



Народна банка Србије

2012
мај

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

2012
мај

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

Београд, Краља Петра 12

Тел. 011/3027-100

Београд, Немањина 17

Тел. 011/333-8000

www.nbs.rs

Тираж: 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 Србије и активности централне банке.

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

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

Мајски *Извештај о инфлацији* размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 10. маја 2012. 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

Диана Драгутиновић, вицегувернер

Мира Ерић Јовић, вицегувернер

**СКРАЋЕНИЦЕ КОРИШЋЕНЕ
У ОВОМ ИЗВЕШТАЈУ**

БДП – бруто домаћи производ

б.п. – базни поен

СЕФТА – Уговор о слободној трговини земаља централне Европе

дсз. – десезонирано

ЕЦБ – Европска централна банка

ЕИБ – Европска инвестициона банка

ЕМВИ – индекс обвезница тржишта у успону

ЕМУ – Европска монетарна унија

ФЕД – Систем федералних резерви САД

FISIM – услуге финансијског посредовања индиректно мерене

ХоВ – хартије од вредности

ИПЦ – индекс потрошачких цена

МДТ – међубанкарско девизно тржиште

мг. – међугодишње

млн – милион

млрд – милијарда

ММФ – Међународни монетарни фонд

НДВ – непољопривредна додата вредност

NPL – проблематични кредити

ОПЕС – Организација земаља извозница нафте

П – полугодиште

п.п. – процентни поен

СДИ – стране директне инвестиције

SDR – специјална права вучења

СТО – Светска трговинска организација

Т – тромесечје

Не наводе се друге општепознате скраћенице.

Садржај

I. Резиме	1
II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији	5
III. Кретање инфлације	9
<i>Осврт 1: Конвергенција дохотка и цена у Србији ка земљама зоне евра</i>	14
IV. Детерминанте инфлације	17
1. Кретања на тржишту новца и капитала и кредити банака	17
2. Кретања на девизном тржишту и курс динара	25
3. Агрегатна тражња	28
4. Економска активност	31
<i>Осврт 2: Утицај хладног времена у фебруару на економску и спољнотрговинску активност</i>	34
5. Кретања на тржишту рада	35
6. Међународно окружење	37
V. Пројекција инфлације	41
Табела А. Индикатори екстерне позиције Србије	46
Табела Б. Основни макроекономски индикатори	47
Додатак 1: Меморандум Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације до 2014. године	49
Списак графика и табела	51
Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе	53
Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије	54

I. Резиме

Инфлација се од почетка године налази у границама дозвољеног одступања од циља.

У складу с ранијим пројекцијама Народне банке Србије, међугодишња инфлација је наставила пад и од почетка 2012. године се налази у границама дозвољеног одступања од циља. У марту је износила 3,2%, чиме се приближила доњој граници дозвољеног одступања од циља. Међугодишња инфлација је смањена у највећој мери захваљујући паду цена непрерађене хране. Инфлација у првом тромесечју (2,0%) последица је пре свега раста цена воћа и поврћа и нафтних деривата.

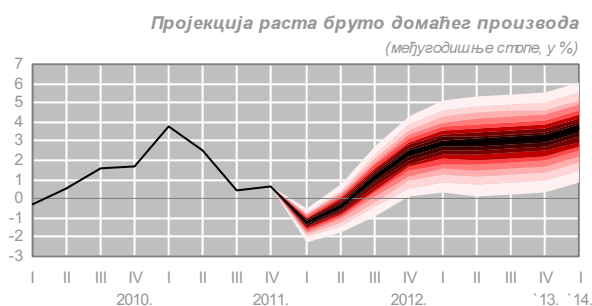
Инфлациона очекивања свих сектора су у паду.

Упоредо с падом инфлације и њеним приближавањем циљу, и очекивања економских субјеката су наставила да се смањују и приближавају циљаној стопи инфлације. Инфлациона очекивања свих сектора су у паду, а финансијског сектора су сведена у границе дозвољеног одступања од циља.

Процењујемо да је агрегатна тражња забележила пад...

Процењујемо да је агрегатна тражња у првом тромесечју забележила пад, пре свега због пада нето извоза. Паду агрегатне тражње допринело је и смањење домаће тражње због пада приватних инвестиција. Потрошња домаћинстава и државна потрошња су порасле, док су инвестиције државе стагнирале.

... и да је настављен пад економске активности, који ће бити надокнађен у другој половини године.



У првом тромесечју је настављен пад економске активности у највећој мери због пада индустријске производње, чији је узрок изузетно хладно време у фебруару и једномесечни прекид рада Железаре Смедерево. Процењујемо да ће тај пад економске активности бити надокнађен опоравком индустријске производње у другој половини године, пре свега по основу покретања производње у црној металургији и аутомобилској индустрији. Такође, фискални стимуланс у првој половини ове године позитивно ће утицати на кретање бруто домаћег производа у кратком року. С друге стране, супротан утицај може се очекивати по основу фискалне консолидације која ће се, претпостављамо, спровести након формирања будуће Владе РС. Узимајући све то у обзир, Народна банка Србије није мењала пројекцију раста бруто домаћег производа у 2012. години. Раст би требало да износи 0,5% и да се заснива на расту нето извоза у другој половини године. У 2013. очекује се да раст бруто домаћег производа буде убрзан на 3,0%, чему би

највише допринео раст нето извоза. Распон пројекције раста бруто домаћег производа је асиметричан наниже због могућег већег од очекиваног ефекта фискалне консолидације на привредни раст у кратком року.

Кретања у међународном окружењу су нешто повољнија.

Нешто повољнија кретања у међународном окружењу почетком ове године резултат су договора приватних кредитора с Грчком и мера Европске централне банке које су омогућиле смањење приноса на обвезнице високозадужених земаља зоне евра. Међутим, наставак смањења економске активности не даје основа за оптимизам, па се за зону евра очекује негативан раст у овој години. Очекивања привредног раста зоне евра за 2012. и 2013. ипак су, према последњој прогнози Међународног монетарног фонда, благо ревидирана навише.

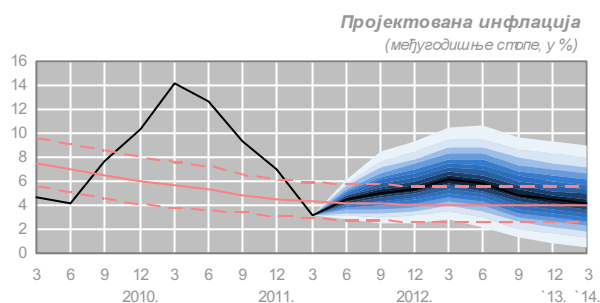
Међутим, привремено повећање екстерне неравнотеже Србије у првом тромесечју довело је до депрецијацијских притисака.

Финансирање растућег дефицита текућег рачуна платног биланса није могло да се обезбеди скромним приливом капитала у првом тромесечју. Повећана екстерна неравнотежа одразила се на слабљење динара. Тражња клијената банака за девизама била је повећана, као и трошење државе. Депрецијацијски притисци су подстакле и неповољне вести – одлагање ревизије аранжмана с Међународним монетарним фондом и одлазак компаније *U.S. Steel* из Србије. Ипак, стицање статуса кандидата за чланство у Европској унији и потврда кредитног рејтинга агенције *Standard&Poor's* су у одређеној мери ублажили депрецијацијске притиске.

Мерама монетарне политике подржана је макроекономска стабилност и омогућено будућој Влади РС да обнови и интензивира фискалну консолидацију и структурне реформе.

Монетарна политика је у првом тромесечју ове године попримила експанзиван карактер. Међутим, након смањења у јануару на 9,5%, референтна каматна стопа није даље смањивана имајући у виду постепен раст инфлаторних притисака. Они су у великој мери последица неизвесности која проистиче из фазе политичког циклуса у коме се земља налази. Од фебруара је Народна банка Србије интервенисала продајом девиза на међубанкарском девизном тржишту и у априлу изменила Одлуку о обавезној резерви банака тако што је смањила стопу девизне обавезне резерве и повећала део девизне обавезне резерве банака који се издваја у динарима. Тиме је подржана макроекономска стабилност и омогућено будућој Влади РС да обнови и интензивира фискалну консолидацију и структурне реформе. У складу са очекиваном фискалном консолидацијом и структурним реформама, које ће допринети смањењу екстерне неравнотеже, у наредном периоду би требало да дође до смиривања депрецијацијских притисака, али и краткорочно мањег притиска тражње, тј. краткорочног успоравања очекиваног привредног раста.

Инфлација ће се у периоду пројекције кретати у границама дозвољеног одступања од циља, с тим што ће горњу границу привремено прећи у првој половини следеће године.



Кретање референтне каматне стопе у наредном периоду ће зависити првенствено од брзине и интензитета фискалне консолидације, уз наставак аранжмана с Међународним монетарним фондом.

Према мајској пројекцији, међугодишња инфлација би почетком другог тромесечја ове године требало да се креће око доње границе дозвољеног одступања циља, а затим да постепено расте и у првој половини 2013. године привремено се нађе изнад горње границе дозвољеног одступања од циља. Повратак инфлације у границе дозвољеног одступања од циља очекује се у другој половини 2013. На раст инфлације од друге половине 2012. године утицаће пре свега почетак нове пољопривредне сезоне, раст увозних цена и бржи раст регулисаних цена након формирања будуће Владе РС. Ниска агрегатна тражња ће и даље бити главни дезинфлаторни фактор.

Узимајући у обзир пројекцију и ризике њеног остварења, Извршни одбор Народне банке Србије процењује да ће кретање референтне каматне стопе у наредном периоду зависити првенствено од брзине и интензитета фискалне консолидације, уз наставак аранжмана с Међународним монетарним фондом. Одређени ризици односе се и на цене хране, регулисане цене и развој ситуације у међународном окружењу.

II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији

Након смањења у јануару 2012. године на 9,5%, референтна каматна стопа није мењана. Од фебруара Народна банка Србије је интервенисала продајом девиза на МДТ-у и у априлу изменила Одлуку о обавезној резерви банака.

Референтна каматна стопа је у јануару 2012. године снижена за 25 б.п., на 9,5%, и након тога није мењана. Успорен опоравак економске активности и пад инфлационих очекивања били су основни фактори који су указивали на даље ублажавање монетарне политике. Међутим, неизвесност у погледу кретања у међународном окружењу, раст увозних цена и фискална политика у земљи налагали су опрезност при доношењу одлука о висини референтне каматне стопе.

У складу с ранијим пројекцијама Народне банке Србије, мг. инфлација је наставила пад и од почетка године се налази у границама дозвољеног одступања од циља. Пројекција инфлације у фебруарском Извештају о инфлацији предвиђала је привремено спуштање инфлације почетком Т2 до нивоа око доње границе дозвољеног одступања од циља, а затим постепен раст и кретање у границама тог одступања. Оцењено је да ће инфлација свој максимум близу горње границе дозвољеног одступања од циља достићи у П1 следеће године, након чега би уследио њен постепен пад и враћање ка циљу.

Анализе које су биле основа за одлучивање Извршног одбора Народне банке Србије на седници у марту указивале су да ће раст потрошачких цена бити опредељен пре свега растом цена воћа и поврћа и непрехрамбених производа и услуга. У исто време, повећани су депрецијацијски притисци због веће тражње клијената банака за девизама, повећаног трошења државе од краја прошле године, раста трговинског дефицита, смањеног прилива капитала, као и психолошких фактора подстакнутих неповољним вестима (одлагање ревизије аранжмана с

ММФ-ом и одлазак компаније *U.S. Steel* из Србије). Ипак, позитивне вести (стицање статуса кандидата за чланство у Европској унији и потврда кредитног рејтинга агенције *Standard&Poor's*) у одређеној мери ублажиле су депрецијацијске притиске. С друге стране, очекивала се корекција реалног раста БДП-а у претходној години наниже, а ванредна ситуација због хладног времена у фебруару и индикатори економске активности указивали су на вероватан реални пад БДП-а у Т1.

Извршни одбор Народне банке Србије је на седници у марту одлучио да референтну каматну стопу задржи на истом нивоу. На опрез су упућивали раст увозних цена и ризици из међународног окружења и фискалне политике у земљи, и поред дезинфлаторног дејства ниске агрегатне тражње. Извршни одбор је поново нагласио да одржавање буџетског дефицита у складу са законом утврђеним правилима о фискалној одговорности представља један од кључних предуслова очувања макроекономске стабилности земље.

У априлу су били расположиви подаци о инфлацији у марту која је пала на 3,2% мг., чиме се приближила доњој граници дозвољеног одступања од циља. Инфлациона очекивања су у скоро свим секторима била у паду. Процењени реални раст БДП-а у 2011. години ревидиран је наниже (са 1,9% на 1,6%), док је за 2012. годину остао непромењен (0,5%), у складу с претпоставком да ће готово сигуран реални пад БДП-а у П1 бити надокнађен растом у П2. Извесно смиривање ситуације у зони евра и потврда кредитног рејтинга агенције *Standard&Poor's* били су разлог да се пад премије ризика Србије настави.

Не мењајући висину референтне каматне стопе на седници у априлу, Извршни одбор је саопштио да очекује да ће инфлација бити на минимуму у априлу (око доње границе дозвољеног одступања од циља), а да ће после тога расти и вратити се на циљ. Ниска

агрегатна тражња ће и даље бити кључни дезинфлаторни фактор. Међутим, неизвесност у погледу кретања увозних цена и нове пољопривредне сезоне, као и вероватно бржи раст регулисаних цена у другој половини године, утицали су на одлуку Извршног одбора да референтну стопу задржи на непромењеном нивоу.

Извршни одбор је на априлској седници изменио Одлуку о обавезној резерви банака код Народне банке Србије, којом је предвиђена корекција стопа девизне обавезне резерве и то: смањење за 1 п.п., на 29%, на изворе до две године и смањење за 3 п.п., на 22%, на изворе преко две године. Поред тога, Одлуком је повећан део девизне обавезне резерве банака који се издваја у динарима за по 5 п.п., и то на 20% на изворе рочности до две године и на 15% на изворе рочности преко две године. Циљ те мере је био да допринесе стабилизацији кретања инфлације, благом смањењу трошкова финансирања кредитне активности и олакшаном рефинансирању, стабилизацији кретања на девизном тржишту, као и да додатно стимулише банке да прибављају дугорочније изворе финансирања.

Након разматрања актуелних економских кретања и мајске пројекције инфлације, Извршни одбор је на седници у мају одлучио да висина референтне каматне стопе остане непромењена. Истакнуто је да је мг. инфлација наставила да пада и да се очекује да ће, у

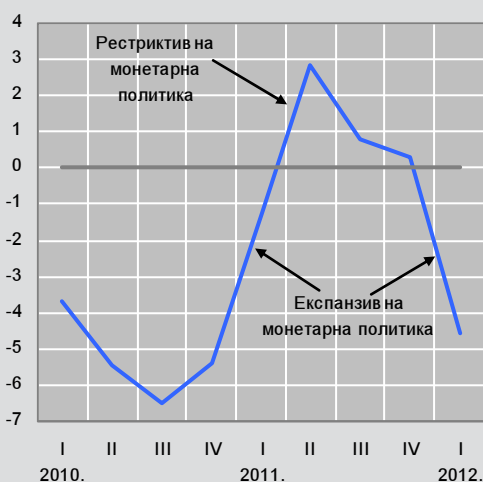
складу с ранијим најавама, бити на минимуму у априлу, када би требало да се нађе око доње границе дозвољеног одступања од циља. Међутим, имајући у виду да се од маја очекује извесан раст мг. инфлације по основу доласка нове пољопривредне сезоне, раста увозних трошкова из претходног периода, као и раста регулисаних цена у другој половини године, Извршни одбор није променио висину референтне каматне стопе.

Према мајској пројекцији, мг. инфлација ће, након постепеног раста у П2 2012, привремено прећи горњу границу дозвољеног одступања од циља у П1 2013. године. Повратак инфлације у границе дозвољеног одступања од циља очекује се у П2 2013. Ниска агрегатна тражња ће и даље бити главни дезинфлаторни фактор.

Извршни одбор је нагласио да ће кретање референтне каматне стопе у наредном периоду у великој мери зависити од брзине и интензитета фискалне консолидације коју ће предузимати будућа Влада РС, уз наставак аранжмана с ММФ-ом. Остваривање ценовне и финансијске стабилности биће могуће уз мању рестриктивност монетарне политике уколико фискална консолидација и структурне реформе буду ефикасније.

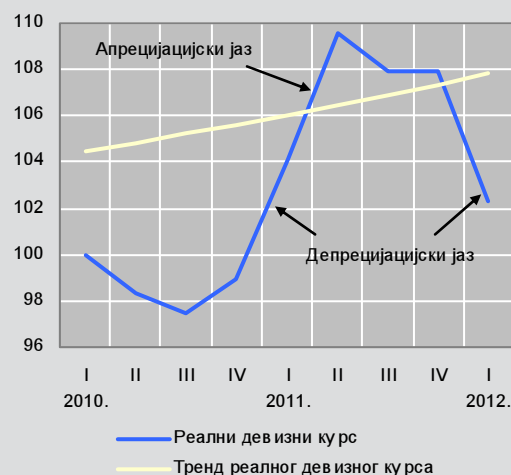
Кретање индекса реалних монетарних услова указује да је са слабењем инфлаторних притисака у П2 2011. године смањиван и степен рестриктивности монетарне политике и да је она у Т1 2012. попримила

Графикон II.0.1. Индекс монетарних услова (у %)



Након смањивања степена рестриктивности од Т2 прошле године, монетарна политика је у Т1 2012. попримила експанзиван карактер.

Графикон II.0.2. Реални девизни курс и његов тренд (базни индекс, Т1 2010 = 100)



У Т1 је отворен депрецијацијски јаз реалног девизног курса.

експанзиван карактер. На то су утицале обе компоненте овог индекса — отварање депрецијацијског јаз реалног девизног курса и кретање реалне каматне стопе испод неутралног нивоа (тренда).

Депрецијацијски јаз реалног девизног курса је у Т1 отворен због веће просечне номиналне депрецијације динара према евр у од разлике између домаће инфлације и инфлације у зони евра.

Реална двонедељна каматна стопа BELIBOR је била испод свог неутралног нивоа за око 85 б.п., слично као у претходном тромесечју. Реална каматна стопа BELIBOR је у Т1 смањена с обзиром на то да је њен номинални просечни тромесечни пад био бржи од пада инфлационих очекивања. Тренд реалне каматне стопе је такође смањен због пада премије ризика земље, као и наставка смањења тренда реалних каматних стопа на иностраном тржишту новца.

Ради ублажавања прекомерних дневних осцилација девизног курса и обезбеђивања несметаног функционисања девизног тржишта, Народна банка Србије је током Т1 интервенисала на девизном тржишту продајом 498,5 млн евра. Извршни одбор процењује да су депрецијацијски притисци у Т1 били привремени и да ће претпостављена фискална консолидација и структурне реформе у наредном периоду допринети стабилизацији курса динара.

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



Реална каматна стопа се од Т3 2011. налази испод свог неутралног нивоа.

III. Кретање инфлације

Мг. инфлација се од почетка 2012. године вратила у границе дозвољеног одступања од циља. На то је највише утицао мг. пад цена непрерађене хране.

Очекујемо да ће почетком Т2 мг. инфлација достићи минимум и наћи се око доње границе дозвољеног одступања од циља. После тога ће постепено расти и до краја Т2 се кретати у границама дозвољеног одступања од циља.

Кретање инфлације у Т1

У Т1 је остварена инфлација од 2,0%. Раст потрошачких цена последица је пре свега раста цена непрерађене хране и нафтних деривата.

У складу с нашим очекивањима, пад мг. инфлације је настављен и већ у јануару мг. инфлација се вратила у границе дозвољеног одступања од циља. У марту је износила 3,2% и кретала се изнад доње границе дозвољеног одступања од циља (2,9%). На нивоу

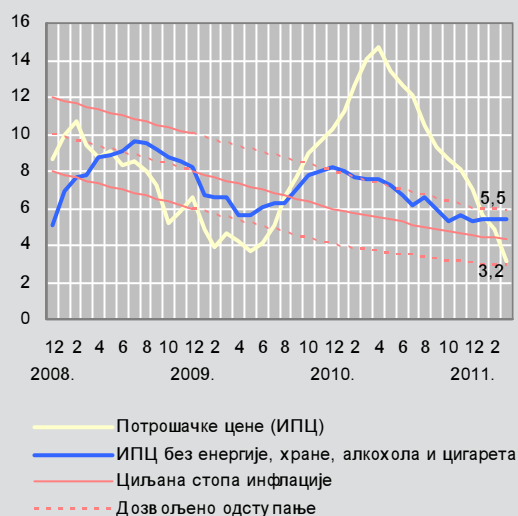
тримесечја, мг. инфлација је смањена за 3,8 п.п., од чега се 3,5 п.п. односи на пад цена хране.

Потрошачке цене су у Т1 повећане за 2,0%, пре свега због раста цена непрерађене хране, нафтних деривата, цигарета, као и цена аутомобила и закупа стана. То повећање је било веће од очекивања изнетих у претходном Извештају о инфлацији, највећим делом по основу већег раста цена непрерађене хране и цена нафтних деривата.

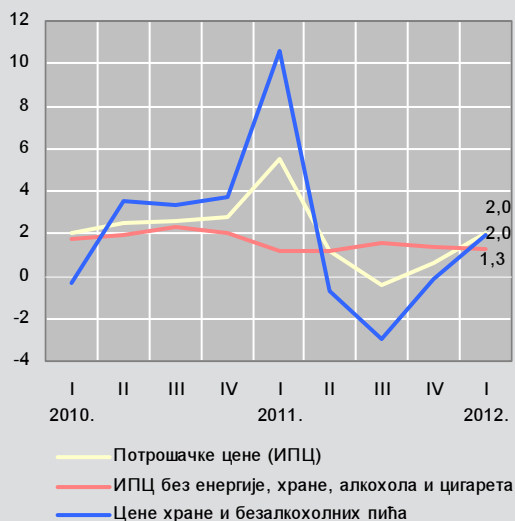
Табела III.0.1. Раст потрошачких цена по компонентама
(тримесечне стопе, у %)

	2011.				2012.
	I	II	III	IV	I
Потрошачке цене (ИПЦ)	5,5	1,2	-0,4	0,6	2,0
Непрерађена храна	14,0	-5,4	-8,3	0,7	7,5
Прерађена храна	8,9	1,8	-0,4	-0,5	-0,7
Индустријски производи без хране и енергије	3,3	0,9	0,8	1,1	2,1
Енергија	1,8	6,9	1,0	1,1	2,9
Услуге	1,6	0,6	2,1	1,0	1,2
Индикатори базне инфлације					
ИПЦ без енергије	6,3	0,1	-0,7	0,5	1,8
ИПЦ без енергије и непрерађене хране	4,9	1,2	0,7	0,5	0,8
ИПЦ без енергије, хране, алкохола и цигарета	1,1	1,1	1,6	1,4	1,3
Регулисане цене	4,7	4,1	0,4	0,9	1,3

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



Мг. инфлација је наставила да пада и у Т1 се кретала у границама дозвољеног одступања од циља.

Графикон III.0.2. Кретање цена
(тримесечне стопе, у %)

Цене хране и безалкохолних пића су оствариле раст у Т1.

Графикон III.0.3. Допринос тримесечној
стопа раста потрошачких цена
(у п. п.)

Највећи допринос расту потрошачких цена у Т1 дале су цене непрерађене хране.

Цене хране и безалкохолних пића порасле су за 2,0%, готово у целини услед раста **цена непрерађене хране** (7,5%). У оквиру те групе, највећи допринос расту дале су цене свежег воћа и поврћа и јаја. Виши раст цена јаја од сезонски уобичајеног резултат је изузетно хладног времена, раста цена сточне хране и примене нових прописа у Европске уније због којих увозом није био надокнађен пад понуде.

Цене прерађене хране су у Т1 (као што је очекивано) смањене за 0,7%, захваљујући углавном снижењу цена производа чије су марже ограничене уредбом Владе РС.

Цене индустријских производа без хране и енергије повећане су за 2,1%. У оквиру њих, највећи раст су забележиле цене путничких аутомобила (које се индексирају девизним курсом) и цене цигарета (услед редовног усклађивања акциза са инфлацијом).

У оквиру групе **енергије**, највеће повећање имале су цене горива и мазива и угља. Због раста цена нафте на светском тржишту и курса динара према долару,

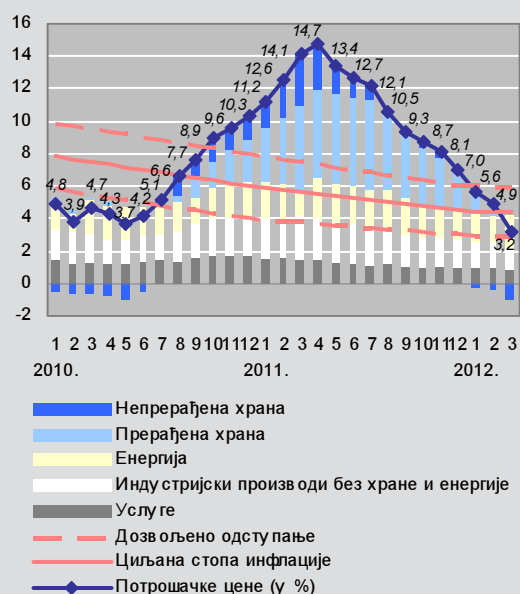
Табела III.0.2. Показатељи раста цена
(мг. стопе, у %)

	VI 2011. VI 2010.	IX 2011. IX 2010.	XII 2011. XII 2010.	III 2012. III 2011.
Потрошачке цене	12,7	9,3	7,0	3,2
Цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште	15,8	12,3	9,7	5,9
Цене произвођача пољопривредних производа	28,6	11,6	3,0	0,9

нафтни деривати су поскупели 8,9%. Хладно време у фебруару утицало је да цене угља порасту за 5,1%.

На раст **цена услуга** у Т1 (1,1%) највише је утицао раст цена закупа стана (које се индексирају девизним курсом). Повећане су и цене транспортних услуга и цене воде и изношења смећа.

Графикон III.0.4. Допринос м. стопи раста потрошачких цена (у п. п.)



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



Раст увозних цена у Т1 није се у великој мери прелио на потрошачке цене.

ИПЦ по искључењу цена енергије, хране, алкохола и цигарета, као уобичајено коришћена мера базне инфлације, остварио је у Т1 незнатно нижи раст (1,3%) у поређењу са Т4, док је на м. нивоу благо убрзао раст, на 5,5%. Овај индикатор показује да је компонента инфлације на коју монетарна политика има највећи утицај већ дужи период стабилна. У оквиру ове групе цена, највећи допринос расту дале су цене закупа стана, кућне хемије и путничких аутомобила.

Регулисане цене су повећане за 1,3%, као резултат повећања цена цигарета и комуналних услуга. Допринос ове категорије цена укупној инфлацији у Т1 био је скроман (0,3 п.п.). На м. нивоу њихов раст је успорен на 6,9%.

Цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште убрзале су раст на 3,0%¹ у Т1 по основу раста цена енергије и интермедијарних производа. Највећи допринос томе дале су цене у

секторима експлоатације сирове нафте и природног гаса и производње хемикалија и хемијских производа. На м. нивоу, раст цена произвођача индустријских производа за домаће тржиште наставио је да се успорава и крајем Т1 је износио 5,9%.

И цене пољопривредних произвођача² су у Т1 забележиле раст (9,8%), највише због раста цена у области ратарства (13,9%), а у мањој мери и у области сточарства. По врстама производа, највећи допринос тримесечном расту дале су цене жита, пре свега кукуруза и пшенице и на њих се односи половина оствареног раста цена. На м. нивоу у марту цене пољопривредних произвођача бележе раст од 0,9%.

Према нашој процени, **увозне цене**³ су у Т1 оствариле раст од 2,6%⁴. Расту увозних цена највише су допринеле цене енергената (нафта и природни гас). Поред тога, повећане су увозне цене средстава за производњу (опрема и репроматеријал), па је по том основу могуће јачање трошkových притисака на

¹ Раст цена произвођача индустријских производа за домаће тржиште у Т4 2011. износио је 0,4%.

² Цене произвођача у области пољопривреде и рибарства.

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

⁴ Однос просека два узастопна тримесечја.

домаће произвођаче готових производа. Позитиван допринос расту увозних цена потиче и од раста светских цена хране. Раст увозних цена у Т1 није се још у већој мери прелио на раст потрошачких цена, јер ниска агрегатна тражња не оставља велики простор увозницима да повећане трошкове компензују већом корекцијом цена.

Инфлациона очекивања

Током Т1 инфлациона очекивања су била у паду, а у марту су очекивања финансијског сектора за наредну годину сведена у границе дозвољеног одступања од циља.

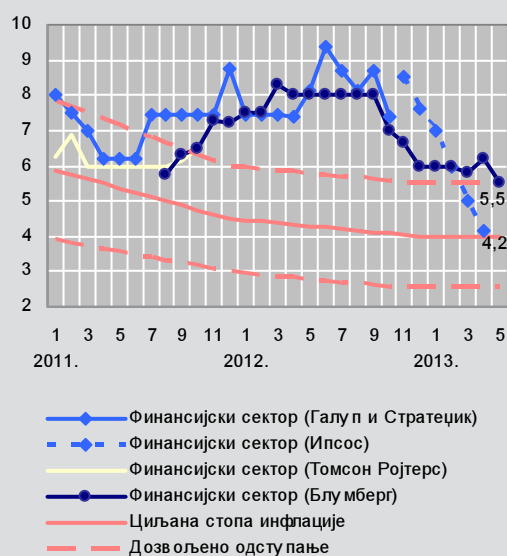
Упоредо с падом инфлације и њеним приближавањем циљу, и очекивања економских субјеката су у Т1 наставила да се смањују и приближавају циљаној стопи инфлације.

Према резултатима анкете агенције Блумберг, инфлациона очекивања финансијског сектора су у

прва два месеца 2012. године задржана на нивоу из децембра 2011. (6,0%), да би у марту била коригована наниже за 0,2 п.п. У априлу је привремено дошло до повећања очекивања у погледу кретања будуће инфлације на 6,2%. У мају су очекивања смањена на 5,5%, чиме су се нашла у границама дозвољеног одступања од циља.

И резултати анкете коју спроводи агенција Ипсос показују пад инфлационих очекивања код свих сектора. Представници **финансијског сектора** су током целог Т1 своја очекивања кориговали наниже и она су у марту износила 5,0%, чиме су се нашла унутар граница дозвољеног одступања од циља. Наниже су коригована и очекивања **привреде** (за 2,9 п.п.) и у марту су износила 5,6%. У марту су смањена и очекивања **становништва** (за 2,0 п.п.), на 8,0%, после четири месеца стагнације. Очекивања **синдиката** су у јануару повећана (за 0,8 п.п.) на 10,0% и до краја Т1 се нису мењала. Сви сектори су у априлу додатно смањили своја инфлациона очекивања. Очекивања **финансијског сектора** смањена су на 4,2%, **привреде** на 4,5%, а **становништва** и **синдиката** на 5,0%.

Графикон III.0.6. Очекивана и циљана инфлација за 12 месеци унапред (мг. стопе, у %)



Инфлациона очекивања финансијског сектора су крајем Т1 била у границама дозвољеног одступања од циља.

Очекивано кретање инфлације у Т2

Очекујемо да ће почетком Т2 мг. инфлација бити на минимуму, око доње границе дозвољеног одступања од циља. До краја тромесечја кретаће се у границама дозвољеног одступања од циља.

Мг. инфлација ће наставити да пада и у априлу ће бити на минимуму – око доње границе дозвољеног одступања од циља. Наставак пада мг. инфлације биће у највећој мери резултат и даље присутног ефекта високе прошлогодишње базе. У мају и јуну ће расти под утицајем понуде сезонског воћа и поврћа, с обзиром на то да је тренутно низак ниво цена појединих производа из ове групе последица примене метода импутације.⁵

Посматрано на тромесечном нивоу, очекује се да ће инфлација у Т2 бити незнатно већа у односу на Т1. Највећи допринос расту инфлације потицаће од раста цена **непрерађене хране**, пре свега воћа и поврћа с доласком нове пољопривредне сезоне.

⁵ Видети Осврт 1 у Извештају о инфлацији – фебруар 2012.

У Т2 се очекује и већи допринос раста цена **прерађене хране**. Те цене би могле да убрзају свој раст по основу повећаних трошковних притисака због пораста цена примарних пољопривредних производа.

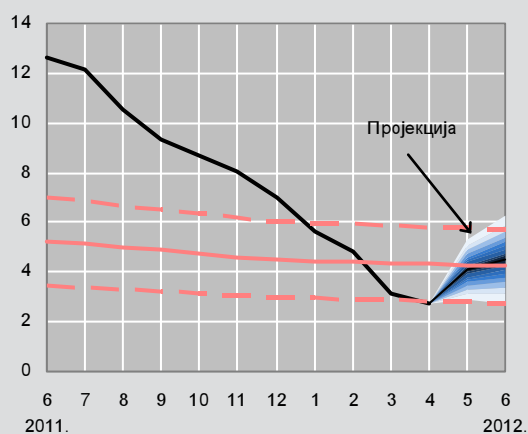
Цене индустријских производа без хране и енергије и цене услуга ће остварити приближно исти раст као у Т1. Дезинфлаторни притисци настали по основу ниске агрегатне тражње могли би бити неутралисани инфлаторним притисцима по основу раста увозних цена.

У оквиру групе енергије очекујемо знатно нижи раст цена у поређењу с Т1, с обзиром на то да ће цене нафтних деривата, након априлског раста, у мају и јуну бити у паду због пада светске цене нафте и одлуке Владе РС о привременом смањењу акциза.

У Т2 се не очекују веће корекције **регулисаних цена**. Највише би могле да порасту цене лекова због усклађивања с кретањем номиналног курса динара.

Ризици краткорочне пројекције су избалансирани и односе се на ефекте нове сезоне на цене воћа и поврћа и развој ситуације у међународном окружењу.

Графикон III.0.7. Краткорочна пројекција инфлације
(мг. стопе, у %)



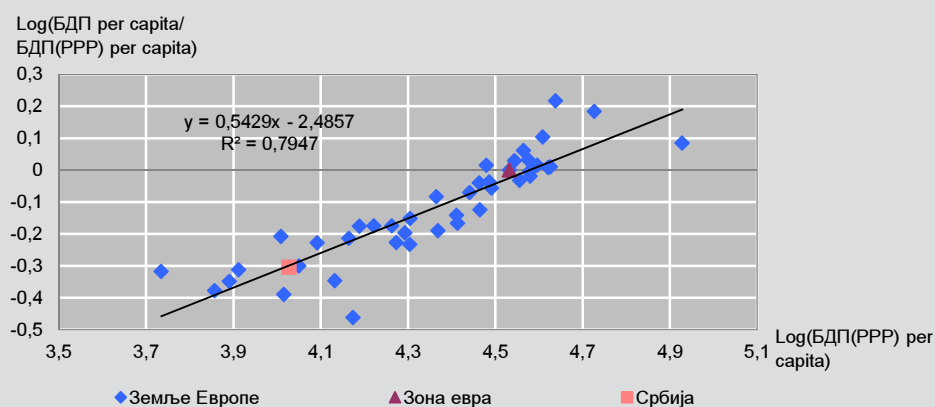
Инфлација ће се у априлу спустити на минимум, око доње границе дозвољеног одступања од циља. До краја Т2 кретаће се у границама дозвољеног одступања од циља.

Осврт 1: Конвергенција дохотка и цена у Србији ка земљама зоне евра

Од увођења режима циљања инфлације у Србији, инфлациони циљеви су утврђивани у складу с процесом постепене дезинфлације како би се постигла ниска и стабилна инфлација без изазивања макроекономске нестабилности. При одређивању инфлационих циљева за 2013. и 2014. годину¹ разматрани су, поред осталог, и степен економске и ценовне конвергенције Србије ка земљама зоне евра. То што процес економске конвергенције, а самим тим и ценовне конвергенције (као и процес дерегулације цена), неће бити завршен у наредне две године утицало је и на утврђивање нивоа на коме су циљеви за инфлацију за те године постављени. Тако је циљана стопа инфлације и у наредном периоду одређена на нивоу који је и даље виши од нивоа циљане инфлације у развијеним земљама (2,0% или 2,5%).

У оквиру анализе економске конвергенције испитана је линеарна веза између дохотка и цена у Србији и земаља Европе.² Резултати анализе показали су снажну позитивну везу између нивоа дохотка (x) и нивоа цена (y), тј. да развијеније земље карактерише виши ниво цена. На основу података за европске земље у 2011. години, закључујемо да је ниво цена у Србији био у складу с нивоом дохотка. Оцењена линеарна веза ($y = -2,4857 + 0,5429x$) показује да конвергенција дохотка ка зони евра од 1,0% доводи до ценовне конвергенције (реалне апрецијације) од 0,54% у дугом року. Бржи раст цена у Србији у односу на раст цена у зони евра, у оној мери у којој је резултат процеса конвергенције, неминован је у дугом року. Зато са циљаном инфлацијом од 4,0%, при стопи раста БДП-а од 4,0% у средњем року, не би били креирани додатни притисци на девизном тржишту.

Графикон О.1.1. Однос дохотка и нивоа цена у земљама Европе, зони евра и Србији за 2011. годину



Извор: IMF WEO (септембар 2011).

Међутим, у првим месецима 2012. године степен конвергенције цена у Србији ка земљама ЕУ27 био је нижи него у 2011. Према последњој анализи, ниво укупних цена у Србији у марту 2012. износио је 52% просека земаља ЕУ27, као и крајем 2010. године. У изабраној групи земаља³ Србија је, после Бугарске, земља која има

¹ Видети Додатак 1, стр. 49.

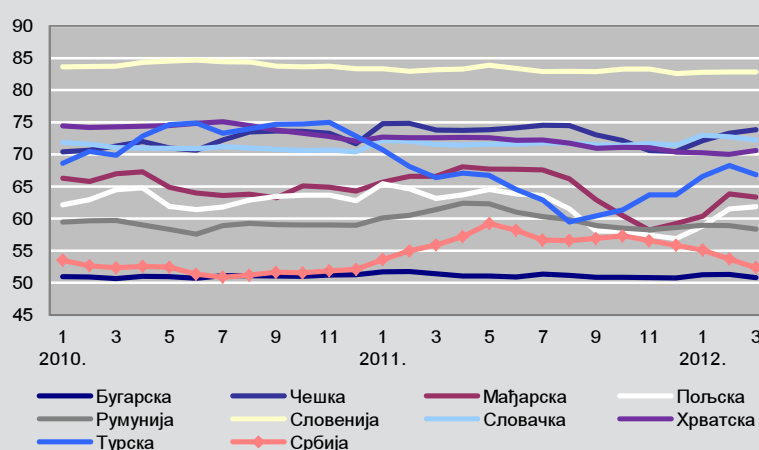
² Као мера дохотка посматран је БДП по глави становника изражен у јединицама исте куповне снаге ($\log(\text{БДП(PPP) per capita})$). Као мера нивоа цена посматран је однос БДП-а по глави становника и БДП-а по глави становника израженог у јединицама исте куповне снаге ($\log(\text{БДП per capita} / \text{БДП(PPP) per capita})$). Подаци су трансформисани тако да базу представља зона евра.

³ Бугарска, Чешка, Мађарска, Пољска, Румунија, Словенија, Словачка, Хрватска, Турска и Србија.

најнижи ниво укупних цена у поређењу са европским просеком. Цене енергије (електрична енергија, гас, течна и чврста горива), хране, намештаја и тепиха, ПТТ услуга и опреме, као и алкохола и цигарета у Србији су најниже, а цене одеће и обуће највише међу посматраним земљама.

Повећање степена конвергенције цена у Србији ка ценама земаља ЕУ27 које је остварено током 2011. било је резултат пре свега пољопривредног шока у тој години, који је у већој мери погодио цене хране у Србији него у другим земљама. То је утицало на раст конвергенције цена ове групе производа. С постепеним елиминисањем ефекта шока степен конвергенције се смањивао и, према последњим подацима, цене хране у Србији су најниже међу посматраним земљама. Раст конвергенције цена беле технике, малих кућних апарата, аудио, DVD и ТВ апарата који је остварен током 2011. године, био је резултат, највећим делом, пада цена ових производа у Европској унији.

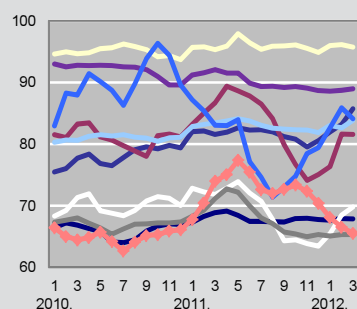
Графикон О.1.2. Укупни нивои цена по земљама
(ЕУ27 = 100)



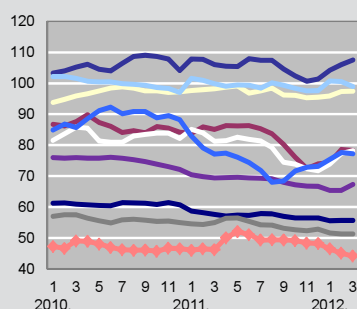
Извор: НБС и Eurostat.

Графикон О.1.3. Нивои цена одређених група производа по земљама
(ЕУ27 = 100)

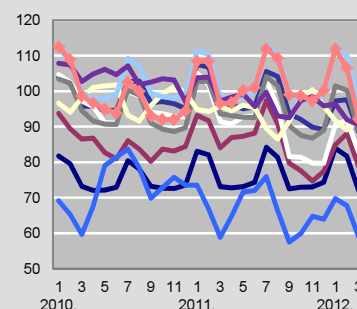
Храна и безалкохолна пића



Електрична енергија, гас и остала горива



Одећа

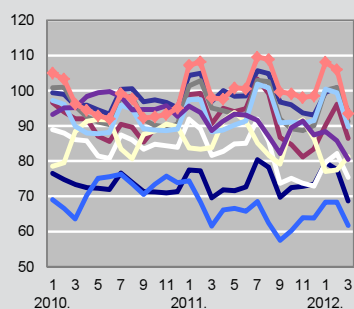


Легенда:

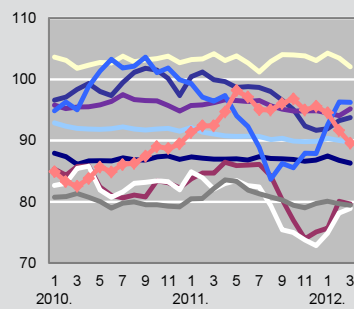
- Бугарска
- Чешка
- Мађарска
- Пољска
- Румунија
- Словенија
- Словачка
- Хрватска
- Турска
- Србија

Графикон О.1.3. Нивои цена одређених група производа по земљама
(ЕУ27 = 100)

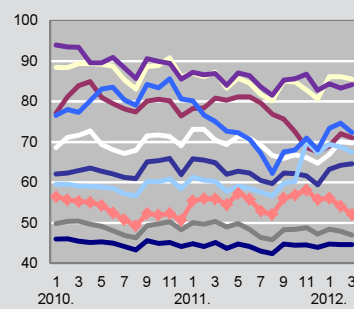
Обућа



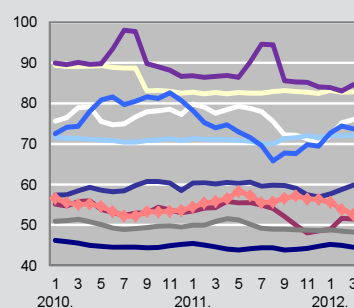
Бела техника и мали кућни апарати



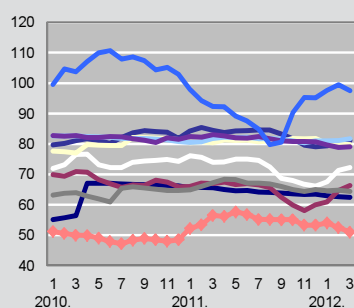
Транспортне услуге



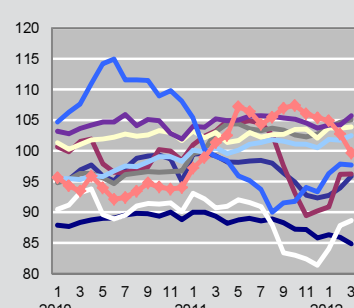
Ресторани и хотели



Алкохолна пића и цигарете



Аудио, DVD и ТВ апарати



— Бугарска — Чешка — Мађарска — Пољска — Румунија
— Словенија — Словачка — Хрватска — Турска — Србија

Извор: НБС и Eurostat.

IV. Детерминанте инфлације

1. Кретања на тржишту новца и капитала и кредити банака

Каматне стопе

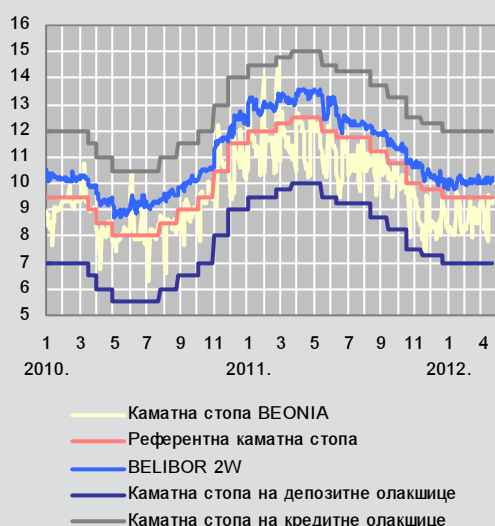
Скоро све динарске каматне стопе у Т1 бележе пад у односу на Т4 2011. На тржишту државних ХоВ више су смањене стопе за краће рочности. Каматне стопе на динарске кредитне биле су у паду до марта, а након тога бележе раст.

Каматна стопа BEONIA бележила је током Т1 благ раст у односу на ниске вредности ове стопе из децембра 2011. године. Расту је допринело смањење

динарске ликвидности због интервенција Народне банке Србије на МДТ-у. И поред тога, динарска ликвидност банкарског сектора је током Т1 била задовољавајућа, што потврђује чињеница да се каматна стопа BEONIA и даље кретала испод референтне каматне стопе. У складу с благим смањењем динарске ликвидности банкарског сектора, промет на преконоћном међубанкарском тржишту новца је повећан.

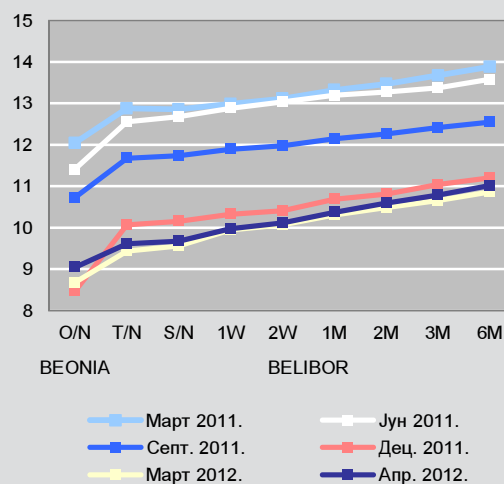
За разлику од каматне стопе BEONIA, каматне стопе BELIBOR су у Т1 забележиле пад, који је био израженији за краће рочности. Просечна вредност каматне стопе BELIBOR TN у марту је износила 9,4%, што је ниже од вредности референтне каматне стопе. Просечне месечне вредности за остале рочности у

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



И поред благог раста, каматна стопа BEONIA се и даље кретала испод референтне каматне стопе.

Графикон IV.1.2. Крива приноса на међубанкарском тржишту новца (просечне вредности, на годишњем нивоу, у %)



За разлику од каматне стопе BEONIA, каматне стопе BELIBOR су и током Т1 забележиле пад.

марту су се кретале у распону од 9,6% до 10,9% и у односу на крај 2011. смањене су између 0,3 и 0,4 п.п. Због бржег пада каматних стопа за најкраћу рочност, распон каматних стопа се повећао за 0,3 п.п., на 1,4 п.п.

У априлу све каматне стопе на међубанкарском тржишту новца бележе благ раст због нешто ниже ликвидности банкарског сектора. Тако је просечна вредност каматне стопе BEONIA повећана за 0,4 п.п., на 9,1%, док су просечне вредности каматних стопа BELIBOR, у зависности од рочности, забележиле раст до 0,2 п.п.

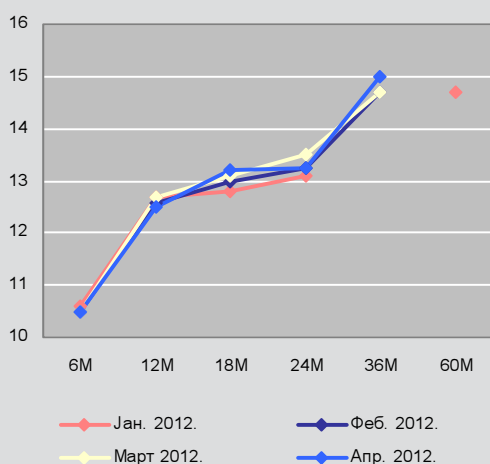
И на примарном тржишту динарских државних ХоВ већи пад забележиле су извршне стопе за краће рочности. Тако су у односу на последње аукције одржане у 2011. години каматне стопе за рочност од 6 месеци и годину дана смањене за 0,4 п.п. и 0,3 п.п., а за рочности од 18 месеци и 3 године за по 0,2 п.п. Једино је извршна стопа за рочност од 2 године повећана за 0,2 п.п. у односу на претходну аукцију одржану у новембру 2011. У јануару је први пут одржана и аукција за рочност од пет година, чиме је динарска крива приноса додатно продужена. Постигнута је извршна стопа од 14,7%, колико су

износиле и стопе на аукцијама за трогодишње ХоВ одржане у фебруару и марту.

Смањење извршних стопа за краће рочности резултат је смањења референтне каматне стопе, али и намере државе да смањи понуду краткорочних ХоВ. Последња аукција тромесечних ХоВ одржана је у октобру 2011. Аукције шестомесечних ХоВ одржавају се једном месечно, уз понуду ограничену на 6,0 млрд динара. Држава је у Т1 понудила ХоВ у номиналном износу од 127,4 млрд динара (од тога 109,4 млрд динара ХоВ у које могу да улажу и нерезиденти), док је у Т4 2011. било понуђено 79,3 млрд динара. И повећан степен реализације, остварен уз веће обиме емисије, допринео је паду извршних стопа за дуже рочности. Повећана реализација резултат је повећаног учешћа страних инвеститора у Т1 на овом тржишту у поређењу са Т4. Повољнија перцепција ризика и измене законске регулативе којима се нерезидентима обезбеђује исти порески третман улагања као и резидентима допринели су повратку нерезидената на тржиште државних ХоВ.

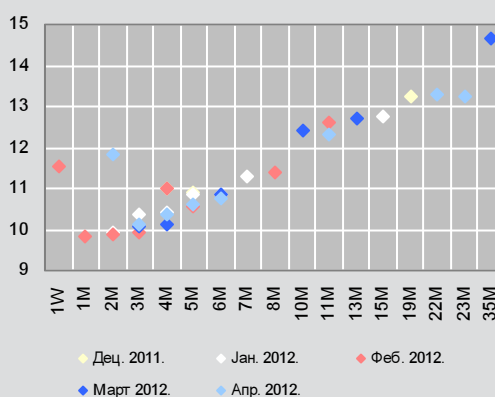
Извршне стопе на државне ХоВ су у априлу оствариле кретања слична кретањима у Т1. Стопа за рочност од

Графикон IV.1.3. Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ (на годишњем нивоу, у %)



Већина каматних стопа је током Т1 остварила благ пад.

Графикон IV.1.4. Крива приноса на секундарном тржишту државних ХоВ* (просечне пондерисане вредности, на годишњем нивоу, у %)



* Приказана сва трговања већа од пет млн динара на "чистом" секундарном тржишту државних ХоВ.

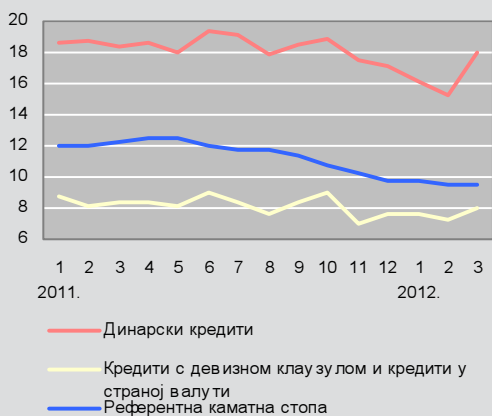
Промет на секундарном тржишту је повећан, а стопе приноса до доспећа смањене.

6 месеци није промењена, док су стопе за рочност од 1 и 2 године смањене за по 0,2 п.п. Извршне стопе за рочности 18 месеци и 3 године су благо повећане (за 0,1 п.п. и за 0,3 п.п., респективно).

У Т1 је доспела прва емисија државних ХоВ рочности од годину дана деноминованих у еврима, у износу од 200,0 млн евра. После тога, држава је понудила нову серију ХоВ исте рочности у номиналном износу 120,0 млн евра. Продато је 55,2 млн евра по стопи од 5,95%. У марту је организована и аукција двогодишњих ХоВ у номиналном износу од 50,0 млн евра, на којој је остварена максимална реализација по стопи од 6,1%.

И на секундарном тржишту запажају се позитивна кретања – промет је повећан, а стопе приноса до доспећа су смањене. У секундарном трговању динарским државним ХоВ укупан промет у Т1 износио је 40,2 млрд динара и великим делом је био инициран кретањима на примарном тржишту. Када се искључе трговања до два радна дана од датума салдирања примарног трговања, овај промет је износио 22,7 млрд динара. Промет у априлу је износио 5,0 млрд динара, а стопе приноса до доспећа за рочност до шест месеци оствариле су извештај раст.

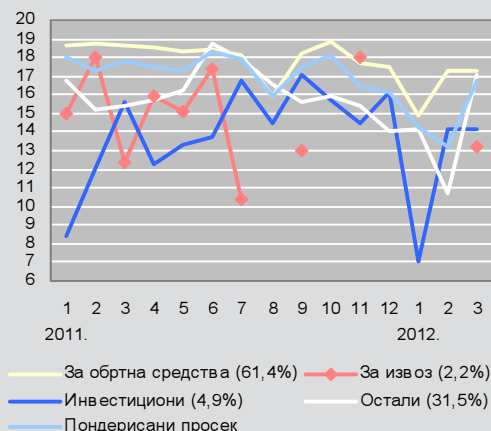
Графикон IV.1.5. Кретање каматних стопа на новоодobreне кредите привреди и становништву*
(просечне пондерисане вредности, на годишњем нивоу, у %)



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

Каматне стопе на динарске кредите биле су у паду до марта, када су забележиле раст.

Графикон IV.1.6. Кретање каматних стопа на новоодobreне динарске кредите привреди*
(просечне пондерисане вредности, на годишњем нивоу, у %)



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

Напомена: У заградама је дато учешће врсте кредита у укупним новоодобреним кредитима у последњој години дана.

Тенденција пада каматних стопа на динарске кредите је настављена у Т1, осим код осталих кредита.

Просечна пондерисана каматна стопа на новоодobreне динарске кредите привреди и становништву је у Т1 повећана за 0,9 п.п., на 18,0%, пре свега због раста каматних стопа за категорију осталих кредита. Уколико се посматрају само наменски динарски кредити привреди и становништву, каматне стопе бележе пад. Тако су каматне стопе на динарске инвестиционе кредите у Т1 смањене за 2,0 п.п., а на кредите за обртна средства 0,2 п.п. Код сектора становништва каматне стопе на потрошачке кредите биле су у паду за 2,0 п.п., упркос занемарљивом износу одобрених кредита.

Девизни кредити и кредити у динарима с девизном клаузулом⁶ у јануару и фебруару су одобравани по нижим каматним стопама, што се може довести у везу с благим падом EURIBOR-а и операцијама ЕЦБ-а за рефинансирање банака (тј. трогодишњим позајмицама банкама по референтној стопи од 1,0%). Ипак, у марту су каматне стопе на ове кредите повећане, тако да је просечна пондерисана каматна стопа износила 8,0%, или за 0,3 п.п. више у односу на децембар 2011. Благо су повећане каматне стопе на

⁶ Просечно учешће новоодобрених кредита с варијабилном каматном стопом у Т1 привреди и становништву износило је 93,1%.

већину кредита привреди, док су смањене само стопе на кредите за увоз и категорију осталих кредита. Цене инвестиционих кредита и кредита за обртна средства повећане су за 0,2 п.п. и 0,1 п.п., респективно. Каматне стопе на девизне и девизно индексиране кредите становништву повећане су због раста каматних стопа на стамбене кредите, а каматне стопе на потрошачке и остале кредите бележе смањење.

Каматне стопе на динарске новоположене орочене депозите становништва нису промењене у односу на крај Т4 2011, и износиле су 9,7%, док су каматне стопе на депозите привреде смањене за 0,6 п.п., на 9,1%. Ако се посматрају новоположени депозити у еврима, каматна стопа је у Т1 смањена и у марту је износила 4,3% за становништво и 3,7% за привреду.

Кретања на берзи

Кретања на Београдској берзи, али и већини берзи у региону, у Т1 су, после дужег времена, указивала на благ опоравак, али су у априлу поново погоршана.

Тренд пада цена акција компанија листираних на Београдској берзи, који је започет средином 2011. године, заустављен је у Т1. Индекси Београдске берзе BELEX15 и BELEXline повећани су за 6,6% и 5,3%, респективно. Раст вредности тих индекса остварен је пре свега у фебруару, док су у марту забележене благе

негативне корекције. Крајем Т1 вредност индекса BELEX15 је износила 531,9, а индекса BELEXline 1029,0 индексних поена.

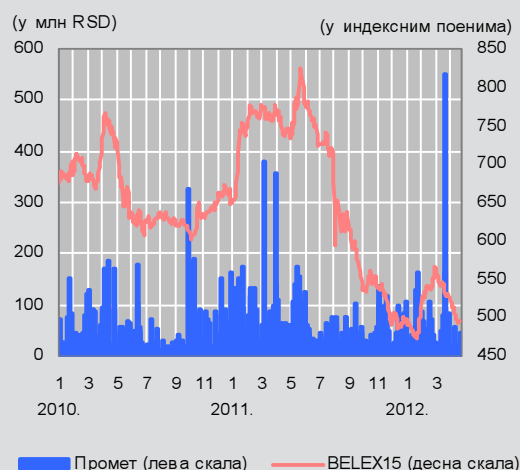
Таква кретања су у великој мери резултат деловања глобалних фактора. Различите мере централних банака усмерене на даље ублажавање монетарне политике одразиле су се на бржи раст цена акција од очекиваног на главним светским берзама.

Укупан промет на Београдској берзи је износио 5,4 млрд динара, што је за 14,5% мање него у Т4 2011. године. Обим трговања акцијама готово је непромењен у односу на претходно тромесечје, док је промет обвезницама смањен. Инострани инвеститори су више учествовали у куповини него у продаји акција и у Т1 су остварили нето куповину од 8,6% укупног промета акцијама.

Промет обвезницама старе девизне штедње је износио 1,3 млрд динара, или за 41,9% мање него у Т4 2011. Највише се трговало обвезницама серије А2015 (30,8%) и серије А2012 (25,3%). Стопе приноса до доспећа на крају Т1 кретале су се у распону од 5,4% за серију А2013 до 8,1% за серију која доспева у мају ове године.

Тржишна капитализација је крајем марта износила 851,5 млрд динара (26,7% БДП-а) и у односу на крај 2011. године повећана је за 34,1 млрд динара, а њено учешће у БДП-у за 1,0 п.п. Раст капитализације

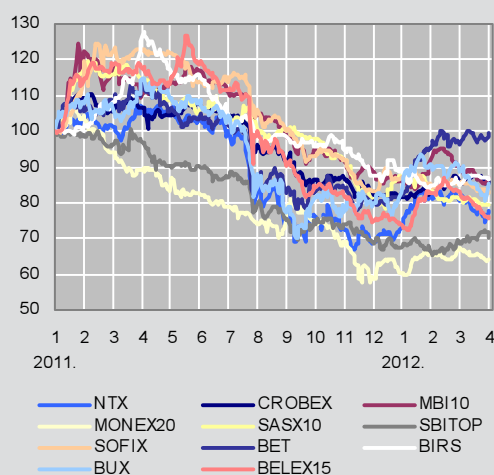
Графикон IV.1.7. Индекс BELEX15



И поред раста индекса BELEX15 у Т1, кретања у априлу указују да још не можемо са сигурношћу говорити о опоравку тржишта.

Графикон IV.1.8. Кретање берзанских индекса у региону

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



Оправак индекса остварен је на већини берзи у региону.

резултат је раста цена акција, а депрецијација динара утицала је да се повећа и капитализација обвезница старе девизне штедње.

Вредности индекса су повећане на већини регионалних берзи, а највише на берзама у Букурешту (BET 23,9%) и Будимпешти (BUX 9,8%). Пад вредности акција је забележен на берзама у Босни и Херцеговини (SASX10 3,6% и BIRS 4,7%) и Софији (SOFIX 4,1%).

У априлу су сви посматрани берзански индекси забележили пад. Највише су смањени индекси на Београдској берзи – BELEX15 7,7% и BELEXline 5,3%. И поред тога, вредност BELEXsentiment-a у априлу (118,1 поена) указује на оптимизам тржишних учесника у погледу кретања у наредном периоду. Индекси на осталим берзама у региону су у просеку смањени за 1,6%, при чему је највећи пад регистрован на Софијској (2,3%), а најмањи на Љубљанској берзи (0,7%).

Монетарни агрегати

Пошто је у Т4 2011. године остварила већи раст од сезонски уобичајеног, понуда новца је у Т1 смањена. На мг. нивоу, у марту је прекинут убрзани раст понуде новца.

Укупан примарни новац је на крају Т1 у односу на крај Т4 2011. године смањен – номинално за 7,5%, односно реално за 11,0%. Динарски примарни новац је номинално смањен за 13,1%, а реално за 14,8%.

На смањење динарског примарног новца (29,6 млрд динара) утицале су и нето инострана и нето домаћа актива Народне банке Србије. У јануару је примарни новац повлачен пре свега путем операција на отвореном тржишту. У фебруару, а посебно у марту, када је повучен и највећи део, повлачење је вршено највише интервенцијама Народне банке Србије на МДТ-у. Држава је и у Т1 допринела емитовању примарног новца, али ипак у мањој мери него у Т4 2011. године. У марту је наставила да троши средства с рачуна, првенствено девизних, код Народне банке Србије. Банке су наставиле да пласирају средства у репо ХоВ и највиша вредност стања ових хартија забележена је почетком фебруара (138,9 млрд динара). Осетније смањење улагања банака у репо ХоВ уследило је тек средином марта, па је крајем Т1 стање ових ХоВ износило 116,2 млрд динара, што је за 4,3 млрд динара мање у односу на крај Т4 2011.

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

	2011.		2012.		Учешће у М3 Март 2012. (у %)
	Јун	Септ.	Дец.	Март	
М3	5,2	11,8	11,0	8,5	100,0
Девизни депозити	9,2	13,5	7,4	5,1	70,3
М2	-14,7	-1,5	11,1	12,7	29,7
Динарски орочени и штедни депозити	-20,4	1,4	15,5	13,4	11,9
М1	-10,2	-3,4	8,4	12,2	17,8
Депозити по виђењу	-7,5	-3,1	3,9	4,0	10,6
Готов новац у оптицају	-14,7	-4,0	16,3	27,3	7,1

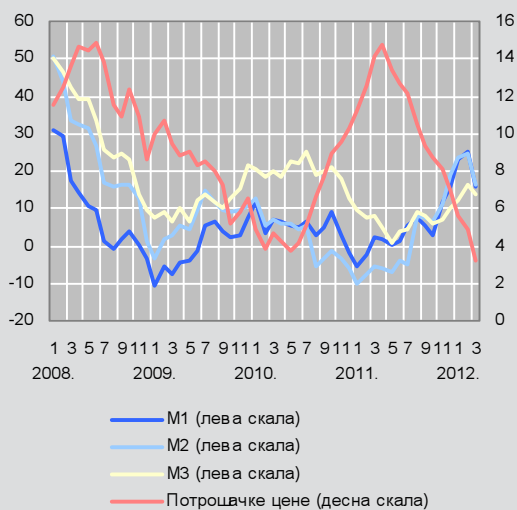
У структури динарског примарног новца, готов новац у оптицају је смањен за 7,3 млрд динара. Ипак, и даље је изнад нивоа из новембра 2011. (када је започело повећано трошење средстава с девизних депозита државе). Банкарске резерве су смањене за 25,9 млрд динара због смањења слободних резерви које банке држе код Народне банке Србије, док је обрачуната обавезна резерва у динарима повећана за 3,7 млрд динара.

Понуда новца је током Т1 смањена више него што је то сезонски уобичајено. Динарски монетарни агрегати М1 и М2 бележе реални пад од 11,1% и 10,6%, респективно, док је најшири монетарни агрегат М3 реално смањен за 4,2%. Посматрано на мг. нивоу, у марту је прекинут убрзани раст понуде новца. Тако је у односу на крај Т1 2011. године М1 реално већи за 12,2%, М2 за 12,7%, а М3 за 8,5%.

Пад нето иностране aktive Народне банке Србије у већој, као и банака у мањој мери, утицао је на повлачење М3 током Т1. Нето инострана актива Народне банке Србије је смањена највише по основу интервенција на МДТ-у. Кредитна активност банака, пре свега кредитирање привреде и становништва, деловала је у смеру креирања М3. И држава је допринела креирању М3, трошећи средства с депозита код Народне банке Србије, али и повећаним задуживањем путем емисија ХоВ.

Све компоненте понуде новца смањене су током Т1. Најмањи пад је забележио готов новац у оптицају, што се може објаснити преференцијом становништва ка држању имовине у најликвиднијем облику. Динарски трансакциони и штедни депозити су углавном

Графикон IV.1.9. **Монетарни агрегати и потрошачке цене**
(мг. стопе, у %)



Раст понуде новца заустављен је у марту.

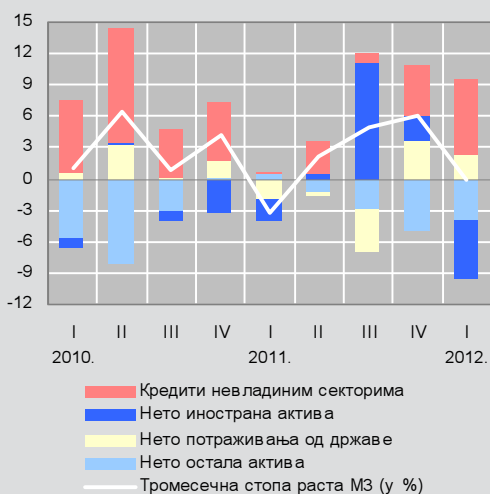
смањени (пад од 20,0 млрд динара и 15,6 млрд динара, респективно) по основу трошења средстава с рачуна привреде. Смањена економска активност, карактеристична за почетак године, овога пута додатно подстакнута неповољним временским условима, утицала је на пад средстава на рачунима привреде. Из истог разлога пад су забележили и девизни депозити привреде.

Раст динарске и девизне штедње становништва настављен је и у Т1. Динарска штедња је повећана за 1,3 млрд динара, а девизна за 78,8 млн евра, при чему су грађани давали предност штедњи на рокове до годину дана.

Вредност монетарног мултипликатора је незнатно повећана у односу на крај Т4, с обзиром на бржи пад слободних резерви банака од пада динарских депозита.

Брзина оптицаја новца је и у Т1 смањена, али у мањој мери него у претходном периоду. За разлику од П2 2011, када је опадала услед раста понуде новца, током Т1 је опадала по основу успореног раста домаћих цена и пада економске активности.

Графикон IV.1.10. **Доприноси расту М3**
(у п.п.)



Кредитна активност је највише утицала на креирање, а нето инострана актива на повлачење М3.

Раст динарских и девизних депозита у априлу утицао је да сви шири монетарни агрегати остваре раст.

Кредити банака

Кредитна активност банака је у Т1 расла споријим темпом него у Т4 2011. године. Задуживање становништва је смањено, док је, после дужег времена, задуживање предузећа у иностранству повећано.

Према композитној мери⁷, укупни кредити су у Т1 расли брже него у Т4 2011. године. После дужег времена, због раста задужења предузећа у иностранству, и инострани кредити су, поред домаћих, имали позитиван утицај на укупно задужење.

Реални раст домаћих кредита⁸ у Т1 је износио 1,3%, што је за 0,2 п.п. ниже од раста оствареног у Т4 2011. Кредити привреди су реално већи за 2,1%, док кредити становништву бележе реални пад од 0,2%. Номинално, укупни кредити банака су повећани за

⁷ Као показатељ укупног задуживања, обухвата домаће кредитирање приватног сектора и јавних предузећа и директно задуживање предузећа у иностранству.

⁸ Од овог Извештаја о инфлацији прати се реални раст кредита привредним друштвима, јавним предузећима, становништву, непрофитним организацијама, другим финансијским организацијама и органима локалних нивоа власти.

104,7 млрд динара. Када се искључи ефекат промене девизног курса, повећање кредита је износило 22,1 млрд динара.

На мг. нивоу, кредитна активност је наставила да расте успореним темпом. Реална мг. стопа раста домаћих кредита у марту је износила 7,4%, или за 0,4 п.п. ниже од стопе забележене у децембру 2011. године.

Учешће домаћих кредита у БДП-у је повећано за 3,1 п.п. и крајем марта је износило 57,4%.

Кредитна активност банака је већим делом финансирана из домаћих извора, пре свега средстава које су банке повукле с девизних рачуна издвојених по основу обавезне резерве. Позитиван допринос кредитној активности банака потиче и од смањења нето потраживања од иностранства. За разлику од ранијих периода, допринос депозита кредитној активности банака је био негативан, с обзиром на смањење динарских и девизних депозита привреде (однос кредита и депозита је у Т1 повећан за 7,4 п.п.,

на 133,0%). Истовремено, део расположивих средстава банке су наставиле да усмеравају у сигурније пласмане – репо и државне ХоВ.

Потраживања банака по основу кредита привреди повећана су 75,2 млрд динара, или 22,4 млрд динара, по искључењу ефекта промене девизног курса. Тај раст је резултат активности остварене у јануару, када је одобрено више кредита привредним друштвима. У фебруару и марту забележена су мање повољна кретања. Иако су кредити за обртна средства и даље најзаступљенији, учешће инвестиционих кредита привреди расте. Тако је износ новоодобрених инвестиционих кредита у Т1 био виши него у целом П2 2011. године. Кредити за увоз и извоз коришћени су у нешто већој мери него у Т4 2011. године. Највише кредита је усмерено у сектор саобраћаја. Предузећа из области трговине и индустрије кредитирана су у мањој мери него у Т4 2011, док су се временске прилике и негативна кретања у сектору грађевинарства одразила и на кредитирање ове области.

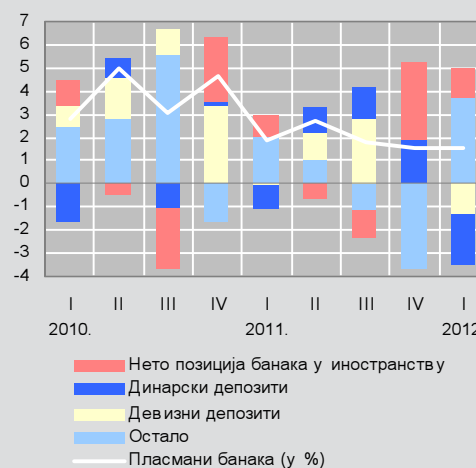
Графикон IV.1.11. Кредити и БДП
(тримесечне стопе, у %)



* Дефлационирано инфлацијом, по искључењу ефекта промене курса.

Домаћи кредити расли су спорије него у Т4 2011. После дужег времена повећано је задужевање предузећа у иностранству.

Графикон IV.1.12. Доприноси тримесечној
стопа раста пласмана банака*
(у п. п.)



* Искључен ефекат промене курса.

Допринос штедње приватног сектора финансирању кредитне активности био је у Т1 негативан.

После дужег времена, повећано је задуживање предузећа по основу прекограничних кредита, за 126,0 млн евра (пре свега Телекома Србија). Такође, предузећа су наставила да користе трговинске кредите⁹ из иностранства (107,6 млн евра).

Кредити становништву бележе смањење у Т1. Номинално, потраживања по основу кредита становништву су повећана за 26,2 млрд динара, али када се искључи ефекат промене курса, потраживања су смањена за 1,1 млрд динара. Одобравање стамбених кредита је настављено задовољавајућом динамиком, док је коришћење осталих врста кредита смањено. Смањено је задуживање по основу потрошачких и готовинских кредита и кредитних картица. Износи прекорачења на текућим рачунима су нешто виши него у претходном тромесечју.

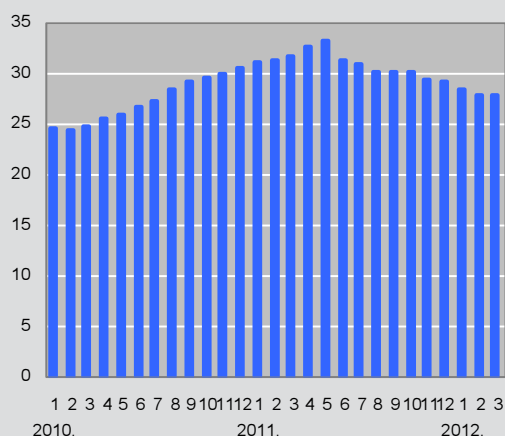
И на субвенционисаном сегменту кредитног тржишта запажа се нижи ниво активности. Износ од 0,9 млрд динара тих кредита, колико је укупно одобрено у Т1, готово се у потпуности односи на субвенционисане стамбене кредите. У марту је започето и одобравање

пољопривредних кредита, а у Т2 се очекује и почетак одобравања кредита за војна лица по условима прописаним за ову годину.

Учешће динарских кредита у укупним кредитима је смањено за 1,3 п.п. и у марту је износило 27,9%. Учешће динарских кредита је смањено код сектора привреде и сектора становништва, при чему је смањење наглашеније код привреде. По искључењу промене курса динара, степен динаризације код становништва и даље бележи раст. Очекујемо да ће примена Меморандума о стратегији динаризације¹⁰, који су потписале Народна банка Србије и Влада РС, допринети расту динарског кредитирања.

Способност отплате кредита, мерена учешћем NPL у укупним кредитима, благо је погоршана у односу на крај 2011. године. Према прелиминарним подацима, укупно учешће NPL, рачунато по бруто принципу, у марту је износило 20,1% (по нето принципу 11,3%). Посматрано по секторима, учешћа NPL су делимично измењена у односу на крај 2011. Тако је учешће NPL код привреде смањено за 0,3 п.п., на 22,1%.¹¹

Графикон IV.1.13. Учешће динарских потраживања у укупним потраживањима банака од привреде и становништва (у %)



Учешће динарских потраживања се и даље смањује.

Табела IV.1.2. Субвенционисани кредити (у млрд RSD)

	2011.				2012.
	T1	T2	T3	T4	T1
Програм мера Владе РС за ублажавање негативних ефеката светске финансијске кризе					
	27,0	59,0	7,9	-	-
Субвенционисани стамбени кредити					
	0,9	1,3	2,0	2,0	0,9
Субвенционисани кредити за војску					
	n.a.	0,2	0,5	0,5	-
Субвенционисани кредити за пољопривреднике					
	n.a.	n.a.	2,7	3,7	0,0

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

⁹ Имајући у виду специфичност трговинских кредита, они нису обухваћени композитном мером кредитне активности.

¹⁰ http://www.nbs.rs/internet/latinica/30/MemorandumVladaDinarizacija_20120406.pdf

¹¹ Један од разлога високог учешћа NPL је неповољан порески третман директног отписа ненаплативних потраживања, због чега банке директни отпис врше тек после окончања свих претходних правних радњи на наплати потраживања (уновчавање средстава обезбеђења, окончање стечајних поступака и сл.). Судски поступци често трају по неколико година, уз неизвесан исход и пратеће трошкове спора.

Кашњење становништва у отплати кредита је повећано за 0,3 п.п. и у марту је износило 8,3%.¹² И поред високог учешћа NPL, други релевантни показатељи указују на стабилност банкарског сектора – коефицијент адекватности капитала је у марту 2012. године износио 17,3%, а регулаторна резервисања за билансну изложеност у односу на бруто проблематичне кредите 127,1%.

2. Кретања на девизном тржишту и курс динара

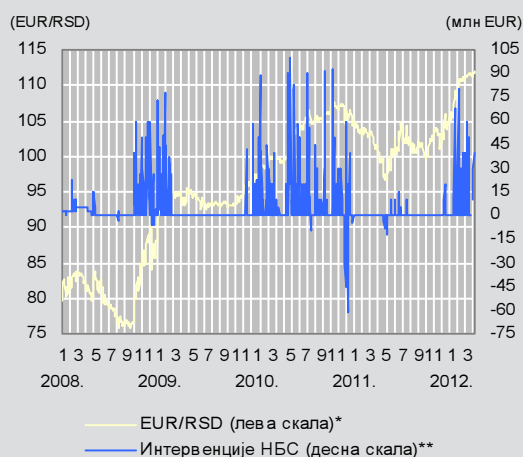
Кретања на девизном тржишту обележили су депрецијацијски притисци и интервенције Народне банке Србије. Курс динара се стабилизовао крајем Т1.

Депрецијацијски притисци, започети крајем 2011. године, настављени су током Т1. Динар је ослабио према евр у просеку за 5,5%. Вредности курса кретале су се у распону од 103,7 средином јануара до 111,4 динара за евро последњег дана марта. Слабљење

динара према долару било је израженије, у просеку је износило 8,0%. Номинални ефективни курс динара¹³ је просечно депрецирао 6,0%, док је просечна депрецијација реалног ефективног курса износила 5,5% (4,9% према евр у и 8,0% према долару).

Депрецијацијски притисци у Т1 последица су раста тражње предузећа за девизама у условима смањених прилива по основу извоза. До раста тражње је дошло пре свега због плаћања увоза енергената повећаног услед изузетно хладног времена. Слабија економска активност и саобраћајни проблеми, узроковани лошим временским условима, одразили су се на мањи извоз. Слабљењу динара допринели су и вести о одлагању завршетка ревизије аранжмана с ММФ-ом, затим одлазак компаније *US Steel* из Србије и смањење прогнозе економског раста у 2011. години. Такође, прилив капитала из иностранства је био низак. Држава је наставила да троши средства с рачуна код Народне банке Србије и тиме доприносила одржавању високог степена динарске ликвидности и повећаној тражњи за девизама. Откуп ефективног страног новца био је за трећину мањи него у Т4 2011.

Графикон IV.2.1. Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту

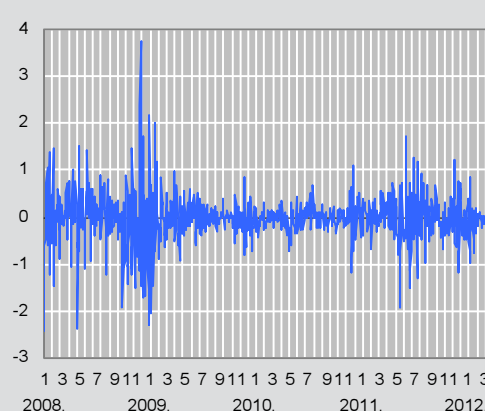


* 1 EUR у RSD.

** + продаја; - куповина.

Током Т1 Народна банка Србије је интервенисала продајом девиза на МДТ-у.

Графикон IV.2.2. Дневне промене курса динара према евр* (у %)



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

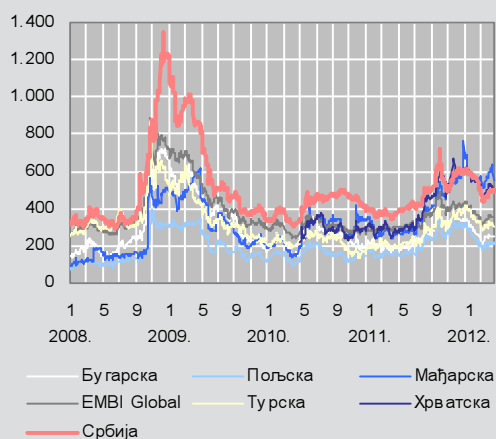
Дневне осцилације курса динара у Т1 су веће у односу на Т4 2011, али су се смањивале из месеца у месец.

¹² Ако се укључе предузетници, кашњење у отплати кредита је повећано за 0,5 п.п. и износило је 9,9%.

¹³ Коришћени пондери 0,8 за евр и 0,2 за долар.

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

(дневни подаци, у базним поенима)

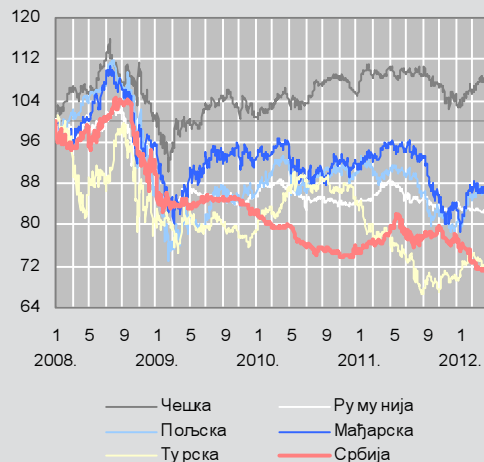


Извор: JP Morgan.

У Т1 је дошло до пада EMBI код свих земаља у региону, при чему је за Србију овај пад био најизраженији.

Графикон IV.2.4. Кретање курсева одређених националних валута према евр

(дневни подаци, 31. 12. 2007 = 100)



* Раст представља апрецијацију.

Динар је у Т1 депрецирао, док је већина осталих валута земаља у региону апрецирала.

године, што је било претежно условљено смањењем прилива по основу дознака.

Иако је на МДТ-у у Т1 остварен у просеку већи обим трговине него у Т4 2011. године, просечан дневни промет се смањивао из месеца у месец и у марту је износио 46,2 млн евра. Као и промет, и просечне дневне осцилације курса су се смањивале током Т1. Да би обезбедила несметано функционисање девизног тржишта, Народна банка Србије је на МДТ-у у фебруару продала 188,5 млн евра, а у марту 310,0 млн евра. Ради подстицања развоја међубанкарског своп тржишта, Народна банка Србије је наставила са организовањем тромесечних девизних своп аукција – током Т1 је купила 87,0 млн евра, а продала 100,0 млн евра.

Кретање премије ризика било је слично за све земље у окружењу. Премија ризика је до половине јануара расла, да би се смањивала до средине марта, када је уследио њен благ раст. Општи пад премије ризика доводи се у везу са смиривањем тензија у зони евра и креирањем ликвидности трогодишњим операцијама дугорочног финансирања ЕЦБ-а. Крајем марта вредност EMBI (*Emerging Markets Bond Index*) за Србију износила је 467 б.п. Она је у Т1 смањена за 134

б.п., што је више од смањења вредности EMBI Global (84 б.п.), али и осталих посматраних земаља. Позитивнијој перцепцији ризика Србије у поређењу са земаљама региона током Т1 допринели су стицање статуса кандидата за чланство у Европској унији и потврђивање рејтинга Србије од стране агенције *Standard&Poor's*.

Благ раст вредности EMBI Global и EMBI већине земаља у региону, који је започет средином марта, настављен је и током априла. Иако је раст био најизраженији за Србију (31 б.п.), премија ризика за Србију (498 б.п.) и даље је нижа од премија ризика за Мађарску и Хрватску.

Валуте већине земаља у региону су апрецирале према евр у Т1. Депрецирао је, поред динара, једино румунски леј (за 1,4%).

Динар је у априлу, уз интервенције Народне банке Србије, просечно депрецирао 0,6% у односу на евро. У складу са брзином и интензитетом фискалне консолидације и структурних реформи, које би требало да допринесу смањењу екстерне неравнотеже, у наредном периоду очекујемо стабилизацију курса динара.

Прилив капитала из иностранства

Током Т1 екстерна неравнотежа је повећана, што се одразило на депрецијацијске притиске. Прилив капитала, за разлику од претходних тромесечја, није био довољан за покриће дефицита текућег рачуна.

Скроман прилив капитала у Т1 није био довољан да покрије растући дефицит текућег рачуна. Прилив капитала је остварен по основу осталих и портфолио инвестиција, док је по основу СДИ забележен одлив.

Нето одлив капитала по основу СДИ (371,6 млн евра) односи се на област телекомуникација – откуп акција предузећа Телеком Србија од страног улагача (380,0 млн евра) и повлачење дела капитала другог мобилног оператера (122,7 млн евра). Поред тог одлива, у Т1 је остварен и мањи прилив по основу улагања у предузећа из прерађивачке индустрије, трговине, грађевинарства, комуникација, пословања некретнинама и финансијске делатности и осигурања.

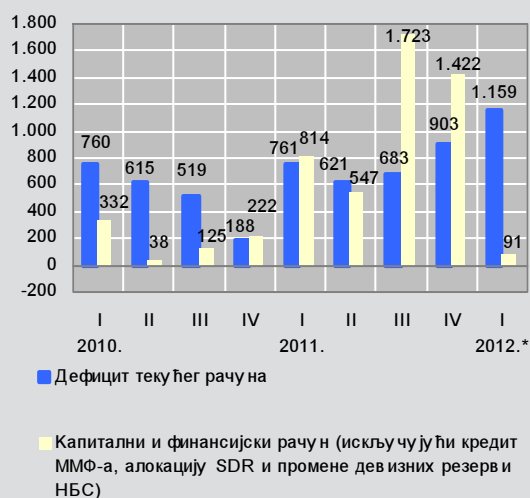
По обнављању аукција државних ХоВ, побољшана перцепција ризика и потврда кредитног рејтинга за Србију од стране агенције *Standard&Poor's* утицале су

на раст улагања страних инвеститора у односу на Т4 2011. Тако је, и поред већег доспећа државних ХоВ деноминираних у еврима, у Т1 остварен нето прилив по основу портфолио инвестиција у износу од 75,8 млн евра. Ипак, он је мањи у поређењу са истим периодом прошле године (519,9 млн евра).

Нето задуженост по основу финансијских кредита је смањена током Т1. Банке су, за разлику од Т4 2011, у већој мери враћале кредите него што су их користиле, тако да је по том основу остварен нето одлив од 149,7 млн евра. Предузећа су повећала своје обавезе према инокредиторима у нето износу од 126,0 млн евра, пре свега због кредита које је користио Телеком Србија. Нето задужење државе је повећано за 5,2 млн евра – прилив у износу од 97,2 млн евра остварен је првенствено по основу коришћења кредита ЕИБ, док је на име измирења доспелих обавеза према инокредиторима забележен одлив од 92,0 млн евра.

И поред смањења нето задужености, по основу осталих инвестиција у Т1 је евидентиран прилив због привременог повлачења средстава банака с рачуна у иностранству како би испуниле захтев да изложеност банке према повезаном лицу не пређе 5% капитала.

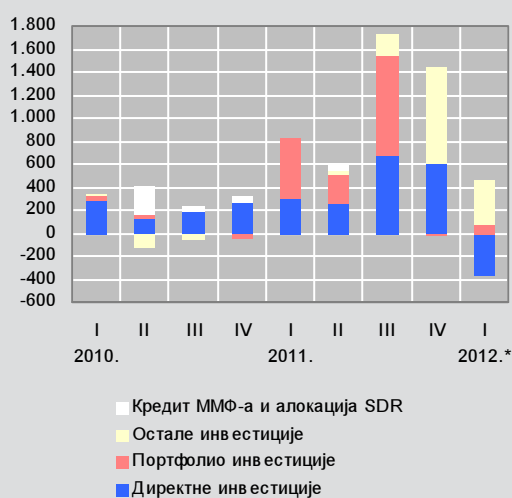
Графикон IV.2.5. Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала (у млн EUR)



*Прелиминарни подаци.

Прилив капитала није био довољан за финансирање растућег дефицита текућег рачуна.

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



*Прелиминарни подаци.

Нето одлив СДИ обележио је кретања капитала у Т1.

3. Агрегатна тражња

Према нашој процени, агрегатна тражња је у Т1 забележила пад, пре свега због пада нето извоза.

Раст БДП-а од 1,6% у 2011. години остварен је по основу раста инвестиција у извозно оријентисане секторе, док су финална потрошња и нето извоз имали негативан допринос. Негативан допринос нето извоза резултат је повећаног увоза опреме за инвестиције у извозно оријентисане секторе.

Агрегатна тражња у Т1 наставља да пада. Таквом кретању допринели су и пад домаће тражње и пад нето екстерне тражње. У оквиру домаће тражње, потрошња домаћинстава и државна потрошња су биле у порасту, док су приватне инвестиције забележиле пад.

Посматрано на мг. нивоу, агрегатна тражња у Т1 је такође забележила пад, први пут након седам узастопних тромесечја. Процењујемо да је пад последица наставка мг. пада нето екстерне тражње, потрошње домаћинстава, као и нижих приватних

Графикон IV.3.2. Доприноси мг. стопи раста БДП-а расходна страна (у п.п.)



* Процена НБС.

Мг. пад БДП-а у Т1 последица је пре свега пада нето извоза.

инвестиција. Позитиван допринос потиче од потрошње и инвестиција државе.

Према пројекцији Народне банке Србије, раст БДП-а у 2012. години износиће око 0,5% и засниваће се на расту извоза, чије убрзање очекујемо у П2.

Домаћа тражња

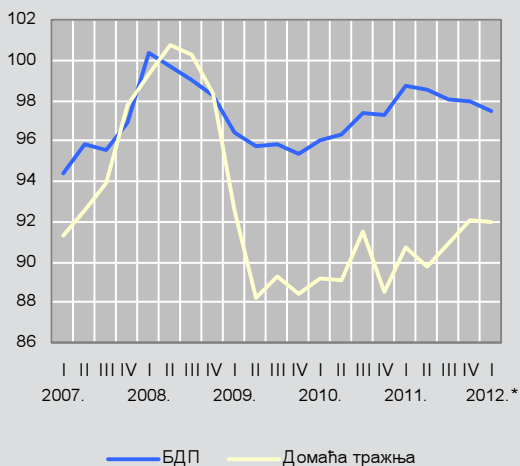
Потрошња домаћинстава

Потрошња домаћинстава је у благом порасту у Т1.

Процењујемо да је потрошња домаћинстава у Т1 остварила незнатан раст од 0,1% дсз. и позитивно утицала на БДП (допринос 0,1 п.п.). На раст потрошње указује раст промета у трговини на мало, као најзначајнији индикатор, који је, према нашој процени, у Т1 порастао за 3,0% дсз.

Реални приходи домаћинстава по основу зарада, пензија и социјалних примања, као основни извор финансирања потрошње, остварили су раст у Т1 (1,1% дсз.), чему је највише допринео пораст зарада.

Графикон IV.3.1. БДП и домаћа тражња (дсз. подаци, П1 2008 = 100)



* Процена НБС.

Пад домаће тражње допринео је паду БДП-а у Т1.

Табела IV.3.1. Индикатори кретања инвестиција

	2005-2008. (просек)	2011.			2012.	
		I	II	III	IV	I
Реални показатељи						
(дсз. подаци, тромесечни раст, у %)						
Грађевинарство	2,2	3,1	3,0	0,4	0,8	-2,3 *
Индустријска производња капиталних производа (физички обим)	-6,5	18,0	-18,8	-9,1	6,2	12,6
Извоз капиталних производа**	29,3	-0,4	-1,8	9,5	-0,8	3,1
Увоз капиталних производа**	11,2	23,4	-11,8	6,5	3,4	-8,1
Залихе капиталних производа	-1,6	49,2	0,9	-3,2	-13,8	-3,3
Индустријска производња интермедијарних производа (физички обим)	3,9	6,6	-1,1	-2,9	-3,0	-4,7
Извоз интермедијарних производа**	17,6	15,6	-7,4	-2,5	0,4	-7,0
Увоз интермедијарних производа**	15,4	8,3	0,0	-5,7	-0,1	8,6
Залихе интермедијарних производа	0,5	2,7	-3,4	-2,6	-4,4	-1,3
Инвестиције државе***	16,2	-2,5	-7,9	-3,9	-5,2	0,0
Финансијски показатељи						
Средњорочно и дугорочно задуживање привреде у иностранству (нето, у млн EUR)	528,8	-213,2	-169,0	-58,5	11,8	126,2
Домаћи дугорочни кредити одобрени привреди (у млрд RSD)	43,3	8,9	43,6	35,3	47,1	48,3
од тога: инвестициони кредити	п.а.	-6,4	7,0	11,0	21,5	37,1
Домаћи дугорочни кредити одобрени становништву (у млрд RSD)	78,9	-9,1	19,9	5,2	16,0	21,7

* Процена НБС.

** Извоз и увоз су изражени у еврима.

*** Инвестициона потрошња државе је дефлационирана индексом цена произвођача индустријских производа.

У Т1 је забележен и дсз. реални раст дознака, док су потрошачки кредити коришћени у мањој мери.

Инвестиције приватног сектора

У Т1 је дошло до пада инвестиција приватног сектора.

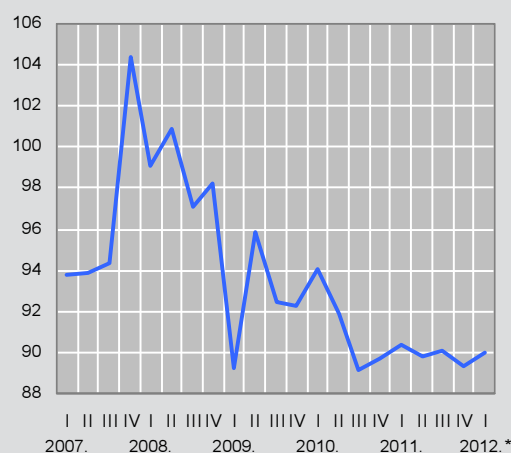
Инвестиције приватног сектора су, према нашој процени, у Т1 забележиле пад од 1,4% дсз. и негативно утицале на кретање БДП-а (0,3 п.п.). Том паду је допринело смањење инвестиција у основне фондове (0,3 п.п.). Инвестиције у обртне фондове (залихе) незнатно су смањене.

На пад инвестиција у основна средства указују смањење активности у грађевинарству, углавном због изузетно хладног времена у фебруару, као и пад увоза капиталних добара.

Потрошња и инвестиције државе

Потрошња државе је у Т1 забележила раст, док су инвестиције државе стагнирале.

Графикон IV.3.3. Потрошња државе
(дсз. подаци, П1 2008 = 100)



* Процена НБС.

Потрошња државе је у Т1 забележила реалан раст.

Позитиван допринос економској активности у Т1 потиче од потрошње државе (0,1 п.п), док су инвестиције државе стагнирале.

Процењујемо да је потрошња државе порасла 0,8% дсз., што потврђује раст издатака за куповину робе и услуга и раст зарада у јавном сектору.

У Т1 очекује се стагнација инвестиција државе, на шта указује дсз. кретање капиталних расхода буџета.

Нето екстерна тражња

Раст увоза и пад извоза утицали су да нето екстерна тражња у Т1 забележи пад.

У Т1 је остварен реални дсз. пад извоза робе и услуга (0,3%) и реални дсз. раст увоза (0,5%), због чега је спољнотрговинска размена негативно утицала на БДП (0,4 п.п.).

Спољнотрговинска размена је и на мг. нивоу негативно утицала на БДП (1,1 п.п.), због раста увоза (1,5%) и пада извоза (0,6%) робе и услуга.

Робни извоз изражен у еврима забележио је пад од 1,4% дсз. Тај пад је последица неповољних временских услова у фебруару, као и ванредних околности у земљи.¹⁴ У оквиру извоза, највећи пад у Т1 су забележили основни метали и хемикалије и хемијски производи, док је извоз пољопривредних производа и електричне опреме порастао.

Робни увоз изражен у еврима је повећан за 3,2% дсз., а на његову структуру су утицали неповољни временски услови. Повећан увоз енергената допринео је расту увоза репроматеријала, док је увоз опреме и потрошних добара смањен.

И поред неповољних кретања у Т1, извоз се крајем тромесечја налазио 17,0% изнад свог преткризног нивоа¹⁵, док је увоз био 9,6% нижи.

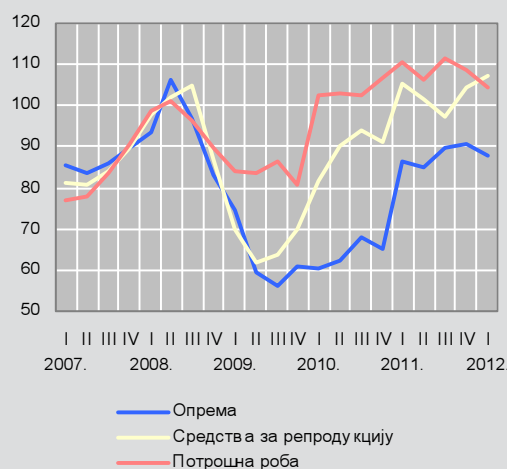
Цена нафте је у Т1 била 8,2% виша у односу на претходно тромесечје. Цене нафте изражене у еврима достигле су максимум у Т1. Раст цене нафте започет је у јануару и интензиван током фебруара, да би у марту цена благо опала. Основни узроци раста цене нафте су заоштравање геополитичких тензија на Блиском истоку, хладно време и позитивни

Графикон IV.3.4. Извоз и увоз робе
(у млн EUR)



Нето извоз је негативно утицао на кретање БДП-а у Т1 због раста увоза и пада извоза.

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



Раст увоза у Т1 забележен је код средстава за репродукцију, док је увоз опреме и потрошних добара био у паду.

¹⁴ Видети Осврт 2, стр. 34.

¹⁵ П1 2008. године.

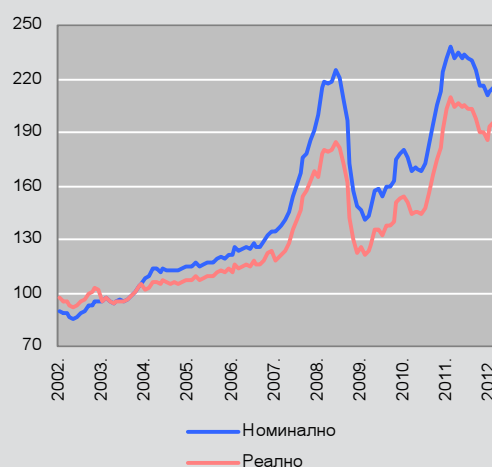
Графикон IV.3.6. Кретање цена нафте и бакра (у USD)



Извор: Блумберг.

У Т1 дошло је до раста цене нафте и бакра.

Графикон IV.3.7. Индекс светских цена хране (2002 - 2004 = 100)



Извор: ФАО, УН.

Цене хране на светском тржишту забележиле су благ раст у Т1.

индикатори с тржишта рада у САД. Пад цене нафте крајем Т1 последица је ниже тражње због смањеног увоза из Кине, као и повећане понуде после отварања нових нафтних поља у Саудијској Арабији. У 2012. години очекује се нижа просечна цена нафте него у 2011, због могуће рецесије у зони евра и успоравања раста привреде Кине.

Целокупан пораст цене бакра (око 12%) у Т1 у односу на претходно тромесечје остварен је у јануару, док је у фебруару и марту цена бакра мировала. Раст цене у јануару приписује се факторима тражње: повољним индикаторима с тржишта рада у САД, очекивањима да ће криза у зони евра попустити и проценама да ће Кина ублажити монетарну политику. Подаци о успоравању кинеског раста у Т4 2011. године и поновна забринутост око дужничке кризе у зони евра резултирали су заустављањем раста цене бакра у фебруару и марту.

Индекс светских цена хране је на крају Т1 порастао 2,4% у односу на крај претходног тромесечја. Највише су порасле цене шећера, уља и житарица. Основни узрок раста цена је одлагање сетве због хладног времена и слабење вредности долара.

4. Економска активност

Процењујемо да је у Т1 настављен пад економске активности. Негативан производни јаз се продубљује.

Према званичној статистици, раст реалног БДП-а у 2011. години износио је 1,6%. Након релативно снажног раста у П1, раст у П2 је знатно успорен због успоравања економске активности у зони евра и региону југоисточне Европе с којима Србија остварује највећи део спољнотрговинске размене.

У 2012. години очекује се скроман раст БДП-а, од 0,5%. Процењујемо да ће пад економске активности до кога је дошло у Т1 бити надокнађен опоравком индустријске производње почев од Т2. То се у највећој мери заснива на очекиваним позитивним ефектима покретања производње у црној металургији и аутомобилској индустрији.

Процењени пад БДП-а и НДВ-а у Т1 износио је 0,5% и 0,9% дес., респективно. Економска активност је

била испод преткризног нивоа (БДП $-2,5\%$, а НДВ $-3,6\%$), тј. нивоа из П1 2008. године.

Пад БДП-а последица је оштрог пада индустријске производње због неповољних временских прилика у фебруару, као и због једномесечног прекида рада Железаре Смедерево.¹⁶

Физички обим индустријске производње забележио је пад од $4,6\%$ дсз. Пад бележе сви сектори индустрије: прерађивачка индустрија $3,4\%$ дсз. (допринос $3,2$ п.п.), рударство $5,2\%$ дсз. (допринос $0,5$ п.п.) и снабдевање електричном енергијом, гасом и паром $5,4\%$ дсз. (допринос $1,0$ п.п.).

У оквиру прерађивачке индустрије највећи дсз. пад активности забележен је у производњи основних метала (допринос $1,7$ п.п.), производњи кокса и деривата нафте ($1,3$ п.п.), производњи основних фармацеутских производа и препарата ($0,7$ п.п.) и производњи хемикалија и хемијских производа ($0,6$ п.п.). Највећи дсз. раст обима производње остварен је у производњи производа од гуме и пластике (допринос $0,6$ п.п.) и производњи прехранбених производа ($0,3$ п.п.).

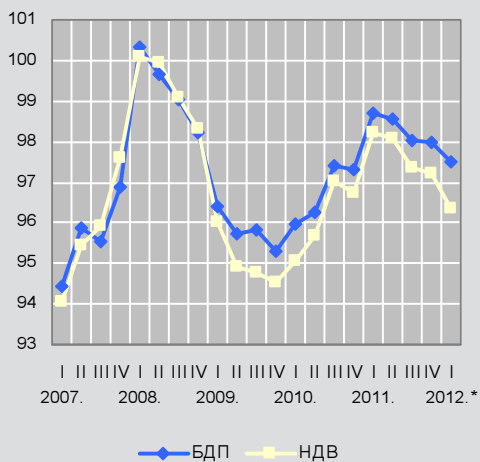
Графикон IV.4.2. Доприноси м. стопи раста БДП-а – производна страна (у п.п.)



* Процена НБС.

Индустрија и грађевинарство негативно су утицали на м. кретање БДП-а у Т1.

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



* Процена НБС.

БДП и НДВ су исказали пад у Т1.

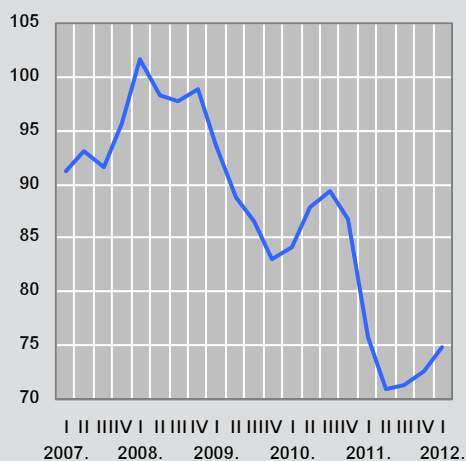
Графикон IV.4.3. Кретање индустријске производње (дсз. подаци, П1 2008 = 100)



Укупна индустријска производња и сектор прерађивачке индустрије исказали су пад у Т1.

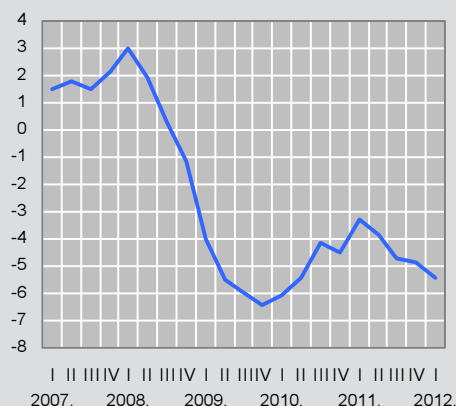
¹⁶ Видети Осврт 2, стр. 34.

Графикон IV.4.4. Кретање трговине на мало
(дсз. подаци, П1 2008 = 100)



Промет у трговини на мало је благо повећан у Т1.

Графикон IV.4.5. Производни јаз*
(процентуално одступање од тренда)



* Процена НБС на основу Калмановог филтера.

Негативни производни јаз је додатно продубљен у Т1.

Према проценама, бруто додата вредност у грађевинарству је опала, на шта указује пад производње неметалних минерала. Талас хладног времена током фебруара утицао је на привремену обуставу радова код већине започетих грађевинских пројеката. Процењујемо да ће, из истих разлога, пад активности у Т1 бити забележен и у сектору саобраћаја и складиштења.

Процењена бруто додата вредност у сектору трговине је у Т1 остварила раст од 2,1% дсз., али је и даље 10,3% испод преткризног нивоа. Промет у трговини на мало је порастао за 3,0% дсз.

Према прелиминарној оцени РЗС-а, БДП је у Т1 опао 1,3% м.г. након седам узастопних тромесечја раста, док је према нашој процени НДВ у Т1 забележила пад

од 2,0% м.г. Највећи негативан допринос томе потиче од индустријске производње (1,2 п.п.) и сектора трговине и саобраћаја и складиштења (по 0,2 п.п.). С друге стране, позитиван допринос бележи сектор информисања и комуникација (0,5 п.п.).

Пад економске активности у Т1 одразио се на продубљивање негативног производног јаза. По том основу требало би очекивати снажније дезинфлаторне притиске са стране агрегатне тражње. Међутим, с обзиром на то да у условима кризе потенцијални БДП може бити прецењен (због еродирања производних капацитета и смањења радних способности лица која су незапослена дуго времена), постоји могућност да је стварни производни јаз мањи од процењеног. У том случају, дезинфлаторни притисци са стране агрегатне тражње могли би бити слабији од процењених.

Осврт 2: Утицај хладног времена у фебруару на економску и спољнотрговинску активност

Србију је почетком фебруара 2012. године погодио талас изузетно хладног времена, што је налагало да се прогласи ванредна ситуација у периоду од 5. до 26. фебруара. Током тог периода повећана је потрошња електричне енергије за потребе грејања, па се, због одрживости електроенергетског система, приступило рестрикцијама испоруке електричне енергије појединим индустријским погонима, чиме је било погођено око 2.000 предузећа.

Рестрикције електричне енергије оставиле су велике последице на економску активност у фебруару. Највише је била погођена индустријска производња (пад од 13,6% дсз.), у оквиру које су сви сектори забележили дсз. пад. Прерађивачка индустрија је забележила пад од 15,2% дсз., док је производња у секторима рударства и производње електричне енергије опала за 14,5% и 3,3% дсз., респективно.

Кретање индустријске производње у фебруару је у великој мери било последица ванредних околности – неповољних временских прилика и једномесечног прекида рада у Железари Смедерево. За процену утицаја тог шока користили смо ирегуларну компоненту индекса индустријске производње. На графикону О.2.1. приказани су тренд-циклус компонента серије индустријске производње и њене дсз. вредности. Њихова разлика представља ирегуларну компоненту која обухвата утицаје неочекиваних шокова. На графикону се види да ирегуларна компонента објашњава око 15 п.п. пада индустријске производње у фебруару. Процењујемо да се око 4 п.п. те компоненте односи на прекид производње у Железари Смедерево, на шта указује дсз. фебруарски пад производње основних метала од 56,1%, док би се остатак (око 11 п.п.) могао приписати последицама неповољних временских прилика.

Осим што су утицале на пад индустријске производње, неповољне временске прилике су, према расположивим индикаторима, утицале и на активност у секторима грађевинарства и саобраћаја и складиштења. Наиме, ледостаји на рекама и завејани путеви проузроковали су проблеме у речном и друмском транспорту, а на пад активности у грађевинарству указује пад производње неметалних минерала.

Отежана испорука пловним путевима и прекид рада у Железари Смедерево били су главни узроци лошијих остварења и у спољнотрговинској активности. Робни извоз изражен у еврима је у фебруару у односу на јануар пао за 18,4% дсз., при чему се око половине пада укупног извоза дугује паду извоза пољопривредних производа (4,6 п.п.) и основних метала (4,0 п.п.), где се као главни путеви извоза производа и увоза сировина користе пловни токови.

Робни увоз изражен у еврима је такође забележио дсз. пад, али у мањој мери него извоз. Спорији пад увоза последица је у великој мери раста увоза енергије (који је у фебруару порастао за 29,3% дсз.) због повећаног увоза нафте, природног гаса и електричне енергије. Остале компоненте увоза забележиле су дсз. пад, при чему је он био израженији код увоза производа за широку потрошњу (19,7%) него код увоза капиталних производа (17,0%).

Неповољне временске прилике у фебруару не би требало да имају дугорочне ефекте на кретање макроекономских агрегата (БДП, извоз, увоз), због чега би податке о остварењима економске и спољнотрговинске активности у фебруару требало посматрати у светлу овог једнократног шока. То потврђују подаци о расту индустријске производње у марту (12,2% дсз.).

Графикон О.2.1. Кретање индекса индустријске производње (базни индекс, 2011 = 100)



Извор: НБС и РЗС.

5. Кретања на тржишту рада

Зараде

У Т1 је дошло до пораста зарада – оне су номинално и реално веће у односу на претходно тромесечје и у приватном и у јавном сектору. Јединични трошкови рада у индустрији су у порасту.

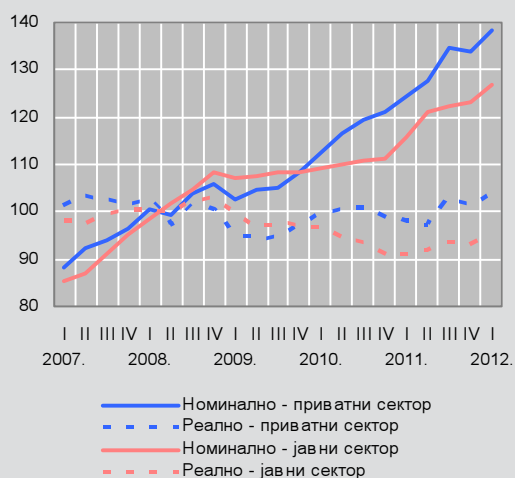
Према дсз. подацима, нето зараде у Т1 номинално су веће за 5,3%, а реално за 4,4%. Реалне нето зараде у приватном сектору порасле су за 2,4% дсз., а у јавном за 2,3% дсз. Чињеница да реалне зараде нису опале с другим таласом кризе указује да је до прилагођавања тржишта рада у формалној економији дошло пре свега путем смањења запослености.

Посматрано по делатностима, највећи реални раст су оствариле зараде у стручној, научној, иновационој и техничкој делатности, рударству, финансијској делатности и делатности осигурања. Реални пад зарада забележен је у образовању и информисању и комуникацијама.

Реалне зараде су, мп. посматрано, убрзале раст у Т1 на 6,3% (са 3,0% у Т4 2011. године). Раст реалних зарада

Графикон IV.5.1. Кретање просечних нето зарада

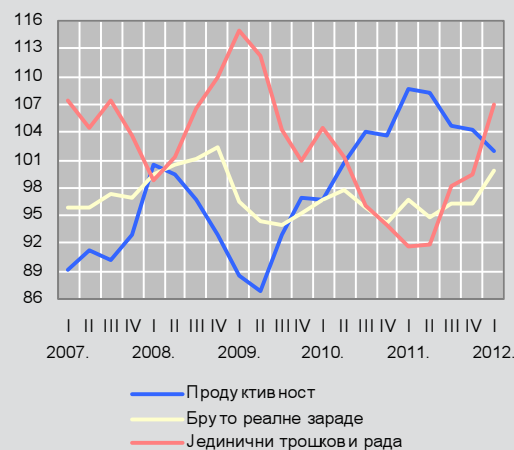
(дсз. подаци, П1 2008 = 100)



Реални раст зарада у Т1 забележен је и у приватном и у јавном сектору.

Графикон IV.5.2. Кретање продуктивности, бруто реалних зарада и јединичних трошкова рада у индустрији

(дсз. подаци, П1 2008 = 100)



Јединични трошкови рада у индустрији су у Т1 повећани, као последица раста бруто реалних зарада и пада продуктивности.

забележен је и у приватном и у јавном у сектору (6,0% и 4,9%, респективно).

Просечна нето зарада запослених у Републици Србији у Т1 износила је 39.068 динара.

Тренд раста јединичних трошкова рада у индустрији је настављен и у односу на претходно тромесечје тај раст је већи за 7,5% дсз. То је резултат истовременог раста бруто реалних зарада (3,8% дсз.) и пада продуктивности рада у индустрији (2,1% дсз.). До раста јединичних трошкова рада дошло је у свим секторима индустрије, и то у рударству (18,8% дсз.), снабдевању електричном енергијом (13,5%) и прерађивачкој индустрији (5,3% дсз.), због пада продуктивности рада и раста реалних бруто зарада.

Запосленост

Број запослених у Т1 бележи пад у односу на Т4 2011. године. Пад запослености последица је пада економске активности, али и неповољних карактеристика тржишта рада.

Негативан тренд на тржишту рада је настављен. Иако су кризом највише погођена лица из рањивих група запослености¹⁷, ни стање на формалном тржишту рада није много повољније. Према подацима анкете РАД Републичког завода за статистику, пад укупног броја формално запослених¹⁸ је настављен и он је у Т1 мањи за 0,1%, или 2.164 лица, него у Т4 2011. године. Пад броја запослених је био очекиван с обзиром на пад економске активности и неповољне карактеристике тржишта рада (неповољна квалификациона и старосна структура, висока стопа дугорочне незапослености, ниска мобилност радне снаге, висока стопа незапослености младих и сл.). Према новембарској Анкети о радној снази, стопа незапослености је достигла 23,7% и не може се очекивати да ће резултати априлске Анкете бити повољнији.

Знатнији пад броја запослених забележен је у прерађивачкој индустрији (1.401 лице), која и даље

највише доприноси паду укупне запослености. С друге стране, сектор информисања и комуникација и државна управа остварили су раст запослености.

Мг. посматрано, пад броја запослених је успорен у Т1 на 1,2% (са 2,2% у Т4 2011. године). До тога је дошло захваљујући успоравању пада запослености код предузетника.

Да су кретања на тржишту рада неповољна указују и подаци о даљем расту броја корисника новчане накнаде за незапослене.¹⁹ Тај број се од септембра прошле године константно повећава, а у Т1 је повећан за 7,9%, или 4.898 лица, у односу на претходно тромесечје.

Према анализи Светске банке²⁰, запосленост у Србији је мања него у већини земаља у региону (Бугарска, Хрватска, Мађарска, Румунија) и свим новим чланицама Европске уније. Да би се јаз у

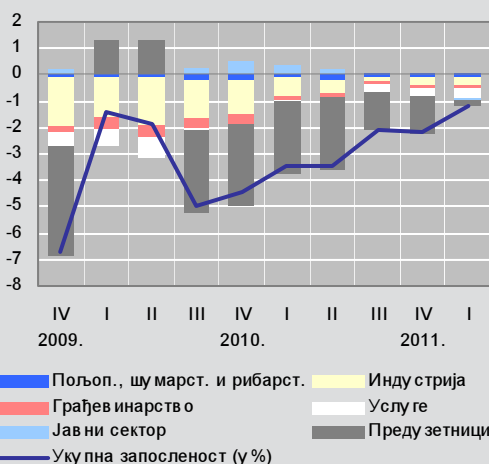
Графикон IV.5.3. **Запосленост и стопа незапослености**



Извор: РЗС.

Пад броја запослених је настављен у Т1.

Графикон IV.5.4. **Доприноси мг. стопи раста запослености (у п.п.)**



Извор: РЗС.

Мг. пад запослености је успорен у Т1 захваљујући успоравању пада запослености код предузетника.

¹⁷ Запосленост на несигурним пословима, најчешће у неформалном сектору, с ниским нивоом заштите на раду.

¹⁸ Запослени који имају заснован радни однос с послодавцем (правна лица и приватни предузетници) на основу уговора о раду. Запосленима се не сматрају лица која раде на основу уговора о делу или уговора о обављању привремених и повремених послова.

¹⁹ Право на новчану накнаду има незапослено лице које је било обавезно осигурано за случај незапослености најмање 12 месеци непрекидно или с прекидима у последњих 18 месеци. Право на новчану накнаду траје од 3 месеца до 12 месеци, у зависности од стажа осигурања.

²⁰ Republic of Serbia, Country Economic Memorandum: The Road to Prosperity: Productivity and Exports, Volume 2 of 2, The World Bank, Report No. 65845-YF, December 2011, http://siteresources.worldbank.org/SERBIAEXTN/Resources/300903-1106760681824/625341-1323878646102/CEM_VOL_2Dec13.pdf

запослености између Србије и 27 земаља Европске уније затворио до 2020. године, Светска банка процењује да је потребно да се у Србији отвори 57.000 нових радних места годишње, док би достизање циљане стопе запослености Европске уније у 2020. години (75%) захтевало отварање око 87.000 нових радних места. Поред новог модела раста оријентисаног ка извозу, неопходно је решити проблем неусклађености квалификација и обучености лица на страни понуде са оним која се траже на тржишту рада, што је предуслов за раст продуктивности и конкурентности.

6. Међународно окружење

Међународно окружење у Т1 обележило је извесно смиривање ситуације у погледу кризе јавног дуга у зони евра. Прогноза привредног раста зоне евра је, према ММФ-у, благо ревидирана навише.

Криза јавног дуга у зони евра показује извесне знаке смиривања после успешне реализације *debt swap* аранжмана Грчке уз учешће приватних кредитора. У Т4 2011. године забележен је негативан привредни раст од 0,3% у односу на претходно тромесечје. На мг. нивоу, раст привредне активности је успорен (са 1,3% у Т3 на 0,7% у Т4).

Индикатори привредног раста PMI²¹ и *Eurocoin*²² указују на могућност пада и у Т1, чиме би зона евра технички ушла у рецесију. Ситуација је ипак нешто повољнија него на крају 2011. године како због договора приватних кредитора с Грчком, тако и због већих интервенција ЕЦБ-а које су омогућиле смањење приноса на обвезнице високозадужених земаља зоне евра. Међутим, наставак смањења производне активности и повећање незапослености не дају основа за оптимизам, па се за цео регион зоне евра очекује негативан раст у 2012. години. Очекивања привредног раста зоне евра за 2012. и 2013. годину ипак су, према последњој прогнози ММФ-а, благо ревидирана навише.

Према очекивањима *Consensus Forecast*-а из априла, највећи пад активности код развијених земаља зоне евра у 2012. години предвиђа се за Шпанију и Италију (1,6% и 1,5%, респективно). Немачка ће захваљујући домаћој тражњи остварити раст од 0,7%. Досадашње мере штедње нису дале очекиване резултате код високозадужених земаља зоне евра, због чега је и све јача дебата око њихове сврсисходности. Тако се у Шпанији, упркос предузетим мерама штедње, очекује повећање јавног дуга на око 80% БДП-а до краја 2012. године, што је разлог да јој *Standard&Poor's* снизи кредитни рејтинг за два поена, са А на BBB+.

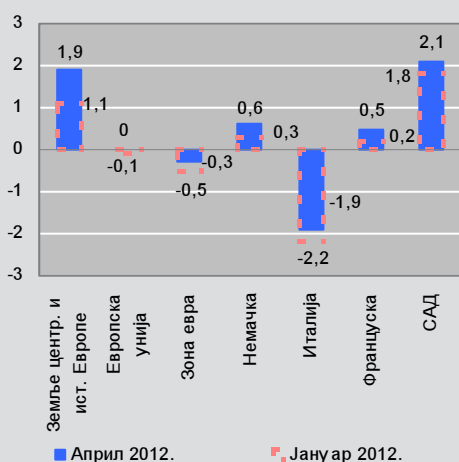
Што се тиче земаља централне и источне Европе, прогнозе раста су нешто повољније него крајем 2011, али ће се утицај кризе из зоне евра, уз постепено слабљење, осећати и у наредних неколико тромесечја. Изгledi раста разликују се од земље до земље. Чешка је технички ушла у рецесију у Т4 2011. године, а у 2012. очекује се стагнација њене привредне активности, док се у Хрватској и Мађарској очекује рецесија (-0,8% и -0,4%, респективно). Према најновијим прогнозама *Consensus Forecast*-а, Пољској и Русији предвиђа се релативно висок раст у 2012. години (2,8% и 3,8%, респективно). У случају Пољске то се приписује снажној домаћој тражњи, а у случају Русије већој јавној потрошњи и порасту цене нафте.

Америчка привреда показује знаке опоравка и изгledi њеног раста у 2012. битно су повољнији од изгледа зоне евра. Међутим, позитивни трендови су још увек недовољно снажни да би подстакли бржи опоравак зоне евра. Остварен раст БДП-а у Т4 2011. износио је 0,7% дсз., док је у целој 2011. години БДП порастао 1,7%. Остварени раст БДП-а требало би да утиче на пад просечне стопе незапослености у САД на 8,2% у 2012. (са 9% у 2011), мада је према најновијим подацима с тржишта рада број новозапослених у непољопривредним секторима порастао мање од очекиваног. Ипак, подаци с тржишта рада у САД су повољнији него у зони евра, где се очекује повећање просечне стопе незапослености на 10,8% у 2012. (са 10,2% у 2011). Такође, за САД се везују и повољније прогнозе привредног раста (између 2,1% и 2,5% у 2012) у односу на зону евра.

²¹ PMI (*Purchasing Managers Index*) — индекс се израчунава на основу анкетирања менаџера набавке производног и услужног сектора зоне евра о очекиваним кретањима привредне активности.

²² Индикатор месечног раста БДП-а зоне евра који су конструисали стручњаци централне банке Италије.

Графикон IV.6.1. Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2012. годину МФ-а* (у %)

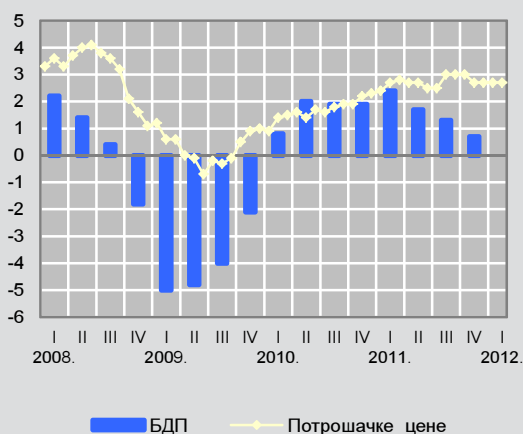


* Ревизија у односу на јануарски *World Economic Outlook Update*.

Извор: IMF WEO (април 2012) и WEO Update (јануар 2012).

Изгледи у погледу привредног раста европских земаља и САД су нешто повољнији.

Графикон IV.6.2. БДП и инфлација у зони евра (мг. стопе, у %)



Извор: Eurostat.

Мг. инфлација у зони евра непромењена је од децембра 2011. У Т4 2011. је настављено успоравање мг. раста БДП-а.

Инфлаторни притисци у зони евра постепено се смањују, али је стопа инфлације и даље изнад жељеног нивоа од испод, али близу 2%. Инфлација у марту је износила 2,7% мг. и непромењена је у односу на претходна три месеца. Референтна каматна стопа ЕЦБ-а износи 1,0% и није мењана од почетка године, а промена се не очекује ни у наредном периоду. Ублажавање монетарне политике ЕЦБ-а настављено је организовањем друге аукције трогодишњих кредита за ликвидност пословним банкама, неограничених износа, по цени референтне стопе (LTRO операције) како би се поправило стање у билансима пословних банака. Инфлација у зони евра ће се, према очекивањима ЕЦБ-а, у току 2012. задржати изнад циљаног нивоа, првенствено због виших цена енергената, док се њен повратак близу циља очекује у Т1 2013. године.

Инфлација у САД се од почетка године стабилизовала на нивоу испод 3%, што је подстакло очекивања да ће ФЕД покренути нову рунду квантитативних олакшица за повећање ликвидности привреде. Таква очекивања су се показала као нетачна будући да је ФЕД у марту објавио да неће бити нове рунде квантитативних олакшица. Ипак, на истом састанку ФЕД је, ради повећања транспарентности, објавио пројекције кретања референтне каматне стопе до краја 2014, према којој се она до тада неће повећавати.

У појединим земљама централне и источне Европе (Чешка, Мађарска) инфлаторни притисци су у Т1 појачани због једнократног повећања ПДВ-а. У Румунији је у Т4 2011. године забележен негативан привредни раст (0,2% дсз.), што је резултирало смањењем инфлаторних притисака и падом мг. инфлације у фебруару на 2,7%. Због тога је централна банка Румуније у Т1 у три наврата смањивала референтну каматну стопу за по 25 б.п. и сада износи 5,25%. Код осталих централних банака у региону није било промене референтне стопе.

Курс долара према еврџу се од краја јануара кретао у распону од 1,30 до 1,35 долара за евро без испољавања одређенијег тренда. Вести о опоравку економске активности у САД праћене су смањењем аверзије ка ризику инвеститора након успешног реструктурирања грчког дуга и друге транше дугорочних кредита за ликвидност ЕЦБ-а. Очекивања

у априлском *Consensus Forecast*-у су да ће курс долара према еврџ у наредном двогодишњем периоду бити око нивоа од 1,30 долара за евро. Швајцарски франак се од момента кад је централна банка Швајцарске саопштила да ће тај ниво бранити држи незнатно испод нивоа од 1,20 за евро.

Цена злата се током већег дела Т1 одржавала на релативно високом нивоу у условима и даље присутне аверзије инвеститора према ризику. Крајем Т1 и на самом почетку Т2 цена злата је пала, због повећане вероватноће да ЕЦБ и ФЕД неће наставити с мерама квантитативног попуштања. Таква очекивања, уз повећану могућност рецесије у зони евра, изазвала су пад цена и осталих важних сировина, нафте и бакра, као и пад вредности берзанских индекса почетком Т2.

V. Проекција инфлације

Након достизања минимума у априлу, очекује се умерен пораст мг. инфлације, уз достизање максимума у П1 2013. године, а након тога њен постепен пад и враћање у границе дозвољеног одступања од циља у П2 2013. На раст инфлације од маја ове године утицаће почетак нове пољопривредне сезоне, раст увозних цена и очекивани бржи раст регулисаних цена после формирања будуће Владе РС. С друге стране, ниска агрегатна тражња остаје главни дезинфлаторни фактор. Највећи ризици остварења пројекције и даље се односе на домаћу фискалну политику, цене хране, регулисане цене и развој ситуације у међународном окружењу. Након незнатног очекиваног раста у 2012. години (0,5%), БДП ће у 2013. години убрзати раст на 3,0%, чему ће највише допринети раст нето извоза.

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

Инфлација се у јануару 2012. године вратила у границе дозвољеног одступања од циља и наставила пад. Пад мг. стопа инфлације у Т1 био је брз – са 7,0% у децембру 2011. на 3,2% у марту 2012 – пре свега као резултат искључивања из ИПЦ-а високих поскупљења с почетка 2011. године. Тај пад био је у складу с пројекцијом инфлације објављеном у фебруарском Извештају о инфлацији.

Тромесечна инфлација у Т1 износила је 2,0%, чему су највише допринели висок раст цена појединих производа у категорији непрерађене хране и знатно поскупљење нафтних деривата. Већи допринос расту потрошачких цена дале су и цигарете због повећања акциза, као и производи и услуге чије су цене директно индексирале курсом динара према евр (аутомобили и закупнине станова).

Динар је у прва три месеца 2012. године ослабио 6,0%, иако је у истом периоду забележен пад премије

ризика земље. Депрецијацијске притиске стварали су већа тражња клијената банака за девизама, повећано трошење динарских средстава државе од краја прошле године, раст трговинског дефицита, смањен прилив капитала, као и психолошки фактори изазвани неповољним вестима (одлагање ревизије аранжмана с ММФ-ом и одлазак компаније *U.S. Steel* из Србије). Због тога је обим трговине на МДТ-у смањен, а раскорак између понуде и тражње за девизама повећан. Ипак, позитивне вести (добивање кандидатуре за улазак у Европску унију и потврда кредитног рејтинга агенције *Standard&Poor's*) у одређеној мери су ублажиле депрецијацијске притиске.

Процењује се да је БДП у Т1 забележио пад (1,3% мг., односно 0,5% дсз.). На то су највише утицала неповољна кретања у области индустријске производње и промета у трговини на мало у фебруару, услед неповољних временских прилика²³, али и ефекат високе прошлогодишње базе. Посматрано с расходне стране, негативан допринос паду БДП-а дали су инвестициона активност и нето извоз, док је

²³ Видети Осврт 2, стр. 34.

допринос укупне финалне потрошње био позитиван. Производни јаз је у Т1 продубљен, што указује да ће дезинфлаторни притисци по основу тражње карактерисати и наредни период.

Обилне снежне падавине, отежано снабдевање енергентима и већи број нерадних (иначе радних) дана у фебруару допринели су и погоршању трговинске размене у Т1. На нивоу тромесечја, увоз робе је забележио раст од 2,8% дсз., док је извоз пао 1,4% дсз. На раст увоза утицао је већи увоз средстава за репродукцију, пре свега енергената, док су највећи допринос паду извоза дали основни метали и хемикалије и хемијски производи.

Кретања у међународном окружењу су почетком 2012. године нешто повољнија у односу на крај прошле године, након успешне реализације *debt swap* аранжмана Грчке уз учешће приватних кредитора. С друге стране, индикатори економског раста (*PMI*, *Eurocoin*) указују на могућ пад БДП-а зоне евра и у Т1 2012, што би практично значило улазак те зоне у рецесију.

Смиривање тензија у зони евра, уз експанзивне мере ЕЦБ-а, одразило се на пад премије ризика Србије и осталих земаља у региону у Т1. Тај пад био је највећи управо код Србије, за коју је ЕМБИ на крају Т1 износио 467 б.п. (134 б.п. ниже него на крају 2011. године).

Светске цене нафте су током јануара и фебруара биле у порасту због заоштравања геополитичких тензија на Блиском истоку и хладног времена. У априлу је цена нафте пала због смањеног увоза из Кине и отварања нових нафтних поља у Саудијској Арабији.

Током прва четири месеца 2012. дошло је до раста цена главних примарних пољопривредних производа, кукуруза (28,8%) и пшенице (15,2%), на домаћој берзи. Тај раст је у највећој мери резултат пораста светских цена тих производа због хладног времена и слабљења динара. Ипак, повољнији изгледи глобалне производње објављени у априлу смирили су кретања на светским берзама. То би требало да ослаби притиске и на домаће цене до нове жетве.

Након раста почетком ове године, светске цене хране (*FAO Food Price Index*) почеле су поново да бележе пад.

Инфлациона очекивања финансијског сектора су у прва два месеца 2012. године била на нивоу из децембра 2011. (6,0%), да би у марту била коригована наниже за 0,2 п.п. У априлу је дошло до повећања очекивања у погледу кретања будуће инфлације, али су она у мају смањена на 5,5%, чиме су се нашла у границама дозвољеног одступања од циља. С друге стране, према анкети агенције Ипсос, инфлациона очекивања финансијског сектора су снижена са 7,6% у децембру 2011. на 5,0% у марту, чиме су се, први пут од септембра 2010. године, нашла унутар граница дозвољеног одступања од циља.

Референтна каматна стопа је у Т1 (у јануару) снижена за 0,25 п.п. због слабљења инфлаторних притисака и сада износи 9,5%. Народна банка Србије је у априлу изменила регулативу о обавезној резерви банака, снижавајући стопу девизне обавезне резерве и повећавајући проценат динарског издвајања те резерве. Те измене требало би да утичу на стабилније кретање инфлације и ослобађање девизне ликвидности, да благо побољшају услове кредитирања и рефинансирања и додатно мотивишу банке да користе дугорочније изворе финансирања.

Према индексу монетарних услова, оцењујемо да је монетарна политика у Т1 попримила експанзиван карактер. На то указују обе компоненте тог индекса. Слабљење динара почетком године уз пад инфлације утицало је на отварање депрецијацијског јаза реалног девизног курса, док је истовремено реална каматна стопа остала испод нивоа свог тренда. По том основу, у наредном периоду очекујемо пораст маргиналних трошкова нето увозника.

Претпоставке пројекције

Текућа средњорочна пројекција инфлације заснива се на претпоставци споријег раста регулисаних цена у 2012. години него у 2011, при чему би већи део тог раста требало да буде остварен у другој половини године, након формирања будуће Владе РС.

Такође, претпоставка текуће пројекције је да су актуелни притисци на девизном тржишту привременог карактера, тј. да ће с почетком фискалне

Табела V.0.1. Претпоставке пројекције

	2012.	2013.
Екстерне претпоставке		
Инфлација у зони евра (Т4 на Т4)	1,9%	1,7%
Референтна каматна стопа ЕЦБ (на крају године)	1,0%	1,0%
Раст БДП-а у зони евра	-0,5%	0,9%
Цена уралске нафте по барелу (крај године, у USD)	110	110
Интерне претпоставке		
Регулисане цене (дец. на дец.)	7,8%	7,2%
Цене воћа и поврћа (дец. на дец.)	7,8%	8,6%
Трендови		
Апрецијацијски тренд реалног курса (просек)	2,0%	2,2%
Тренд реалне камате (просек)	4,3%	3,1%

консолидације на расходној страни буџета доћи до њиховог ишчежавања. Фискална консолидација на приходној страни путем промене стопе ПДВ-а није коришћена као претпоставка.²⁴

С обзиром на то да се тренутни ниво цена воћа и поврћа процењује као низак (услед знатног пада прошле године) и да је и даље испод нивоа свог дугорочног тренда²⁵, претпоставља се да ће те цене у 2012. години остварити већи раст.

Током 2012. године очекује се нижа просечна цена нафте у односу на 2011. као последица могуће рецесије у зони евра и успоравања раста кинеске привреде. Претпоставка пројекције је да се цена нафте неће повећавати у наредном периоду, јер се због раста почетком године налази на високом нивоу, док кретање фјучерса сигнализира чак и могућ пад цена нафте у наредном периоду.

Претпоставка раста БДП-а зоне евра остала је непромењена у односу на фебруарску средњорочну пројекцију, тј. претпоставља се пад БДП-а од 0,5%, а затим умерен опоравак од 0,9% у 2013. С обзиром на то да би инфлација у зони евра у току већег дела 2012. године требало да се креће изнад 2,0%, не очекујемо наставак снижавања референтне каматне стопе ЕЦБ-а.

Пројекција инфлације

Мг. инфлација би почетком Т2 2012. године требало да се креће око доње границе дозвољеног одступања од циља. Након тога, требало би да постепено расте и достигне свој максимум у току П1 2013. године. При том, она ће се вероватно привремено кретати изнад горње границе дозвољеног одступања. Повратак инфлације у границе дозвољеног одступања од циља очекује се у П2 2013. године.

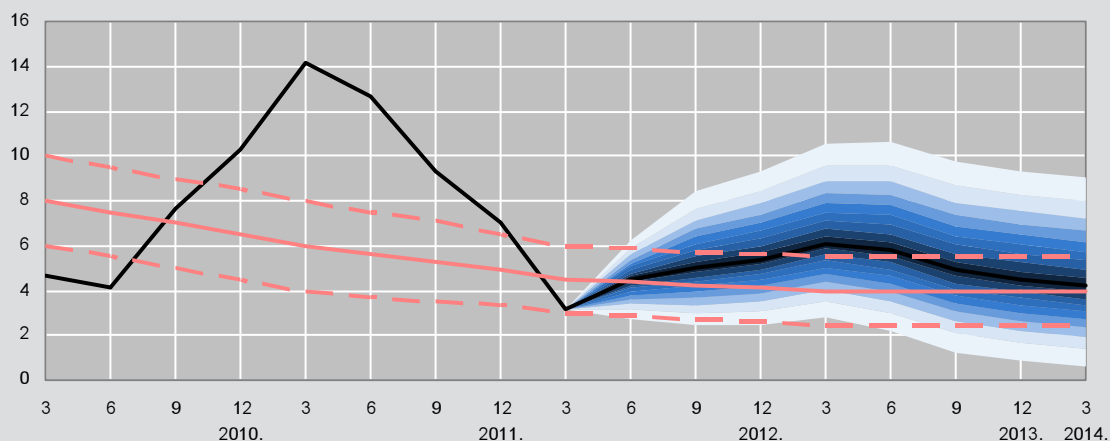
С обзиром на процену да се цене воћа и поврћа тренутно налазе на релативно ниском нивоу, корекција тих цена с доласком нове пољопривредне сезоне утицаће на пораст инфлације у Т3 2012. чак и уколико би овогодишња пољопривредна сезона била уобичајено добра. Поред тога, због поскупљења примарних пољопривредних производа у последњих неколико месеци, смањују се дезинфлаторни трошковни притисци у производњи прерађене хране.

Увозне цене такође би могле да порасту због притисака на девизном тржишту од краја прошле године, што би резултирало растом реалних маргиналних трошкова нето увозника. Јачина инфлаторних притисака по том основу зависиће од могућности нето увозника да коригују своје цене у условима ниске тражње.

²⁴ Уколико би до ње дошло, утицај на инфлацију би био једнократан, те као такав не би захтевао прилагођавање референтне каматне стопе. У случају да се она одрази и на пораст инфлационих очекивања, Народна банка Србије првенствено би се ослонила на већу комуникацију с тржиштима.

²⁵ Дугорочни тренд смо апроксимирали кретањем цена непрехрамбених производа и услуга.

Графикон V.0.1. Пројекција инфлације
(мг. стопе, у %)



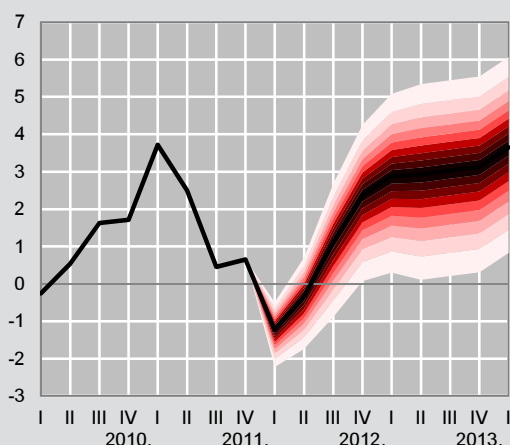
Инфлација би од Т2 2012. требало да буде у порасту и максимум достигне у току П1 2013. године. После привременог кретања изнад горње границе дозвољеног одступања од циља, инфлација би се у току П2 2013. вратила у те границе. Пројекција је благо асиметрична навише због неизвесности у погледу фискалних кретања, цена хране, регулисаних цена и развоја ситуације у међународном окружењу.

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

Већи утицај регулисаних цена на инфлацију, који је карактеристичан за прву половину године, вероватно ће бити одложен за П2 2012. године, након што буде формирана будуће Влада РС.

Цене нафтних деривата би у току периода пројекције требало да буду релативно стабилне, мада ће то у највећој мери зависити од будућих кретања на светском тржишту нафте.

Графикон V.0.2. Пројекција раста БДП-а
(мг. стопе, у %)



Економска активност ће у 2012. успорити раст, али се у 2013. очекује њен опоравак.

Насупрот очекиваном инфлаторном дејству цена воћа и поврћа, регулисаних и увозних цена, ниска агрегатна тражња биће дезинфлаторни фактор, тј. успораваће раст цена у посматраном периоду пројекције инфлације. При том се и домаћа и нето екстерна тражња налазе на ниском нивоу. Иако се ризици у погледу економског опоравка у зони евра смањују, тражња за нашим извозом вероватно ће још неко време остати ниска, што ће успорити опоравак тражње у Србији.

Са успоравањем привредног раста и продубљивањем негативног производног јаза, инфлациона очекивања ће наставити да опадају, додатно подстичући процес дезинфлације.

Као и у претходном Извештају о инфлацији, процењујемо да ће раст БДП-а у 2012. бити успорен и износити 0,5%. Та пројекција се заснива на споријем привредном опоравку главних спољнотрговинских партнера Србије, што ће се одразити на пад извозне

тражње и домаћих инвестиција. И поред тога, највећи допринос расту у 2012. години требало би да да нето извоз, као резултат слабљења динара у претходних неколико месеци и до сада реализованих инвестиција у аутомобилској индустрији. С друге стране, инвестиције у основне фондове и финална потрошња ће вероватно бити у паду у 2012. години.

Посматрано с производне стране, позитиван допринос расту БДП-а у 2012. могао би потећи и од повећања пољопривредне производње. Висок ниво цена примарних пољопривредних производа, као и нови систем аграрних субвенција могли би да утичу на пољопривредне произвођаче да инвестирају више у производњу ове године.

Фискални стимуланс у П1 позитивно ће утицати на кретање БДП-а у кратком року. С друге стране, фискална консолидација, за коју претпостављамо да ће се спровести након формирања будуће Владе РС, могла би да успори очекивани привредни раст у кратком року, али би у дугом року у великој мери обезбедила макроекономску стабилност.

Након успоравања раста у 2012. години, БДП ће у 2013. убрзати раст на 3,0%, чему ће највише допринети раст нето извоза. Распон пројекције раста БДП-а је асиметричан наниже због могућег већег од очекиваног ефекта фискалне консолидације на привредни раст у кратком року.

Дакле, ниска агрегатна тражња и пад инфлационих очекивања у посматраном периоду пројекције инфлације имаће дезинфлаторан утицај. С друге стране, инфлаторно ће деловати бржи раст цена воћа и поврћа с доласком нове пољопривредне сезоне, бржи раст регулисаних цена у П2 2012. и пораст увозних цена.

Ризици остварења пројекције

Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације односи се на дисциплину креатора фискалне политике у периоду након избора, цене хране, регулисане цене и развој ситуације у међународном окружењу.

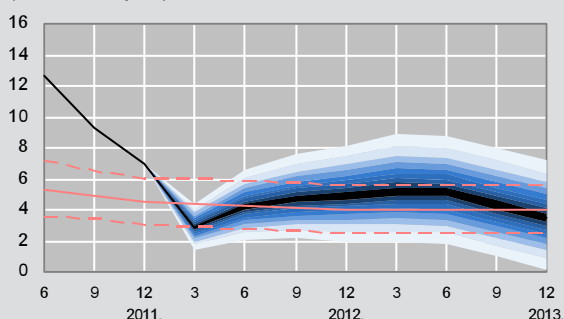
У тренутку када је светско финансијско тржиште веома осетљиво на показатеље одрживости јавног дуга, не може се пренагласити значај одрживих јавних финансија. У случају Србије, с обзиром на тренутну висину јавног дуга, чак ни придржавање раније договорених фискалних оквира с ММФ-ом није гаранција фискалне одрживости. Због тога, свако одступање буџета за 2012. годину од предвиђених оквира могло би имати знатне инфлаторне последице кроз раст премије ризика и депрецијацијске притиске.

Поред тога, уколико не би дошло до фискалне консолидације на расходној страни буџета након формирања будуће Владе РС, као што је

Графикон V.0.3. Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације

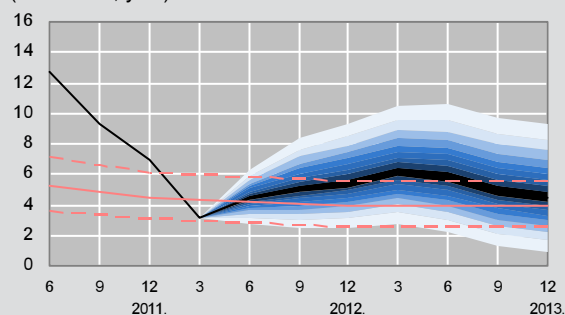
Фебруарска пројекција

(мг. стопе, у %)



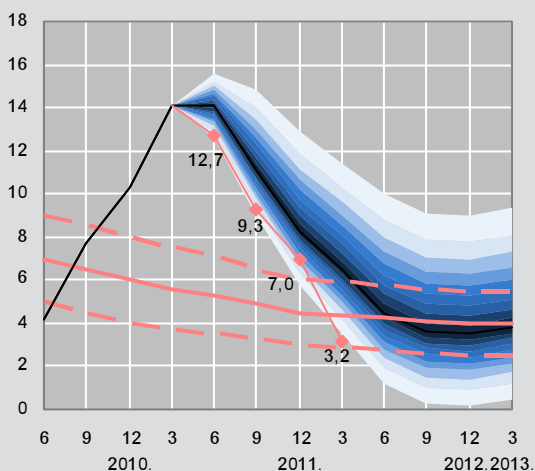
Мајска пројекција

(мг. стопе, у %)



Нова пројекција инфлације је у односу на пројекцију из фебруара 2012. виша у целом периоду пројекције.

Графикон V.0.4. Остварење пројекције инфлације из маја 2011.
(мг. стопе, у %)



У последњој години дана мг. инфлација се кретала око доње границе распона пројекције из маја 2011.

претпостављено, притисци на девизном тржишту могли би попримити трајнији карактер, због чега би инфлаторни притисци могли бити снажнији од пројектованих. Слично томе, спровођење фискалне консолидације и на приходној страни буџета, путем повећања стопе ПДВ-а, такође би се одразило на већи пораст инфлације од пројектованог, али би он био једнократан.

Уколико се не поврати поверење инвеститора у одрживост јавних финансија појединих чланица зоне евра, могуће је погоршање кризе у тој зони, што би за Србију значило мању могућност извоза и раст премије ризика. Криза у зони евра утицала би на смањење прилива инвестиција и даље успоравање домаће привредне активности. Иако би то деловало дезинфлаторно, потенцијални раст премије ризика и

депрецијацијски притисци који би могли настати изазвали би инфлаторне притиске.

Висока волатилност цена пољопривредних производа у Србији разлог је да се оне сматрају једним од фактора ризика у периоду пројекције, а нарочито с доласком нове пољопривредне сезоне. Поскупљење примарних пољопривредних производа и воћа и поврћа веће од очекиваног, у периоду када се већ очекује да оно буде релативно осетно, повећало би трошкове у производњи прерађене хране и тиме појачало притиске на инфлацију.

Узимајући у обзир све ризике пројекције, наша процена је да су они благо асиметрични навише.

Поређење и остварење пројекција

Нова пројекција инфлације је виша у односу на пројекцију из фебруарског Извештаја о инфлацији, пре свега због раста увозних цена, али и због бржег од очекиваног пораста цена нафте и примарних пољопривредних производа.

У односу на пројекцију објављену у Извештају о инфлацији из маја 2011. године, инфлација се у последњој години дана кретала око доње границе распона те пројекције. На одступање од пројектоване путање инфлације утицао је бржи пад цена хране него што се очекивало.

Очекивано кретање референтне каматне стопе у наредном периоду

Кретање референтне каматне стопе у наредном периоду ће зависити првенствено од брзине и интензитета фискалне консолидације, уз наставак аранжмана с ММФ-ом. Одређени ризици односе се и на цене хране, регулисане цене и развој ситуације у међународном окружењу.

Индикатори екстерне позиције Србије

	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	I 2012.
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ ЛИКВИДНОСТИ (у %)											
Девизне резерве/увоз робе и услуга (у месецима)	4,1	4,7	3,9	6,1	9,0	7,2	5,2	9,4	8,1	8,6	7,8
Девизне резерве/краткорочни дуг	360,7	535,6	702,2	519,2	941,7	917,5	380,8	528,8	546,4	1.860,8	1.914,1
Девизне резерве/БДП	13,6	16,4	16,3	24,2	38,7	33,8	25,0	36,6	35,7	38,7	35,7
Отплата дуга/БДП	1,4	2,0	3,9	4,7	7,0	10,1	10,6	11,5	12,3	13,1	12,4
Отплата дуга/извоз робе и услуга	7,0	9,0	16,4	17,7	23,5	33,2	34,0	39,1	33,8	35,5	33,5
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)											
Спољни дуг/БДП	58,7	55,9	49,8	60,1	60,9	60,2	64,6	77,7	84,9	77,5	77,6
Краткорочни дуг/БДП	3,8	3,1	2,3	4,7	4,1	3,7	6,6	6,9	6,5	2,1	1,9
Спољни дуг/извоз робе и услуга	300,9	251,6	211,5	228,9	204,1	197,3	207,6	265,3	236,2	210,3	210,9
ИНДИКАТОРИ ИЗЛОЖЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКОМ РИЗИКУ (у %)											
Девизне резерве/М1	143,3	195,1	220,1	290,3	356,1	306,7	300,4	393,4	416,6	429,6	462,9
Девизне резерве/примарни новац	131,9	167,8	165,5	169,8	179,5	173,8	140,7	190,5	196,4	207,6	219,4
СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ)/БДП											
	59,3	63,9	73,7	73,6	81,2	85,8	86,8	73,6	90,3	90,9	95,6
МЕМОРАНДУМ: (у милионима евра)											
БДП	16.028	17.306	19.026	20.306	23.305	28.468	32.668	28.957	28.006,10	31.140	6.860 ¹⁾
Спољни дуг	9.402	9.678	9.466	12.196	14.182	17.139	21.088	22.487	23.786	24.125	24.068
Сервисирање спољног дуга	218	348	736	945	1.635	2.885	3.453	3.314	3.403	4.072	848
Девизне резерве НБС	2.186	2.836	3.104	4.921	9.020	9.634	8.162	10.602	10.002	12.058	11.073
Краткорочни дуг	606	529	442	948	958	1.050	2.143	2.005	1.830	648	579
Биланс текућих трансакција	-671	-1.347	-2.620	-1.778	-2.356	-5.053	-7.054	-2.084	-2.082	-2.968	-1.159

КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ	2004.		2005.		2006.		2007.		2008.		2009.		2010.		2011.	
	Нов.		Мај		Јул		Апр.		Јун		Дец.		Дец.		Нов.	
	S&P	B+	BB-		BB-/позитиван		BB-/стабилан		BB-/негативан		BB-/стабилан		BB-/стабилан		BB-/стабилан	
	Fitch		BB-		BB-/стабилан		BB-/стабилан		BB-/негативан		BB-/стабилан		BB-/стабилан		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.

¹⁾ Процена НБС.

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: отплате по основу краткорочних кредита и превремену отплату дуга.

5. У складу с *ВРМС*, део проценених дознака пребачен је из финансијског у текући биланс.

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

7. Од септембра 2010. измењена је методологија статистике спољног дуга тако да се у спољни дуг јавног сектора укључују обавезе по основу алокације SDR (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.	2010.	2011.	I 2012.
Реални раст БДП-а (у %) ¹⁾	4,3	2,5	9,3	5,4	3,6	5,4	3,8	-3,5	1,0	1,6	-1,3 ⁹⁾
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	10,3	7,0	3,2
Девизне резерве НБС (у млн евра)	2.186	2.836	3.104	4.921	9.020	9.634	8.162	10.602	10.002	12.058	11.073
Извоз робе и услуга (у млн евра) ³⁾⁸⁾	3.125	3.847	4.475	5.330	6.949	8.686	10.157	8.478	10.070	11.470	2.528
- стопа раста у % у односу на претходну годину	16,0	23,1	16,3	19,1	30,4	25,0	16,9	-16,5	18,8	13,9	-2,2
Увоз робе и услуга (у млн евра) ³⁾⁸⁾	-6.387	-7.206	-9.543	-9.613	-11.971	-16.016	-18.843	-13.577	-14.838	-16.823	-4.033
- стопа раста у % у односу на претходну годину	27,2	12,8	32,4	0,7	24,5	33,8	17,7	-28,0	9,3	13,4	4,1
Текући рачун платног биланса ⁴⁾⁸⁾ (у млн евра)	-671	-1.347	-2.620	-1.778	-2.356	-5.053	-7.054	-2.084	-2.082	-2.968	-1.159
у % БДП-а	-4,2	-7,8	-13,8	-8,8	-10,1	-17,7	-21,6	-7,2	-7,4	-9,5	-16,9
Незапосленост по Анкети (у %) ⁵⁾	13,3	14,6	18,5	20,8	20,9	18,1	13,6	16,1	19,2	23,0	/
Зараде (просечне за период, у еврима)	152,1	176,9	194,6	210,4	259,5	347,6	358,4	337,9	330,1	372,5	357,6
Републички буџетски дефицит/суфицит (у % БДП-а) ⁶⁾	-4,3	-2,6	-0,3	0,3	-1,9	-1,7	-2,1	-3,7	-3,7	-4,2	/
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а)	-1,8	-2,4	0,8	1,0	-1,6	-2,0	-2,6	-4,5	-4,7	-5,0	/
Јавни дуг Републике Србије (спољни + унутрашњи, у % БДП-а) ⁶⁾⁷⁾	72,9	66,9	55,3	52,2	37,6	30,9	29,2	34,5	44,0	47,7	/
Курс динара према долару (просек у периоду)	64,70	57,56	58,44	66,90	67,01	58,39	55,76	67,47	77,91	73,34	82,38
Курс динара према долару (крај периода)	58,98	54,64	57,94	72,22	59,98	53,73	62,90	66,73	79,28	80,87	83,31
Курс динара према евра (просек у периоду)	60,66	65,13	72,70	83,00	84,10	79,96	81,44	93,95	103,04	101,95	108,11
Курс динара према евра (крај периода)	61,52	68,31	78,89	85,50	79,00	79,24	88,60	95,89	105,50	104,64	111,36
Меморандум											
БДП (у млн евра)	16.028	17.306	19.026	20.306	23.305	28.468	32.668	28.957	28.006	31.140	6.860 ⁹⁾

¹⁾ У сталним ценама претходне године.²⁾ Цене на мало до 2006. године.³⁾ Размена с Црном Гором регистрована је према припадајућим трансакцијама од 2003. године.⁴⁾ У складу с ВРМБ, део процењених дознака пребачен је из финансијског у текући биланс.⁵⁾ Извор: Анкета о радној снази, Републички завод за статистику.⁶⁾ Извор: Министарства финансија РС за јавни дуг и НБС за процењени БДП.⁷⁾ Статистика јавног дуга евидентира државне ХоВ по тржишној вредности од новембра 2011. У складу с таквом изменом методологије, Народна банка Србије је оценила стање јавног дуга за период уназад.⁸⁾ Од 1. јануара 2010. РЗС, према препорукама Канцеларије УН, увео је општи систем трговине, који представља шири концепт и код извоза и увоза. Обухвата сву робу која улази на економску територију земље или је напушта, са изузетком робе која је у транзиту. Упоредиве податке РЗС је објавио за 2007, 2008. и 2009. годину. Претходне⁹⁾ Процена НБС.

Напомене:

1. Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.

Додатак 1: Меморандум Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације до 2014. године

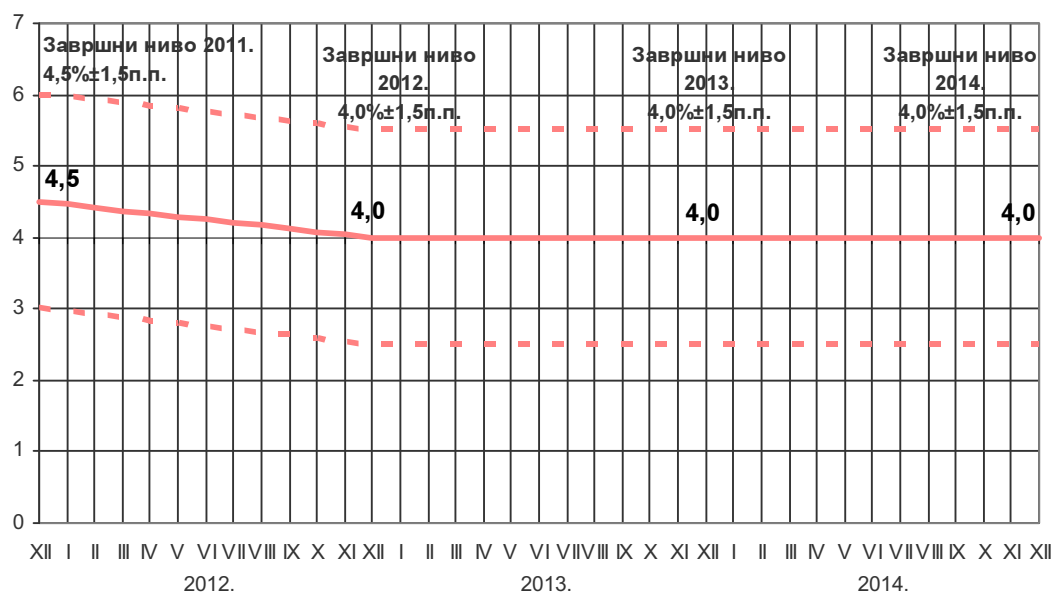
Меморандум Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације до 2014. године²⁶

Ради дефинисања оквира за одлучивање о монетарној политици на средњи рок и усидравања и стабилизације инфлационих очекивања, Извршни одбор Народне банке Србије овим меморандумом утврђује циљ за инфлацију у 2013. и 2014. години.

У складу са Споразумом Народне банке Србије и Владе Републике Србије о циљању (таргетирању) инфлације²⁷ и Меморандумом Народне банке Србије о монетарној стратегији²⁸, којима се Народна банка Србије обавезала да, у сарадњи с Владом РС, утврђује циљане стопе инфлације, Извршни одбор Народне банке Србије одредио је **циљане стопе укупне инфлације (с дозвољеним одступањем), мерене годишњом процентуалном променом индекса потрошачких цена**, за период од 2012. до 2014. године, полазећи од њихове вредности на крају претходне године:

- децембар 2011. године: 4,5% с дозвољеним одступањем $\pm 1,5$ п.п.,
- децембар 2012. године: 4% с дозвољеним одступањем $\pm 1,5$ п.п.,
- децембар 2013. године: 4% с дозвољеним одступањем $\pm 1,5$ п.п.,
- децембар 2014. године: 4% с дозвољеним одступањем $\pm 1,5$ п.п.

Циљана стопа инфлације с дозвољеним одступањем за период
од 2011. до 2014. године



Циљеви за инфлацију утврђени су у виду јединствене вредности (с дозвољеним одступањем) за сваки појединачни месец у години (видети графикон). Циљеви за инфлацију у 2012. години који су утврђени раније²⁹ нису мењани.

²⁶ Меморандум је усвојен на седници Извршног одбора НБС 10. маја 2012. године.

²⁷ Споразум је усвојен на седници Владе Републике Србије 19. децембра 2008. године.

²⁸ Меморандум је усвојен на седници Монетарног одбора НБС 22. децембра 2008. године.

²⁹ Видети Меморандум Народне банке Србије о утврђивању циљане стопе инфлације за период од 2010. до 2012. године.

Народна банка Србије је утврдила циљеве за инфлацију у 2013. и 2014. години за све месеце на нивоу од 4% с дозвољеним одступањем $\pm 1,5$ п.п. на основу пројекција макроекономских кретања.

Путања циљане инфлације одражава намеру да се постигне стабилност цена без изазивања макроекономских поремећаја. Циљана инфлација у 2013. и 2014. години ће и даље бити изнад нивоа квантитативне дефиниције ценовне стабилности и нивоа циљане инфлације у развијеним земљама (2,0% или 2,5%). Постављени циљ за инфлацију заснован је на оцени да до 2014. године неће бити завршене структурне реформе и либерализација цена, тј. номинална, реална и структурна конвергенција према Европској унији.

Треба имати у виду да је циљана инфлација средњорочни циљ, тј. да остварена инфлација може краткорочно одступати од циљане због егзогених шокова. Као и до сада, монетарна политика неће реаговати на примарне, већ на секундарне ефекте шокова.

Народна банка Србије, у сарадњи с Владом РС, може мењати утврђене циљеве за инфлацију. Такве измене биће предузимане само у изузетним околностима, а образлагаће их Народна банка Србије.

Списак графикана и табела

Графикони

II.0.1.	Индекс монетарних услова	6
II.0.2.	Реални девизни курс и његов тренд	6
II.0.3.	Реална каматна стопа и њен тренд	7
III.0.1.	Кретање цена (међугодишње стопе)	9
III.0.2.	Кретање цена (тримесечне стопе)	10
III.0.3.	Допринос тримесечној стопи раста потрошачких цена	10
III.0.4.	Допринос међугодишњој стопи раста потрошачких цена	11
III.0.5.	Домаћа и увозна инфлација	11
III.0.6.	Очекивана и циљана инфлација за 12 месеци унапред	12
III.0.7.	Краткорочна пројекција инфлације	13
IV.1.1.	Кретање каматних стопа	17
IV.1.2.	Крива приноса на међубанкарском тржишту новца	17
IV.1.3.	Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ	18
IV.1.4.	Крива приноса на секундарном тржишту државних ХоВ	18
IV.1.5.	Кретање каматних стопа на новоодобрене кредите привреди и становништву	19
IV.1.6.	Кретање каматних стопа на новоодобрене динарске кредите привреди	19
IV.1.7.	Индекс BELEX 15	20
IV.1.8.	Кретање берзанских индекса у земљама у региону	20
IV.1.9.	Монетарни агрегати и потрошачке цене	22
IV.1.10.	Доприноси расту МЗ	22
IV.1.11.	Кредити и БДП	23
IV.1.12.	Доприноси тримесечној стопи раста пласмана банака	23
IV.1.13.	Учешће динарских потраживања у укупним потраживањима банака од привреде и становништва	24
IV.2.1.	Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту	25
IV.2.2.	Дневне промене курса динара према евр	25
IV.2.3.	Показатељ премије ризика – ЕМВІ по земљама (дневни подаци)	26
IV.2.4.	Кретање курсева одређених националних валута према евр	26
IV.2.5.	Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала	27
IV.2.6.	Структура финансијског биланса	27
IV.3.1.	БДП и домаћа тражња	28
IV.3.2.	Доприноси међугодишњој стопи раста БДП-а	28
IV.3.3.	Потрошња државе	29
IV.3.4.	Извоз и увоз робе	30
IV.3.5.	Кретање главних компоненти увоза	30
IV.3.7.	Кретање цена нафте и бакра	31
IV.3.8.	Индекс светских цена хране	31
IV.4.1.	Кретање индикатора економске активности	32
IV.4.2.	Доприноси међугодишњој стопи раста БДП-а	32
IV.4.3.	Кретање индустријске производње	32
IV.4.4.	Кретање трговине на мало	33
IV.4.5.	Производни јаз	33
IV.5.1.	Кретање просечних нето зарада	35
IV.5.2.	Кретање продуктивности, бруто реалних зарада и јединичних трошкова рада у индустрији	35
IV.5.3.	Запосленост и стопа незапослености	36
IV.5.4.	Доприноси међугодишњој стопи раста запослености	36

IV.6.1.	Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2012. годину ММФ-а	38
IV.6.2.	БДП и инфлација у зони евра	38
V.0.1.	Пројекција инфлације	44
V.0.2.	Пројекција раста бруто домаћег производа	44
V.0.3.	Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације	45
V.0.4.	Остварење пројекције инфлације из фебруара 2011.	46

Табеле

III.0.1.	Раст потрошачких цена по компонентама	9
III.0.2.	Показатељи раста цена	10
IV.1.1.	Монетарни агрегати	21
IV.1.2.	Субвенционисани кредити	24
IV.3.1.	Индикатори кретања инвестиција	29
V.0.1.	Претпоставке пројекције	43
Табела А.	Индикатори екстерне позиције Србије	47
Табела Б.	Основни макроекономски индикатори	48

Графикони у освртима

O.1.1.	Однос дохотка и нивоа цена у земљама Европе, зони евра и Србији за 2011. годину	14
O.1.2.	Укупни нивои цена по земљама	15
O.1.3.	Нивои цена одређених група производа по земљама	15-16
O.2.1.	Кретање индекса индустријске производње	34

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

2011. година

Датум	Референтна каматна стопа (на годишњем нивоу, у %)	Промена (у базним поенима)
17. јануар	12,00	+50
10. фебруар	12,00	0
10. март	12,25	+25
7. април	12,50	+25
12. мај	12,50	0
9. јун	12,00	-50
7. јул	11,75	-25
11. август	11,75	0
8. септембар	11,25	-50
6. октобар	10,75	-50
10. новембар	10,00	-75
8. децембар	9,75	-25

2012. година

Датум	Референтна каматна стопа (на годишњем нивоу, у %)	Промена (у базним поенима)
19. јануар	9,50	-25
9. фебруар	9,50	0
8. март	9,50	0
12. април	9,50	0
10. мај	9,50	0
7. јун		
12. јул		
9. август		
6. септембар		
18. октобар		
8. новембар		
6. децембар		

Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије

Саопштење са седнице Извршног одбора, 8. 3. 2012.

Извршни одбор Народне банке Србије задржао је референтну каматну стопу на нивоу од 9,5%.

У складу са ранијим пројекцијама Народне банке Србије, међугодишња инфлација се у јануару вратила у границе дозвољеног одступања од циља и износила је 5,6%. Наставак пада последица је, пре свега, ниске агрегатне тражње и високих месечних стопа инфлације из истог периода претходне године. Очекујемо да ће међугодишња инфлација у марту или априлу бити око доње границе дозвољеног одступања од циља.

Узимајући у обзир факторе инфлације који делују на средњи рок као што су ниска агрегатна тражња, раст увозних цена, ризици из међународног окружења и домена фискалне политике, Извршни одбор Народне банке Србије је одлучио да задржи референтну стопу на садашњем нивоу. Извршни одбор Народне банке Србије и даље наглашава да одржавање буџетског дефицита у складу са законом утврђеним правилима о фискалној одговорности представља један од кључних предуслова очувања макроекономске стабилности земље.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће се донети одлука о референтној каматној стопи одржаће се 12. априла 2012. године.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 12. 4. 2012.

Извршни одбор Народне банке Србије задржао је референтну каматну стопу на нивоу од 9,5%.

Пад међугодишње инфлације се наставља и очекујемо да ће она бити на минимуму у априлу, када би требало да се креће око доње границе дозвољеног одступања од циља. Ниска агрегатна тражња ће и даље бити најзначајнији дезинфлаторни фактор. Међутим, имајући у виду неизвесност у погледу кретања увозних цена, нове пољопривредне сезоне и вероватно бржег раста регулисаних цена у другој половини године, Извршни одбор је одлучио да референтну стопу задржи на непромењеном нивоу.

Извршни одбор је на данашњој седници донео и нову Одлуку о обавезној резерви банака код НБС којом се стопа девизне обавезне резерве на изворе финансирања банака са рочношћу до две године смањује са 30% на 29%, а на изворе преко две године са 25% на 22%. Новом одлуком, у исто време, повећан је део девизне обавезне резерве банака који се издваја у динарима за 5 процентних поена, и то на 20% на изворе рочности до две године, и на 15% на изворе рочности преко две године. Циљ ове мере је да:

- допринесе стабилизацији пројектоване инфлације,
- допринесе благом смањењу трошкова кредита и олакшаном рефинансирању,
- допринесе стабилизацији кретања на девизном тржишту,
- стимулише банке да прибављају дугорочније изворе финансирања.

Донете одлуке ће детаљније образложити гувернер Дејан Шошкић на данашњој конференцији за новинаре.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће се донети одлука о референтној каматној стопи одржаће се 10. маја 2012. године.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 10. 5. 2012.

Извршни одбор Народне банке Србије задржао је референтну каматну стопу на нивоу од 9,5%.

Пад међугодишње инфлације се наставио и очекује се да ће она, у складу са ранијим најавама, бити на минимуму у априлу, када би требало да се нађе око доње границе дозвољеног одступања од циља. Међутим, имајући у виду

да се од маја очекује извештан раст међугодишње инфлације по основу доласка нове пољопривредне сезоне, раста увозних трошкова из претходног периода, као и раста регулисаних цена у другој половини године, Извршни одбор је одлучио да референтну стопу задржи на непромењеном нивоу.

Извршни одбор НБС наглашава да ће кретање референтне стопе у наредном периоду у великој мери зависити од брзине и интензитета фискалне консолидације коју ће предузимати будућа Влада, уз наставак аранжмана са ММФ-ом. Остваривање ценовне и финансијске стабилности биће могуће уз мању рестриктивност монетарне политике уколико фискална консолидација и структурне реформе буду ефикасније.

На данашњој седници Извршни одбор је разматрао и усвојио мајски Извештај о инфлацији, који ће јавности бити представљен у среду 16. маја 2012.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће се донети одлука о референтној каматној стопи одржаће се 7. јуна 2012. 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