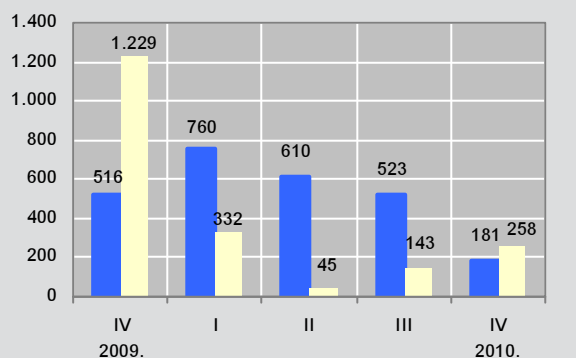
У структури финансијског биланса, најзначајније је било учешће страних директних инвестиција, које су биле нешто веће (265 млн евра) него у претходном

тримесечју (175,5 млн евра). Доминирала су улагања у прерађивачку индустрију, финансијски сектор, послове с некретнинама и трговину на велико. По основу портфолио инвестиција забележен је нето одлив од 24 милиона евра.

Прилив девиза остварен је и по основу актуелног *stand-by* аранжмана с ММФ-ом – у децембру је повучено око 15% расположивих средстава у оквиру шесте транше, чиме су девизне резерве Народне банке Србије ојачане за 54,5 милиона евра.

Банке су се у Т4 нето задужиле према иностранству 630 милиона евра, у највећој мери краткорочно. Од тога, највећи пораст нето задужења оствариле су у децембру (600 милиона евра). С друге стране, повећале су средства на рачунима у иностранству за 217 млн евра. Раздуживање предузећа према иностранству било је веће него у Т3 и износило је 260 милиона евра.

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

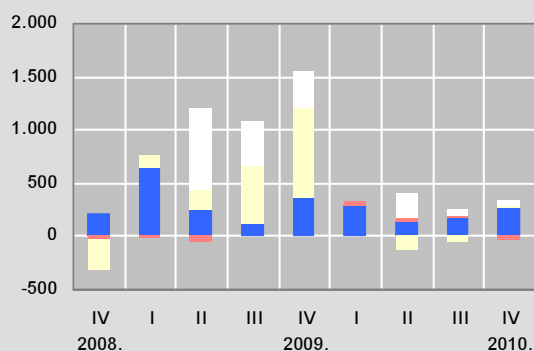


■ Дефицит текућег рачуна

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

Због врло ниског дефицита текућег рачуна, прилив капитала у Т4 био је довољан да покрије дефицит.

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



■ Кредит ММФ-а и алокација SDR

■ Остале инвестиције

■ Портфолио инвестиције

■ Директне инвестиције

У Т4 забележен је нешто већи нето прилив капитала у односу на претходно тромесечје.

* С обзиром на стабилан ниво девизних резерви и потребу да се трошкови овог кредитног аранжмана минимизирају, транше се не повлаче у целокупном одобреном износу.

3. Кретања на тржишту капитала

На домаћем тржишту капитала у Т4 је остварен значајан раст промета, који је био праћен и благим растом вредности берзанских индекса. Тржишна капитализација Београдске берзе је незнатно смањена због раста приноса на обвезнице Републике Србије.

Вредности оба индекса Београдске берзе су у Т4 забележиле благ раст. Крајем периода вредност индекса најликвиднијих акција BELEX 15 износила је 651,8 индексних поена и у односу на Т3 била је већа за 5%. Општи индекс BELEXline је крајем године имао вредност од 1.282,7 поена и у посматраном периоду је остварио раст од 4,6%. У јануару су најликвидније акције на берзи оствариле знатан раст вредности, захваљујући чему је индекс BELEX 15 забележио раст за чак 12,8 %, а индекс BELEXline за 8,4%.

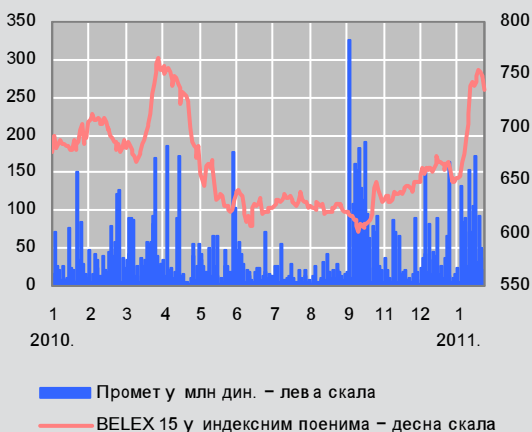
Укупан обим промета је износио 9,2 млрд динара и у поређењу са Т3 је био већи за 120%. Раст промета се

првенствено дугује већој активности домаћих инвеститора (6,4 млрд динара у поређењу са 2,8 млрд динара у Т3), али и повећању активности страних инвеститора (2,9 млрд динара у поређењу са 1,4 млрд динара у Т3).

Од укупног промета, на трговање акцијама се односи 7,6 млрд динара, при чему је скоро половина промета остварена у трговању акцијама две компаније (АИК банке 2,1 млрд динара и Нафтне индустрије Србије 1,5 млрд динара). Активност страних инвеститора је била усмерена претежно на куповину акција, с нето ефектом од 1,6 млрд динара.

Укупан промет обвезницама Републике Србије на берзи је такође био у порасту у Т4 и износио је 1,7 млрд динара. Ипак, у децембру је забележено знатно смањење интересовања инвеститора, нарочито страних, чије је учешће у укупном трговању обвезницама износило само 0,8% (на нивоу тромесечја 7,6%), што се одразило и на пад промета обвезницама у том месецу. Таква кретања могу се довести у везу са стопама приноса које су остварене на примарном тржишту државних хартија од вредности.⁹

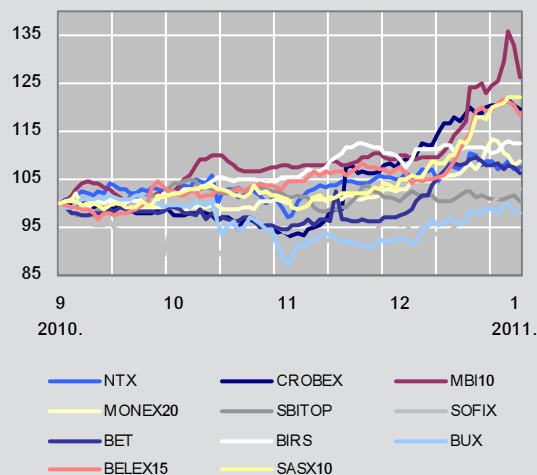
Графикон IV.3.1. Индекс BELEX 15



Извор: Београдска берза.

Индекс BELEX 15 од октобра бележи раст. Раст је нарочито био изражен у јануару 2011. године.

Графикон IV.3.2. Кретање берзанских индекса у земљама у окружењу (у индексним поенима, нормализовано, 30. 9. 2010 = 100)



Вредности индекса регионалних берзи у Т4 углавном бележе раст, који је потврђен и почетком 2011. године.

⁹ Просечна стопа приноса на обвезнице у децембру кретала се у распону од 4,3%, за серију која доспева 2016. године, до 4,7%, за серију с доспећем у мају 2011, док је принос на трзорске записе индексираних у еврима износио 5,25%.

Последњег дана 2010. године тржишна капитализација Београдске берзе износила је 933,5 млрд динара (30,4% БДП-а). На кретање овог показатеља у Т4 је у већој мери утицао пад цена обвезница него раст вредности акција, тако да је на нивоу тромесечја тржишна капитализација смањена за 0,8 млрд динара.

На регионалним берзама се такође бележе позитивне промене референтних индекса, изузев на берзама у Софији и Будимпешти, где су индекси SOFIX и BUX забележили пад од 6,3% и 8,2%, респективно.

4. Агрегатна тражња

Пад домаће тражње у Т4 био је узрокован падом укупних инвестиција и потрошње државе, док је иностранна тражња остварила раст.

Т4 2010. године карактерише, десезонирано посматрано, смањење домаће тражње (1,3%) и повећање нето извоза (5,2%).

Посматрано са становишта доприноса стопи раста БДП-а, негативан утицај смањења домаће тражње (−1,5 п.п.) био је већи од позитивног утицаја повећања нето извоза (0,8 п.п.). У оквиру домаће тражње, најзначајнији допринос забележен је по основу мањих укупних инвестиција (−1,0 п.п.) и смањења потрошње државе (−0,4 п.п.).

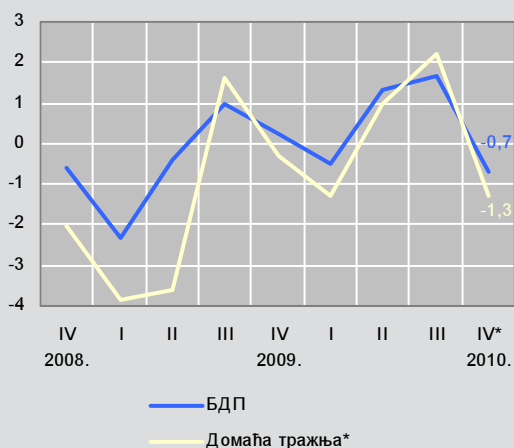
На нивоу 2010. године, домаћа тражња је стагнирала (допринос расту БДП-а −0,1 п.п.), пре свега услед ниског нивоа домаће потрошње (допринос −1,2 п.п.). С друге стране, нето иностранна тражња бележи позитиван допринос расту БДП-а од 1,8 п.п.

Домаћа тражња

Потрошња домаћинства

Потрошња домаћинства у Т4 је у благом паду у односу на претходно тромесечје, на шта указује и пад промета у трговини на мало.

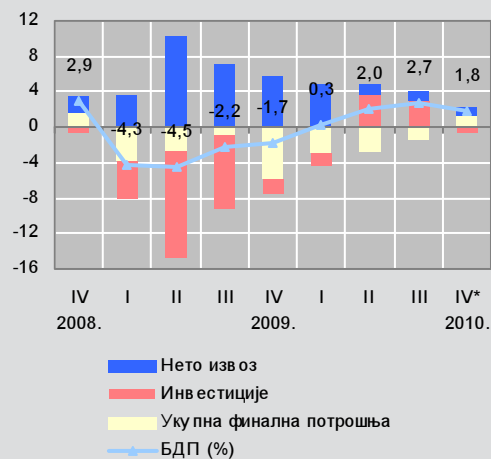
Графикон IV.4.1. Раст БДП-а и домаће тражње
(десезонирани подаци, тромесечни раст, у %)



* Процена НБС.

Пад БДП-а у Т4 последица је пада домаће тражње, условљене падом инвестиција и потрошње државе.

Графикон IV.4.2. Доприноси међугодишњем расту БДП-а
(у процентним поенима)



* Процена НБС.

Успоравање раста БДП-а у Т4 последица је пре свега пада инвестиционе активности.

Процењује се да је потрошња домаћинства у Т4 благо смањена у односу на претходно тромесечје (за 0,2% дсз.) и да је негативно допринела расту БДП-а са 0,1 п.п.

Пад реалних прихода домаћинства, као основног извора финансирања потрошње, наставља се: реални приходи (зараде, пензије и социјална примања) мањи су за 2,8% десезонирано у односу на претходно тромесечје. Такво кретање је последица пре свега пада реалних зарада, које су највише (негативно) допринеле паду укупних извора финансирања потрошње.

Прилив девиза по основу дознака је повећан, што је било нарочито изражено током новембра. Међутим, с обзиром на то да је у истом периоду остварен и виши реални прираст штедње, процењујемо да реални нето прилив по основу дознака није знатније утицао на потрошњу домаћинства у Т4.

Раст штедње становништва је реално убрзан у односу на Т3. Овакво кретање резултат је пре свега продужених атрактивних услова које су банке понудиле поводом „Недеље штедње“ почетком новембра.

Потрошачки кредити, као и остали кредити становништву који су усмерени на финансирање потрошње, успорили су раст у Т4.

Након опоравка у претходна два тромесечја, промет у трговини на мало, најважнији индикатор потрошње домаћинства, забележио је десезонирано посматрано пад у Т4 (1,9%). Промет у угоститељству, као додатни индикатор потрошње, био је такође у паду. Смањен је и број ноћења туриста у овом периоду.

Међугодишње посматрано, потрошња домаћинства је у Т4, први пут након две године, остварила раст (2,2%) и допринела расту БДП-а са 1,5 п.п. Таква кретања делом су резултат ниске базе из претходне године, тј. великог пада потрошње домаћинства крајем 2009, али и нешто споријег реалног раста штедње становништва.

На међугодишњи раст потрошње домаћинства у Т4 указује и раст промета у трговини на мало, као и висок раст броја ноћења туриста, пре свега домаћих.

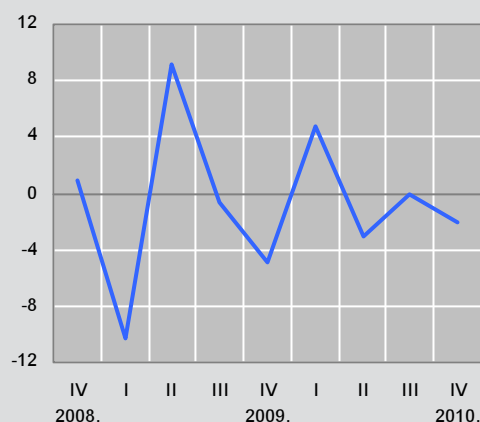
Пад потрошње домаћинства у 2010. години процењује се на 1,6%, а њен негативан допринос расту БДП-а на 1,2 п.п. Таква процена је у складу са очекивањима изнетим у претходним извештајима о инфлацији да ће пад потрошње домаћинства у 2010. бити знатно блажи него у 2009. години. То потврђује и кретање индикатора потрошње домаћинства, пре свега мањи пад промета у трговини на мало и промета у угоститељству у односу на претходну годину.

Потрошња државе

Потрошња државе у Т4 бележи пад и на међугодишњем нивоу и у односу на претходно тромесечје. У 2010. години је потрошња државе реално опала за 0,3%.

Потрошња државе, обрачуната на основу издатака за куповину робе и услуга и издатака за зараде у јавним службама, реално је у Т4 смањена за 0,5% међугодишње. Када се искључи утицај сезоне, потрошња је у односу на претходно тромесечје нижа за 2,1%.

Графикон IV.4.3. Потрошња државе
(десезонирани подаци, тромесечни раст, у %)



Јавна потрошња је у Т4 забележила пад, у највећој мери због смањених трошкова рада у јавном сектору.

Реални пад потрошње државе на годишњем нивоу од 0,3% био је очекиван и последица је, у суштини, замрзавања зарада у јавном сектору до јануара 2011.

Инвестициона активност

Процењује се да су инвестиције у фиксне фондове у Т4 у благом паду у односу на Т3.

На смањење инвестиција у фиксне фондове у Т4 указују успоравање увоза и раст извоза у условима стагнације домаће производње капиталних добара. Допринос бруто инвестиција у фиксне фондове расту БДП-а износи -0,1 п.п.

Инвестициона активност државе, посматрано са становишта обима капиталних издатака, мања је за 1,7% десезонирано у односу на Т3. Под претпоставком да динамика ових издатака прати инвестиције државе, приватне инвестиције су стагнирале.

Пад инвестиција последица је реалног мањег прираста залиха.

Графикон IV.4.4. Извоз и увоз робе
(у млн EUR)



Дефицит робне размене је смањен у односу на Т3 захваљујући бржем расту извоза.

Табела IV.4.1. Индикатори кретања инвестиција

	2005-2008. (просек)	2010.			
		I	II	III	IV
Реални показатељи					
<i>(десезонирани подаци, тромесечни раст, у %)</i>					
Грађевинарство	2,2	-0,7	-3,4	-1,2	1,5 *
Индустријска производња капиталних производа (физички обим)	-6,5	-2,2	-6,1	-5,9	-0,1
Извоз капиталних производа**	29,3	-4,5	9,9	-8,3	14,8
Увоз капиталних производа**	11,2	-8,3	8,2	15,1	-3,1
Залихе капиталних производа	-1,6	5,8	2,5	-6,9	-9,7
Индустријска производња интермедијарних производа (физички обим)	3,9	-5,1	6,7	0,8	-2,5
Извоз интермедијарних производа**	17,6	6,5	5,9	1,6	12,6
Увоз интермедијарних производа**	15,4	0,2	12,0	12,5	4,4
Залихе интермедијарних производа	0,5	0,0	-2,8	-0,8	-3,8
Инвестиције државе**	16,2	-17,7	-3,3	19,5	-1,7
Финансијски показатељи					
Средњорочно и дугорочно задуживање привреде у иностранству (нето, у млн EUR)	528,8	-141,0	-270,0	-150,0	-233,0
Домаћи краткорочни кредити одобрени привреди (у млрд динара)	54,7	32,5	39,4	19,7	36,4
Домаћи дугорочни кредити одобрени привреди (у млрд динара)	51,8	16,1	35,8	12,3	26,1
Домаћи дугорочни кредити одобрени становништву (у млрд динара)	70,4	23,9	43,8	22,8	13,6

* Процена НБС.

** Увоз је дефлациониран индексом цена произвођача индустријских производа у Немачкој; извоз је дефлациониран извозним ценама капиталних производа; инвестициона потрошња државе је дефлационирана индексом цена произвођача индустријских производа.

Нето екстерна тражња

Бржи раст извоза од увоза имао је позитиван утицај на кретање економске активности у Т4.

У Т4 је остварен бржи десезонирани раст извоза од увоза, чиме је спољнотрговинска размена повољно утицала на кретање БДП-а (допринос нето извоза 0,8 п.п.).

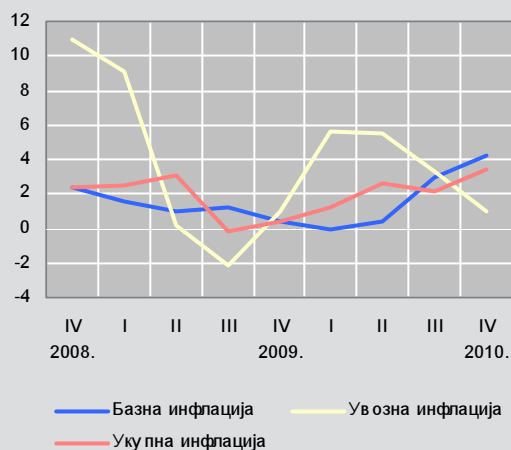
Спољнотрговинска размена је, и међугодишње посматрано, у Т4 имала позитиван утицај на БДП (допринос 1,0 п.п.), будући да је настављен знатно бржи раст робног извоза од увоза (33%, наспрам 12% м.г.). Расту робног извоза највише су допринели извоз пољопривредних (кукуруз, јабуке) и индустријско-прехрамбених производа, извоз основних метала (гвожђе и челик и обојени метали), као и електричних машина и хемијских производа. С друге стране, раст увоза је остварен у највећој мери по основу увоза средстава за репродукцију, што представља позитиван сигнал у погледу кретања економске активности у наредном периоду.

Извоз је у Т4 по први пут премашио ниво од пре кризе и у децембру је био, десезонирано посматрано, за 16% виши од свог просечног нивоа у периоду јануар-септембар 2008. године. Увоз је и даље 23% испод просечног нивоа у том преткризном периоду. Снажан раст извоза резултат је делимично депрецијације динара из претходног периода, али и раста цена хране и основних метала на светском тржишту. С обзиром на то да се чланицама СЕФТА (које су наш други по важности трговински партнер и с којима остварујемо суфицит у размени) предвиђа да ће наставити с економским опоравком у 2011. години – перспективе извоза Србије остају добре.

Таква кретања у Т4 резултирала су трговинским дефицитом 13% нижим у односу на исти период прошле године.

Увозна инфлација¹⁰ је у Т4, трећи месец заредом, снижена и износила је 1,0%.¹¹ Успоравању раста увозне инфлације највише је допринело смањење депрецијације номиналног ефективног курса динара у

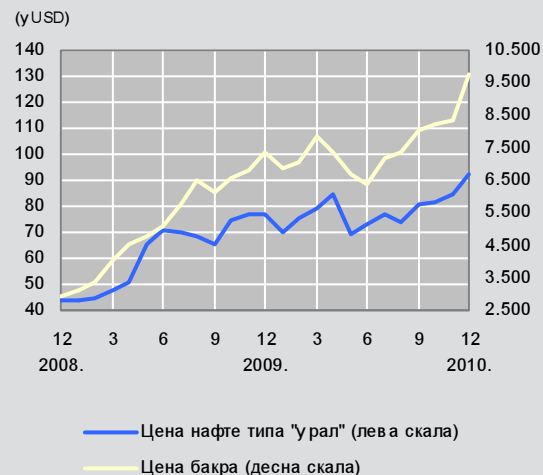
Графикон IV.4.5. Домаћа и увозна инфлација (тримесечне стопе раста, у %)



Извор: НБС и Eurostat.

Успоравање раста увозне инфлације у Т последица је мање номиналне ефективне депрецијације динара у односу на Т3, као и мањег раста цена у ЕУ и САД.

Графикон IV.4.6. Кретање цена нафте и бакра



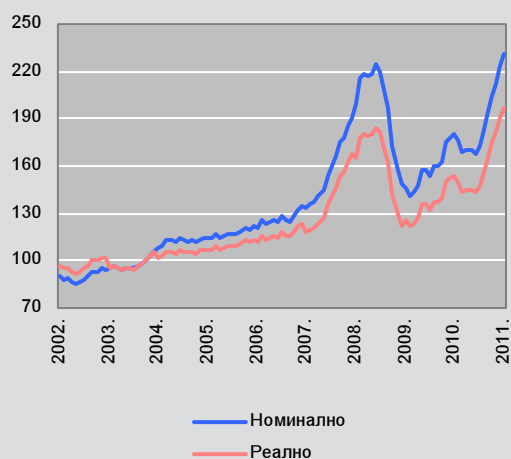
Извор: Bloomberg.

Цена нафте у Т4 је у порасту, а највећи раст је забележен у децембру. Слично је и са ценом бакра, с тим што је њен децембарски пораст још израженији.

¹⁰ Увозна инфлација представља резултат промене номиналног ефективног курса динара (пондери: евро 0,8, долар 0,2) и цена у еврозони и САД (пондери 0,8 : 0,2).

¹¹ Однос просека два узастопна тримесечја.

Графикон IV.4.7. Индекс светских цена хране (2002 - 2004 = 100)



Извор: ФАО, УН.

Од јуна 2010. светске цене хране рапидно расту.

односу на Т3 (са 3,4% на 0,2%). У исто време, цене у ЕУ и САД повећане су у просеку за 0,7%. Међутим, успоравање раста увозне инфлације није се знатније одразило на раст укупне и базне инфлације (које су у Т4 убрзале раст¹²).

Цена нафте се у Т4 кретала на нивоу од око 80 америчких долара по барелу. До изразитијег раста цене дошло је у децембру, када је прешла 90 долара, пре свега због изузетно хладног времена и веће од очекиване тражње, што је изазвало и пад залиха ове стратешке сировине у САД. На раст цене утицао је и снажнији него што се очекивало глобални привредни раст, као и побољшање глобалних економских перспектива. Према проценама Међународне агенције за енергију, у 2011. години се очекује већа тражња за нафтом у односу на 2010. Процене су да ће цена нафте у наредном периоду прећи 100 долара, што може да угрози започети глобални економски опоравак.

Цена бакра, најзначајнијег обојеног метала, имала је у Т4 изразит раст. Крајем децембра 2010, цена је била виша за 16% у односу на крај новембра и достигла је рекордно висок ниво од близу 10.000

долара по тони (који је почетком фебруара премашила). Глобални привредни опоравак, а посебно висока тражња са тржишта у успону из региона Азије и Европе, основни су узроци неочекивано високог раста цене бакра.

Према индексу светских цена хране, који објављује Организација УН за храну и пољопривреду, у децембру је забележен рекордан ниво цена хране.¹² Највиши раст имала је цена шећера (која је достигла 30-годишњи максимум), затим цена меса и уљане репице. Цена пиринча је у децембру била релативно стабилна, док је код пшенице остварен висок раст цене због неповољних временских услова. Ситуација се додатно погоршала када су највећи произвођачи (Русија и Украјина) увели извозне рестрикције, а расту цена је, у извесној мери, допринело и слабење долара.

5. Економска активност

Након знатног раста у Т3, процењује се да је економска активност у Т4 смањена, а негативни производни јаз повећан. Процењује се да ће опоравак бити настављен у наредном тромесечју.

Раст БДП-а у Т3 од 1,7% десезонирано (2,7% мг.) био је знатно виши од раста очекиваног у новембарском Извештају о инфлацији. Убрзан раст економске активности остварен је захваљујући, у великој мери, бољим резултатима у области аграра, тј. блажем паду пољопривредне производње. Позитиван допринос расту економске активности дали су пре свега осетан раст промета у трговини, као и раст активности у сектору саобраћаја, складиштења и веза и у прерађивачкој индустрији. Непољопривредна додата вредност (НДВ) остварила је раст од 1,7% десезонирано (3,3% мг.), чиме се приближила нивоу пре кризе.

Међутим, процењује се да је у Т4, након побољшања економске активности у Т3, дошло до пада БДП-а од 0,7% десезонирано и нешто мањег пада НДВ-а (за 0,4%). Међугодишње посматрано, процењује се да је раст БДП-а у Т4 успорен на 1,8%, а НДВ-а на 2,5%.

¹² Однос просека два узастопна тромесечја.

¹³ FAO Food Price Index се израчунава од јануара 1990. године; укључује цене већине примарних производа – пшенице, кукуруза, пиринча, уљане репице, млечних производа, шећера и меса.

Пад оцењеног БДП-а у Т4 у односу на Т3 последица је у највећој мери пада индустријске производње (допринос $-0,6$ п.п.). Такође, паду су допринели смањење пољопривредне производње и промета у трговини (са по $0,1$ п.п.). Међугодишње посматрано, успоравање раста БДП-а последица је пада пољопривредне производње (допринос $-0,3$ п.п.), индустријске производње ($-0,2$ п.п.), која је, након два тромесечја опоравка, поново у паду, као и грађевинске активности ($-0,1$ п.п.).

На пад индустријске производње утицао је пад производње у прерађивачкој индустрији и пад производње и дистрибуције електричне енергије, гаса и воде.

У оквиру прерађивачке индустрије, смањена је производња прехранбених производа и пића, производња хемикалија и хемијских производа и производња кокса и деривата нафте. На смањење производње прехранбених производа и пића утицао је знатан раст цена сировина (пре свега због лошије године у пољопривреди) и ограничене могућности произвођача да тај раст пребаце на крајње потрошаче услед ниске домаће тражње. Ремонт Рафинерије у Панчеву, започет средином октобра, одразио се на

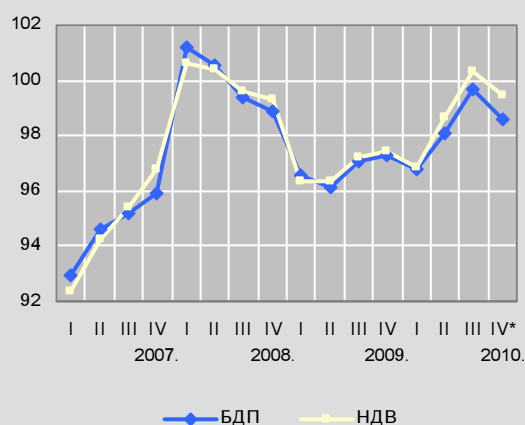
осетан пад производње Нафтне индустрије Србије у истом месецу. Са завршетком ремонта крајем новембра производња је донекле оживела, али је остала на веома ниском нивоу до краја године. Производња моторних возила забележила је међугодишњи пад, првенствено због престанка субвенционисања кредита за куповину аутомобила домаће индустрије.

На смањење индустријске производње у Т4 утицало је, поред пада производње у прерађивачкој индустрији, и смањење производње електричне енергије, највише због натпросечно високих температура у новембру.

Смањење економске активности у Т4 последица је пада пољопривредне производње у овом периоду ($1,2\%$ дсз.), што је негативно допринело расту БДП-а са $0,1$ п.п. Забележен је пад производње пре свега повртног биља, воћарства и виноградарства, док је значајан раст забележен у производњи жита (кукуруза), као и индустријског биља (соја, шећерна репа).

Процењује се да је негативан допринос расту БДП-а имао и промет у трговини ($0,6\%$ дсз.). Месечни пад промета нарочито је био изражен у току октобра у трговини на мало. Тиме је тренд њеног опоравка из

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



* Процена НБС.

У Т4 је дошло до пада БДП-а, пре свега због пада прерађивачке индустрије.

Графикон IV.5.2. Доприноси међугодишњем расту БДП-а (у процентним поенима)



* Процена НБС.

У Т4 се очекује успоравање раста економске активности.

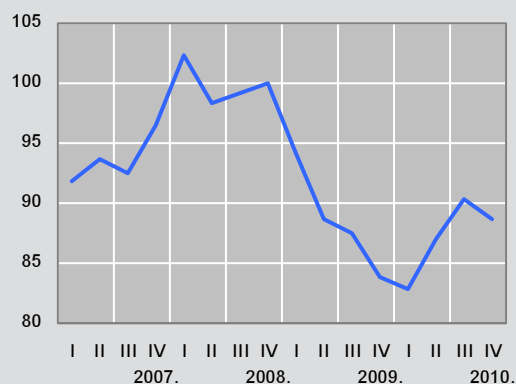
претходна два тромесечја прекинут на нивоу који је знатно нижи у поређењу с периодом пре кризе. Смањење малопродајног промета последица је даљег реалног пада зарада, као и пада потрошачких и готовинских кредита. Ситуација је боља у односу на исти период прошле године – процењује се да је у Т4 промет у трговини већи за 7,1% мг.

Након раста у претходна два тромесечја, процењује се да је у сектору хотела и ресторана активност у односу на Т3 опала (допринос расту БДП-а -0,1 п.п.). На то указује како пад промета у угоститељству, тако и смањење броја ноћења туриста. У односу на Т4 претходне године, процењена активност у овом сектору је већа за 4,9%.

Пад активности у грађевинарству, који траје у континуитету готово три године, заустављен је у Т4. Процењује се да је грађевинска активност већа за 1,5% десезонирано у односу на претходно тромесечје. Међугодишње посматрано, пад грађевинске активности је успорен, а опоравак се очекује током 2011. године с растом инвестиција, пре свега приватног сектора.

Позитиван допринос оцењеном расту БДП-а у Т4 остварио је сектор саобраћаја, складиштења и веза

Графикон IV.5.4. Кретање трговине на мало (десезонирани подаци, 2008 = 100)



Након знатног раста у претходна два тромесечја, малопродајни промет у Т4 је смањен.

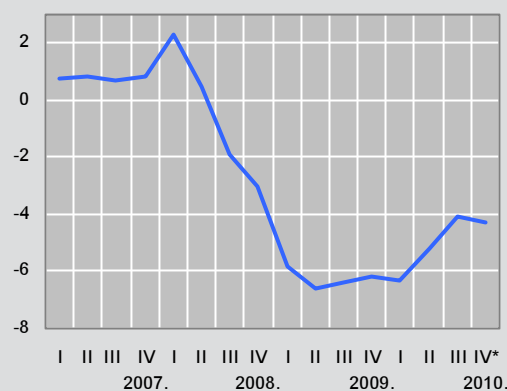
како на тромесечном (0,2 п.п.), тако и на међугодишњем нивоу (1,0 п.п.). Раст у овом сектору је остварен у највећој мери захваљујући порасту путничког и теретног саобраћаја.

Графикон IV.5.3. Кретање индустријске производње (десезонирани подаци, 2008 = 100)



Након опоравка у претходна два тромесечја, индустријска производња у Т4 бележи пад.

Графикон IV.5.5. Производни јаз* (процентуално одступање од тренда)



* Процена НБС.

Негативан производни јаз се продубљује, због пада економске активности у Т4 у односу на Т3.

Раст у Т4 на тромесечном нивоу остварило је и финансијско посредовање. Убрзање реалног раста кредитне активности (због раста кредита привреди), као и знатно повећање депозита у банкарском сектору („Недеља штедње“), резултирали су растом у сектору финансијског посредовања (допринос расту БДП-а 0,1 п.п.).

Процењује се да је пад економске активности у Т4 привремен (смањење производње електричне енергије због натпросечно високих температура у новембру, ремонт Рафинерије у Панчеву) и да ће у првом тромесечју 2011. доћи до раста економске активности, у великој мери захваљујући расту производње Ју Ес стила.

Имајући у виду кретања у претходним тромесечјима и очекивања за Т4, процена стопе раста БДП-а у 2010. години је око 1,7%. Будући да се очекује раст пољопривредне производње у 2011. (по основу боље пољопривредне године и ниске базе из 2010), као и бржи опоравак прерађивачке индустрије, процењује се да ће раст БДП-а у 2011. износити око 3,0%.

Као резултат успоравања економске активности у Т4, негативан производни јаз мерен одступањем НДВ од тренда – продубљује се. Такво кретање производног јазу указује да се дезинфлаторни притисци настављају због и даље ниске агрегатне тражње.

6. Кретања на тржишту рада

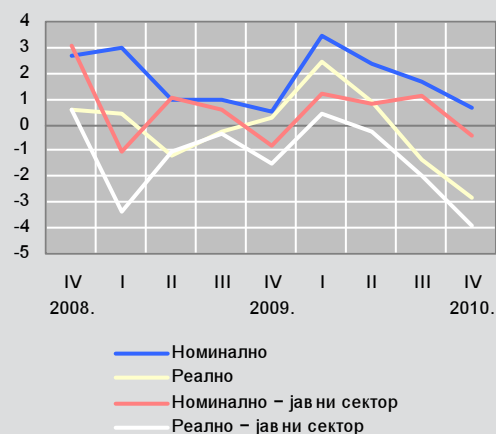
Зараде

Пад реалних зарада у Т4 је настављен и у приватном и у јавном сектору. Јединични трошкови рада у индустрији успоравају пад.

Према десезонираним подацима, номиналне зараде су у Т4 успориле раст, док су реалне зараде биле у паду у односу на претходно тромесечје. Номиналне нето зараде су веће за 0,6% (пре свега по основу раста у приватном сектору), а реалне мање за 2,8% (смањење је забележено и у приватном и у јавном сектору). Пад реалних зарада последица је у највећој мери убрзаног раста трошкова живота.

Раст номиналних нето зарада остварен је у већини делатности, првенствено у пољопривреди, рибарству, грађевинарству, саобраћају и финансијама. С друге стране, у трговини је забележено смањење номиналних зарада, због пада промета у овом сектору.

Графикон IV.6.1. Кретање просечних нето зарада – укупно и јавни сектор
(десезонирани подаци, тромесечни раст, у %)



Пад реалних зарада у Т4 опредељен је у највећој мери падом зарада у јавном сектору.

До пада номиналних зарада је такође дошло у сектору вађења руда и камена и у сектору послова с некретностима.

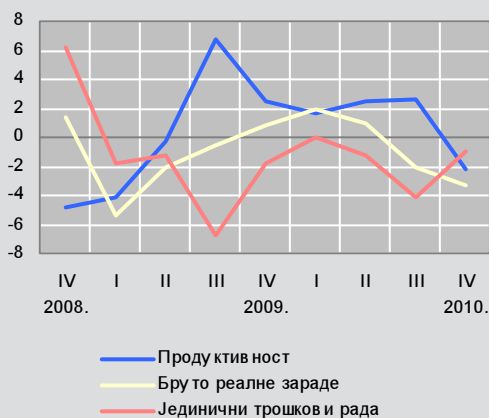
Реално посматрано, нето зараде су у готово свим делатностима биле у паду, пре свега у секторима индустрије, при чему је најизраженији пад у сектору вађења руда и камена. Реалне зараде су пале и у трговини и хотелијерству. Раст реалних зарада је забележен само у секторима рибарства и грађевинарства.

Зараде у јавном сектору су у паду и номинално и реално (0,4% и 3,9% дсз., респективно). У приватном сектору је остварен раст номиналних зарада (3,1% дсз.), док су реалне зараде забележиле пад (1,1% дсз.).

Међугодишње посматрано, номиналне зараде су наставиле да расту (8,4%), а у реалном изразу да бележе пад (1,0%). Просечна нето зарада у Т4 је, према оригиналним подацима, износила 36.141 динар (око 339 евра). Раст номиналних зарада је остварен и у јавном и у приватном сектору (2,7% мг. и 13,2% мг.). Реалне зараде у јавном сектору су наставиле да падају (6,1% мг.), док је у приватном сектору забележено успоравање њиховог раста (3,3% мг.).

Пад јединичних трошкова рада у индустрији је у Т4 успорен у односу на Т3. То успоравање је последица пада продуктивности рада (након више од годину

Графикон IV.6.2. Кретање продуктивности, бруто реалних зарада и јединичних трошкова рада у индустрији
(десезонирани подаци, тромесечни раст, у %)



Због пада продуктивности, успорен је пад јединичних трошкова рада иако је пад бруто реалних зарада настављен.

дана раста), иако је пад реалних бруто зарада настављен. Иста тенденција је забележена и у прерађивачкој индустрији.

У 2010. години су порасле номиналне и реалне нето зараде (7,6% и 0,7%, респективно). Такво кретање је резултат пре свега раста зарада у приватном сектору (13,0% номинално и 6,6% реално). У јавном сектору номиналне нето зараде су повећане за 2,4%, а реално смањене за 3,4%.

На основу одлуке Владе, зараде у јавном сектору и пензије су од 1. јануара 2011. године одмрзнуте и очекује се њихово повећање, које ће зависити од кретања економске активности и инфлације. Известан раст зарада очекује се и у приватном сектору. Ипак, процењује се да у 2011. години неће доћи до толиког раста зарада да би домаћа тражња по том основу била знатније повећана.

Запосленост

Број запослених је наставио да се смањује у Т4, али успореније него у претходном тромесечју. Према Анкети о радној снази, стопа незапослености је током 2010. године стагнирала (19,2%).

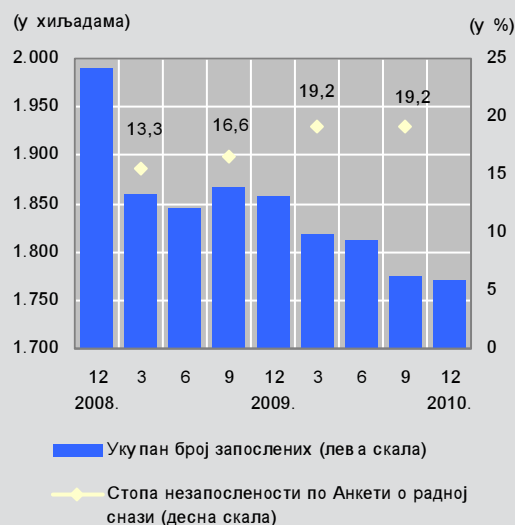
Према званичним статистичким подацима, број запослених је у Т4 наставио да се смањује (за 3.836

лица, или 0,2%), али успоренијим темпом у поређењу са Т3. Наставак пада запослености је последица, у највећој мери, смањења броја запослених у прерађивачкој индустрији (допринос -0,2 п.п.) због ниског нивоа активности у том сектору. Запосленост бележи пад и у сектору саобраћаја, складиштења и веза и у сектору послова с некретностима. С друге стране, укупан број запослених у јавном сектору је у Т4 у благом порасту и изнад просечног нивоа пре кризе (првенствено у образовању и у комуналним услугама).

У односу на исти период претходне године, број запослених у Т4 је мањи за 4,7%, што је и даље највише последица смањења броја предузетника и запослених код њих (допринос -3,1 п.п.). Ипак, међугодишњи пад укупне запослености је успорен због успоравања пада броја запослених у већини делатности, а пре свега у прерађивачкој индустрији и грађевинарству. С друге стране, запосленост у финансијском посредовању и сектору послова с некретностима бележи у Т4 нешто мањи међугодишњи раст.

Према подацима Анкете о радној снази из октобра 2010. године, стопа незапослености је непромењена у односу на април (19,2%), а у односу на октобар 2009. године је виша за 2,6 п.п.

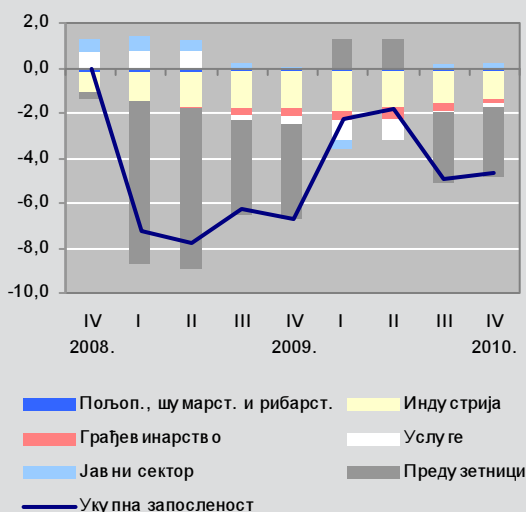
Графикон IV.6.3. Незапосленост



Извор: Национална служба за запошљавање и РСЗ.

Смањење броја запослених у Т4 је успорено у односу на претходно тромесечје. Стопа незапослености у октобру је иста као и у априлу 2010.

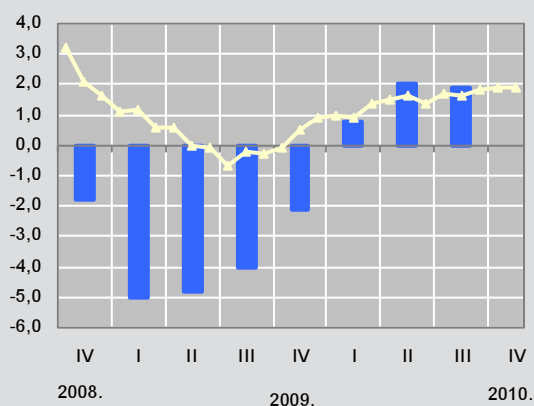
Графикон IV.6.4. Запосленост по секторима (допринос међугодишњем расту запослености, у процентним поенима)



Извор: РЗС.

Пад запослености у Т4 је успорен, чему је знатно допринело успоравање пада броја запослених у прерађивачкој индустрији и грађевинарству.

Графикон IV.7.1. БДП и инфлација у зони евра (међугодишње стопе раста)



Извор: Eurostat.

У Т3 је остварен спорији раст БДП-а у односу на Т2. У Т4 се очекује наставак успоравања раста БДП-а, али и јачање инфлаторних притисака.

Незапосленима ће у 2011. години, према плану Националне службе за запошљавање, бити понуђено седам програма за запошљавање. Предвиђа се да ће на тај начин посао наћи 60.000 људи, а за реализацију тог пројекта је планирано 5,6 млрд динара. Пројекат обухвата програме „Прва шанса 2011“ и „Стручна пракса 2011“, као и друге мере (субвенције за отварање нових радних места, субвенције за samozapošljavanje, јавни радови у социјалним и хуманитарним делатностима и обука за потребе послодаваца).

7. Међународно окружење

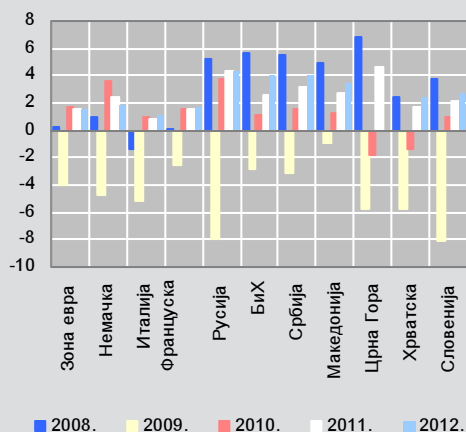
Година 2010. означила је почетак осетнијег глобалног привредног опоравка и изласка из светске економске кризе. Снажан опоравак немачке привреде је значајан за извоз Србије.

Знатан опоравак светске економије у 2010. години (већина аналитичара очекује раст од преко 4%) наводи на закључак да је глобална економска криза окончана. Ипак, динамика опоравка није уравнотежена и очекује се да се земље Азије, Латинске Америке и централне и источне Европе, вероватно, већ у првој половини 2011. године врате на стопе раста од пре економске кризе, док се код развијених земаља то неће десити пре 2013. Спорији опоравак индустријских земаља последица је, у великој мери, чињенице што су се негативни ефекти кризе највише испојили управо код ове групе земаља.

У зони евра, финансијска тржишта нису успела да се стабилизују до краја 2010. године упркос обимним мерама подршке ЕЦБ.¹⁴ Криза поверења се продубљује, нарочито након што је и Ирска била принуђена да прими пакет финансијске помоћи (85 млрд евра). Иако европске власти не доводе у питање пројекат монетарне уније, у еврозони још нема политичког консензуса о решењу кризе државних

¹⁴ Нпр. програм спасавања за Грчку у висини од 110 млрд евра, формирање фонда за помоћ другим чланицама еврозоне вредан 750 млрд евра, повећан откуп обвезница ЕЦБ-а високо задужених земаља еврозоне.

Графикон IV.7.2. Раст БДП-а Србије и најважнијих спољнотрговинских партнера и пројекције (у %)



Извор: Consensus Forecast, January 2011.

О поравању привредног раста најважнијих спољнотрговинских партнера Србије, посебно Немачке, у 2010. резултирао је знатним растом извоза.

дугова. Несигурност и колебања на финансијским тржиштима биће присутни и у наредном периоду.

Привредни раст у еврозони је у Т3 знатно успорен у односу на Т2, а према првим проценама то ће се наставити и у Т4. Ипак, за српску привреду је охрабрујући снажан раст привреде Немачке која је наш важан спољнотрговински партнер. У 2011. години се у земљама централне и источне Европе очекује раст БДП-а од око 3,6%, од чега највећи у Пољској и Словачкој. Од значајних спољнотрговинских партнера, виши привредни раст се очекује пре свега у Црној Гори, али и у Босни и Херцеговини. С друге стране, процене су да ће економска активност у Италији, земљи која је међу најважнијим спољнотрговинским партнерима Србије, након скромног раста у 2010, имати још скромнији раст у 2011. години.

Монетарна политика у еврозони и током 2011. године ће, највероватније, упркос растућим инфлаторним притисцима, бити експанзивна због потребе да се одржи ликвидност привреде. Иако је инфлација у

децембру 2010. премашила циљ од близу (али испод) 2%, она још не представља опасност и не даје повод ЕЦБ-у да монетарну политику заоштрава.

Након дужег периода вођења експанзивне монетарне политике, централне банке земаља централне и источне Европе могле би да изврше заокрет и промене карактер те политике. То може да се очекује нарочито у оним земљама у којима се предвиђа виши привредни раст у 2011. Раст инфлаторних притисака утицао је да централна банка Мађарске у Т4 (у два наврата) подигне референтну каматну стопу и за сада је Мађарска, поред Србије, једина у региону монетарну политику заоштравала.

Привредни раст у САД показује знаке благог опоравка. Евидентно је да стимулативне мере монетарне и фискалне политике дају повољне резултате и да америчка привреда показује завидан степен отпорности на потресе. Поверење инвеститора у одрживост опоравка САД веће је него кад је реч о еврозони. Због тога се, приликом тражења сигурносног уточишта, инвеститори радије окрећу куповини америчких хартија од вредности.

Очекује се да ће ФЕД и током 2011. године наставити с веома експанзивном монетарном политиком и процесом откупа обвезница Трезора. Циљ је смањење дугорочних приноса на обвезнице, који би утицали на пад каматних стопа на хипотекарне зајмове и комерцијалне кредите, чиме би се стимулисале потрошња и привредна експанзија.

Експанзивни карактер монетарне политике ФЕД-а није се одразио на очекивано слабљење долара током Т4. Штавише, долар је у новембру осетно јачао у односу на евро, упркос одлуци ФЕД-а да купи нових 600 млрд долара обвезница Трезора. Основни разлози апрецијације долара у том периоду били су неизвесност око одрживости јавних финансија високо задужених чланица еврозоне, могућност ширења кризе на развијеније (и веће) економије и неповерење инвеститора у стабилност евра. Због неизвесности улагања у еврозони, инвеститори су се окретали не само долару него и швајцарском франку и јапанском јену. Тако је швајцарски франак у 2010. ојачао у односу на евро за чак 15%, а у односу на долар за више од 10%. Нестабилна кретања на девизним тржиштима највероватније ће се наставити и у наредном периоду.

V. Пројекција инфлације

Инфлација би, након пребацивања горње границе циља у већем делу 2011, крајем године требало да се креће око те границе, а у току 2012. у границама циља. Трошковни притисци на цене хране и висок раст регулисаних цена ће у првој половини 2011. одржавати инфлацију на високом нивоу, упркос ниској тражњи и актуелном јачању динара. Знатнији пад инфлације очекујемо у другој половини 2011. и почетком 2012, по основу очекиваног релативног пада цена хране и ниске агрегатне тражње. Очекује се да ће економска активност у току 2011. и 2012. оставарити бржи раст него у претходној години. Извршни одбор процењује да у наредном периоду пре може да дође до повећања или задржавања референтне каматне стопе на садашњем нивоу него до њеног смањења.

Циљ средњорочне пројекције инфлације је да прикаже пројектовано кретање инфлације (индекс потрошачких цена) у наредном периоду, основне факторе који ће одређивати то кретање, као и ризике њеног остварења. Пројекција инфлације приказује се у виду распона и централне пројекције. Претпоставка пројекције је да монетарна политика својим мерама активно делује тако да инфлација у средњем року буде у границама дозвољеног одступања од циља, што је у садашњем оквиру монетарне политике њена основна улога.

Почетни услови

Брз раст потрошачких цена у Т4 2010. је настављен, а инфлација је, први пут од званичног увођења режима циљане инфлације, премашила горњу границу циља. Инфлаторни притисци су у највећој мери потицали од високих трошкова у производњи индустријско-прехрамбених производа, због летошњег поскупљења пољопривредних производа (у свету и код нас), као и по основу одложеног преноса депрецијације динара из прве половине 2010. на потрошачке цене.

Раст светских цена пољопривредних производа, који је био нарочито изражен од јуна прошле године, настављен је у Т4 и на почетку 2011. По основу наставка раста светских цена пшенице, кукуруза, сунцокрета, шећера, кафе итд., за сада су задржани инфлаторни притисци на цене индустријско-прехрамбених производа.

У порасту су и светске цене других примарних производа. Нафта је од септембра поскупела око 20%, а сличну тенденцију имају и основни метали. У порасту су такође светске цене вуне и памука, што подиже трошкове у производњи одеће.

За разлику од претходних неколико година, сам крај 2010. и почетак 2011. обележили су умерени

апрецијацијски притисци. Поред повећања референтне каматне стопе и пада премије ризика, томе је допринео и постепени повратак поверења инвеститора за улагања у Србији.

Мада је динар у Т4, у просеку, номинално ослабио, знатно виша инфлација у Србији у односу на еврозону, после дуже времена је довела до реалне апрецијације динара према еврџу и смањења депрецијацијског јаза. Ипак, и даље отворени депрецијацијски јаз сугерише да су реални маргинални профити нето увозника у Т4 још релативно ниски.

Инфлаторна очекивања су током Т4 наставила умерено да расту, а почетком 2011. године су се стабилизовала.

Агрегатна тражња у целини је и даље ниска и, као таква, успорава ценовни раст. Проширење негативног производног јазу у Т4 указује да ће ниска тражња и у наредном периоду бити важан дезинфлаторни фактор.

Економска активност је, након високог раста у Т3, у Т4 била у паду, као последица пада домаће тражње и лоше године у пољопривреди. С друге стране, бржи раст извоза од увоза дао је позитиван допринос расту производње, чему је, поред депрецијације динара, допринео и раст цена наших кључних извозних

производа (храна и основни метали) на светском тржишту, али и опоравак иностране тражње.

У еврозони, чије су чланице наши главни спољнотрговински партнери, настављен је умерен пораст економске активности у Т4, упркос повећаној фискалној рестриктивности у многим њеним чланицама у другој половини 2010.

Повећање референтне стопе у Т4 са 9,5% на 11,5% и реална апрецијација динара резултирали су смањеним степеном експанзивности у односу на Т3. Почетком 2011. године референтна каматна стопа је повећана за 50 б.п., тако да она тренутно износи 12%.

Претпоставке пројекције

Према најавама државе, регулисане цене ће већ у Т1 2011. године порасти 6,9%, што је око средине договореног раста (7±2%) за целу годину. Због тога очекујемо да ће раст регулисаних цена премашити договорене оквире у 2011. години, док смо за 2012. претпоставили нешто нижи раст.

Будући да су цене воћа и поврћа, након снажног прошлогодишњег раста, на високом нивоу, у 2011. години очекујемо њихов релативан пад, тј. спорији раст у односу на остале цене уз претпоставку остварења просечних резултата у пољопривредној производњи.

Из истих разлога очекујемо и умерени пад цена осталих пољопривредних производа који улазе као инпут у производњи индустријско-прехрамбених производа (пшеница, кукуруз, сунцокрет....).

У наредном периоду очекујемо и наставак тренда реалне апрецијације динара према евр, тј. ценовне

конвергенције Србије ка еврозони. Такође, очекује се даљи пад премије ризика земље, захваљујући опоравку светске привреде и постепеном повратку поверења инвеститора у Србију. У таквим условима тренд реалне камате ће се постепено смањивати.

Очекује се наставак умереног и одрживог раста привреде еврозоне. Инфлација је у децембру 2010. у еврозони порасла на 2,2% м.г., али су узроци тог скока оцењени као привремени и предвиђа се њено постепено враћање на ниво испод 2% у току 2011. године. Основна камата ЕЦБ-а остаће на непромењеном нивоу (1%) до краја 2011, а њено постепено повећање очекује се у току 2012. године.

Пројекција инфлације

Инфлација би, након пребацивања у већем делу 2011, крајем те године требало да се креће око горње границе, а у току 2012. у границама утврђеног циља (графикон V.0.1.).

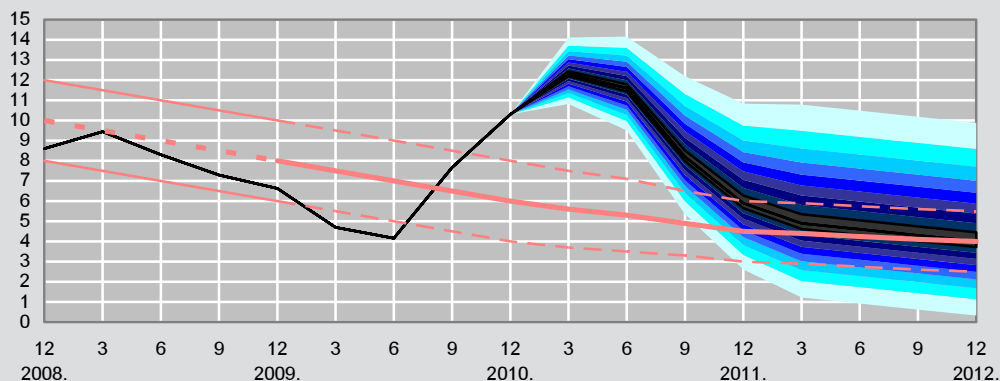
Потрошачке цене ће почетком 2011. имати релативно висок раст, пре свега због најављених знатних корекција регулисаних цена, као и наставак високог раста цена хране. Од регулисаних цена, у Т1 се очекује поскупљење електричне енергије, цигарета, природног гаса, градског превоза, комуналија и лекова. Томе треба додати и поскупљење бензина, чију је цену донедавно регулисала држава.

Иако су у другој половини 2010. индустријско-прехрамбени производи знатно поскупели, процењујемо да се пренос раста трошкова у њиховој производњи (цене пшенице, кукуруза, сунцокрета...) још није исцрпео и да у првој

Табела V.0.1. Претпоставке пројекције

	2011.	2012.
Екстерне претпоставке		
Инфлација у ЕУ (Т4 на Т4)	1,5%	1,6%
Референтна каматна стопа ЕЦБ (на крају године)	1,0%	2,0%
Раст БДП-а у зони евра	1,5%	1,6%
Цена уралске нафте по барелу (крај године, у USD)	103	108
Интерне претпоставке		
Регулисане цене без деривата нафте (дец. на дец.)	10,0%	7,0%
Цене воћа и поврћа (дец. на дец.)	0,0%	5,0%
Трендови		
Апрецијацијски тренд реалног курса (просек)	1,5%	2,0%
Тренд реалне камате (просек)	4,5%	4,1%

Графикон V.0.1. Пројектована инфлација
(међугодишње стопе, у %)



Након пребацивања у већем делу 2011. инфлација би крајем године требало да се креће око горње границе, а у току 2012. у границама циља. Ризици пројекције асиметрични су навише због могућности бржег раста зарада у јавном сектору, регулисаних цена и цена примарних пољопривредних производа.

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

половини године можемо очекивати наставак њиховог поскупљења.

Те две компоненте ИПЦ (цене хране и регулисане цене) одржаваће месечне стопе инфлације на високом нивоу у првој половини 2011. године, што ће, због ниске базе (ниске стопе инфлације из истог периода претходне године), утицати на даљи раст међугодишње инфлације.

У другој половини 2011. године и почетком 2012. међутим, цене хране би могле деловати у супротном правцу. Пошто су, након лоше прошле сезоне у Србији и свету, цене пољопривредних производа на веома високом нивоу, може се чак и у случају просечне пољопривредне сезоне у току ове године очекивати њихов знатнији релативан пад у односу на остале цене, што би даље довело до пада трошкова у производњи индустријско-прехрамбених производа.

Дезинфлацији на средњи рок у великој мери допринеће и ниска тражња, нарочито имајући у виду да је јануарски раст пензија и зарада у јавном сектору (2%) нижи него што је било раније најављивано. Постепени опоравак економије довешће, додуше, до смањења негативног

производног јаза, тј. до постепеног слабљења дезинфлаторних притисака по основу тражње.

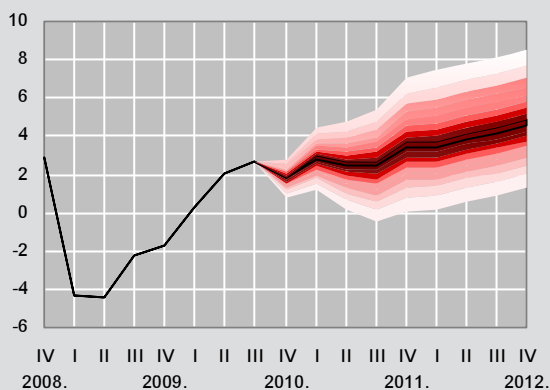
Депрецијацијски јаз, као индикатор ниских маргиналних профита нето увозника, требало би да се затвори већ почетком године, па по овом основу не очекујемо инфлаторне притиске. Затварање депрецијацијског јаза ће бити последица реалног јачања динара, због високих стопа инфлације и номиналне апрецијације динара почетком године.

Ниска тражња и преокрет у кретању цена хране биће кључни фактори који ће утицати на пад месечних стопа, а, уз високу базу, и на знатан пад међугодишњих стопа инфлације у другој половини 2011. и почетком 2012. године. Инфлација би у границе циља требало да се врати крајем 2011. или почетком 2012.

Економска активност у наредном периоду требало би да буде у умереном порасту (графикон V.0.2). У 2011. години се очекује њен убрзанији раст – од 3,0%.

Домаћа тражња ће имати нешто већи допринос расту него у претходном периоду. Овде мислимо пре свега на инвестиције у фиксне фондове, које би, након знатног пада у 2009. и 2010. години, у наредном периоду могле остварити раст захваљујући

Графикон V.0.2. Пројекција раста бруто домаћег производа
(међугодишње стопе, у %)



Очекује се убрзање привредног раста у току 2011. и 2012. године.

повољнијим изгледима у погледу економског опоравка и најави доласка бројних страних инвеститора уз субвенционисање државе.

Будући да ће стопа незапослености, и поред одређеног економског опоравка, још неко време бити висока, лична потрошња ће споро расти упркос одмрзавању пензија и зарада у јавном сектору.

У исто време, депрецијација динара у претходном периоду према евр и валутама земаља СЕФТА споразума, као и раст цена наших важних извозних производа (храна и основни метали) на светском тржишту, деловаће подстицајно на раст српског извоза. Економски опоравак и раст домаће тражње ће се, у исто време, одразити и на раст увоза, па се, у целини, по основу нето извоза ипак очекује нешто скромнији допринос расту БДП-а него у претходном периоду.

На већу стопу раста БДП-а у 2011. години утицаће и ниска база у пољопривредној производњи. Након лоше сезоне 2010. године, пољопривредна производња ће чак и у случају да наредна сезона буде просечна забележити пораст у 2011. Поред тога, високе цене пољопривредних производа требало би да дају значајан подстицај пољопривредницима за улагања у производњу.

Ризици остварења пројекције

Кључни ризици остварења нове пројекције тичу се кретања зарада у јавном сектору, регулисаних цена, цена хране, премије ризика и инфлационих очекивања.

Најава штрајкова запослених у јавном сектору актуелизује могућност да држава одступи од планираног раста зарада за ову годину. Уколико се то деси, инфлаторни притисци би били јачи у односу на приказану пројекцију, на шта би Народна банка Србије реаговала повећањем рестриктивности монетарне политике.

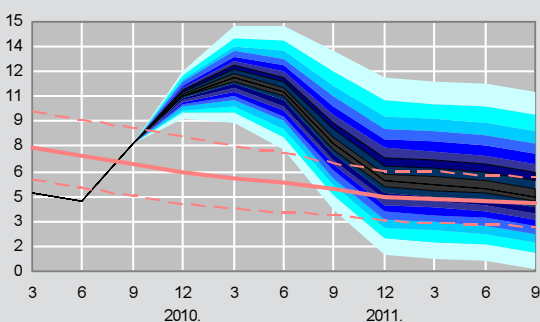
Улога државе биће значајна и када је у питању кретање регулисаних цена. Након што је у 2009. и 2010. договорени оквир за раст ових цена пребачен, и за почетак ове године су најављене бројне корекције регулисаних цена. Уколико дође до озбиљнијег пребацивања планираног раста регулисаних цена, то би померило враћање инфлације у границе циља у односу на приказану пројекцију.

Да ли и у којој мери ће се поскупљења индустријско-прехрамбених производа наставити зависиће претежно од кретања цена инпута у њиховој производњи (примарних пољопривредних производа). Од претпоставке наше пројекције да ће у наредном периоду доћи до умереног пада ових цена могућа су одступања у оба смера. У случају повољних временских услова у земљи и свету, цене пољопривредних производа могле би забележити знатнији пад, с обзиром на то да се (након лоше сезоне у 2010) налазе на изузетно високом нивоу. С друге стране, према неким аналитичарима, узроци раста тих цена су на страни тражње (раст тражње у земљама у развоју, производња биогорива), па би оне могле остати на високом нивоу или чак наставити с растом.

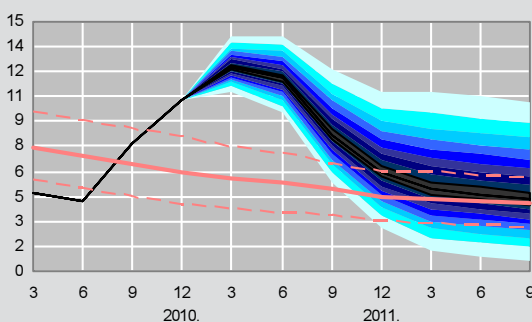
Премија ризика је у току претходне године имала велике осцилације (пораст у мају, а затим пад крајем године), што је у знатној мери утицало на кретање девизног курса. С обзиром на још увек присутну неизвесност економског опоравка и колебања на светским и регионалним финансијским тржиштима, и у наредном периоду је неизвесно кретање премије ризика и, по том основу, осцилације у девизном курсу. Од наше претпоставке благог пада премије ризика могућа су одступања у оба смера.

Графикон V.0.3. Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације

Новембарска пројекција
(међугодишње стопе, у %)



Фебруарска пројекција
(међугодишње стопе, у %)



Нова пројекција инфлације је у току 2011. године мало виша у односу на пројекцију објављену у новембарском Извештају о инфлацији, док је за 2012. приближно иста.

Такође, неизвесно је време трајања актуелне стабилизације инфлационих очекивања. Што инфлациона очекивања буду „усидренија“, процес дезинфлације у остатку године ће бити бржи.

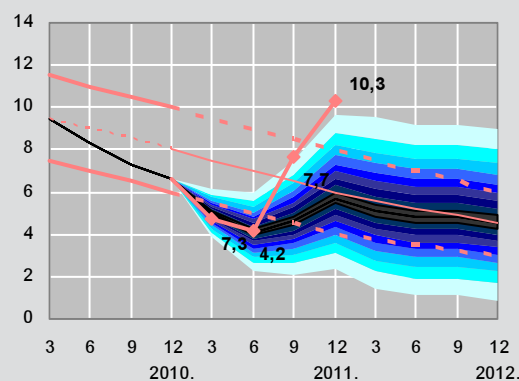
У целини, процењујемо да су ризици нове пројекције асиметрични навише, због могућности бржег повећања зарада у јавном сектору, знатнијег пораста регулисаних цена, као и могућег наставка раста цена примарних пољопривредних производа.

Поређење и остварење пројекција

Нова пројекција инфлације је у току 2011. године мало виша у односу на пројекцију објављену у новембарском Извештају о инфлацији (графикон V.0.3), док је за 2012. приближно иста. С једне стране, наставак раста цена примарних пољопривредних производа и раст регулисаних цена делују инфлаторније, док нижи раст пензија и зарада у јавном сектору него што је раније најављивано и апresiasiја динара делују дезинфлаторније у односу на претходну пројекцију.

Цене пољопривредних производа који улазе као инпут у производњу индустријско-прехрамбених

Графикон V.0.4. Остварење пројекције инфлације из фебруара 2010.
(међугодишње стопе, у %)



У другој половини 2010. инфлација је премашила горњу границу пројектованог распона пројекције из фебруара 2010.

производа (пшеница, кукуруз...) крајем 2010. и почетком 2011. године су наставиле раст, који је надмашио наша очекивања из новембарске пројекције, што повећава трошковне притиске на цене ових производа у односу на претходну пројекцију.

Након најаве бројних корекција регулисаних цена за почетак 2011. све је извесније да ће планирани раст ових цена за текућу годину ($7\pm 2\%$) бити премашен. Због тога смо нашу претпоставку о расту регулисаних цена за 2011. годину са 8%, колико је износила у претходној пројекцији, кориговали на 10% у новој пројекцији.

С друге стране, одлука Владе да, уместо раније планираног усклађивања пензија и зарада у јавном сектору с растом потрошачких цена у другом полугођу 2010. (6,3%), пензије и зараде повећа за 2% – повећаће дезинфлаторан утицај тражње, тј. умањити инфлаторне притиске у целини.

Поред тога, знатан пад премије ризика крајем 2010. и почетком 2011. године био је израженији него што смо очекивали у новембарској пројекцији, што је, између осталог, допринело апрецијацији динара у овом периоду и нижим инфлаторним притисцима по основу девизног курса, тј. увозне инфлације.

Промена претпоставки о расту цена примарних пољопривредних производа и регулисаних цена има у

току 2011. године нешто јачи утицај од промене претпоставки о расту зарада и паду премије ризика, због чега је нова пројекција инфлације мало виша у односу на претходну.

Инфлација је у другој половини 2010. била изнад пројектованог распона објављеног у Извештају о инфлацији из фебруара 2010. Главни разлог тих одступања су знатан раст цена хране у другој половини године и депрецијација динара у периоду мај–јул, као последица раста премије ризика због ескалације кризе јавног дуга у земљама еврозоне.

Очекивано кретање референтне камате стопе у наредном периоду

На основу текуће пројекције, а узимајући у обзир све ризике, Извршни одбор Народне банке Србије процењује да у наредном периоду пре може да дође до повећања или задржавања референтне каматне стопе на садашњем нивоу него до њеног смањења.

Табела А
Индикатори екстерне позиције Србије

	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	I 2010.	II 2010.	III 2010.	IV 2010.
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ ЛИКВИДНОСТИ (у %)												
Девизне резерве/увоз робе и услуга (у месецима)	4,1	4,8	3,9	6,2	9,1	7,2	5,2	9,4	9,8	8,6	7,6	7,4
Девизне резерве/краткорочни дуг	364,3	539,0	708,3	522,5	943,9	920,0	382,1	528,8	549,4	719,2	762,4	546,4
Девизне резерве/БДП	13,8	16,5	16,5	24,4	38,8	33,6	24,5	35,4	34,7	34,9	32,8	33,5
Отплата дуга/БДП	1,4	2,0	3,9	4,7	7,0	10,0	10,3	11,1	13,0	11,1	9,3	12,3
Отплата дуга/извоз робе и услуга	7,0	9,0	16,4	17,7	23,5	33,2	34,0	39,1	43,8	32,9	27,5	33,5
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)												
Спољни дуг/БДП	58,7	55,9	49,8	60,1	60,9	59,5	63,1	75,0	76,3	77,9	76,9	79,6
Краткорочни дуг/БДП	3,8	3,1	2,3	4,7	4,1	3,6	6,4	6,7	6,3	4,8	4,4	6,1
Спољни дуг/извоз робе и услуга	300,9	251,6	211,5	228,9	204,1	197,3	207,6	265,3	265,9	260,8	244,7	236,2
ИНДИКАТОРИ ИЗЛОЖЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКОМ РИЗИКУ (у %)												
Девизне резерве/М1	144,8	196,3	222,0	292,1	357,0	307,6	301,4	393,4	463,2	468,0	431,7	416,5
Девизне резерве/примарни новац	133,3	168,9	166,9	170,8	179,9	174,3	141,1	190,5	201,7	206,8	196,8	196,2
СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ)/БДП	59,3	63,9	73,7	73,6	81,2	85,8	86,8	73,6	77,5	83,1	83,7	88,3
МЕМОРАНДУМ: (у милионима евра)												
БДП	16.028	17.306	19.026	20.306	23.305	28.785	33.418	29.967	6.743	7.428	7.870	7.841
Спољни дуг	9.402	9.678	9.466	12.196	14.182	17.139	21.088	22.487	22.943	23.456	23.115	23.786
Сервисирање спољног дуга	218	348	736	945	1.635	2.885	3.453	3.314	879	824	733	967
Девизне резерве НБС	2.208	2.854	3.131	4.952	9.041	9.660	8.190	10.602	10.445	10.493	9.876	10.002
Краткорочни дуг	606	529	442	948	958	1.050	2.143	2.005	1.901	1.459	1.295	1.830
Биланс текућих трансакција	-671	-1.347	-2.620	-1.778	-2.356	-5.053	-7.054	-2.084	-760	-610	-523	-181
			Нов. 2004.	Јул 2005.	Феб. 2006.	Јун 2007.	Март 2008.	Дец. 2009.				
КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ			Standard & Poor's: B+	Standard & Poor's и Fitch: BB-	Standard & Poor's: BB-/позитиван; Fitch: BB-/стабилан	Standard & Poor's и Fitch: BB-/стабилан	Standard & Poor's и Fitch: BB-/негативан	Standard & Poor's: BB-/стабилан				Standard & Poor's и Fitch: BB-/стабилан

Методолошка објашњења:

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

Девизне резерве/краткорочни дуг (у %) – однос стања девизних резерви и стања краткорочног дуга крајем посматраног периода

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

Отплата дуга/БДП (у %) – однос отплате дуга и БДП-а током посматраног периода

Отплата дуга/извоз (у %) – однос отплате дуга и извоза робе и услуга током посматраног периода

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

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

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

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

Напомене:

1. Подаци су подложни кориговању према званичним изворима

2. У публикацији ММФ-а International Financial Statistics од октобра 2006. налази се страница за Републику Србију с подацима из монетарне статистике. За потребе тог извештаја, НБС је своје статистичке извештаје ускладила с међународним статистичким стандардима и методологијом која је, на нивоу ММФ-а, усклађена за све земље. С тим у вези, ускладили смо индикаторе изложености финансијском ризику.

3. Размена са Црном Гором регистрована је према припадајућим трансакцијама од 2003. године

4. Отплата спољног дуга не укључује превремену отплату дуга.

5. БДП за 2010. годину је процена Народне банке Србије

6. У складу с ВРМ5, део процењених дознака пребачен је из финансијског у текући биланс

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

8. Од септембра 2010. измењена је методологија статистике спољног дуга тако да се у спољни дуг јавног сектора укључују обавезе по основу алокације SDR (443,5 млн евра), искоришћене у децембру 2009, као и капитализована камата према Париском клубу поверилаца (86,4 млн евра), док су из спољног дуга приватног сектора искључени кредити закључени пре 20. децембра 2000. по којима се не врше плаћања (875,4 млн евра, од чега се 397 млн евра односи на домаће банке, а 478,4 млн евра на домаћа предузећа).

Табела Б
Основни макроекономски индикатори

	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	I 2010.	II 2010.	III 2010.	IV 2010.
Реални раст БДП-а (у %)	3,9	2,4	8,3	5,6	5,2	6,9	5,5	-3,1	0,3	2,0	2,7	1,8
Потрошачке цене (у % у односу на исти месец претходне године) ²⁾	14,8	7,8	13,7	17,7	6,6	11,0	8,6	6,6	4,7	4,2	7,7	10,3
Базна инфлација (у % у односу на исти месец претходне године) ²⁾	4,4	6,1	11,0	14,5	5,9	7,9	10,3	4,1	2,3	1,9	5,7	8,8
Девизне резерве НБС (у млн евра)	2.208	2.854	3.131	4.952	9.041	9.660	8.190	10.602	10.445	10.493	9.876	10.002
Извоз (у млн евра) ³⁾	3.125	3.847	4.475	5.330	6.949	8.686	10.157	8.478	2.009	2.505	2.668	2.888
- стопа раста у % у односу на претходну годину	16,0	23,1	16,3	19,1	30,4	25,0	16,9	-16,5	8,1	17,2	20,4	27,4
Увоз (у млн евра) ³⁾⁷⁾	-6.387	-7.206	-9.543	-9.613	-11.971	-16.016	-18.843	-13.577	-3.214	-3.665	-3.918	-4.036
- стопа раста у % у односу на претходну годину	27,2	12,8	32,4	0,7	24,5	33,8	17,7	-28,0	-4,4	12,5	16,1	12,7
Текући рачун платног биланса ⁴⁾⁷⁾ (у млн евра)	-671	-1.347	-2.620	-1.778	-2.356	-5.053	-7.054	-2.084	-760	-610	-523	-181
у % БДП-а	-4,2	-7,8	-13,8	-8,8	-10,1	-17,6	-21,1	-7,0	-11,3	-8,2	-6,7	-2,3
Незапосленост по Анкети (у %) ⁵⁾	13,3	14,6	18,5	20,8	20,9	18,1	13,6	16,1	/	19,2	/	19,2
Зараде (просечне за период, у еврима)	152,1	176,9	194,6	210,4	259,5	347,6	358,4	337,9	321,5	335,0	324,8	339,0
Републички буџетски дефицит/суфицит (у % БДП-а) ⁶⁾	-4,3	-2,6	-0,3	0,3	-1,9	-1,7	-1,8	-3,2	-3,1	-3,7	-2,8	-4,2
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а)	-1,8	-2,4	0,8	0,9	-1,9	-2,0	-2,4	-4,4	-3,5	-4,1	-3,5	-6,4
Јавни дуг Републике Србије (спољни + унутрашњи, у % БДП-а) ⁶⁾	71,9	63,7	50,9	50,6	40,1	31,4	26,3	32,9	33,8	35,9	38,6	40,7
Курс динара према долару (просек у периоду)	64,70	57,56	58,44	66,90	67,01	58,39	55,76	67,47	71,38	79,93	81,49	78,47
Курс динара према долару (крај периода)	58,98	54,64	57,94	72,22	59,98	53,73	62,90	66,73	74,38	85,48	78,11	79,28
Курс динара према евра (просек у периоду)	60,66	65,13	72,70	83,00	84,10	79,96	81,44	93,95	98,67	101,37	105,15	106,56
Курс динара према евра (крај периода)	61,52	68,31	78,89	85,50	79,00	79,24	88,60	95,89	99,76	104,37	106,17	105,50
<i>Меморандум</i>												
БДП (у млн евра)	16.028	17.306	19.026	20.306	23.305	28.785	33.418	29.967	6.743	7.428	7.870	7841 ¹⁾

¹⁾ Процена НБС.

²⁾ Цене на мало до 2006.

³⁾ Размена са Црном Гором регистрована је према припадајућим трансакцијама од 2003. године.

⁴⁾ У складу са ВРМ5, део проценених дознака пребачен је из финансијског у текући биланс.

⁵⁾ Извор: Анкета о радној снази, Републички завод за статистику.

⁶⁾ Извор: Билтен Министарства финансија РС.

⁷⁾ Од 1. јануара 2010. РЗС, према препорукама Канцеларије УН, увео је општи систем трговине, који представља шири концепт и код извоза и код увоза. Обухвата сву робу која улази на економску територију земље или је напушта, са изузетком робе која је у транзиту. Упоредиве податке РЗС је објавио за 2007, 2008. и 2009. годину. Претходне године су дате према специјалном систему трговине.

Напомена: Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.

Табела В
Основни макроекономски индикатори према пројекцији ММФ-а (јануар 2011)
(IMF Country Report No. 11/9, January 2011)

	2007.	2008.	2009.	2010. (пројекција)	2011. (пројекција)
Економска активност, цене и тржиште рада (промена у %)					
Реални раст БДП-а	6,9	5,5	-3,1	1,5	3,0
Реална домаћа тражња (апсорпција)	11,5	6,3	-6,8	-0,2	1,0
Потрошачке цене (просек)	6,5	12,4	8,1	6,2	9,4
Потрошачке цене (крај периода)	11,0	8,6	6,6	10,6	5,8
Номиналне бруто зараде	22,4	16,9	7,4	4,6	8,3
Реалне нето зараде	19,9	4,9	-0,7	-1,5	-1,0
Државне финансије (у % БДП-а)					
Приходи	43,5	41,9	40,7	40,0	38,7
Расходи	45,4	44,5	45,0	44,9	42,8
Фискални резултат	-1,9	-2,6	-4,3	-4,9	-4,1
Јавни дуг	35,2	33,4	36,8	43,5	40,9
Монетарни сектор (крај периода, 12-месечна промена, у %)					
М1	25,3	-3,8	8,7	1,9	18,3
МЗ ¹⁾	44,5	9,6	21,8	11,1	16,9
Домаћи кредити недржавном сектору	36,9	35,0	8,9	16,1	15,5
Платни биланс (у % БДП-а)					
Текући биланс	-15,9	-17,6	-6,9	-9,3	-8,6
Извоз робе	22,2	22,2	20,0	24,6	25,7
Увоз робе	45,2	45,0	37,1	41,4	40,4
Трговински биланс	-23,1	-22,8	-17,1	-16,7	-14,7
Капитални и финансијски биланс	18,4	12,7	10,7	3,0	9,4
Спољни дуг	61,8	65,2	76,5	79,6	73,3
од тога: приватни спољни дуг	39,5	46,1	52,0	52,6	47,2
Девизне резерве (у млрд EUR)	9,5	8,2	10,6	9,4	9,7
Реални ефективни курс динара (просечна годишња промена, у %; + указује на апрецијацију)	7,2	6,4	-5,1	-8,3	4,4

¹⁾ Искључујући стару девизну штедњу.

Додатак 1. Програм монетарне политике Народне банке Србије у 2011. години¹⁵

1. Основни циљ монетарне политике Народне банке Србије је постизање циљане инфлације, чиме ће Народна банка Србије допринети одржавању стабилности финансијског система и остваривању одрживог економског раста.
2. Монетарна политика Народне банке Србије у 2011. години засниваће се на *Меморандуму Народне банке Србије о монетарној стратегији*¹⁶ и *Меморандуму Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације од 2010. до 2012. године*¹⁷.
3. Циљ монетарне политике Народне банке Србије у 2011. години изражен је нумерички – као годишња процентуална промена индекса потрошачких цена: циљана инфлација постепено се смањује са $6\% \pm 2$ п.п. с почетка године на $4,5\% \pm 1,5$ п.п. на крају године. Будући да је утврђен у виду континуирано опадајуће вредности (с дозвољеним одступањем) годишњих промена потрошачких цена – циљ за инфлацију одређен је за сваки појединачни месец у години, па се остварење циљане инфлације може пратити у сваком моменту, што доприноси одговорности и кредибилитету монетарних власти, а тиме и стабилизацији инфлационих очекивања.
4. Током 2011. године Извршни одбор Народне банке Србије доносиће одлуке о монетарној политици које ће бити усмерене на постизање циљане инфлације у средњем року. Циљ је да се инфлација у 2012. години постепено смањује са $4,5\% \pm 1,5$ п.п. с почетка године на $4,0\% \pm 1,5$ п.п. на крају године. Утврђена путања циљева за инфлацију до 2012. године усклађена је с потребом постизања средњорочне стабилности цена и одражава намеру да се та стабилност постигне постепеним смањењем инфлације, без изазивања макроекономских поремећаја.
5. Народна банка Србије настојаће да циљ утврђен за инфлацију оствари помоћу основног инструмента монетарне политике – каматне стопе, која се примењује у спровођењу двонедељних репо операција. Висина те стопе ће се мењати на одржив, доследан и предвидив начин, зависно од економских кретања и пројекција инфлације. Поред тога, Народна банка Србије ће користити све расположиве инструменте из своје надлежности да би се циљ утврђен за инфлацију на средњи рок остварио.
6. Делујући транспарентно и одговорно према јавности, Народна банка Србије се обавезала на комуникацију с јавношћу на следећи начин: а) саопштењима за јавност, б) конференцијама за штампу, в) извештајем о инфлацији и г) другим публикацијама.
7. Народна банка Србије наставиће да спроводи режим руковођено пливајућег девизног курса. Висок ниво девизних резерви Народне банке Србије обезбедиће стабилност девизног тржишта. Интервенције на девизном тржишту Народна банка Србије спроводиће ради смањења прекомерних дневних осцилација курса и/или стимулisaња обима промета, као и у случају угрожености финансијске и ценовне стабилности.
8. Народна банка Србије ће у 2011. години наставити да развија и јача тржишне инструменте монетарног регулисања и да, у сарадњи с банкама, ствара услове за даље унапређење међубанкарског тржишта новца.
9. Народна банка Србије наставиће да спроводи процес динаризације с обзиром на то да је степен евроизације у Србији и даље веома висок. Процес динаризације ће се заснивати на три стуба: на очувању макроекономске стабилности, на развоју динарског новчаног тржишта и тржишта капитала и на развоју инструмената заштите од девизног ризика. Смањење степена евроизације допринеће већој ефикасности монетарне политике, као и смањењу осетљивости јавног и приватног сектора на промене девизног курса.
10. Стабилан и конкурентан финансијски систем јесте предуслов ефикасног деловања трансмисионог механизма монетарне политике. Народна банка Србије ће и даље предузимати све неопходне мере да би обезбедила

¹⁵ „Службени гласник РС“, бр. 95/2010.

¹⁶ Меморандум Народне банке Србије о монетарној стратегији усвојен је на седници Монетарног одбора Народне банке Србије 22. децембра 2008. године.

¹⁷ Меморандум Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације од 2010. до 2012. године усвојен је на седници Монетарног одбора Народне банке Србије 14. децембра 2009. године.

постојање здравих и стабилних финансијских институција и поверење у укупан финансијски систем, како би се ефикасно мобилисала штедња и алоцирале инвестиције. Тиме ће доприносити јачању отпорности на ризике својствене финансијском пословању, као и на потресе из окружења.

11. У режиму циљања инфлације значајна је координација монетарне и фискалне политике. Народна банка Србије ће и у 2011. години остваривати сарадњу с Владом РС. Влада РС се *Споразумом о циљању (таргетирању) инфлације*¹⁸ обавезала да ће спроводити одрживу и предвидиву фискалну политику у складу с циљаном инфлацијом.

12. У случају да одступање инфлације од утврђеног циља траје више од шест узастопних месеци – Народна банка Србије ће Владу РС писмено обавестити о разлозима тог одступања, мерама које се морају предузети и времену потребном да се инфлација врати на утврђени циљ.

¹⁸ Споразум Народне банке Србије и Владе Републике Србије о циљању (таргетирању) инфлације усвојен је на седници Владе 19. децембра 2008. године.

Списак графикана и табела

Графикони

II.0.1. Индекс монетарних услова	3
II.0.2. Реални девизни курс и његов тренд	4
II.0.3. Реална каматна стопа и њен тренд	4
III.0.1. Кретање цена (тримесечни раст)	5
III.0.2. Кретање цена (међугодишњи раст)	5
III.0.3. Базна инфлација по компонентама	6
III.0.4. Допринос тримесечној стопи раста потрошачких цена	6
III.0.5. Очекивана и циљана инфлација за наредну годину	7
III.0.6. Краткорочна пројекција инфлације	8
IV.1.1. Кретање каматних стопа	11
IV.1.2. Крива приноса на примарном тржишту хартија од вредности	12
IV.1.3. Референтна каматна стопа и каматне стопе пословних банака	12
IV.1.4. Монетарни агрегати и потрошачке цене	13
IV.1.5. Допринос расту МЗ	13
IV.1.6. Реална потраживања банака по кредитима и директно задуживање предузећа у иностранству	14
IV.1.7. Доприноси расту пласмана банака	15
IV.1.8. Реална потраживања банака по кредитима и БДП	15
IV.1.9. Учешће индексираних и девизних потраживања у укупним потраживањима банака од привреде и становништва	16
IV.2.1. Кретање курса динара и интервенције НБС на девизном тржишту	17
IV.2.2. Дневне промене курса динара према евра	17
IV.2.3. Показатељи премије ризика – ЕМВІ по земљама	17
IV.2.4. Кретање курсева одређених националних валута према евра	18
IV.2.5. Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала	21
IV.2.6. Структура финансијског биланса	21
IV.3.1. Индекс BELEX 15	22
IV.3.2. Кретање берзанских индекса у земљама у окружењу	22
IV.4.1. Раст БДП-а и домаће тражње	23
IV.4.2. Доприноси међугодишњем расту БДП-а	23
IV.4.3. Потрошња државе	24
IV.4.4. Извоз и увоз робе	25
IV.4.5. Домаћа и увозна инфлација	26
IV.4.6. Кретање цена нафте и бакра	26
IV.4.7. Индекс светских цена хране	27
IV.5.1. Кретање индикатора економске активности	28
IV.5.2. Допринос међугодишњем расту БДП-а	28
IV.5.3. Кретање индустријске производње	29
IV.5.4. Кретање трговине на мало	29
IV.5.5. Производни јаз	29

IV.6.1. Кретање просечних нето зарада – укупно и јавни сектор	30
IV.6.2. Кретање продуктивности, бруто реалних зарада и јединичних трошкова рада у индустрији	31
IV.6.3. Незапосленост	31
IV.6.4. Запосленост по секторима	32
IV.7.1. БДП и инфлација у зони евра	32
IV.7.2. Раст БДП-а Србије и најважнијих спољнотрговинских партнера и пројекције	33
V.0.1. Пројектована инфлација	37
V.0.2. Пројекција раста бруто домаћег производа	38
V.0.3. Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације	39
V.0.4. Остварење пројекције инфлације из фебруара 2010.	39

Табеле

III.0.1. Показатељи раста цена	6
III.0.2. Раст потрошачких цена по компонентама	7
IV.1.1. Монетарни агрегати	14
IV.1.2. Субвенционисани кредити	16
IV.4.1. Индикатори кретања инвестиција	25
V.0.1. Претпоставке пројекције	36
Табела А. Индикатори екстерне позиције Србије	41
Табела Б. Основни макроекономски индикатори	42
Табела В. Основни макроекономски индикатори према пројекцији ММФ-а	43

Графикони и табеле у освртима

О 1.1. Декомпозиција индекса потрошачких цена у 2010. и 2011. години	9
О 2.1. Допринос компоненти међугодишњем расту потрошачких цена	10
О 3.1. Кредитни рејтинг Србије и одабраних земаља у окружењу	19

Извор података: Народна банка Србије и Републички завод за статистику, ако друкчије није наведено.

Седнице Извршног одбора Народне банке Србије* и промене референтне каматне стопе

2010. година

Датум	Референтна каматна стопа (на годишњем нивоу, у %)	Промена (у базним поенима)
12. јануар	9,5	0
21. јануар	9,5	0
4. фебруар	9,5	0
22. фебруар	9,5	0
5. март	9,5	0
23. март	9,0	-50
8. април	8,5	-50
20. април	8,5	0
11. мај	8,0	-50
19. мај	8,0	0
7. јун	8,0	0
22. јун	8,0	0
2. јул	8,0	0
22. јул	8,0	0
5. август	8,5	+50
19. август	8,5	0
7. септембар	9,0	+50
14. октобар	9,5	+50
11. новембар	10,5	+100
9. децембар	11,5	+100

2011. година

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

* У складу са Законом о изменама Закона о Народној банци Србије ("Службени гласник РС", бр. 44/2010), Извршни одбор, као орган Народне банке Србије, преузео је сва овлашћења Монетарног одбора Народне банке Србије.

Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије

Саопштење са седнице Извршног одбора, 11. 11. 2010.

Извршни одбор Народне банке Србије је на данашњој седници разматрао актуелна економска кретања и одлучио да референтну каматну стопу повећа за 100 базних поена, тако да она од данас износи 10,5 одсто.

При доношењу одлуке Извршни одбор је, пре свега, узео у обзир потребу заустављања раста инфлаторних притисака подстакнутих растом цена хране, ефекте раније депрецијације, као и бржи опоравак агрегатне тражње од очекиваног.

Раст цена хране био је кључни фактор пораста инфлације у протеклих неколико месеци. Преко повећања увозних цена, на раст инфлаторних притисака утицаће и до сада остварена депрецијација. Истовремено, наставак економског опоравка, као и одлука о одмрзавању зарада у јавном сектору и пензија, допринеће слабљењу дезинфлаторног утицаја агрегатне тражње.

Извршни одбор Народне банке Србије је оценио да ће се међугодишња инфлација у наредним месецима кретати изнад горње границе дозвољеног одступања од циља и да је повећање референтне каматне стопе за 100 базних поена потребно како би се инфлација крајем наредне године вратила у границе утврђеног циља ($4,5 \pm 1,5\%$ за крај 2011. и $4 \pm 1,5\%$ за крај 2012. године).

Наредна седница Извршног одбора на којој ће се донети одлука о референтној каматној стопи одржаће се 9. децембра 2010. године.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 9. 12. 2010.

Након разматрања актуелних економских кретања, Извршни одбор Народне банке Србије је на данашњој седници одлучио да референтну каматну стопу повећа за један процентни поен, тако да она од данас износи 11,5 одсто.

Одлучујући се за повећање референтне каматне стопе, Извршни одбор је узео у обзир неопходност обуздавања раста инфлационих притисака, подстакнутих растом цена пољопривредних производа и регулисаних цена, као и ефектима раније депрецијације динара.

Међугодишња инфлација је у октобру прешла горњу границу дозвољеног одступања од циља. Процењујемо да ће се њен раст наставити у наредним месецима и остати изнад границе циља у првој половини 2011, а затим почети да пада ка циљу у другој половини године.

Делујући у правцу повећања рестриктивности монетарне политике, Извршни одбор Народне банке Србије је оценио да је повећање референтне каматне стопе за додатних 100 базних поена потребно како би се инфлација крајем наредне године вратила у границе утврђеног циља од $4,5 \pm 1,5\%$ (циљ за крај 2012. је $4 \pm 1,5\%$).

Наредна седница Извршног одбора Народне банке Србије на којој ће се донети одлука о референтној стопи одржаће се 13. јануара 2011. године.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 17. 1. 2011.

Извршни одбор Народне банке Србије је на данашњој седници разматрао актуелна економска кретања и одлучио да референтну каматну стопу повећа за 50 базних поена, тако да она од данас износи 12 одсто.

При доношењу одлуке о мери повећања, Извршни одбор је имао у виду да је инфлација изнад горње границе циља и да је процењено повећање степена рестриктивности монетарне политике још увек неопходно како би се обуздали инфлаторни притисци, подстакнути растом регулисаних цена, повећањем инфлаторних очекивања, растом цена хране и светске цене нафте.

Извршни одбор је такође узео у обзир то да ће ниска агрегатна тражња и даље имати дезинфлаторни утицај, нарочито имајући у виду, нижи од најављеног, раст пензија и зарада у јавном сектору.

Повећањем референтне каматне стопе за 50 базних поена Народна банка тежи да обезбеди да се инфлација у средњем року нађе у границама утврђених циљева ($4,5 \pm 1,5\%$ за крај 2011. и $4 \pm 1,5\%$ за крај 2012. године).

Наредна седница Извршног одбора на којој ће се донети одлука о референтној каматној стопи одржаће се 10. фебруара 2011. године.

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