



Народна банка Србије

2013
мај

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

2013
мај

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

Београд, Краља Петра 12

Тел. 011/3027-100

Београд, Немањина 17

Тел. 011/333-8000

www.nbs.rs

Тираж: 120 примерака

ISSN 1820-9408

Уводна напомена

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

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

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

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

Мајски *Извештај о инфлацији* размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 14. маја 2013. године.

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

Извршни одбор Народне банке Србије:

Јоргованка Табаковић, гувернер

Ана Глигоријевић, вицегувернер

Веселин Пјешчић, вицегувернер

Диана Драгутиновић, вицегувернер

Ђорђе Јевтић, директор Управе за надзор над финансијским институцијама

**СКРАЋЕНИЦЕ КОРИШЋЕНЕ
У ОВОМ ИЗВЕШТАЈУ**

БДП – бруто домаћи производ

BIS – Банка за међународне обрачуне

б.п. – базни поен

СЕФТА – Уговор о слободној трговини земаља централне Европе

ДФО – друге финансијске организације

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

М – месец

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	7
<i>Осврт 1: Утицај нове структуре ИПЦ-а на волатилност инфлације</i>	11
<i>Осврт 2: Пројекција кретања цена примарних пољопривредних производа</i>	14
<i>Осврт 3: Почетак пада инфлационих очекивања пре пада м.г. инфлације</i>	17
IV. Детерминанте инфлације	15
1. Кретања на тржишту новца и капитала и кредити банака	15
2. Кретања на девизном тржишту и курс динара	26
3. Агрегатна тражња	32
4. Економска активност	35
5. Кретања на тржишту рада	38
6. Међународно окружење	40
V. Пројекција инфлације	43
Табела А. Индикатори екстерне позиције Србије	50
Табела Б. Основни макроекономски индикатори	51
Списак графикана и табела	52
Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе	54
Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије	55

I. Резиме

Инфлаторни притисци по основу цена хране су знатно ослабили од почетка године, што је допринело паду мг. инфлације.

Инфлаторни притисци су знатно ослабили у току Т1. Иако је мг. инфлација и даље висока (11,4% у априлу), месечне стопе инфлације су у последњих шест месеци износиле у просеку свега 0,2–0,3%. Томе су, поред постепеног ишчезавања ефеката прошлогодишњег пољопривредног шока и пада цена примарних пољопривредних производа на светском тржишту, допринеле и предузете мере монетарне политике у претходном периоду.

Инфлациона очекивања финансијског сектора су од почетка године смањена, а осталих сектора стабилизвана.

Иако се и даље налазе изнад горње границе дозвољеног одступања од циља, инфлациона очекивања финансијског сектора су у Т1 била у паду, а осталих сектора стабилизвана. Томе је допринела ефикасна комуникација Народне банке Србије с јавношћу, будући да је пад инфлационих очекивања започет још док је текућа мг. инфлација била на узлазној путањи.

Зону евра и даље карактеришу рецесионе тенденције, а израженији опоравак очекује се од 2014.

Економска активност зоне евра ће у Т1 највероватније бити у паду. И поред очекиваног благог опоравка у другој половини године према *Consensus Forecast*-у, пад привредне активности у зони евра за 2013. процењује се на 0,4%, а сличну прогнозу дао је и ММФ (–0,3%). Неизвесност на финансијском тржишту умањена је постигнутим договорима око формирања банкарске и фискалне уније током претходна два тромесечја. Ипак, са избијањем банкарске кризе на Кипру почетком године, тензије су биле повећане све до пред крај марта, када је постигнут споразум између кипарских власти и међународних кредитора о финансијској помоћи тој земљи.

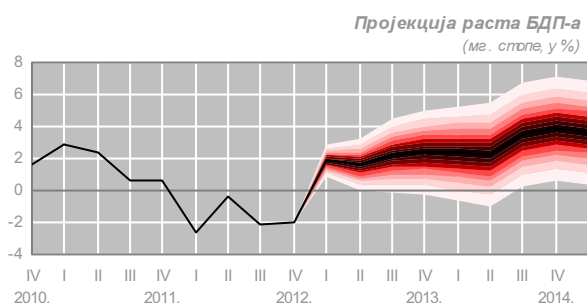
Апрецијацијски притисци су настављени и у 2013. години.

Тенденција јачања динара, присутна у претходном тромесечју, настављена је и у току Т1, и поред благог раста премије ризика земље. На јачање динара утицало је повећање рестриктивности монетарне политике, раст интересовања нерезидената за улагање у државне ХоВ у условима високе ликвидности на међународном тржишту капитала и смањене аверзије инвеститора према ризику, као и смањење дефицита текућег рачуна платног биланса. Након препоруке Европске комисије о добијању датума о почетку преговора о приступању Србије ЕУ, дошло је до пада премије ризика и даљег јачања апрецијацијских притисака.

И поред тога што се процењује да ће фискални дефицит у 2013. години бити већи од планираног, очекујемо да ће Влада наставити са спровођењем фискалне консолидације.

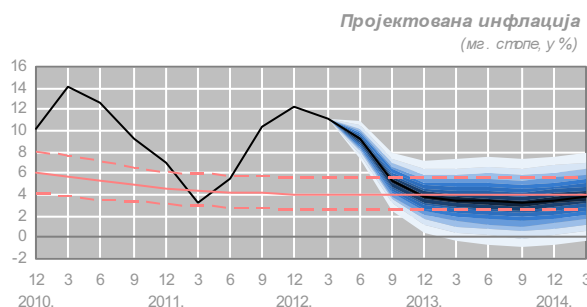
На основу остварења фискалних прихода и расхода у досадашњем делу године, чини се да ће планирани фискални дефицит од 3,6% БДП-а у 2013. бити премашен. Ипак, очекујемо да ће донете мере фискалне консолидације утицати на смањење инфлаторних притисака и дефицита текућег рачуна, који се у овој години процењује на око 8,5% БДП-а. Значајне позитивне ефекте на смањење спољнотрговинског дефицита очекујемо и по основу раста извоза аутомобилске и нафтне индустрије. О томе сведочи и чињеница да је робни извоз изражен у еврима у Т1 порастао за 7,1% дсз., при чему највећи допринос потиче од извоза моторних возила и приколица.

Пројекција раста БДП-а за 2013. годину снижена је у односу на претходну пројекцију – на око 2,0%.



Оцењујемо да је економски опоравак започет у последњем тромесечју 2012. године и настављен у Т1 (1,5% дсз.) трајнијег карактера и да нас у 2013. години очекује раст БДП-а од око 2,0%. Нижа текућа пројекција за 2013. у односу на претходну дугује се пре свега нижем очекиваном економском расту у зони евра, мада ће нето извоз дати највећи допринос расту БДП-а ове године. Због спровођења фискалне консолидације, допринос државне и приватне потрошње биће негативан. Према нашој пројекцији, БДП ће у 2014. години порастати за око 3,0%, уз позитиван допринос свих компоненти агрегатне тражње изузев државне потрошње и државних инвестиција због очекиваног наставка спровођења фискалне консолидације.

Пад мг. инфлације очекује се у наредном периоду и њено враћање у границе циља до октобра.



Раст потрошачких цена у Т2 у највећој мери биће одређен сезонски уобичајеним поскупљењем воћа и поврћа. И поред тога, мг. инфлација ће у Т2 наставити да пада и крајем тог тромесечја требало би да постане једноцифрена, док се њен повратак у границе дозвољеног одступања од циља очекује до октобра. Након тога, у 2014. години мг. инфлација требало би да се стабилизује око циља ($4,0 \pm 1,5\%$). Главни дезинфлаторни фактор који ће утицати на повратак инфлације у границе дозвољеног одступања од циља у наредним месецима биће нижи трошкови у производњи хране. Уз то, рестриктивне мере монетарне политике које је Народна банка Србије предузимала од средине прошле године произвешће свој пуни ефекат на инфлацију у току ове године. На пад мг. инфлације деловаће и високе месечне стопе инфлације у истом периоду 2012. и јачање динара у протеклих неколико месеци. Ниска домаћа тражња остаће кључан дезинфлаторни фактор у средњем року. Процесу дезинфлације допринело би и постизање договора о наставку аранжмана с ММФ-ом.

Извршни одбор Народне банке Србије ће у наредном периоду размотрити могућност даљег ублажавања монетарне политике.

Имајући у виду смиривање инфлаторних притисака, Извршни одбор Народне банке Србије ће у наредном периоду размотрити могућност даљег ублажавања монетарне политике. Ипак, због могуће неочекиване промене утицаја појединих фактора на наведену пројекцију инфлације, изнето очекивање у погледу карактера монетарне политике у наредном периоду није обавезујуће за Народну банку Србије.

II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији

У складу са оценом Извршног одбора Народне банке Србије да је дошло до смивања инфлаторних притисака, референтна каматна стопа је у марту и априлу задржана на непромењеном нивоу, а у мају је смањена.

Након повећања у фебруару на 11,75%, висина референтне каматне стопе до маја није мењана. Процењујући да постојећи степен рестриктивности монетарне политике обезбеђује да се, у одсуству интерних и екстерних шокова, м.г. инфлација врати у границе циља од $4 \pm 1,5\%$ у другој половини године, Извршни одбор Народне банке Србије **није мењао висину референтне каматне стопе у марту и априлу**. Међугодишња стопа инфлације била је изнад циља, али су ниске месечне стопе инфлације остварене у последњих шест месеци потврђивале да предузете мере монетарне политике дају резултате. Такође, доношењем плана фискалне консолидације, допринос макроекономској стабилности дала је и фискална политика. Инфлаторни притисци су били ублажени захваљујући ниској агрегатној тражњи, паду премије ризика и постигнутој стабилности курса динара. Поред тога, постепено су се исцрпљивали ефекти једнократних шокова попут поскупљења хране из претходног периода, а смањили су се и притисци на цене из спољног окружења.

Извршни одбор је оценио да су позитивне тенденције у кретању економске активности, уочене крајем 2012, настављене и на почетку текуће године. Започети опоравак економске активности, заснован на повећању извоза, требало би да резултира растом БДП-а од око 2,0% у овој години. Од осталих

компоненти агрегатне тражње, позитиван допринос расту даће и инвестиције, док ће допринос приватне и државне потрошње бити негативан. Иако се опоравља, агрегатна тражња ће и даље бити ниска.

Пројекција инфлације, која је била основ за одлучивање Извршног одбора на седници у мају, нижа је у целом периоду пројекције у односу на пројекцију из фебруара 2013, пре свега захваљујући већем смањењу цена примарних пољопривредних производа. У складу с тим, кључан дезинфлаторни фактор у кратком року биће очекивани пад цена хране, а у средњем року ниска агрегатна тражња. Поред тога, рестриктивне мере монетарне политике које је Народна банка Србије предузимала од средине прошле године произвешће свој пуни ефекат на инфлацију у току ове године. Паду м.г. инфлације доприносиће и високе месечне стопе инфлације у истом периоду 2012. и јачање динара у протеклих неколико месеци.

По оцени Извршног одбора, паду м.г. инфлације допринеће и спровођење фискалне консолидације. Поред тога, постизање договора с ММФ-ом о аранжману из предострожности утицало би на јачање поверења страних инвеститора у економску политику, пад премије ризика земље и већи прилив капитала, што би деловало у правцу стабилизације курса динара и инфлације.

Узимајући у обзир смивања инфлаторних притисака, Извршни одбор је на седници **у мају одлучио да референтну каматну стопу смањи за 50 б.п., на 11,25%.**

III. Кретање инфлације

Инфлаторни притисци су знатно ослабили у току Т1. Томе су, поред постепеног ишчезавања ефеката прошлогодишњег пољопривредног шока и пада цена примарних пољопривредних производа на светском тржишту, допринеле и предузете мере монетарне политике у претходном периоду.

Према нашој процени, мг. инфлација је свој максимум већ достигла у јануару и у Т2 нас очекује њен даљи пад.

Кретање инфлације у Т1

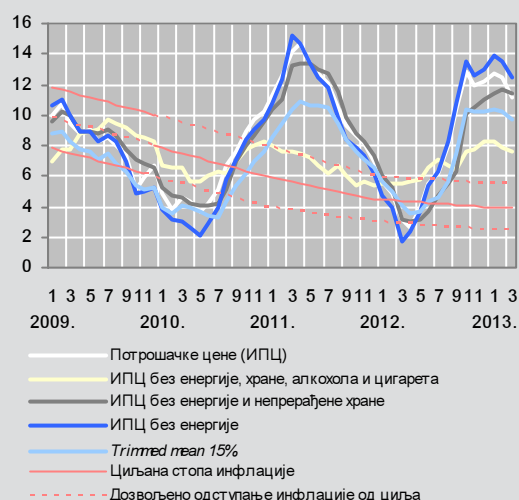
У Т1 је остварена нижа инфлација него у Т4 2012. Трошковни притисци у производњи хране су смањени више него што смо очекивали, а изостао је и очекивани раст појединих категорија регулисаних цена.

Потрошачке цене су у Т1 повећане за 1,1%. Посматрано по месецима, након раста у јануару и фебруару од 0,6% и 0,5%, респективно, одређеног пре свега поскупљењем воћа и поврћа, као и појединих категорија регулисаних цена, у марту је изостао раст

цена. Због већег слабљења трошковних притисака у производњи хране од очекиваног, али и изостанка корекције цена електричне енергије и дела лекова, мг. инфлација се у току Т1 кретала испод доње границе краткорочне пројекције инфлације објављене у фебруарском Извештају о инфлацији. Међугодишња инфлација је, након што је достигла максимум у јануару, у фебруару и марту била у паду и на крају Т1 је износила 11,2%.

Цене хране и безалкохолних пића оствариле су раст од 1,5%. За разлику од претходног тромесечја, цене непрерађене хране су у Т1 порасле, и то за 2,2%,

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



Извор: РЗС и НБС.

Међугодишња инфлација је, након раста у јануару, у фебруару и марту била у паду.

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

	2012.				2013.
	I	II	III	IV	I
Потрошачке цене (ИПЦ)	2,0	3,1	4,2	2,3	1,1
Непрерађена храна	7,5	14,7	9,1	-7,8	2,2
Прерађена храна	-0,7	1,0	4,2	6,3	1,1
Индустријски производи без хране и енергије	2,1	1,7	3,6	4,8	1,7
Енергија	2,9	0,5	3,5	1,1	-0,2
Услуге	1,2	2,4	1,4	3,3	0,6
Индикатори базне инфлације					
ИПЦ без енергије	1,8	3,7	4,3	2,6	1,3
ИПЦ без енергије и непрерађене хране	0,8	1,6	3,3	5,0	1,2
ИПЦ без енергије, хране, алкохола и цигарета	1,3	2,2	1,5	3,1	0,7
Регулисане цене	1,3	0,1	2,9	5,2	2,9

Извор: РЗС и НБС.

највише по основу раста цена поврћа од 10,2% (због престанка импутације цена неких производа у јануару). Цене воћа су опале за 1,5%, што се дешава први пут у Т1 од када се ИПЦ прати. Цене свежег меса су такође биле у паду, и то друго тромесечје заредом. Цене прерађене хране су знатно успориле раст (1,1% наспрам 6,3% у Т4 2012), највише као последица слабљења трошковних притисака у производњи хране. Највећи допринос расту цена дале су цене прерађеног меса и хлеба и житарица.

Знатно успоравање раста цена забележено је и код **индустријских производа без хране и енергије** (1,7%). Највећи допринос расту тих цена потиче од повећања минималне акције на цигарете у фебруару и редовног годишњег усклађивања акција на алкохол. Позитиван допринос долази и од раста цена фармацеутских производа, при чему је део раније најављеног поскупљења лекова одложен за наредни период.

Цене у оквиру групе **енергије** смањене су за 0,2%. Као последица јачања динара према долару, цене нафтних деривата су опале 2,6% и дале негативан допринос укупној инфлацији од 0,1 п.п. Највећи

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

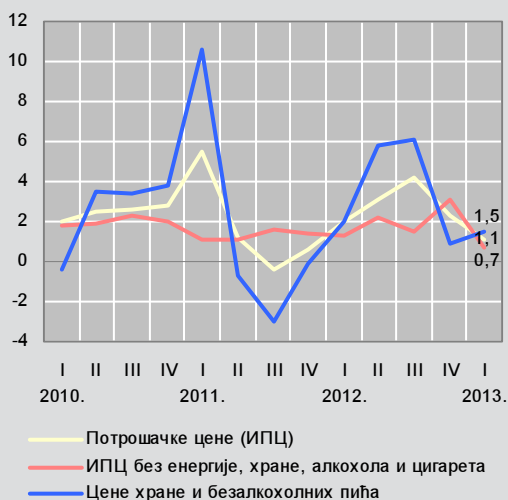
	VI 2012. VI 2011.	IX 2012. IX 2011.	XII 2012. XII 2011.	III 2013. III 2012.
Потрошачке цене	5,5	10,3	12,2	11,2
Цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште	3,4	7,0	6,4	5,4
Цене произвођача пољопривредних производа	15,4	39,0	35,4	17,3
Цене елемената и материјала за уграђивање у грађевинарству	2,3	7,1	5,1	3,3

Извор: РЗС и НБС.

позитиван допринос овој групи дало је повећање цена гаса за домаћинство од 9,5% и грејања у појединим градовима (заједнички допринос ове две категорије инфлацији износио је 0,1 п.п.).

Успоравање раста цена забележено је и у категорији **услуга**, које су у Т1 порасле 0,6%. Највећи позитиван

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



Извор: РЗС и НБС.

У Т1 су знатно ослабили инфлаторни притисци по основу цена хране.

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



Извор: РЗС и НБС.

Највећи допринос инфлацији у Т1 дале су цене воћа и поврћа и поједине категорије регулисаних цена.

допринос потиче од раста цена телефонских услуга (допринос укупној инфлацији 0,2 п.п.), док је негативан допринос дао пад цена у оквиру групе рекреација и култура (−0,2 п.п.).

Базна инфлација (мерена ИПЦ-ом по искључењу цена енергије, хране, алкохола и цигарета) у Т1 била је знатно нижа и износила је 0,7%. Посматрано по категоријама, највећи позитиван допринос потиче од раста цена услуга мобилне телефоније (допринос укупној инфлацији 0,2 п.п.), док је негативан допринос имао пад цена туристичких аранжмана од око 30%.

Регулисане цене су оствариле нижи раст (2,9%) него у Т4. Раст ове групе цена био је нижи него што се очекивало у претходном Извештају о инфлацији због одлагања корекције цена електричне енергије и дела цена лекова, највероватније за Т3. У оквиру ове групе, највећи допринос расту долази од цена цигарета, лекова, стамбено комуналних услуга и гаса за домаћинство.

Цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште су у Т1 оствариле благ раст од

0,6%, док се на мг. нивоу наставља успоравање раста – 5,4% у марту. Највећи раст је остварен у области снабдевања водом (допринос 0,3 п.п.). С друге стране, слабљење трошковних притисака у производњи хране утицало је на пад цена произвођача у прехранбеној индустрији (−0,2 п.п.). Знатан пад цена забележен је и у области експлоатације сирове нафте и природног гаса.

За разлику од смањења у претходном тромесечју, **цене произвођача пољопривредних производа**¹ су у марту биле више за 2,4% у односу на децембар. Ипак, на мг. нивоу дошло је до успоравања њиховог раста на 17,3%. У посматраном периоду раст цена регистрован је у категоријама воћа, поврћа и индустријског биља. С друге стране, највише су смањене цене у области сточарства, при чему је пад забележен код свих врста живе стоке. Такође, регистрован је и пад цена млека, који се може довести у везу с појавом кукуруза зараженог афлатоксином.

Цене елемената и материјала за уграђивање у грађевинарству благо су повећане у Т1 (0,6%), али је њихов мг. раст наставио да успорава и у марту је износио 3,3%.

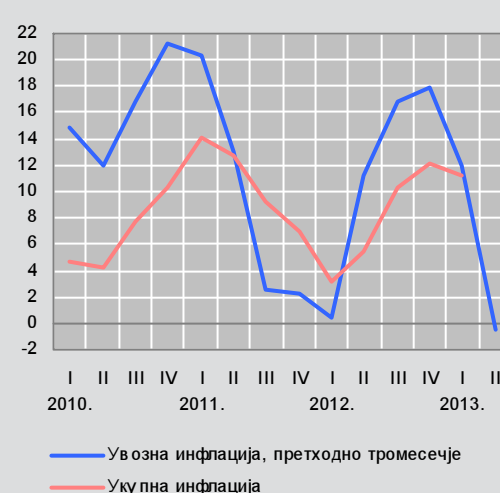
Графикон III.0.4. Допринос мг. стопи раста потрошачких цена (у п. п.)



Извор: РЗС и НБС.

Највећи допринос мг. инфлацији и даље потиче од цена хране.

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



Извор: НБС и Eurostat.

Први пут од избијања кризе у Т1 је забележен пад увозних цена на мг. нивоу.

¹ Цене произвођача у области пољопривреде и рибарства.

Увозне цене изражене у динарима² су и у Т1 забележиле тромесечни пад од 1,7%³, у највећој мери по основу апрецијације динара. Посматрано на мг. нивоу, у марту је, први пут од избијања кризе, забележен пад увозних цена изражених у динарима (0,5%). Као и у претходном тромесечју, пад увозних

цена био је опредељен падом цена средстава за репродукцију и светских цена хране, док је у супротном смеру деловао раст светских цена нафте и потрошних добара. Наставак пада увозних цена указује на даље слабљење инфлаторних притисака по том основу.

² Као индикатор увозних цена коришћен је пондерисани просек индекса светских цена нафте и хране, извозних и потрошачких цена Немачке, нашег најзначајнијег спољнотрговинског партнера.

³ Однос просека два узастопна тромесечја.

Осврт 1: Утицај нове структуре ИПЦ-а на волатилност инфлације

У фебруарском Извештају о инфлацији најавили смо промене пондера за обрачун индекса потрошачких цена (ИПЦ) због усклађивања методологије с препорукама Eurostat-а. Очекивали смо да ће учешће хране у ИПЦ-у бити смањено и да ће то, будући да та компонента има велике осцилације, допринети и смањењу осцилација укупне инфлације у средњем року.

У међувремену је објављена нова структура пондера (Табела О.1.1). Учешће цена хране и безалкохолних пића је смањено (за 4,2 п.п.), а учешће индустријских производа без хране и енергије повећано (за 4,4 п.п.). Такође, смањено је учешће енергије, а учешће услуга повећано, што је утицало да базна инфлација (ИПЦ без енергије, хране, алкохола и цигарета) повећа своје учешће за 4,6 п.п. Променом структуре пондера дошло је и до смањења учешћа регулисаних цена за 2,0 п.п.

Нова структура ИПЦ-а би, према нашим проценама, требало да има неутралан утицај на инфлацију у овој години. У кратком року пад инфлације могао би бити успорен, будући да је смањено учешће цена прерађене и непрерађене хране код којих се очекује снажан пад. С друге стране, пад пондера за електричну енергију у највећој мери снижава пројекцију инфлације.

Табела О.1.1. Поређење пондера за изведене групе производа и услуга ИПЦ-а

	Стари пондери	Нови пондери	Разлика
Потрошачке цене (ИПЦ)	100	100	0
Непрерађена храна	13	12,6	-0,4
Прерађена храна	25,8	21,9	-3,9
Индустријски производи без хране и енергије	25,5	29,9	4,4
Енергија	17,5	14,8	-2,8
Услуге	18,2	20,8	2,6
Индикатори базне инфлације			
ИПЦ без енергије, хране, алкохола и цигарета	38,3	42,9	4,6
ИПЦ без енергије и непрерађене хране	69,5	72,6	3,1
ИПЦ без енергије	82,5	85,2	2,8
Храна и безалкохолна пића	38,8	34,5	-4,2
Регулисане цене	22,5	20,4	-2,0
Акцизни производи	11,6	14,1	2,5

Извор: РЗС и НБС.

Како бисмо утврдили у којој мери ће наведене промене пондера утицати на смањење волатилности укупне инфлације, анализирали смо разлике у осцилацијама ИПЦ-а обрачунатог применом старе и нове методологије. За потребе обрачуна волатилности инфлације коришћени су месечни подаци о мг. стопи инфлације за период од јануара 2007. до децембра 2012. године. За наведени период израчуната је матрица варијанси и коваријанси (Табела О.1.2). Подаци на главној дијагонали представљају варијансе сваке компоненте ИПЦ-а, док подаци ван главне дијагонале представљају коваријансе сваког од парова. Приметно је да највеће осцилације имају компоненте непрерађене и прерађене хране (варијансе 199,33 и 61,06, респективно), док компоненте услуга и индустријских производа без хране и енергије, које чине највећи део базне инфлације, имају најмање осцилације.

Табела О.1.2. Матрица варијанси и коваријанси по категоријама ИПЦ-а од јануара 2007. до децембра 2012. године

	Услуге	Прерађена храна	Непрерађена храна	Индустријски производи без хране и енергије	Енергија
Услуге	4,41	-5,03	-6,07	2,94	0,18
Прерађена храна	-5,03	61,06	71,34	-0,31	10,86
Непрерађена храна	-6,07	71,34	199,33	0,05	9,18
Индустријски производи без хране и енергије	2,94	-0,31	0,05	4,00	-0,39
Енергија	0,18	10,86	9,18	-0,39	10,02

Извор: РЗС и НБС.

Варијансу укупног ИПЦ-а израчунали смо као пондерисани просек варијанси сваке од категорија, користећи најпре старе, а затим и нове пондере, применом формуле:

$$\sigma^2 = w^T C w$$

где је σ — варијанса ИПЦ-а, w^T — транспоновани вектор пондера, C — матрица варијанси и коваријанси, а w — вектор пондера. У складу са очекивањима, **волатилност укупне инфлације** мерена стандардним девијацијама **смањена је за око 10%** (са 3,71% рачунато по старим на 3,37% рачунато по новим пондерима), са смањењем учешћа компоненти ИПЦ-а које највише осцилирају (непрерађена и прерађена храна).

Поред промене структуре пондера у обрачунау ИПЦ-а, смањењу осцилација укупне инфлације требало би да допринесе и либерализација спољнотрговинских токова према ЕУ по основу примене прелазног трговинског споразума. Наиме, део осцилација цена хране могао би се објаснити и високом увозном заштитом прехранбених производа, која онемогућава да се већи ценовни шокови на домаћем тржишту прехранбених производа ублаже увозом тих производа. Због тога би примена прелазног трговинског споразума, која предвиђа да се од 2014. просечна царинска стопа за увоз пољопривредних производа спусти на 3,9% (са 6,9% у 2013. години), требало да ублажи осцилације домаћих цена хране у средњем року.

Краткорочна пројекција инфлације

Процењујемо да ће потрошачке цене у Т2 остварити виши раст у поређењу с Т1 по основу сезонски уобичајеног раста цена воћа и поврћа, али ће се и поред тога пад м. инфлације наставити.

Према нашој процени, м. инфлација је свој максимум већ достигла у јануару и у Т2 нас очекује њен даљи пад. Посматрано на нивоу тромесечја, раст потрошачких цена у Т2 у највећој мери биће одређен сезонски уобичајеним поскупљењем воћа и поврћа.

Позитиван допринос инфлацији и у Т2 потицаће од цена хране и биће нешто виши у поређењу с Т1. Непрерађена храна ће забележити раст због појаве сезонског воћа и поврћа на тржишту у мају, док се код цена прерађене хране не очекује раст због ослабљених трошковних притисака.

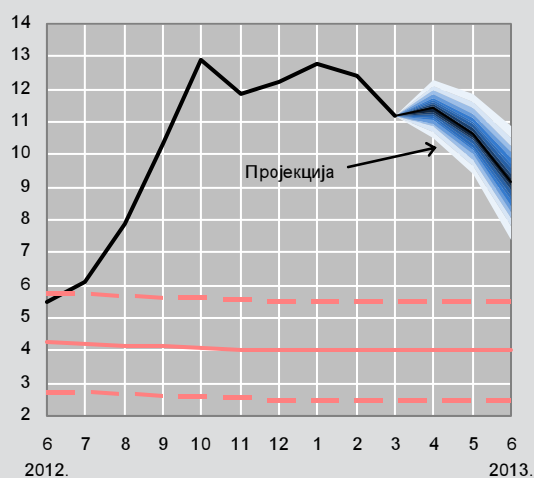
Процењујемо да ће цене индустријских производа без хране и енергије у Т2 имати нижи раст и да ће он пре свега бити резултат раста цена лекова. Успоравању раста ове групе цена у највећој мери допринеће номинално јачање динара у претходних неколико месеци.

И поред сезонског раста цена чврстих горива, у Т2 очекујемо пад цена енергије по основу смањења цена нафтних деривата.

Такође, очекујемо да раст цена услуга буде виши него у претходном тромесечју, пре свега због раста цена туристичких аранжмана с доласком летње туристичке сезоне.

Највећа неизвесност пројекције за Т2 повезана је с доласком нове пољопривредне сезоне и кретањем цена хране на домаћем тржишту. Ризици пројекције у извесној мери односе се и на кретање регулисаних цена, првенствено у погледу корекције цена лекова.

Графикон III.0.6. Краткорочна пројекција инфлације
(м. стопе, у %)



Изв ор: НБС.

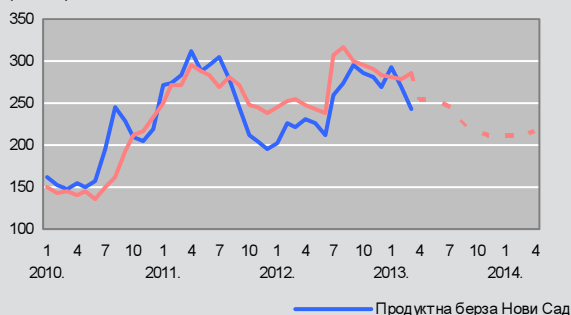
Пад м. инфлације, започет у току Т1, наставиће се и у Т2.

Осврт 2: Пројекција кретања цена примарних пољопривредних производа

Претходну пољопривредну сезону на глобалном нивоу обележили су лоши временски услови који су смањили приносе и довели до снажног раста цена примарних пољопривредних производа (пшенице, кукуруза и соје) на светским робним берзама у Т3 2012. (графикони О.2.1. и О.2.2). Раст цена прелио се и на домаће тржиште, а како се ови производи користе као сировине у производњи хране, дошло је и до повећања инфлаторних притисака. Ти притисци су били израженији код нас с обзиром на високо учешће хране у ИПЦ-у. Ипак, раст цена примарних пољопривредних производа био је привремен и већ у Т4 дошло је до њиховог пада, који је продужен и у Т1 2013.

Графикон О.2.1. Цена кукуруза на домаћем и светском тржишту

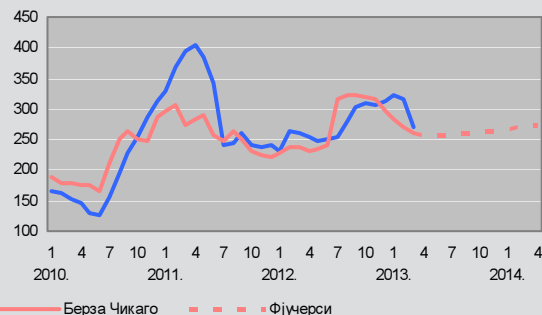
(USD/t)



Извор: Продуктна берза Нови Сад, CBOT – Chicago Board of Trade.

Графикон О.2.2. Цена пшенице на домаћем и светском тржишту

(USD/t)



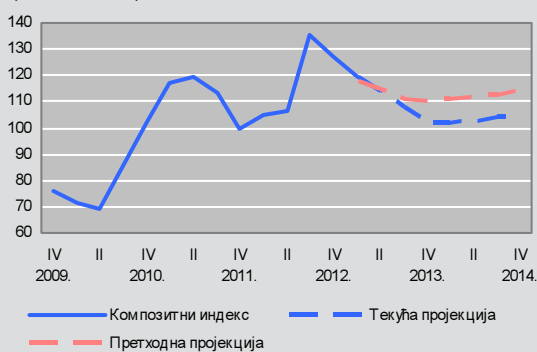
Пад цена житарица на светским робним берзама током Т1 резултат је повољнијих изгледа у пољопривредној производњи у целом свету. Стање зимус посејаних култура у највећим произвођачима житарица (САД, ЕУ, Русија, Украјина) на задовољавајућем је нивоу, а повољни временски услови (довољна, али не и претерана количина падавина) погодују пролећној сетви. Такође, у Јужној Америци, где је у току жетва кукуруза и соје, очекују се добри резултати, што ће смањити притиске на раст светских цена ових култура до јесени, када почиње жетва у САД и Европи. На смањење домаћих цена житарица је, поред пада цена на светским берзама, утицала и појава кукуруза зараженог афлатоксином. Пад домаћих цена био је изражен у Т1, када је цена кукуруза опала за 10,6%, посматрано крајем периода, због смањене извозне тражње за зараженим кукурузом. Пад је забележила и цена пшенице (око 15%) због најаве интервенције из робних резерви, до које је и дошло средином априла.

Смањење цена примарних пољопривредних производа у Т1 било је у складу с нашим очекивањима из фебруарског Извештаја о инфлацији, при чему је интензитет смањења био већи од претпостављеног, па је наша пројекција ових цена у 2013. због тога коригована са -14% на -22% (Графикон О.2.3). Остварење пројекције требало би да доведе до знатно нижих трошкова у производњи хране у 2013, због чега се враћање инфлације ка циљу очекује већ крајем Т3, што је раније у односу на претходну пројекцију.

Текућа пројекција заснива се на претпоставци о просечним резултатима у пољопривреди, па би евентуално лошија/боља сезона од просечне умањила/појачала дезинфлаторни утицај цена хране у овој години. Ипак, будући да се налазимо на почетку пролећне сетве и да су резултати овосезонске пољопривредне производње у овом тренутку неизвесни, кретање цена примарних пољопривредних производа представља ризик пројекције. Информације о оствареним овогодишњим резултатима у области пољопривреде очекују се тек средином године, па би пројекција утицаја цена хране на инфлацију требало да буде поузданија у августовском Извештају о инфлацији.

Графикон О.2.3. Композитни индекс цена примарних пољопривредних производа

(Т4 2011 = 100)



Извор: НБС.

Инфлациона очекивања

Инфлациона очекивања финансијског сектора су смањена, а осталих сектора стабилована. Учесће предузећа која очекују да цене својих производа и услуга неће мењати у наредних шест месеци повећано је на рекордно висок ниво.

Према агенцијама Блумберг и Ипсос, инфлациона очекивања финансијског сектора су у току Т1 смањена, а осталих сектора стабилована.

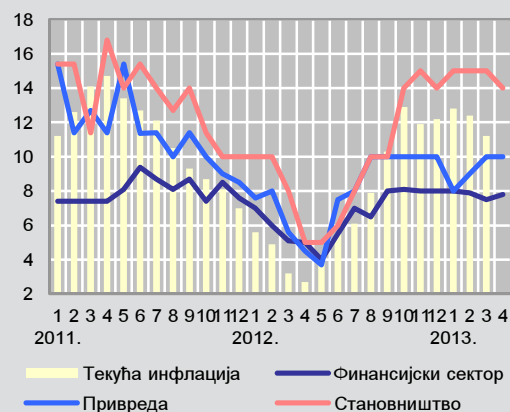
Према резултатима анкете агенције **Блумберг**, инфлациона очекивања **финансијског сектора** за годину дана унапред смањивала су се током Т1, са децембарских 8,0% на мартовских 6,9%. У априлу су повећана на 7,3%, али су већ у мају смањена на 7,0%.

Такође, према резултатима анкете агенције **Ипсос**, инфлациона очекивања **финансијског сектора** за годину дана унапред смањивала су се током Т1, али у мањој мери, са децембарских 8,0% на мартовских 7,5%. Инфлациона очекивања **привреде**, која се од августа до децембра нису мењала (10,0%), смањена су у јануару на 8,0%, да би се у фебруару и марту повећала за по 1,0 п.п., и тиме вратила на ниво од

10,0%. Очекивања **становништва** су, након јануарског повећања за 1,0 п.п., на 15,0%, била стабилна до краја тромесечја. У априлу су се инфлациона очекивања финансијског сектора повећала на 7,8%, привреде стагнирала, а становништва смањила на 14,0%.

Дисперзија одговора испитаника финансијског сектора, која говори о њиховом неслагању у погледу будуће инфлације, била је различита у ове две анкете. Према анкети Блумберг, неслагање међу испитаницима знатно је мање у односу на претходно тромесечје. С друге стране, према анкети Ипсос, дисперзија одговора испитаника финансијског сектора наставила је да расте до јануара. Након тога је смањена, али је и даље изражена. Различита кретања дисперзије инфлационих очекивања према ове две анкете резултат су чињенице да у анкети Блумберг све већи број испитаника очекује вредности инфлације ближе просеку, док је у анкети Ипсос приметна супротна тенденција. Међу испитаницима из сектора привреде, дисперзија очекивања је наставила да се повећава и у фебруару је достигла рекордну вредност. Неслагање становништва у погледу будуће инфлације константно расте од августа прошле године, а тај раст је настављен и у Т1.

Графикон III.0.7. Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред – по секторима* (мг. стопе, у %)



Извор: Галуп, Ипсос и НБС.

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

Инфлациона очекивања финансијског сектора су смањена, а осталих сектора стабилована упркос високој мг. инфлацији.

Графикон III.0.8. Циљана инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред – финансијски сектор (мг. стопе, у %)



Извор: Блумберг и НБС.

Дисперзија инфлационих очекивања финансијског сектора мања је у односу на претходно тромесечје.

Графикон III.0.9. Очекивања предузећа у погледу промене цена њихових инпута и производа и услуга

(нето проценат, "+" = повећање, "-" = смањење)



Извор: Ипсос и НБС.

Нето проценат предузећа која очекују раст цена инпута и раст цена својих производа и услуга смањен је у фебруару и марту, али је у априлу дошло до његовог раста.

Резултати анкете агенције Ипсос указују да је, након јануарског раста, у фебруару и марту смањен нето проценат предузећа⁴ која у наредном периоду очекују растуће трошковне притиске по основу цена инпута, као и нето проценат предузећа која очекују да ће повећати цене својих производа и услуга. Међутим, у априлу је дошло до њиховог раста. Ипак, охрабрује чињеница да је на рекордно висок ниво повећано учешће оних предузећа која у наредних шест месеци не очекују да ће цене својих производа мењати (на 86,1%).

Учешће предузећа која очекују да ће у наредна три месеца повећати цене својих производа и услуга највероватније је веће због очекиваног раста цене електричне енергије.

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

Осврт 3: Почетак пада инфлационих очекивања пре пада мг. инфлације

Инфлациона очекивања економских субјеката имају значајну улогу у монетарној политици и комуникацији централних банака које циљају инфлацију, посебно онда када због шокова инфлација у дужем периоду одступа од циља. Одступање инфлације од циља, по правилу, доводи до одступања и инфлационих очекивања, а тиме и до ризика да период кретања инфлације изван циља траје дуже него што би то иначе био случај. Стога је за креаторе монетарне политике важно питање колико брзо ће се инфлациона очекивања вратити у границе дозвољеног одступања од циља.

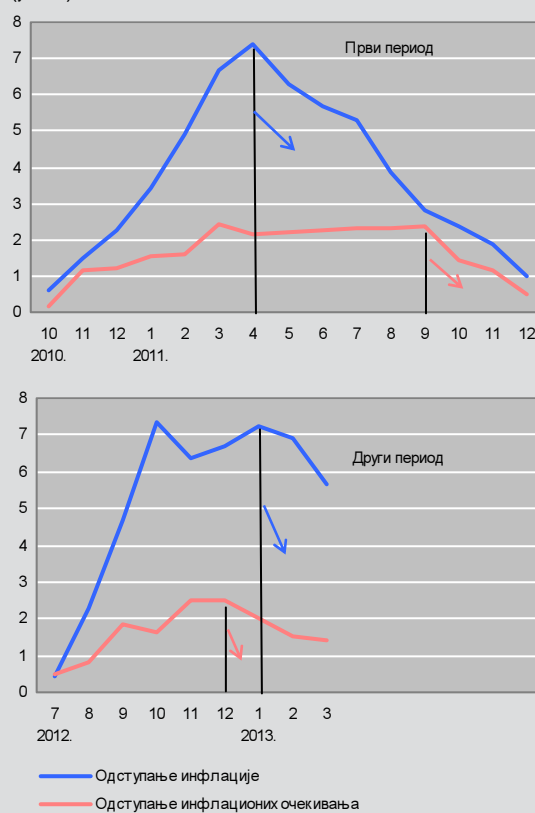
Искуства других земаља које су имале епизоде одступања инфлације од циља показала су да ће се инфлациона очекивања вратити на циљ, али обично тек пошто се сама инфлација врати на циљ. На основу анализе 24 епизоде одступања инфлације од циља у 14 земаља које циљају инфлацију¹ дошло се до два важна закључка: а) да су одступања инфлационих очекивања мања од одступања инфлације и б) да одступања инфлационих очекивања трају дуже од одступања инфлације од циља. Инфлациона очекивања враћају се на своју просечну вредност тек за око шест тромесечја пошто се сама инфлација врати на циљ.

Међугодишња инфлација у Србији креће се изнад горње границе дозвољеног одступања од циља од јула 2012. године, што је утицало на раст инфлационих очекивања за годину дана унапред. Сличну ситуацију имали смо у другој половини 2010. и почетком 2011. године. У оба периода, на одступања инфлације од горње границе дозвољеног одступања од циља пресудно је утицао раст цена хране, који је био последица лоше пољопривредне сезоне и знатног раста светских цена хране. Ипак, максимум мг. инфлације био је виши у првом (14,7% у априлу 2011) него у другом периоду (12,9% у октобру 2012). На Графикону О.3.1. видимо да иницијална одступања инфлације од горње границе дозвољеног одступања од циља оштро расту у оба периода и после шест месеци достижу готово идентичан максимум (7,4 п.п. у првом и 7,3 п.п. у другом периоду). Након тога, одступања инфлације падају како се ефекти шока исцрпљују.

Како су реаговала инфлациона очекивања? На графиконима се може видети да одступања инфлационих очекивања од горње границе дозвољеног одступања од циља за годину дана унапред у оба периода достижу готово идентичан максимум након пет месеци (2,4 п.п. у првом и 2,5 п.п. у другом периоду), с тим што се у првом периоду висока одступања инфлационих очекивања настављају и у наредних пет месеци. Одступања инфлационих очекивања знатно су мања од одступања инфлације у оба периода. Међутим, одступања инфлационих очекивања трају дуже у првом периоду – њихов пад започиње пет месеци након пада инфлације. За разлику од тога, као и од искустава других земаља, у другом периоду запажа се позитивна тенденција, тј. пад инфлационих очекивања пре пада саме инфлације.

Почетак пада инфлационих очекивања пре пада саме инфлације могао би да указује на повећање кредибилитета економске политике. Допринос паду инфлационих очекивања свакако је дала и ефикасна комуникација Народне банке Србије с јавношћу.

Графикон О.3.1. Одступање инфлације и инфлационих очекивања од горње границе дозвољеног одступања од циља (у п.п.)



Извор: Блумберг и НБС.

¹ Чешка, Мађарска, Норвешка, Пољска, Шведска, Велика Британија и др.; видети: Corder, M and Eckloff, D (2011), 'International evidence on inflation expectations during sustained off-target inflation episodes', Bank of England Quarterly Bulletin, Vol. 51, No. 2, pages 111–15.

IV. Детерминанте инфлације

1. Кретања на тржишту новца и капитала и кредити банака

Каматне стопе

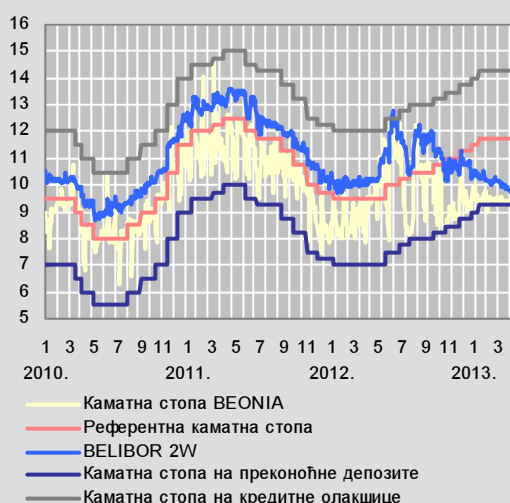
Повећање динарске ликвидности банкарског сектора утицало је на пад каматних стопа на тржишту новца у T1.

Смањење каматних стопа на тржишту новца у T1 резултат је високе ликвидности банака, која је повећана пре свега по основу монетизације девизних депозита државе. Последиčno, тражња банака на репо аукцијама Народне банке Србије је током целог периода расла, што је, уз модел репо

аукција којим се повлачи ограничен износ ликвидности, резултирало и смањењем просечне пондерисане каматне стопе по којој су ХоВ продаване и која је на крају марта износила 9,28%. Истовремено, банке су наставиле да држе високе износе средстава на преконоћним депозитима код Народне банке Србије.

Повећање ликвидности банкарског сектора одразило се на смањење тражње на преконоћном тржишту новца. Просечан дневни промет у T1 на том тржишту знатно је смањен и износио је 1,3 млрд динара, или за 5,2 млрд динара мање него у T4 2012. Осцилације каматне стопе *BEONIA* додатно су смањене. Током целог периода каматна стопа *BEONIA* пратила је кретање просечне пондерисане

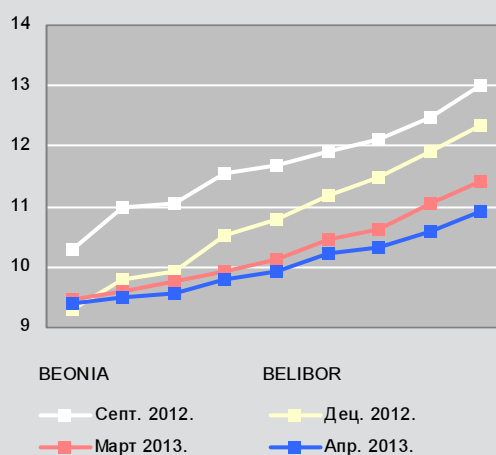
Графикон IV.1.1. Кретање каматних стопа
(дневни подаци, на годишњем нивоу, у %)



Извор: Томсон Ројтерс и НБС.

Повећана ликвидност банкарског сектора утицала је да каматне стопе на тржишту новца наставе да падају.

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



Извор: Томсон Ројтерс и НБС.

*У марту и априлу просечне месечне вредности *BELIBOR*-а свих рочности биле су ниже од референтне стопе.*

стоје на репо аукцијама и кретала се незнатно изнад каматне стопе на преконоћне депозите код Народне банке Србије.

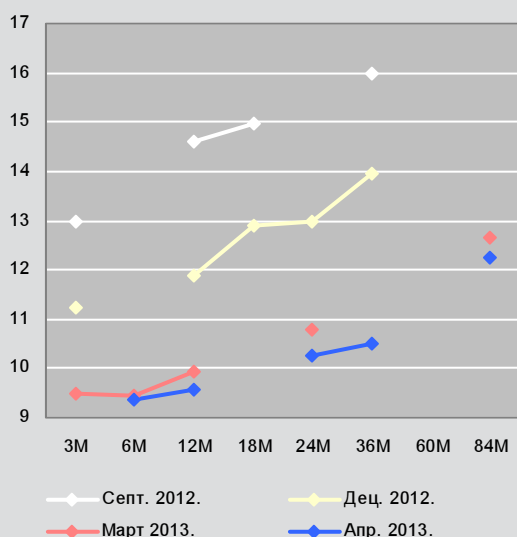
Каматне стопе на међубанкарском тржишту новца свих рочности бележиле су пад у Т1, при чему је он био израженији за дуже рочности. Тако су просечне месечне вредности за рочности три и шест месеци у марту биле за 0,9 п.п. ниже него у децембру 2012. У истом периоду, просечне месечне вредности стопа за све рочности биле су ниже од референтне каматне стопе и кретале су се у распону од 9,6% до 11,4%.

У априлу је настављен пад каматних стопа на тржишту новца, а промет на преконоћном тржишту међубанкарских позајмица је смањен.

Пад каматних стопа на примарном тржишту динарских државних ХоВ, који је започет у Т4 2012. са стабилизацијом курса динара, доношењем плана фискалне консолидације и повећањем ликвидности на

међународном тржишту капитала настављен је и у Т1. Паду каматних стопа допринела је и успешна продаја еврообвезница на међународном тржишту, чиме је смањен притисак за прикупљање средстава на домаћем тржишту. Каматне стопе свих рочности смањене су за више од 1,8 п.п., тако да је просечна пондерисана каматна стопа смањена за 2,1 п.п., на 10,4%. На крају Т1 каматне стопе су се кретале у распону од 9,45% за рочност од шест месеци до 12,65% за новоуведену ХоВ рочности од седам година, којом је продужена динарска крива приноса. Повећана тражња нерезидената за државним динарским ХоВ утицала је да на већини аукција буде продат целокупан износ емисије, па је коефицијент реализације повећан за скоро 13 п.п., на 87,6%. Током Т1, продате су ХоВ номиналне вредности 96,3 млрд динара (од укупно емитованих 110 млрд динара), док је на наплату доспело 74,4 млрд динара. То је резултирало повећањем стања дуга по основу продатих динарских ХоВ за 22,0 млрд динара, на 376,5 млрд динара.

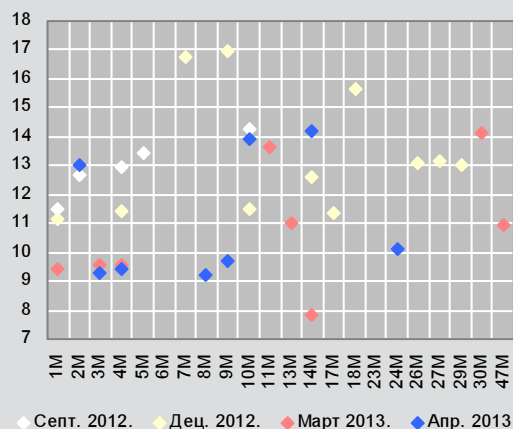
Графикон IV.1.3. Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ (на годишњем нивоу, у %)



Извор: Министарство финансија и привреде.

Ниво динарске криве приноса додатно је смањен у Т1, а у марту је она продужена на седам година.

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



Извор: Министарство финансија и привреде и Централни регистар ХоВ.

* Искључена трговања до два радна дана од датума салдирања примарног трговања и приказана сва трговања већа од пет млн динара.

Пад стопа приноса на секундарном тржишту настављен је у Т1.

Током Т1 организоване су три аукције ХоВ деноминованих у еврима, на којима су, уз потпуну реализацију, постигнуте каматне стопе од 3,9% за рочност од годину дана и 4,9% за рочности од две и три године. У односу на последње аукције, стопе за рочности од једне и три године⁵ смањене су за 1,8 п.п. и 0,1 п.п., респективно, док је стопа за рочност од две године остала непромењена. На аукцијама одржаним у Т1 продате су ХоВ укупне номиналне вредности од 130,0 млн евра, док је вредност доспелих ХоВ износила 204,9 млн евра. На крају марта стање дуга по том основу је износило 939,7 млн евра.

Кретања на секундарном тржишту карактеришу пад стопа и повећање промета. Стопе приноса до доспећа кретале су се у марту у распону од 9,4% за рочност од једног месеца до 13,7% за рочност од 11 месеци. У односу на претходно тромесечје, укупан промет у Т1 повећан је за 80% и износио је 71,7 млрд динара. Када се искључе трговања до два радна дана од датума

салдирања примарног трговања, промет износи 14,2 млрд динара, што је за 2,7 млрд динара више него у претходном тромесечју.

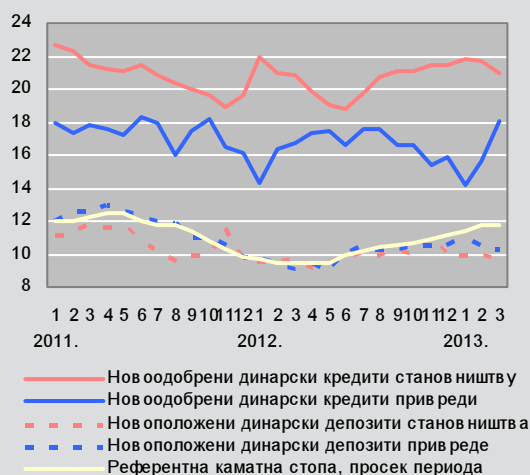
У фебруару је одржана још једна успешна аукција државних ХоВ на међународном тржишту – продате су еврообвезнице у вредности од 1,5 млрд долара с роком доспећа од седам година по стопи приноса од 5,15% (купонска стопа износила је 4,875%). И овог пута тражња инвеститора је вишеструко надмашила понуду.

Успорен пад каматних стопа на државне ХоВ настављен је и у априлу, и у примарном и у секундарном трговању.

Просечна пондерисана каматна стопа на новоодобрене динарске кредите привреди и становништву повећана је у Т1 за 1,9 п.п., на 19,3% у марту. При томе, каматне стопе на кредите привреди су повећане, а на кредите становништву смањене.

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

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



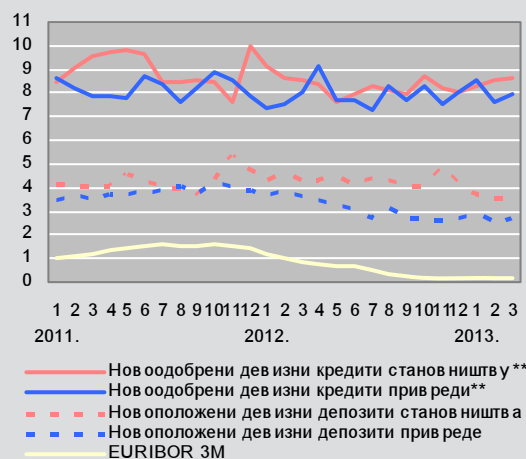
Извор: НБС.

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

Све каматне стопе на динарске кредите и депозите су у Т1 биле у паду, осим за кредите привреди.

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

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



Извор: НБС и Европска банкарска федерација (ЕБФ).

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

** У еврима и евроиндексирани.

Цена девизног кредитирања становништва је у Т1 повећана, док су каматне стопе на девизну штедњу смањене.

⁵ Претходна аукција за рочност од три године одржана је у мају 2011, а за рочност од једне године у октобру 2012. године.

Цена динарских кредита привреди је у Т1 повећана за 2,2 п.п., на 18,1%, колико је износила у марту. Томе је највише допринео раст каматних стопа на кредите за обртна средства (за 3,5 п.п., на 19,0%), на које се односило више од половине новоодобрених динарских кредита. Расту је, али у мањој мери, допринео и раст каматних стопа на инвестиционе кредите, које су у марту износиле 18,3%, што је за 1,9 п.п. више у односу на крај 2012. Каматне стопе на остале кредите привреди смањене су за 0,7 п.п., на 16,1%. Највећи пад забележиле су каматне стопе на извозне кредите (3,8 п.п.), чије је учешће у новоодобреним кредитима минимално.

Каматне стопе на динарске кредите становништву су у Т1 смањене за 0,5 п.п., на 21,0% у марту. То смањење је пре свега резултат пада каматних стопа на готовинске кредите, које су у односу на крај 2012. ниже за 0,5 п.п. и у марту су износиле 21,0%. У истом периоду, смањене су и каматне стопе на потрошачке кредите за 1,8 п.п., на 21,8%.

Каматне стопе на новоодобрене кредите у еврима и динарске евроиндексиране кредите смањене су у Т1 за 0,1 п.п. и у марту су износиле 8,0%. Смањење је резултат пада каматних стопа на кредите привреди за 0,1 п.п., на 7,9% у марту. На пад каматних стопа на кредите привреди највише је утицао пад каматних стопа на кредите за обртна средства од 0,2 п.п., на 8,4%, што се може довести у везу са одобравањем субвенционисаних кредита. Смањене су и каматне стопе на инвестиционе и остале кредите за 0,1 п.п. и 0,8 п.п., на 7,0% и 7,7%, респективно. Каматне стопе на кредите становништву повећане су за 0,6 п.п., на 8,7%, због повећања каматних стопа на стамбене (за 0,2 п.п.) и потрошачке кредите (за 1,7 п.п.) Каматне стопе на остале кредите бележе пад од 2,0 п.п.

Просечне пондерисане каматне стопе на новоположене динарске депозите становништва и привреде у марту су смањене за по 0,3 п.п. у односу на крај 2012. године и износиле су 9,7% и 10,3%, респективно. Каматне стопе на штедњу у еврима смањене су за 0,6 п.п., на 3,5%, код становништва, док код привреде нису промењене у односу на крај 2012. и у марту су износиле 2,7%.

Каматне марже су у Т1 повећане за 2,2 п.п. на динарске изворе и за 0,3 п.п. на девизне изворе.

Кретања на берзи

Индекси на Београдској берзи су наставили раст током Т1, који је био праћен растом промета.

Позитиван тренд раста акција на Београдској берзи, који је започет у децембру 2012, настављен је и у јануару. До краја тромесечја цене акција су наставиле да расту, али нешто умеренијим темпом. Током Т1 индекс најликвиднијих акција *BELEX15* порастао је за 10,1% и на крају марта је износио 576,7 индексних поена. Општи индекс акција *BELEXline* забележио је нешто мањи раст (7,9%) и на крају марта је износио 1.085,3 индексна поена.

Раст цена акција може се повезати с позитивним очекивањима инвеститора у погледу макроекономских кретања у 2013. години – растом привредне активности, смањењем инфлације и растом извоза. Доношење програма фискалне консолидације и постигнута стабилност курса динара такође су допринели таквом расположењу инвеститора.

Укупан промет акцијама у Т1 износио је 14,9 млрд динара, пре свега захваљујући блок трговању. Али и

Графикон IV.1.7. Индекс *BELEX15* и промет на Београдској берзи



Извор: Београдска берза.

Раст цена акција праћен је повећањем промета у Т1.

по искључењу те трансакције, промет је био за 1,1 млрд динара виши него у Т4 и износио је 4,1 млрд динара. Од тога, промет акцијама које улазе у састав индекса *BELEX15* износио је 3,1 млрд динара, или за 56,6% више него у Т4 2012.

Страни инвеститори су у Т1 више куповали него што су продавали акције, што је утицало да у посматраном периоду буду нето купци акција у вредности од 0,6 млрд динара.

Трговање обвезницама старе девизне штедње у Т1 износило је свега 0,3 млрд динара и знатно је смањено у односу на Т4, када је износило 1,5 млрд динара. И стопе приноса до доспећа су смањене и кретале су се у распону од 4,2% за серију А2016 до 4,6% за серију А2014. Повећан је једино принос на обвезнице које доспевају ове године, и то за 0,9 п.п., на 5,7%.

Током Т1, корпоративним обвезницама трговало се само у јануару, када је у три трансакције остварен промет од 158,6 млн динара.

Раст цена акција довео је до повећања тржишне капитализације Београдске берзе у Т1 за 36,9 млрд

динара, која је на крају марта износила 813,1 млрд динара. Посматрано по сегментима, капитализација регулисаног тржишта повећана је за 35,6 млрд динара, на 491,3 млрд динара, а тржишна капитализација МТП тржишта⁶ за 1,3 млрд динара, на 321,8 млрд динара. Учешће тржишне капитализације у оцењеном БДП-у је у Т1 повећано за 0,4 п.п., на 23,3% у марту.

Осим на Београдској берзи, раст индекса остварен је и на берзама у Загребу (15,4%) и Софији (11,2%). Индекси Црногорске, Бањалучке и Будимпештанске берзе незнатно су смањени, док је индекс Љубљанске берзе забележио пад од 6,7%.

Вредности индекса Београдске берзе *BELEX15* и *BELEXline* током априла су благо смањена (3,0% и 2,4%, респективно), док је промет смањен за трећину. Истовремено, индекси на регионалним берзама углавном су забележили минималне промене.

Монетарни агрегати

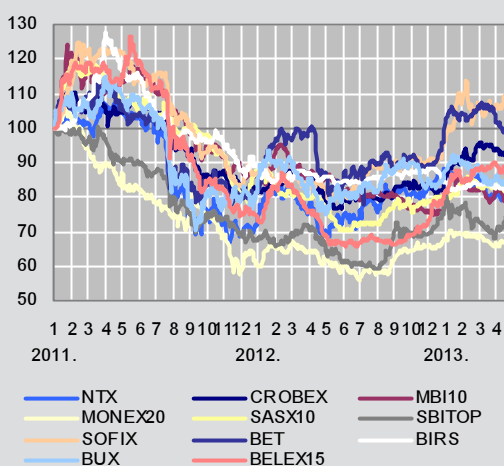
Током Т1 сви монетарни агрегати бележе пад, али је он мањи од пада уобичајеног за ово доба године.

Укупан примарни новац је у Т1 номинално смањен за 1,0% (6,2 млрд динара), а реално за 2,1%. Динарски примарни новац је у истом периоду номинално смањен за 1,5% (4,7 млрд динара), а реално за 2,6%.

Динарски примарни новац је креиран углавном по основу интензивнијег трошења државе, а повлачен операцијама на отвореном тржишту. Задуживањем на међународном тржишту по основу емисије седмогодишњих еврообвезница за 1,1 млрд евра повећана су средства на девизном рачуну државе, а тиме и нето девизне резерве. Држава је у фебруару, а посебно у марту, део средстава с девизног рачуна конвертовала у динаре и трошила их, што је највише утицало на раст примарног новца. И трошење средстава с динарског рачуна државе у фебруару такође је утицало на раст примарног новца. Креирана ликвидност повлачена је операцијама на отвореном тржишту, тако да је путем репо продаје ХоВ повучено 35,2 млрд динара.

У структури динарског примарног новца, готов новац у оптицају је смањен за 8,4 млрд динара, што је и

Графикон IV.1.8. Кретање берзанских индекса у региону
(у индексним поенима, нормализовано, 31. 12. 2010 = 100)



Извор: Београдска берза и веб-сајтови берзи у региону.
Београдска берза била је у групи чији су индекси остварили раст.

⁶ МТП представља тржиште мултилателарне трговачке платформе. Организује га берза и на њему су тренутно листиране акције компанија које не испуњавају услове за листирање на регулисаном тржишту.

уобичајено за почетак године. Динарске резерве банака⁷ повећане су за 2,2 млрд динара. При томе, банке су у току Т1, из месеца у месец, повећавале износе средстава на рачуну преконоћних депозита код Народне банке Србије. Обрачуната обавезна резерва која се издваја у динарима повећана је за 1,0 млрд динара, а динарски депозити локалних нивоа власти за 1,5 млрд динара.

Понуда новца је на тромесечном нивоу реално смањена, при чему динарски монетарни агрегати М1 и М2 бележе пад од 0,2% и 1,5%, респективно, а најшири монетарни агрегат М3 пад од 2,2%. Посматрано на мг. нивоу, агрегат М1 је реално повећан за 5,2%, док су агрегати М2 и М3 реално смањени за 3,2% и 2,7%, респективно.

На пад М3 током Т1 највише је утицало смањено кредитирање приватног сектора, пре свега привредних друштава. Укупан нето ефекат активности државе на пад М3 био је мањи, с обзиром на то да је њена активност утицала и на повећање М3.

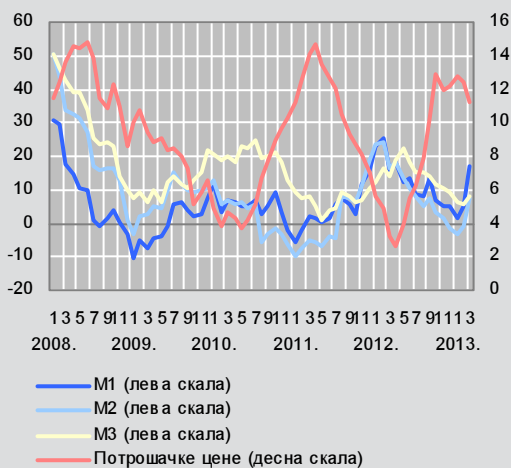
Наиме, нова емисија еврообвезница пресудно је утицала на смањење нето потраживања од државе, али и на раст нето девизних резерви.

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

	2012.			2013.	Учешће у М3 Март 2013. (у %)
	Јун	Септ.	Дец.	Март	
М3	12,0	3,2	-2,5	-2,7	100,0
Девизни депозити	15,1	5,7	2,2	-2,5	70,5
М2	4,9	-2,3	-12,2	-3,2	29,5
Динарски орочени и штедни депозити	0,8	-9,4	-21,1	-15,8	10,3
М1	7,7	2,6	-6,3	5,2	19,2
Депозити по виђењу	1,7	0,1	-1,6	18,1	12,9
Готов новац у оптицају	18,5	6,9	-13,7	-14,1	6,3

Извор: НБС.

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



Извор: РЗС и НБС.

Опредељење привредних субјеката да средства држе на најликвиднијим рачунима највише је допринело убрзању мг. раста понуде новца у Т1.

Графикон IV.1.10. Доприноси тромесечној
стопа раста М3
(у п.п.)



Извор: НБС.

Пад нето домаће активе определио је пад М3 у Т1.

⁷ Обухватају средства на жиро рачунима банака, готовину у благајни и преконоћне депозите банака код Народне банке Србије.

Посматрано по компонентама новчане масе М3, једино депозити по виђењу бележе раст (11,3 млрд динара), првенствено средства на рачунима јавних предузећа и ДФО. Поред готовог новца у оптицају, смањена су и средства на штедним и ороченим депозитима за 4,8 млрд динара. Износ девизних депозита исказан у еврима готово да није промењен у односу на крај 2012. При томе, повећана су средства на рачунима становништва и јавних предузећа, док су средства на рачунима привредних друштава смањена. Иако нижи у односу на Т4, тромесечје у коме је „Недеља штедње“, раст девизне штедње остварен у Т1 (103,0 млн евра) био је виши од раста који је уобичајен за овај период године. И динарска штедња је повећана (1,1 млрд динара), и то пре свега депозити рочности до три месеца и од шест месеци до годину дана.

Вредност монетарног мултипликатора скоро је непромењена у односу на Т4 2012. Брзина оптицаја новца је благо повећана у Т1, у складу с растом економске активности.

Повећање готовог новца у оптицају је, и поред пада динарских депозита, утицало да динарски монетарни агрегати остваре благ раст у априлу, док је М3 смањен под утицајем пада девизних депозита и апresiasiје динара.

Кредити банака

Кредитна активност банака је додатно успорена у Т1 – на мг. нивоу она је готово стагнирала, док је на нивоу тромесечја опала.

Током Т1 настављено је успоравање мг. раста домаћих кредита, који је, искључујући ефекат промене девизног курса⁸, у марту износио 1,8%.

На нивоу тромесечја, без ефекта промене девизног курса, домаћи кредити су смањени за 0,4%. Пад потраживања по основу кредита резултирао је и падом њиховог учешћа у оцењеном БДП-у за 2,4 п.п., на 53,4%, на крају Т1. То смањење у највећој мери је последица пада кредита привреди.

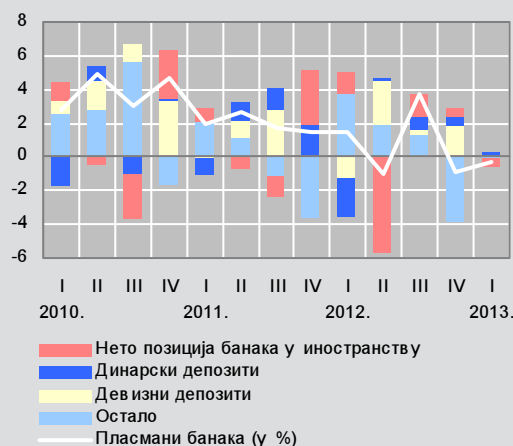
Графикон IV.1.11. Кредитна активност и БДП (мг. стопе, у %)



Извор: НБС и РЗС.

За разлику од економске активности, и даље нема знакова опоравка кредитне активности.

Графикон IV.1.12. Доприноси тромесечној стопи раста кредита банака* (у п. п.)



Извор: НБС.

* Кредити немонетарним секторима искључујући ефекат промене курса.

Раст динарских пласмана банака код НБС и смањење обавеза према иностранству негативно су утицали на раст кредитне активности.

⁸ Обрачунато по курсу динара према еврау на дан 31. августа 2008, уз претпоставку да су сви девизни и девизно индексирани кредити одобрени у еврима.

Извори финансирања кредитне активности банака повећани су по основу раста динарских депозита, док је, и поред раста девизне штедње грађана, ниво укупних девизних депозита остао скоро непромењен у односу на крај 2012. Међутим, банке су у току Т1 давале предност улагањима у неризичне пласмани, тако да су наставиле да повећавају своја улагања у репо ХоВ. Такође, део расположивих средстава искористиле су за раздуживање према иностранству.

Уколико се искључи ефекат промене курса, кредити привреди бележе пад од 0,9% на нивоу тромесечја, док у апсолутном износу то смањење износи 8,3 млрд динара. Потраживања по основу кредита привредним друштвима повећана су само у фебруару, што се може повезати са одобравањем субвенционисаних кредита предузетницима и малим и средњим предузећима. У Т1 одобрено је око 30% мање нових кредита привреди него током претходног тромесечја, а око 17% мање него у истом периоду претходне године. Уобичајено, најзаступљенији међу новоодобреним кредитима били су кредити за обртна средства.

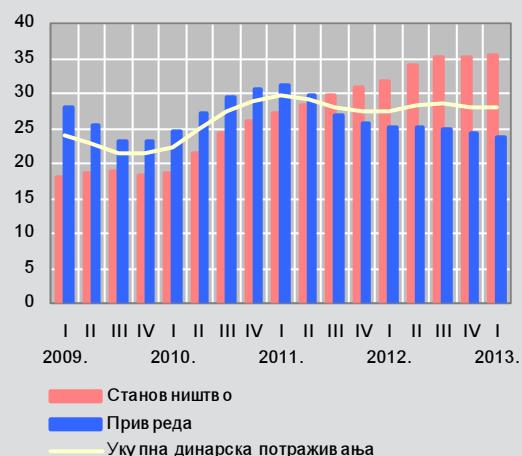
Кредити одобрени становништву благо су порасли у Т1. Када се искључи ефекат промене девизног курса,

тај раст је износио 3,8 млрд динара, или 0,7%. Највише је одобрено готовинских и стамбених кредита. Потрошачки кредити су коришћени у нешто већој мери него у Т4 2012, док је задуживање по основу најскупљих видова кредитирања – кредитних картица и прекорачења на текућим рачунима релативно непромењено.

Активност на субвенционисаном сегменту је у Т1 била нижа него у претходном тромесечју. Одобрено је 36,9 млрд динара кредита уз субвенцију државе, од чега се 35,0 млрд динара односило на кредите за одржавање ликвидности и финансирање обртних средстава. Ти кредити су одобравани у фебруару и марту и највероватније ће бити обустављени, будући да су средства у буџету издвојена за ове намене потрошена. Одобравање субвенционисаних стамбених кредита вршено је релативно стабилном динамиком током целог периода, при чему је укупно одобрено 1,9 млрд динара ових кредита.

Учешће динарских пласмана у укупним пласманима привреди и становништву повећано је за 0,2 п.п. у односу на децембар 2012. и у марту је износило 28,2%. Учешће динарских пласмана код

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

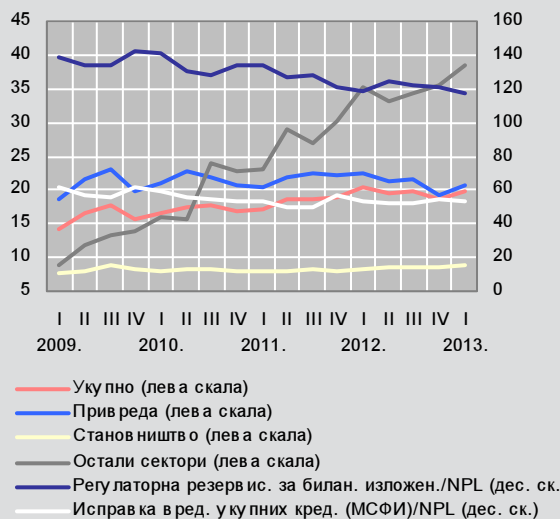


Извор: НБС.

* Искључујући ефекат промене курса.

Учешће динарских кредита код становништва, у Т1 је повећано, док је код привреде смањено.

Графикон IV.1.14. Учешће NPL у укупним кредитима, бруто принцип (у %)



Извор: НБС.

Учешће NPL у укупним кредитима порасло је од почетка године.

* Обрачунато по курсу динара према евр у дан 31. децембра 2012.

становништва је повећано (0,9 п.п.), док је код привреде смањено (0,2 п.п.). Када се искључи ефекат промене девизног курса⁹, учешће динарских пласмана у укупним пласманима благо је смањено (за 0,1 п.п.) на 27,9% у марту.

Учешће *NPL* у укупним кредитима, рачунато по бруто принципу, у марту је износило 19,9% и у односу на крај 2012. повећано је за 1,3 п.п. Раст је био израженији код привреде (1,6 п.п.), за коју је ово учешће у марту износило 20,8%. Способност отплате кредита код становништва је незнатно погоршана у односу на крај 2012. (0,2 п.п.) и у марту је износила 8,7%.¹⁰

И поред високог учешћа *NPL* у укупним кредитима, коефицијент адекватности капитала од 20,4% у марту 2013. указује да стабилност домаћег банкарског сектора није нарушена. Исправка вредности укупних кредита у марту је износила 53,7% *NPL*, а регулаторна резервисања за билансну изложеност у потпуности покривају износ бруто *NPL* и у марту су износила 117,3%.

2. Кретања на девизном тржишту и курс динара

Тенденција јачања динара, присутна у претходном тромесечју, настављена је и у току Т1. Народна банка Србије је интервенисала на МДТ-у куповином девиза.

Вредност курса динара према евр у Т1 кретала се у распону од 111,1 до 112,4, а његове дневне осцилације у распону од $\pm 0,4\%$. Посматрано на крају периода, динар је у Т1 апрецирао према евр за 1,6%, а толико је износила и његова просечна тромесечна апрецијација.

Јачање динара према евр, али и јачање евра према долару у Т1, допринело је да динар према долару у просеку апрецира за 3,4% у односу на Т4. Посматрано на крају периода, због јачања долара према евр, започетог у фебруару, динар је ослабио према долару за 1,4%.

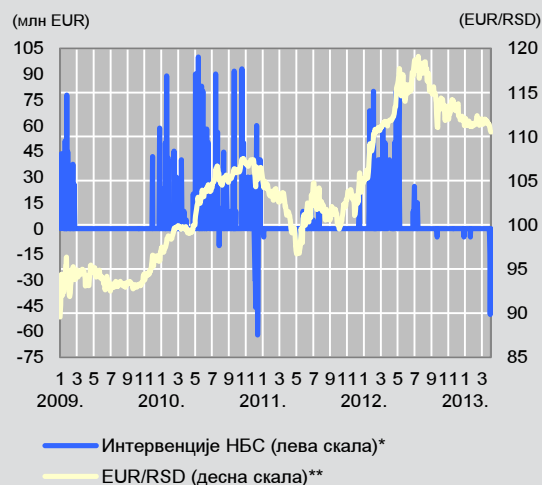
У складу с таквим кретањима, номинални ефективни курс динара¹¹ је током Т1 у просеку апрецирао за

1,9%, док је посматрано крајем периода забележена апрецијација од 1,0% у односу на Т4. Номинална апрецијација курса и виша домаћа у односу на инострану инфлацију утицале су да реални ефективни курс динара у просеку апрецира за 2,7% (према евр за 2,5%, а према долару за 3,5%).

Благо јачање динара у Т1 резултат је деловања неколико фактора: повећања рестриктивности монетарне политике, раста интересовања нерезидената за улагање у државне ХоВ у условима високе ликвидности на међународном тржишту капитала и смањене аверзије инвеститора према ризику, као и смањења дефицита текућег рачуна платног биланса.

У току Т1 клијенти су банкама продали више девиза него што су их купили. Тражња домаћих предузећа за девизама била је неуобичајено ниска, па је нето продаја девиза предузећима била за око 30% нижа у односу на претходно тромесечје и исти период прошле године. При томе, највећи део ове тражње потиче од увозника енергената. Део средстава за те потребе набављен је задуживањем у иностранству,

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



Блага апрецијација динара обележила је Т1.

¹⁰ Уколико се укључе предузетници, кашњење у отплати кредита повећано је такође за 0,2 п.п. и износи 10,1%.

¹¹ Израчунат као геометријски просек номиналних курсева EUR/RSD и USD/RSD, с пондерима 0,8 и 0,2, респективно, тј. према формули $(EUR/RSD^{0,8}) * (USD/RSD^{0,2})$.

што је резултирало смањеном тражњом за девизама по том основу. Знатно бржи раст извоза од увоза утицао је да трговински дефицит буде знатно нижи у Т1. То је, уз стабилан прилив дознака, довело до смањења дефицита текућег рачуна и допринело благом јачању динара. Доношење програма фискалне консолидације и јачање динара допринели су расту заинтересованости нерезидената за улагања у динарске државне ХоВ. Повећана динарска ликвидност, креирана пре свега по основу монетизације девизних депозита државе, повучена је у највећој мери путем операција на отвореном тржишту, тако да није било депрецијацијских притисака по том основу.

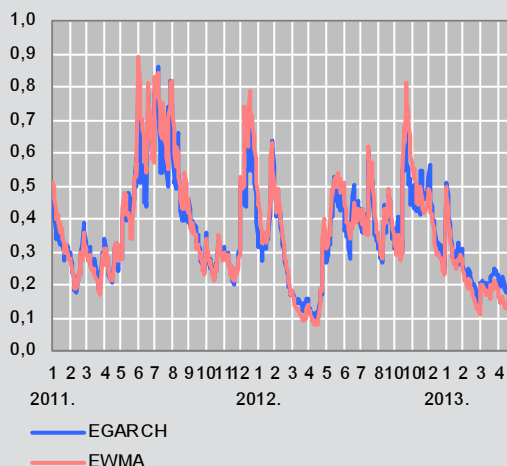
Вредности промета на МДТ-у наставиле су да се смањују у Т1. Просечан дневни промет износио 43,8 млн евра, што је за око 41,0% мање у односу на вредности у Т4 и исти период претходне године. Низак промет на МДТ-у може се довести у везу с мањом тражњом за девизама од стране резидената, релативно високом динарском и девизном ликвидношћу банака и смањеним трговањем банака ради девизне арбитраже. И осцилирање девизног

курса, мерено методама *EWMA*¹² и *EGARCH*¹³, смањивало се из месеца у месец у току Т1 и бележи најмању просечну тромесечну вредност од почетка 2011. године.

Народна банка Србије је у Т1 интервенисала на МДТ-у по једном у јануару и фебруару, и то куповином по 5,0 млн евра, како би ублажила прекомерне дневне осцилације курса динара. Ради стимулisaња развоја тржишта међубанкарских девизних свопова, Народна банка Србије је наставила са организовањем тромесечних девизних своп аукција. У Т1 је на тим аукцијама укупно продала и купила по 26,0 млн евра. Поред тромесечних, Народна банка Србије од марта организује и двонедељне своп аукције девиза. Циљ увођења двонедељних аукција је лакше управљање ликвидношћу и подизање ефикасности новчаног тржишта. Аукције се организују у оба смера, по тржишним условима. Народна банка Србије је у марту на овим аукцијама укупно купила и продала по 12,0 млн евра.

Јачање динара је настављено и у априлу, и то за 1,3%. Девизно тржиште карактерисала је висока тражња за

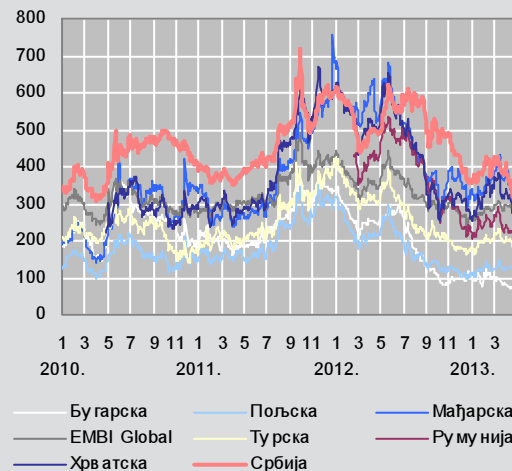
Графикон IV.2.2. Краткорочна волатилност курса динара према евр
(у %)



Извор: НБС.

Осцилације курса динара према евр смањивале су се из месеца у месец у Т1.

Графикон IV.2.3. Показатељ премије ризика – EMBI по земљама
(дневни подаци, у б.п.)



Извор: JP Morgan.

Србија је једна од земаља региона с најмањим растом премије ризика у Т1.

¹² *EWMA* (Exponentially Weighted Moving Average) – метод пондерисаних покретних просека код кога се процентуалним дневним променама девизног курса додељују различити пондери за различите временске тренутке, при чему ти пондери експоненцијално опадају удаљавањем од садашњег момента.

¹³ *EGARCH* (Exponential General Autoregressive Conditional Heteroskedastic) – метод оцено условне варијансе који приказује асиметричан ефекат позитивних и негативних шокова на оцено условне варијансе.

динарима по основу повећаног улагања нерезидената у државне ХоВ. Поред тога, понуда девиза је повећана по основу откупа ефикативне. Након препоруке Европске комисије о добијању датума о почетку преговора о приступању Србије ЕУ, дошло је до пада премије ризика и даљег јачања апresiasiјских притисака.

Да би ублажила прекомерну дневну осцилацију курса, Народна банка је крајем априла интервенисала три пута на девизном тржишту укупном куповином 70,0 млн евра. У оквиру девизних своп аукција, купила је и продала по 20,0 млн евра.

На крају тромесечја у односу на крај 2012, премија ризика, мерена *EMBI*, повећана је у свим земљама региона. При томе, најмање је повећана премија ризика Бугарске (5 б.п.) и Србије (25 б.п.). Највећи раст остварила је вредност *EMBI* Мађарске (84 б.п.), посебно у марту, што је последица доношења мера економске политике које су довеле до погоршања изгледа кредитног рејтинга и слабљења форинте. На нивоу просека тромесечја, највећи пад *EMBI* забележен је у Србији (70 б.п.) и Румунији (45 б.п.). У

априлу су вредности *EMBI* смањене за све земље региона. У односу на крај марта, вредност овог индекса за Србију смањена је за 61 б.п. и на крају априла је износила 355 б.п.

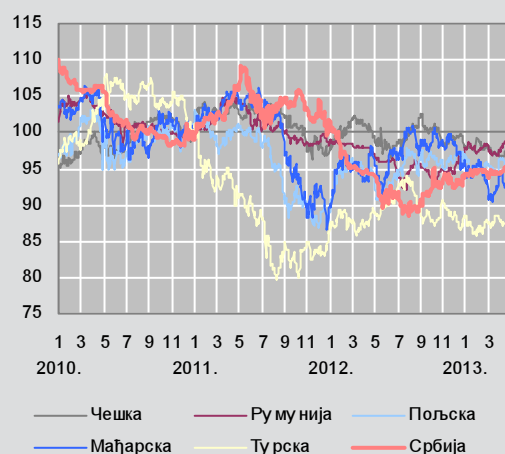
Рејтинг агенција *Standard & Poor's* потврдила је у марту кредитни рејтинг Србије на нивоу *BB-*, уз задржавање негативних изгледа.

Поред динара, турска лира и румунски леј су у Т1 апresiasiли према евр (за 1,4% и 1,0%, респективно, посматрано крајем периода). Валуте осталих земаља из региона са сличним режимом девизног курса ослабиле су према евр, а највише мађарска форинта (4,3%).

Прилив капитала из иностранства

Највећи део прилива капитала у Т1 остварен је по основу задуживања државе на међународном финансијском тржишту. Мањи прилив остварен је и по основу СДИ, док су резиденти смањили своје кредитне обавезе према иностранству.

Графикон IV.2.4. Кретање курсева одређених националних валута према евр (дневни подаци, 31. 12. 2010 = 100)



Извор: НБС и веб-сајтови централних банака.

* Раст представља апresiasiју.

Динар је током Т1 више ојачао од других валута са сличним режимом девизног курса.

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



Извор: РЗС и НБС.

* Прелиминарни подаци.

Нето прилив капитала вишеструко је надмашио потребе финансирања дефицита текућег рачуна у Т1.

Висок прилив капитала и низак ниво дефицита текућег рачуна резултирали су растом девизних резерви и допринели јачању динара.

Прилив капитала остварен је пре свега по основу портфолио инвестиција, а у мањој мери и по основу СДИ. Повећано је и задуживање државе по основу финансијских кредита, као и предузећа по основу трговинских кредита. Банке, Народна банка Србије и предузећа су у току Т1 смањили своје кредитне обавезе према иностранству.

Укупан нето прилив остварен по основу СДИ у Т1 износио је 155,3 млн евра. Највише је инвестирано у области финансијских услуга (29,5%), трговине на велико (27,1%), производње пића (14,6%) и грађевинарства (12,9%).

Укупан прилив остварен по основу портфолио инвестиција износио је 1,4 млрд евра. Од тога, највећи део (1,1 млрд евра) односи се на прилив од емисије седмогодишњих еврообвезница Републике Србије на међународном финансијском тржишту у фебруару. Део средстава обезбеђен по основу емисије еврообвезница искоришћен је за измирење обавеза Републике Србије по основу раније узетих скупљих кредита. Тако је на крају априла извршена превремена отплата 400,0 млн долара дуга према Лондонском клубу поверилаца. Поред тога, наставља да расте и

интересовање нерезидената за улагања у државне ХоВ на домаћем тржишту. Само у Т1 по том основу остварен је прилив једнак оном у целој 2012. години.

Резиденти су се по основу финансијских кредита у току Т1 нето раздужили према иностранству за 199,0 млн евра. При томе, банке су се према иностранству раздужиле за 327,0 млн евра, у већој мери по основу дугорочних кредита, а предузећа за 32,5 млн евра. Нето обавезе државе према иностранству по основу финансијских кредита повећане су за 160,4 млн евра.

Током Т1 повећано је и нето задуживање предузећа по основу трговинских кредита за 70,7 млн евра.

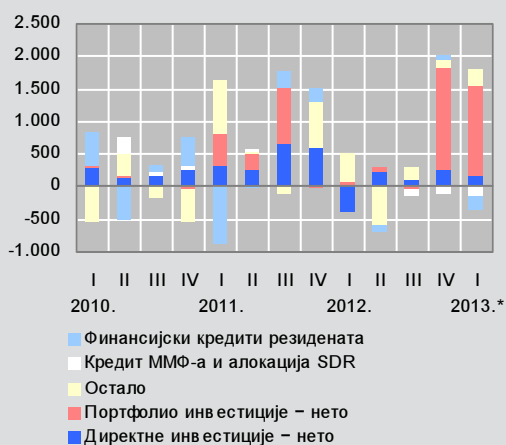
По основу отплате главнице дуга према ММФ-у забележен је одлив у износу од 146,9 млн евра.

3. Агрегатна тражња

Према нашој процени, агрегатна тражња је у Т1 забележила раст због раста нето извоза. Домаћа тражња дес. посматрано стагнира због пада инвестиција државе.

Према подацима Републичког завода за статистику, пад агрегатне тражње је у 2012. години износио 1,7%.

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



Извор: РЗС и НБС.

* Прелиминарни подаци.

Најзначајнији прилив капитала у Т1 остварен је по основу задуживања државе на међународном тржишту.

Графикон IV.3.1. Доприноси тромесечној стопи раста БДП-а – расходна страна



Извор: РЗС и НБС.

* Процена НБС.

Раст БДП-а у Т1 у највећој мери је вођен растом нето извоза, а у нешто мањој мери растом приватне потрошње и инвестиција.

Посматрано у структури агрегатне тражње, негативан допринос потиче од приватне потрошње (–1,5 п.п.) и приватних инвестиција (–1,0 п.п.), док су позитиван допринос дали државна потрошња и инвестиције (0,5 п.п.), као резултат фискалне експанзије у П1, и нето извоз (0,3 п.п.), као резултат почетка извоза аутомобилске индустрије у П2.

Агрегатна тражња је, пре свега захваљујући расту нето извоза (1,5 п.п.), у Т1 остварила тромесечни раст од 1,5%. Раст нето извоза је и на мг. нивоу позитивно допринео (5,6 п.п.) расту агрегатне тражње од 1,9%.

Домаћа тражња, тромесечно посматрано, стагнира, док је на мг. нивоу наставила да пада истим темпом као у претходном тромесечју.

Нето извоз је, након пада у Т4, остварио у Т1 тромесечни раст од 5,7%. Раст је нарочито уочљив на мг. нивоу (18,1%), што је у великој мери последица ниске базе због изузетно хладног времена у фебруару прошле године.

Процењујемо да ће агрегатна тражња, вођена нето извозом (допринос БДП-у 1,5 п.п.), у 2013. порасти око 2,0%. Пројекција се заснива на очекиваном расту извоза аутомобила и нафтних деривата. Позитиван допринос очекујемо и од приватних (1,3 п.п.) и државних инвестиција (0,5 п.п.). С друге стране, негативан допринос даће приватна потрошња (–0,8 п.п.) и финална државна потрошња (–0,5 п.п.) по основу очекиваних ефеката мера фискалне консолидације.

Домаћа тражња

Све компоненте домаће тражње, осим државних инвестиција, забележиле су на тромесечном нивоу дсз. раст, док су на мг. нивоу све компоненте, осим приватних инвестиција, и даље у паду.

Приватна потрошња је, према нашој процени, у Т1 успорила мг. пад на 1,8% (допринос –1,6 п.п.), али се већ осам тромесечја заредом налази у негативној зони. На ту компоненту агрегатне тражње финансијска криза је оставила највеће последице, будући да од њеног избијања приватна потрошња готово непрекидно бележи мг. пад.

Десезонирано посматрано, приватна потрошња је остварила благ раст од 0,1% (допринос 0,1 п.п.). На такво кретање указује раст реалних примања становништва у Т1, као и благ опоравак промета у трговини на мало.

Реална примања становништва су, према процени Народне банке Србије, порасла 3,2% дсз., чему је највише допринео раст дознака. Порасли су и кредити становништву намењени потрошњи и маса зарада, док су социјални трансфери били у паду. Промет у

Графикон IV.3.2. Потрошња домаћинстава (дсз. стопе, у %)

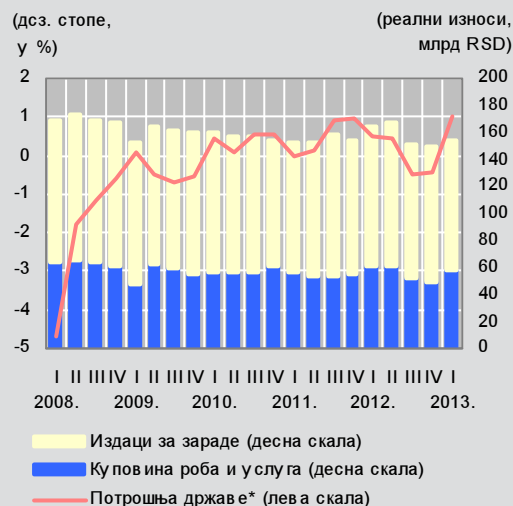


Извор: НБС.

* Процена НБС за Т4 2012. године.

Почетком 2013. долази до благог опоравка промета у трговини на мало.

Графикон IV.3.3. Потрошња државе



Извор: НБС.

* Процена НБС за Т1 2013. године.

У Т1 највише су расли издаци државе за куповину робе и услуга.

трговини на мало порастао је за 0,8% у односу на претходно тромесечје, док м.г. посматрано убрзава пад на 11,6% (са 11,1% у Т4).

Према процени Народне банке Србије, **приватне инвестиције** су у Т1 забележиле м.г. раст од 3,9% (допринос 0,7 п.п.). Раст те компоненте остварен је и на тромесечном нивоу од 0,9% дсз. (допринос 0,2 п.п.). На то указује раст физичког обима производње капиталних производа, увоза опреме, као и нето прилив СДИ остварен у посматраном периоду.

Највећи негативан допринос расту агрегатне тражње на м.г. нивоу у Т1 (−2,8 п.п.) долази од **државне потрошње и инвестиција**, које су, према нашој процени, биле ниже за 11,1%. Обе компоненте заједно посматрано бележе и тромесечни пад од 1,3% дсз. (допринос −0,3 п.п.).

Међугодишње посматрано, потрошња државе бележи пад од 5,6% (допринос −1,2 п.п.), што је делом последица базног ефекта због високе потрошње остварене у Т1 2012. године. У односу на претходно

трмесечје, финална државна потрошња је порасла за 1,0% (допринос 0,2 п.п.) као резултат реалног раста расхода државе за куповину робе и услуга.

С друге стране, инвестиције државе су оствариле висок м.г. пад од 49,6% (допринос −1,6 п.п.). На тромесечном нивоу забележен је пад од 17,2% дсз. (−0,5 п.п.), на шта указује кретање консолидованих капиталних расхода државе.

Нето екстерна тражња

Позитивне тенденције у извозу аутомобилске индустрије из Т4 2012. настављене су и у Т1 2013, што је утицало да нето екстерна тражња допринесе опоравку агрегатне тражње.

У Т1 је забележен раст нето екстерне тражње од 5,7% дсз., због бржег реалног раста извоза (5,6%) од увоза (1,3%). Нето екстерна тражња је на м.г. нивоу убрзала раст (18,1%) и дала позитиван допринос расту агрегатне тражње од 5,6 п.п.

Табела IV.3.1. Индикатори кретања инвестиција

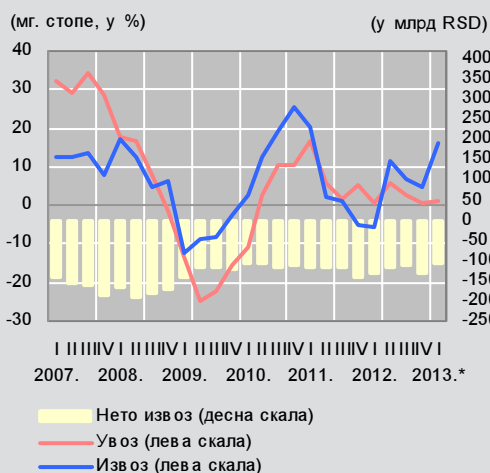
	2012.				2013.
	I	II	III	IV	I
Реални показатељи (дсз. подаци, тромесечни раст, у %)					
Грађевинарство	-2,3	-1,4	-6,5	-10,8	2,3*
Индустријска производња капиталних производа (физички обим)	-3,2	5,8	2,6	-1,5	26,9
Извоз средстава за рад**	10,8	9,3	0,8	-0,9	2,4
Увоз средстава за рад**	-2,6	1,9	-4,5	-11,7	3,3
Залихе капиталних производа	-7,8	-10,4	1,9	3,7	-1,0
Индустријска производња интермедијарних производа (физички обим)	-5,2	6,0	-8,7	-1,4	-1,1
Извоз интермедијарних производа**	-13,7	4,1	-3,5	4,3	7,9
Увоз интермедијарних производа**	6,9	0,3	-6,0	4,0	1,3
Залихе интермедијарних производа	-3,2	4,2	-4,0	2,7	4,9
Индустријска производња грађевинског материјала (физички обим)	-7,2	2,2	-2,2	-1,4	-4,3
Залихе грађевинског материјала	-8,2	-3,8	1,2	1,1	-4,8
Инвестиције државе***	53,1	-30,3	-2,2	-2,3	-17,2

* Процена НБС.

** Извоз и увоз су изражени у еврима.

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

Графикон IV.3.4. Извоз и увоз робе и услуга (у сталним ценама 2010)



Извор: НБС.

* Процена НБС.

Извоз је у Т1 забележио снажан м.г. раст због наставка експанзије у аутомобилској индустрији.

Робни извоз изражен у еврима порастао је у Т1 7,1% дсз., чиме је у знатној мери допринео смањивању текућег дефицита. Највећи раст је остварен у прерађивачкој индустрији, у оквиру које је извоз моторних возила и приколица порастао за 27,4%, а извоз производа хемијске индустрије за 58,8%. Позитивна кретања остварена су и у извозу металских производа и електричне опреме.

С друге стране, тренд пада у извозу пољопривредних производа из П2 2012. настављен је и у Т1 (–17,7%). То је и било очекивано с обзиром на знатно ниже приносе у пољопривредној производњи у току прошле године. Пад од 10,1% забележен је и у извозу фармацеутских производа и препарата.

Раст робног увоза израженог у еврима у Т1 износио је 1,0% дсз. Највећи раст је остварен код увоза опреме (3,3%), што указује на опоравак инвестиционе активности. Порастао је и увоз средстава за широку потрошњу (0,8%), док је увоз репроматеријала опао (4,7%). Посматрано по намени, раст увоза је забележен код капиталних производа и трајних

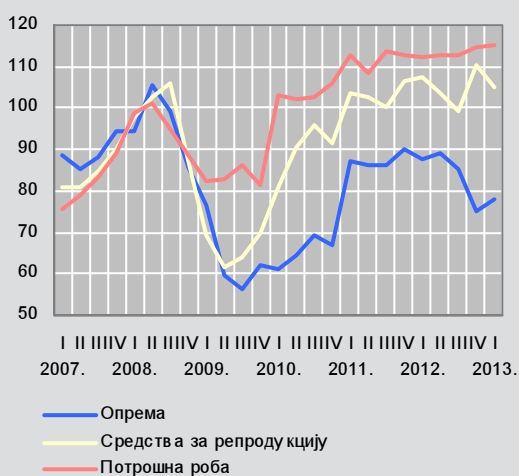
производа за широку потрошњу, док је највећи пад регистрован код увоза енергије.

Бржи дсз. раст робног извоза од увоза у Т1 довео је до веће покривености увоза извозом¹⁴ у марту за 3,1 п.п. у односу на децембар (64,9% према 61,8%). На крају Т1 извоз се налазио 28,1% изнад преткризног нивоа¹⁵, док је увоз био за 14,4% нижи у односу на преткризни период.

На потенцијално повећање извоза у наредним месецима указује и индикатор екстерне тражње за извозом Србије¹⁶, који је у Т1 остварио благ раст. Ипак, он се и даље налази испод свог дугорочног просека, тако да би се знатнији раст извоза могао очекивати тек с трајнијим опоравком привреде зоне евра.

Раст цене нафте на светском тржишту, започет крајем 2012, наставио се и током јануара и у првој половини фебруара. Такво кретање било је одраз већег оптимизма тржишних учесника у погледу опоравка глобалне привреде и смањења неизвесности око решавања фискалних проблема у САД. Међутим, од

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



Графикон IV.3.6. Кретање индикатора екстерне тражње и извоза Србије



Кретања водећих индикатора код спољнотрговинских партнера указују на повећану извозну тражњу Србије.

¹⁴ 12-месечни покретни просек.

¹⁵ П1 2008.

¹⁶ Водећи индикатор екстерне тражње за извозом Србије конструисан је на основу кретања водећег индикатора економске климе Европске комисије (ESI). Обухвата 20 земаља најзначајнијих спољнотрговинских партнера, где су пондери њихова учешћа у извозу Србије.

Графикон IV.3.7. Кретање цена нафте и бакра (просечне месечне цене, у USD)

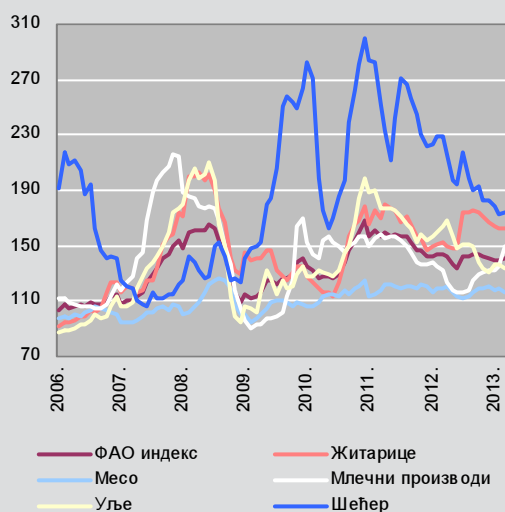


Извор: Блумберг и НБС.

* Цена нафтних фјучерси за уралску нафту израчуната је на основу историјских разлика у цени нафте типа "брент" и уралске нафте.

Светске цене нафте су током Т1 у просеку стагнирале, али се од априла бележи њихов снажан пад.

Графикон IV.3.8. Индекс светских цена хране (реално, 2002 – 2004 = 100)



Извор: ФАО и УН.

Светске цене хране су у Т1 наставиле пад вођен смањењем цена житарица и шећера.

краја фебруара цена нафте пада, јер су економски индикатори у најразвијенијим привредама указивали на спорији економски раст од очекиваног. На смањење цене нафте додатно су утицали политичка неизвесност након избора у Италији и заоштравање банкарске кризе на Кипру.

Од почетка априла цена уралске нафте бележи снажан пад – на крају месеца била је 6,5% нижа у односу на крај марта. Тај пад објашњен је даљим погоршањем перспективе глобалног економског раста, повећањем залиха нафте у САД и проценом *OPEC*-а о смањењу глобалне тражње за нафтом.

Иако је на нивоу просека тромесечја цена бакра у Т1 готово непромењена у односу на Т4, посматрано на крају периода нижа је за 4,2%. Динамика кретања цене бакра веома је слична кретању цене нафте, што показује да су исти фактори одређивали равнотежу на оба тржишта.

Током Т1 настављен је пад цена хране на глобалном нивоу. Индекс светских цена хране био је у просеку нижи за 1,2% у односу на Т4. Смањењу цене хране највише су допринеле цене житарица и шећера, које су у Т1 наставиле да падају због повољнијих временских услова за производњу у односу на претходну сезону. Такође, пале су цене меса после смањења цена сточне хране. С друге стране, цене млека су и у Т1 забележиле релативно висок раст, пре свега због смањене понуде узроковане дуготрајном сушом на Новом Зеланду, једном од највећих светских извозника млечних производа.

4. Економска активност

Након пада у претходној години, очекујемо да ће у 2013. доћи до раста економске активности по основу опоравка пољопривредне и индустријске производње. Раст економске активности утицаће и на благо смањење негативног производног јазу у Т1.

Према подацима Републичког завода за статистику, економска активност у 2012. години забележила је реални м.г. пад од 1,7%. Пад БДП-а последица је пре свега пада пољопривредне активности (–17,1% м.г.,

допринос БДП-у $-1,5$ п.п.) због дуготрајне суше, а у мањој мери и пада активности у грађевинарству и индустрији.

Позитивне тенденције у кретању економске активности, уочене крајем 2012, настављене су и на почетку текуће године. Процењени раст економске активности у Т1 износи $1,5\%$ дсз., пре свега као резултат раста пољопривредне (допринос $0,6$ п.п.)¹⁷ и индустријске производње (допринос $0,2$ п.п.).

Физички обим индустријске производње у Т1 забележио је раст од $0,9\%$ дсз. Тромесечни раст бележе сектори рударства од $3,8\%$ дсз. (допринос $0,3$ п.п.) и снабдевања електричном енергијом, гасом и паром од $3,1\%$ дсз. (допринос $0,7$ п.п.), док је прерађивачка индустрија забележила пад од $0,1\%$ дсз. (допринос $-0,1$ п.п.).

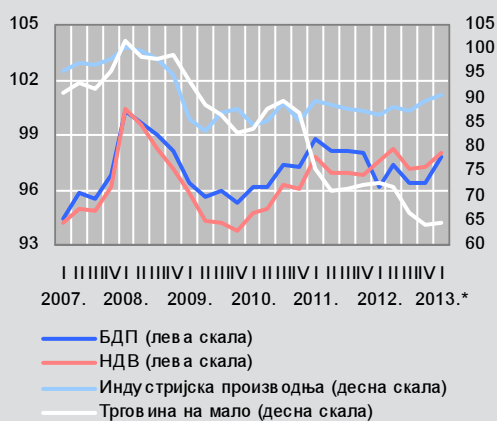
У оквиру прерађивачке индустрије, највећи позитиван допринос расту физичког обима укупне индустрије потиче од производње хемијских производа ($0,8$ п.п.). Производња моторних возила такође је забележила дсз. раст од $20,2\%$ ($0,5$ п.п.), што указује да је и у Т1

настављен раст производње аутомобилске индустрије. С друге стране, негативан допринос дала је производња рачунара, електронских и оптичких производа ($-1,3$ п.п.), као и производња кокса и деривата нафте ($-1,1$ п.п.).

Позитиван допринос тромесечном расту БДП-а може се очекивати и од опоравка активности у сектору грађевинарства ($0,1$ п.п.) због ниске базе у претходном тромесечју. Такође, због опоравка промета у трговини на мало, који у Т1 бележи раст од $0,8\%$ дсз., позитиван допринос расту економске активности треба очекивати и по основу раста бруто додате вредности сектора трговине ($0,2$ п.п.).

Према проценама, економска активност ће у Т1 у односу на исти период претходне године забележити раст од $1,9\%$, који ће такође у највећој мери бити вођен растом индустријске ($0,9$ п.п.) и пољопривредне ($0,8$ п.п.) производње. Добри резултати у индустрији у одређеној мери су последица ефекта ниске базе, будући да је овај сектор привреде био и највише погођен таласом хладног времена у Т1 2012. Позитиван допринос м.г. расту даће сектор

Графикон IV.4.1. Кретање индикатора економске активности (дсз. подаци, Г1 2008 = 100)



Извор: РЗС и НБС.

* Процена НБС.

Раст индустријске производње и благ опоравак промета у трговини на мало указују на наставак опоравка економске активности у Т1.

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



Извор: РЗС и НБС.

* Процена НБС.

Међугодишњи раст БДП-а у Т1 вођен је растом пољопривредне и индустријске производње.

¹⁷ Будући да подаци о индикаторима пољопривредне производње за Т1 још нису доступни, наша процена раста у Т1 се базира на припадајућем делу очекиваног годишњег раста у овој области.

информисања и комуникација (0,6 п.п.), а негативан допринос сектор грађевинарства (−0,4 п.п.).

Физички обим индустријске производње је у Т1 забележио висок раст на мг. нивоу од 5,1%, при чему највећи допринос расту потиче од прерађивачке индустрије (3,5 п.п.). Највећи мг. раст забележен је у областима производње моторних возила (247,8%) и деривата нафте (47,8%), чији је заједнички допринос мг. расту индустрије 4,9 п.п. С друге стране, мг. пад физичког обима забележен је у производњи рачунара и електронске опреме (−2,6 п.п.) и основних метала (−0,6 п.п.).

Према процени Народне банке Србије, раст БДП-а ће у 2013. износити око 2,0%. Највећи позитиван допринос опоравку економске активности требало би очекивати од пољопривредне (1,0 п.п.)¹⁸ и индустријске производње (0,7 п.п.).

Процењује се да ће сви сектори индустрије остварити раст у 2013. Највећи позитиван допринос расту БДП-а очекује се од прерађивачке индустрије (0,5 п.п.), док ће знатно мањи допринос дати сектор

рударства и снабдевања електричном енергијом, гасом и паром (по 0,1 п.п.).

Експанзија аутомобилске индустрије, започета у П2 2012, наставиће се и у текућој години. Под претпоставком производње 100.000 возила у компанији „Фијат аутомобили Србија“, уз учешће домаће компоненте од 38%, процењује се да ће позитиван допринос ове индустријске гране расту БДП-а у 2013. износити 1,0 п.п. Позитиван допринос очекује се и по основу раста производње нафтних деривата (0,5 п.п.) након активирања нових производних капацитета у нафтној индустрији. С друге стране, негативан допринос кретању БДП-а (−1,0 п.п.) имаће очекиван пад осталих грана прерађивачке индустрије у великој мери као последица лоших перформанси економске активности зоне евра.

И поред умереног раста економске активности у Т1, мерене НДВ-ом, негативни производни јаз је тек благо смањен. То је последица повећања потенцијалног БДП-а¹⁹ од Т4 2012, након активирања нових производних капацитета у аутомобилској и нафтној индустрији. Стога високе негативне вредности овог јаза указују да је агрегатна тражња и даље веома ниска, па се по том основу могу очекивати дезинфлаторни притисци и у наредном периоду.

5. Кретања на тржишту рада

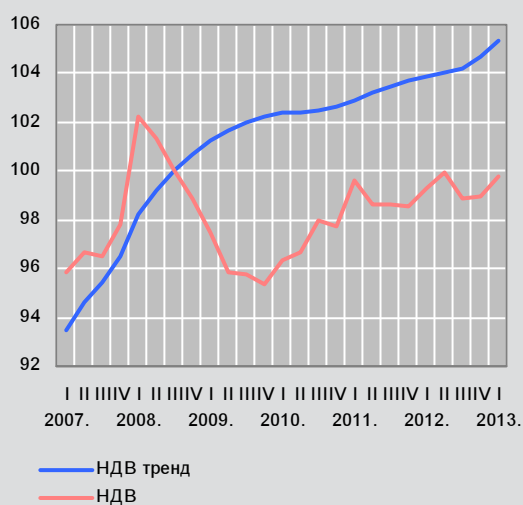
Зараде

Просечне нето зараде су у Т1 забележиле благ номинални раст. Јединични трошкови рада су смањени у односу на претходно тромесечје.

Просечне нето зараде су у Т1 оствариле благ номинални раст од 0,5% дсз., док су у реалном изразу, и поред успоравања раста цена у текућем тромесечју, опале за 0,8% дсз. Номиналне нето зараде су благо успориле раст у приватном сектору на 2,0%, док су у јавном сектору, за разлику од претходног тромесечја, забележиле пад од 0,2%.

Највећи раст зарада остварен је у секторима грађевинарства и пословања некретностима. С друге

Графикон IV.4.3. Производни јаз
(Т3 2008 = 100)



Изв ор: НБС.

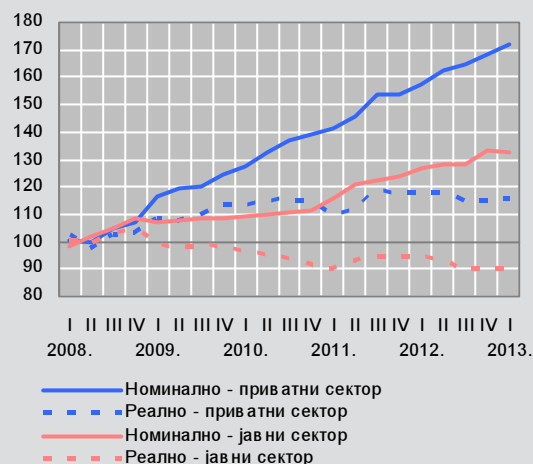
Раст економске активности у Т1 допринео је благом смањењу негативног производног јаза.

¹⁸ Претпоставка годишњег раста пољопривредне производње заснива се на претпоставци о просечној пољопривредној сезони, односно о оствареним приносима на нивоу десетогодишњег просека у периоду 2001–2010.

¹⁹ Као апроксимација потенцијалног БДП-а користи се тренд НДВ-а оцењен Калмановим филтером.

Графикон IV.5.1. Кретање просечних нето зарада

(дсз. подаци, П1 2008 = 100)



Просечна реална нето зарада бележи благ пад у Т1, пре свега због пада нето зарада у јавном сектору.

стране, у свим секторима индустрије забележен је реални дсз. пад нето зарада, при чему је он најизраженији у области снабдевања електричном енергијом, гасом и паром. Пад је забележен и у сектору информисања и комуникација.

Номинални м.г. раст нето зарада је у Т1 успорен на 6,0%, док су реалне нето зараде убрзале м.г. пад (4,8%). Ограничење раста зарада запослених у јавном сектору утицало је на убрзавање њиховог реалног м.г. пада од 8,4%. У приватном сектору је настављен пад реалних нето зарада на м.г. нивоу (1,8%), али је он успорен у односу на претходно тромесечје.

Просечна нето зарада запослених у Републици Србији у Т1 износила је 41.403 динара.

Пад реалних бруто зарада, уз раст продуктивности, довео је до смањења јединичних трошкова рада у индустрији од 3,0% дсз. у Т1. Блажи пад јединичних трошкова рада од 0,9% дсз. забележен је у прерађивачкој индустрији, јер је успоравање раста продуктивности праћено стагнацијом реалних бруто зарада.

Запосленост

Започети опоравак економске активности у последња два тромесечја није се одразио на побољшање услова на тржишту рада.

Позитивна кретања забележена у Анкети о радној снази из октобра 2012. нису била у складу с кретањем месечних индикатора тржишта рада. Према резултатима истраживања РАД Републичког завода за статистику, број запослених је у Т1 наставио да пада. Чини се да се економски раст још није одразио на већи број делатности, што би подстакло опоравак запослености.

Укупан број запослених је у Т1 мањи за 6.567 лица, при чему је целокупно смањење забележено у приватном сектору, док је запосленост у јавном сектору порасла. Готово половина смањења односи се на запосленост у индустрији (3.326), од чега је у прерађивачкој индустрији број запослених смањен за 2.976. Поред тога, знатан пад броја запослених забележен је у грађевинарству (2.522) и трговини (2.051). С друге стране, повећање броја запослених у

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 паду по основу раста продуктивности и пада реалних бруто зарада у индустрији.

приватном сектору регистровано је једино у области финансијске делатности и осигурања (640).

Смањење запослености у приватном сектору делимично је ублажено растом броја запослених у јавном сектору за 4.646 лица, при чему се готово целокупан пораст дугује повећању запослености у оквиру административних и помоћних услужних делатности.

У току Т1 смањен је и број формално запослених²⁰ за 0,4%, тако да је њихов укупан број у марту износио 1.716.227.

Број незапослених лица наставио је да расте и у Т1, али споријом динамиком у односу на претходно тромесечје. У марту је број незапослених био за 4,1% већи него у децембру, а за 1,2% већи него у истом периоду прошле године.

Неповољне трендове на тржишту рада допуњује и податак о повећању броја корисника новчане

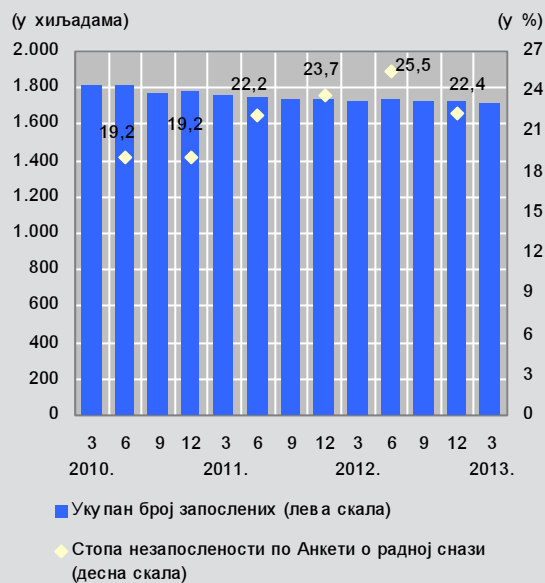
надокнаде за незапосленост. У марту је број лица којима је исплаћена надокнада износио 71.145, што је за 4.463 лица више у односу на децембар 2012.

Ресорно министарство је на крају марта објавило програм активних мера запошљавања за 2013. годину, за чије је потребе из буџета издвојено 3,4 млрд динара, што је једнако износу из претходне године. Најважније мере односе се на подстицање samozapošljavanja, наставак програма стручне праксе, спровођење јавних радова и субвенције зарада за запошљавање особа са инвалидитетом.

6. Међународно окружење

Благ опоравак економске активности у зони евра тек се очекује у П2 2013. Инфлаторни притисци су смањени, што је омогућило додатно ублажавање монетарне политике почетком маја.

Графикон IV.5.3. Запосленост и стопа незапослености



Извор: РЗС.

Број запослених лица наставља пад у Т1.

Графикон IV.6.1. Кретање БДП-а и индикатора економске активности зоне евра (тримесечне стопе)



* Процена Consensus Forecast-а за Т4 2012.

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

Економска активност зоне евра вероватно ће и у Т1 бити у паду, а благ опоравак очекује се у другој половини године.

²⁰ Формална запосленост обухвата запослене 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.

Пад БДП-а у зони евра је убрзан у Т4 2012. (0,6%), јер је, поред слабе домаће тражње, први пут након три године забележен и пад извоза. Рани индикатори економске активности *PMI* и *Eurocoin* указују на вероватан пад и у Т1, а постепени опоравак очекује се тек у П2. Пад економске активности прелио се и на тржиште рада, па је стопа незапослености у марту достигла историјски највиши ниво од 12,1%.

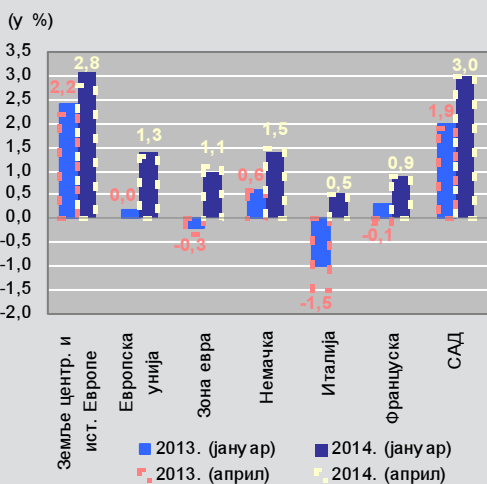
Према *Consensus Forecast*-у, прогноза раста зоне евра за 2013. коригована је наниже, на -0,4%, а сличну прогнозу дао је и ММФ (-0,3%). Ниска домаћа тражња и даље ће успоравати опоравак због неповољних кретања на тржишту рада и спровођења процеса фискалне консолидације у већини земаља. С друге стране, притисак на домаћу тражњу биће смањен захваљујући успоравању инфлације, што ће се повољно одразити на расположив доходак домаћинстава. Такође, раније предузете мере експанзивне монетарне политике требало би да

подстакну бржи опоравак нето извоза. Додатан подстицај нето извозу даће и очекиван опоравак економске активности у тржиштима у развоју.

Пад БДП-а у Т4 забележен је и у Немачкој (0,6% дсз.) због смањења извоза, али је он процењен као привремен и већ се од Т1 очекује опоравак економске активности. Према најновијој процени ММФ-а, раст БДП-а Немачке у 2013. износиће 0,6%, или за 0,1 п.п. више у односу на претходну прогнозу. До продубљавања рецесије у Т4 дошло је и у Италији, а додатној неизвесности допринео је и неуспех у састављању нове владе након парламентарних избора крајем фебруара. Због тога је ММФ смањио прогнозу раста БДП-а Италије за 0,4 п.п., на -1,5%, у 2013.

Неизвесност на финансијском тржишту, која је умањена постигнутим договорима око формирања банкарске и фискалне уније, поново је повећана почетком године после избијања банкарске кризе на

Графикон IV.6.2. Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2013. и 2014. ММФ-а*

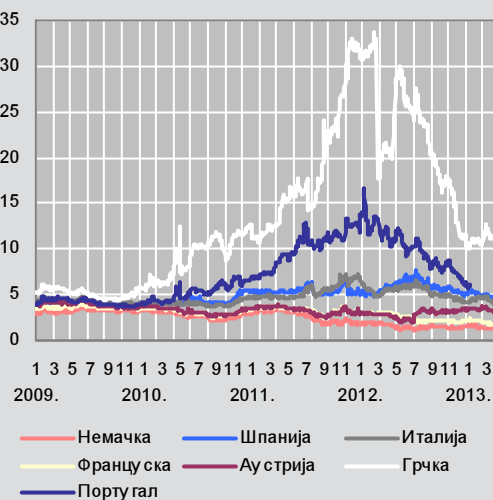


Извор: ММФ *WEO* (април 2013) и ММФ *WEO Update* (јануар 2013).

* Ревизија у односу на јануарски *WEO Update*.

Према прогнози ММФ-а, изгледи економског раста зоне евра и Италије су у 2013. кориговани наниже, док су за Немачку остали непромењени.

Графикон IV.6.3. Принос на десетогодишње обвезнице земаља зоне евра (дневни подаци, у %)



Извор: Блумберг.

Криза на Кипру није се знатније одразила на раст приноса на ХоВ високозадужених земаља зоне евра.

Кипру. Због проблема несолвентности банкарског сектора, Кипар је био принуђен да затражи финансијску помоћ од ЕЦБ-а и ММФ-а, али је заузврат морао да се обавезе на опорезивање банкарских депозита, чиме је велики део терета покривања дугова пребачен на клијенте банака. Привремено је уведена и строга контрола финансијских токова, што је повећало неизвесност на финансијском тржишту. Ипак, крајем марта је постигнут споразум између кипарских власти и међународних кредитора о финансијској помоћи, па су и тензије умањене.

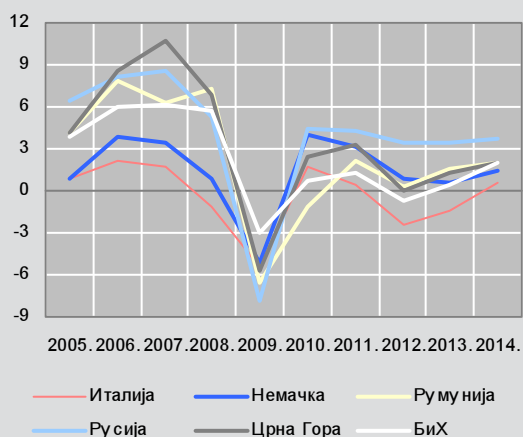
Инфлаторни притисци у зони евра у великој мери су смањени. Стопа мг. инфлације налази се испод циља и у марту је износила 1,7%, да би у априлу била додатно смањена (1,2%) услед пада цена енергије. ЕЦБ није мењала референтну стопу у Т1, али је ниска инфлација и јачање рецесионих притисака омогућило додатно смањење референтне стопе у мају за 25 б.п., на 0,5%, што представља историјски најнижи ниво.

И поред продубљивања рецесије у зони евра, перспективе економског раста земаља централне и

источне Европе у Т1 нешто су повољније. Према *Consensus Forecast*-у, у целом региону очекује се бржи раст у 2013. години (2,7%) у односу на 2012. (2,4%). Ипак, неке од земаља које су у 2012. биле у рецесији (Чешка и Мађарска) стагнираће, док се за Словенију и Хрватску предвиђа да ће забележити нов пад привредне активности, мада спорији него у претходној години. Пољска, Русија и Словачка имаће успорен раст, а једине земље у региону с нешто бржим растом биће Бугарска и Румунија. Сличне изгледе кретања економске активности у региону потврдио је и ММФ у својој најновијој прогнози.

У готово свим земљама централне и источне Европе у Т1 наставило се смањивање инфлаторних притисака по основу ниске агрегатне тражње, као и нижих цена сировина, нарочито нафте. То је утицало и на ублажавање монетарних политика ових земаља. Референтна стопа је у Мађарској смањена за 75 б.п. због рецесије и у Пољској за 100 б.п. због успоравања раста. У априлу су централне банке Мађарске и Турске додатно снижиле своје референтне каматне стопе за 25 б.п. и 50 б.п., респективно, а централна банка Пољске у мају за 25 б.п.

Графикон IV.6.4. Кретање БДП-а главних спољнотрговинских партнера Србије (мг. стопе, у %)



Извор: ММФ ИЕО (последњи расположив и подаци).

Сви главни спољнотрговински партнери Србије осим Италије оствариће благ раст економске активности у 2013.

Привредни раст у САД неочекивано је успорен у Т4 (0,1% дсз.), на шта је највећи утицај имао пад државне потрошње и извоза. Међутим, то успоравање је било привремено и већ у Т1 економска активност је убрзала раст на 0,6% дсз., захваљујући пре свега повећању приватне потрошње и инвестиција. Пројекција раста економске активности (1,9% према ММФ-у) ипак указује на успоравање у 2013, због негативних краткорочних ефеката мера фискалне штедње и слабих економских перформанси зоне евра.

Слично као у зони евра, инфлаторни притисци у САД се смањују, што омогућава да ФЕД настави с применом неконвенционалних мера монетарне политике (месечни откуп 85 млрд долара хипотекарних и државних ХоВ). Те мере су дале и прве позитивне резултате – стопа незапослености је у априлу смањена на 7,5%, што је најнижи ниво још од краја 2008, а појављују се и сигнали опоравка на тржишту некретнина. Такође, берзански индекси *Dow Jones* и *Standard & Poor's 500* приближили су се својим историјски највишим нивоима, али је такво

кретање пре последица вишка ликвидности у финансијском систему него одраз побољшања у реалном сектору.

Евро је током јануара јачао према долару услед неизвесности око решавања проблема „фискалне литице“²¹ у САД. У фебруару и марту уследило је слабљење евра према долару по основу слабијих од очекиваних перформанси економије зоне евра у Т4, резултата парламентарних избора у Италији и избијања банкарске кризе на Кипру. Постизање договора између кипарских власти и међународних кредитора око решавања проблема у кипарским банкама довело је до јачања евра од почетка априла.

Томе су додатно допринели и подаци с тржишта рада у САД, који су у марту били лошији него што се очекивало.

Цена злата је, слично као у Т4, и у току Т1 опала за око 5%. Слабљење инфлаторних притисака у развијеним земљама утицало је на пад цена злата, будући да се оно традиционално користи као средство заштите од инфлације. Додатни подстицај паду цене потиче и од јачања долара током фебруара и марта. У априлу је цена злата нагло опала (преко 15% у првој половини месеца), због најава о могућој продаји кипарских резерви злата за обезбеђивање потребних средстава за решавање банкарске кризе.

²¹ Реч је активирању аутоматског механизма смањења државних издатака и раста пореза уколико јавни дуг пређе законом одређену максималну границу од 16.400 млрд долара.

V. Пројекција инфлације

Повратак мг. инфлације у границе дозвољеног одступања од циља очекује се до октобра. Кључан допринос паду инфлације даће пад трошкова у производњи хране, ниска агрегатна тражња, стабилност курса динара у последњих неколико месеци, као и испољавање пуних ефеката рестриктивних мера монетарне политике предузиманих од средине прошле године. Ризици остварења пројекције инфлације односе се на кретање цена примарних производа и кретања у међународном окружењу у наредном периоду, као и на будућа фискална кретања.

Према подацима Републичког завода за статистику, БДП је у 2012. години забележио пад од 1,7% због врло лоше пољопривредне сезоне. У 2013. години БДП би требало да оствари раст од око 2,0%, на шта ће утицати пре свега повећање нето извоза и инвестиција.

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

Међугодишња инфлација је у јануару забележила свој максимум (12,8%) и од фебруара започела повратак у границе дозвољеног одступања од циља. Одступање у односу на очекивања изнета у фебруарском Извештају о инфлацији последица је одлагања очекиваног повећања цене електричне енергије, нижег од очекиваног раста цена непрерађене хране и одлагања поскупљења лекова. Као резултат тога, мг. инфлација је опадала брже него што је предвиђала централна пројекција инфлације из фебруара 2013. У прва два месеца текуће године инфлација се кретала око доње границе распона пројекције, да би у марту била испод те границе (11,2%).

Инфлација је у Т1 била двоструко нижа у односу на Т4 и износила је 1,1%, при чему су цене у марту чак остале непромењене (0,0%). Иако је, посматрано по компонентама ИПЦ-а, допринос (прерађене и непрерађене) хране тромесечној инфлацији био највећи, он је био знатно нижи од

очекиваног. Захваљујући паду цена примарних пољопривредних производа у последњих неколико месеци, притисци на цене хране битно су смањени. И регулисане цене су од почетка године оствариле релативно низак раст (2,9%) у односу на очекивани због одлагања поскупљења електричне енергије. Тај раст је био готово у потпуности опредељен поскупљењем цигарета због повећања акциза и лекова.

Ниске месечне стопе инфлације, које се бележе од новембра прошле године (у просеку 0,2–0,3%), индикатор су смиривања инфлаторних притисака. Иако је инфлација у априлу износила 0,8% (11,4% мг.), она је у највећој мери била опредељена поскупљењем појединих врста поврћа.

Инфлациона очекивања финансијског сектора била су у паду у Т1, али се и даље налазе изнад горње границе дозвољеног одступања од циља. Према најновијим анкетама, инфлациона очекивања за годину дана унапред изnose 7,0% (агенција Блумберг), односно 7,8% (агенција Ипсос).

На смиривање инфлаторних притисака утицало је и кретање курса динара. Динар је у Т1 наставио да јача према еврџ (1,6%)²², што је резултат деловања неколико фактора: повећања рестриктивности монетарне политике, раста улагања нерезидената у државне ХоВ и смањења дефицита текућег рачуна платног биланса. Јачање динара настављено је и у априлу, а Народна банка Србије је од почетка године пет пута интервенисала куповином девиза на МДТ-у (укупно 80,0 млн евра) ради ублажавања прекомерних дневних осцилација динара. Такође, поред тромесечних своп аукција девиза, од марта је започела организовање и двонедељних аукција, као подршку банкама за ефикасније управљање девизним ризиком и боље планирање динарске и девизне ликвидности.

Као резултат брже реалне апрецијације динара у односу на тренд²³, депрецијацијски јаз реалног девизног курса је у Т1 затворен, тј. смањени су притисци на цене по основу увозних трошкова²⁴.

Од почетка године, премија ризика земље (мерена *EMBI*) порасла је код свих земаља региона. Ипак, раст *EMBI* за Србију (25 б.п.) био је један од најмањих у региону. Такво кретање премије ризика за Србију у складу је с приметном високом заинтересованошћу нерезидената за улагање у динарске државне ХоВ, а може се довести у везу и с предузетим мерама фискалне консолидације. У априлу је *EMBI* опао за све земље региона и крајем месеца тај индекс за Србију износио је 355 б.п.

Консолидовани буџетски дефицит у прва три месеца износио је 4,5% БДП-а, док је на нивоу године Фискалном стратегијом предвиђен дефицит од 3,6% БДП-а. Део тог дефицита држава је финансирао монетизацијом својих девизних депозита, што је утицало на повећање динарске ликвидности банака. Ту повећану ликвидност Народна банка Србије је у највећој мери повукла путем операција на отвореном тржишту.

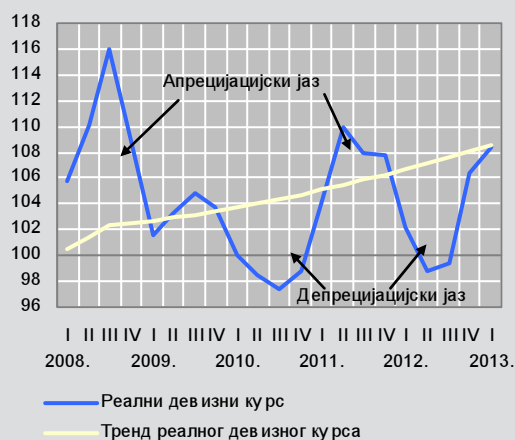
Према процени Народне банке Србије, БДП је у Т1 порастао за 1,5% дсз. (односно 1,9% мг.). Расту БДП-а највише су допринели нето извоз и приватне инвестиције, док је допринос државних инвестиција био негативан. Као и у Т4, раст извоза вођен је пре свега извозом аутомобилске индустрије.

Негативан производни јаз²⁵ у Т1 био је отворен у сличној мери као у Т4. Иако је у последња два тромесечја дошло до раста непољопривредне додате вредности, повећан је и потенцијални производ, као резултат повећања производних капацитета аутомобилске и нафтне индустрије, због чега је висина производног јаза само незнатно смањена. Негативан производни јаз указује на задржавање дезинфлаторних притисака по основу тражње и у наредном периоду.

Зону евра и даље карактеришу рецесиони притисци. Рани индикатори економског раста (*PMI* и *Eurocoin*) показују да је БДП зоне евра опао у Т1. Иако ЕЦБ није мењала референтну стопу у Т1, ниска инфлација и јачање рецесионих притисака омогућили су додатно смањење референтне стопе у мају за 25 б.п., на 0,5%, што представља историјски најнижи ниво.

Цена сирове нафте на светским берзама је у Т1 у просеку стагнирала. Због већег оптимизма тржишних учесника у вези са опоравком глобалне привреде и

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



Извор: НБС.

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

Депрецијацијски јаз реалног девизног курса је у Т1 затворен.

²² Просечна номинална апрецијација у периоду.

²³ Тренд реалног девизног курса оцењен је применом Калмановог филтера.

²⁴ Маргинални трошкови нето увозника.

²⁵ Производни јаз рачунат је на основу НДВ-а (БДП умањен за вредност пољопривредне производње и нето пореза).

смањења неизвесности у погледу решавања фискалних проблема у САД, цена је наставила да расте до средине фебруара, да би од краја фебруара била у паду, пре свега због споријег од очекиваног економског раста у најразвијенијим земљама. Као резултат јачања динара према долару, цене нафтних деривата на домаћем тржишту пале су за 2,6%.

Претпоставке пројекције

Екстерне претпоставке

У текућој средњорочној пројекцији инфлације, претпоставка о расту БДП-а зоне евра у 2013. години коригована је наниже за 0,3 п.п. у односу на фебруарску пројекцију, тј. претпоставља се пад БДП-а од 0,4%. Висока стопа незапослености и фискална консолидација у појединим чланицама зоне евра и даље сужавају простор за економски опоравак, који би био вођен растом домаће тражње. Ипак, почетак опоравка очекује се од друге

половине текуће године, а у 2014. БДП зоне евра требало би да оствари раст од 0,9%.²⁶

Инфлација у зони евра је у марту износила 1,7% м.г. Инфлациона очекивања за текућу, као и за 2014. годину, остају чврсто усидрена испод нивоа од 2,0%. Претпоставка пројекције је да ЕЦБ неће даље снижавати референтну стопу са садашњег нивоа од 0,5%.

Кретање цена примарних пољопривредних производа на светском тржишту има кључан утицај на кретање ових цена на домаћем тржишту. Актуелне цене фјучерса на примарне пољопривредне производе указују на већи пад светских цена тих производа у 2013. години од претходно очекиваног.²⁷ Претпоставка пројекције је и да ће ове цене у току 2014. остати приближно непромењене у односу на 2013.

Претпоставка пројекције је да ће цена нафте на крају 2013. године бити на нивоу од око 100,0 долара по барелу. Фјучерси на нафту указују да ће њена цена бити на сличном нивоу и на крају 2014. године.

Интерне претпоставке

Текућа средњорочна пројекција инфлације заснива се на претпоставци да ће раст регулисаних цена у 2013. години бити на истом нивоу као 2012. године (9,7%). Тај раст је нижи у односу на очекивања изнета у фебруарском Извештају о инфлацији, у највећој мери због смањеног учешћа електричне енергије у потрошачкој корпи приликом израде ИПЦ-а од почетка ове године.

Посматрано по тромесечјима, највећи део раста регулисаних цена десило се у Т3 (око 4,0%), првенствено као последица очекиваног поскупљења електричне енергије.

Претпоставка пројекције је да ће, због потребе за постепеним отклањањем ценовних диспаритета, регулисане цене у 2014. години забележити нешто бржи раст него укупан ИПЦ. Међутим, тај раст требало би да буде нижи него у 2013. години.

Табела V.0.1. Претпоставке пројекције

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

	2013.		2014.	
Екстерне претпоставке				
Инфлација у зони евра (Т4 на Т4)	1,6%	(-0,1)	1,7%	(+0,1)
Референтна каматна стопа ЕЦБ (на крају године)	0,5%	(-0,25)	0,5%	(-0,25)
Раст БДП-а у зони евра	-0,4%	(-0,3)	0,9%	(-)
Цене примарних пољопривредних производа на светском тржишту (Т4 на Т4)*	-22,0%	(-8,0)	3,5%	(-)
Цена уралске нафте по барелу (крај године, у USD)	100	(-5)	100	(-)
Интерне претпоставке				
Регулисане цене (дец. на дец.)	9,7%	(-1,0)	8,0%	(-)
Трендови				
Апрецијацијски тренд реалног курса (просек)	1,9%	(-0,1)	2,0%	(-0,3)
Тренд реалне камате (просек)	2,6%	(+0,1)	2,5%	(-)

* Композитни индекс цена соје, пшенице и кукуруза.

Извор: НБС.

²⁶ Претпоставке о расту БДП-а зоне евра у 2013. и 2014. години у складу су са очекивањима изнетим у најновијем *Consensus Forecast*-у.

²⁷ Видети Осврт 2: Пројекција кретања цена примарних пољопривредних производа, стр. 14.

Пројекција инфлације

Међугодишња инфлација ће у Т2 наставити да пада и крајем овог тромесечја требало би да постане једноцифрена, док се њен повратак у границе дозвољеног одступања од циља очекује до октобра. Након тога, у 2014. години м.г. инфлација требало би да се стабилизује око циља ($4,0 \pm 1,5\%$).

На снижавање инфлације у Т2 утицаће пре свега пад цена прерађене хране, захваљујући појефтињењу примарних пољопривредних производа у протеклих неколико месеци, тј. ослабљеним трошковним притисцима у њеној производњи. Посматрано на тромесечном нивоу, раст цена у Т2 требало би да буде нешто виши него у Т1, али то ће првенствено бити последица очекиваног сезонског раста цена поврћа и воћа.

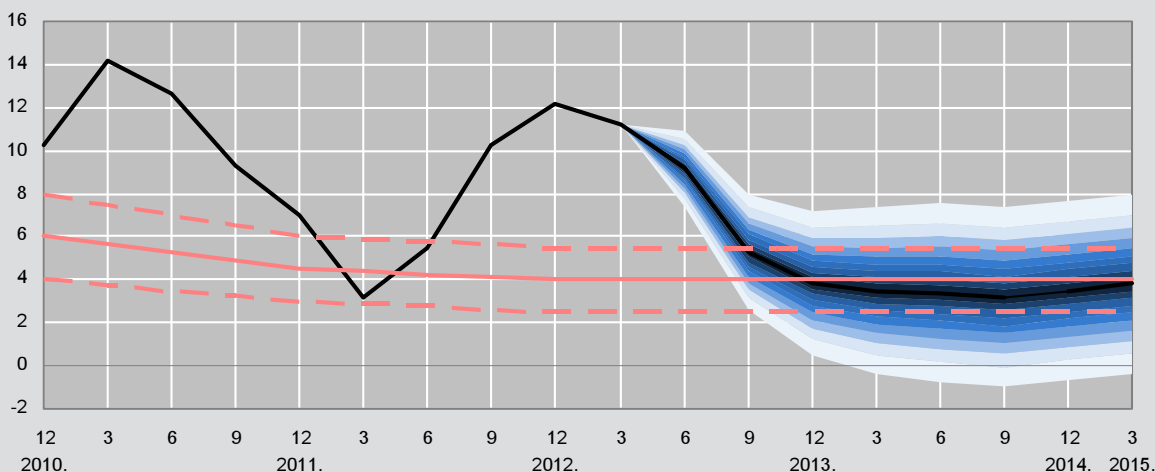
Главни дезинфлаторни фактор који ће утицати на повратак инфлације у границе дозвољеног одступања од циља у наредним месецима биће нижи трошкови у

производњи хране, а у истом смеру деловаће и стабилизација курса динара у протеклих неколико месеци, мере монетарне политике из претходног периода, ниска домаћа тражња и висока прошлогодишња база (тј. високе месечне стопе инфлације у 2012).

Под претпоставком да ће приноси ове пољопривредне сезоне бити просечни²⁸, с њеним наступањем требало би да дође до даљег пада цена примарних пољопривредних производа, односно до знатног пада цена воћа и поврћа, што би значило и даљи пад трошковних притисака у производњи прехранбених производа.

Поред тога, рестриктивне мере монетарне политике које је Народна банка Србије предузимала од средине прошле до почетка текуће године произвешће свој пуни ефекат на инфлацију у току ове године. Те мере су допринеле и стабилизацији курса динара према евр у протеклих неколико месеци. Стабилна вредност динара и затварање депрецијацијског јаза

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



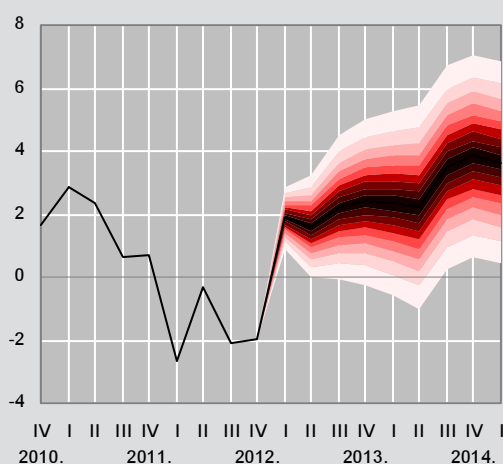
Извор: НБС.

Повратак м.г. инфлације у границе дозвољеног одступања од циља десиће се до октобра. Ризици остварења пројекције инфлације су симетрични.

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%.

²⁸ На нивоу просека у периоду 2001–2010.

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



Економска активност би требало да забележи раст од око 2,0% у 2013. и око 3,0% у 2014. години.

реалног девизног курса у Т1 такође ће утицати на смањење инфлаторних притисака у наредном периоду. Поред тога, ниска агрегатна тражња остаје најважнији фактор који ће раст домаћих цена успоравати у средњем року.

Насупрот наведеним факторима с дезинфлаторним дејством, у средњем року инфлаторно ће деловати корекција регулисаних цена због наставка њиховог усклађивања с тржишним ценама.

Битна карактеристика инфлације у Србији у претходном периоду била је њена висока волатилност, која је узрокована пре свега волатилношћу цена хране на домаћем тржишту. Захваљујући промени пондера за обрачун ИПЦ-а у 2013. години, волатилност инфлације у наредном периоду требало би да буде мања за око 10,0%. Њеном снижавању вероватно ће допринети и либерализација спољнотрговинских токова према ЕУ по основу примене Прелазног трговинског споразума.²⁹

Имајући у виду смиривање инфлаторних притисака, Извршни одбор ће у наредном периоду размотрити могућност даљег ублажавања монетарне политике.

Ипак, због могуће неочекиване промене утицаја појединих фактора на наведену пројекцију инфлације, изнето очекивање у погледу карактера монетарне политике у наредном периоду није обавезујуће за Народну банку Србије.

Према пројекцији Народне банке Србије, након пада у 2012. години, БДП ће у 2013. остварити раст од око 2,0%. Та пројекција заснива се на очекиваном повећању пољопривредне производње у односу на прошлу годину (претпоставка о просечној пољопривредној сезони) и производње у аутомобилској и нафтној индустрији. Проширење производних капацитета у ове две индустрије утицаће да нето извоз да највећи допринос расту БДП-а ове године, упркос погоршаним перспективама опоравка наших главних спољнотрговинских партнера. Расту БДП-а допринеће и инвестиције, у знатној мери као резултат ниске прошлогодишње базе. С друге стране, приватна и државна потрошња забележиће пад због ниског нивоа реалних зарада, односно због спровођења фискалне консолидације.

У 2014. години приватна потрошња требало би да се благо опорави, док ће државна бити у паду због наставка планиране фискалне консолидације. Према нашој пројекцији, БДП ће у 2014. години порастати за око 3,0%, чему ће највише допринети раст нето извоза, имајући у виду очекиван опоравак наших главних спољнотрговинских партнера.

Распон пројекције раста БДП-а је симетричан, тј. вероватноћа одступања навише и наниже је подједнака. Неизвесност пројекције БДП-а односи се пре свега на резултате овогодишње пољопривредне производње и производње аутомобилске индустрије, као и на брзину привредног опоравка главних спољнотрговинских партнера Србије.

Ризици остварења пројекције

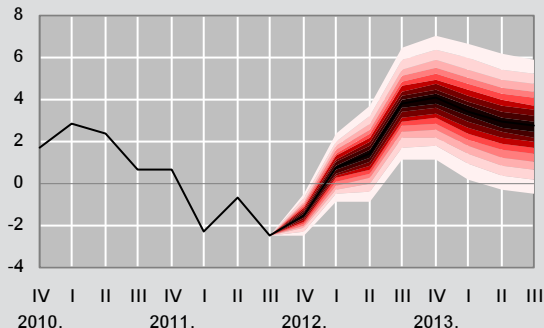
Ризици у погледу остварења пројекције инфлације односе се првенствено на потенцијална одступања од претпоставки у погледу кретања цена примарних производа на домаћем и светском тржишту у наредном периоду, развоја ситуације у међународном окружењу и будућих фискалних кретања.

²⁹ Видети Осврт 1: Утицај нове структуре ИПЦ-а на волатилност инфлације, стр. 11.

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

Фебруарска пројекција

(мг. стопе, у %)

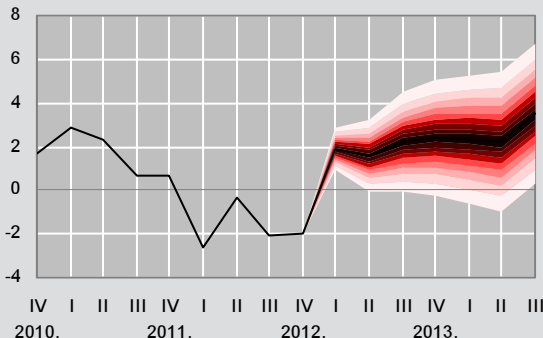


Изв ор: НБС.

Нова пројекција раста БДП-а је за 2013. годину нижа у односу на пројекцију из фебруарског Извештаја о инфлацији, пре свега због нижег очекиваног економског раста у зони евра.

Мајска пројекција

(мг. стопе, у %)



Текућа пројекција инфлације заснива се на претпоставци да ће наредна пољопривредна сезона бити просечна, што би требало да резултира падом цена примарних пољопривредних производа на домаћем тржишту и, последично, успоравањем раста цена хране. У прилог таквом очекивању иде и пад цена хране и примарних пољопривредних производа на светском тржишту у последњих неколико месеци. Међутим, уколико би и овогодишња пољопривредна сезона била лоша и, уз евентуални поновни раст

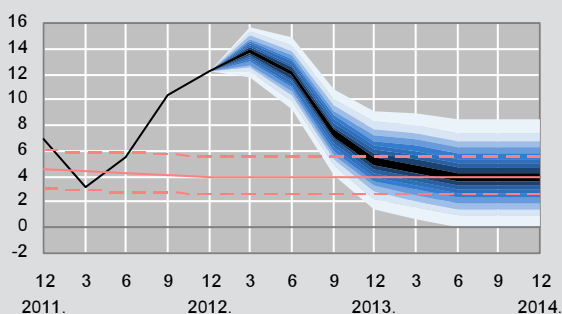
светских цена хране, очекивани дезинфлаторни утицај цена хране ове године био би умањен или би изостао.

Код цене нафте могућа су одступања и навише и наниже у односу на претпоставку у пројекцији инфлације. Евентуално заоштравање геополитичких тензија могло би проузроковати њен раст, док би, с друге стране, спорији глобални економски опоравак од очекиваног вршио притисак наниже на цену нафте.

Графикон V.0.5. Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације

Фебруарска пројекција

(мг. стопе, у %)

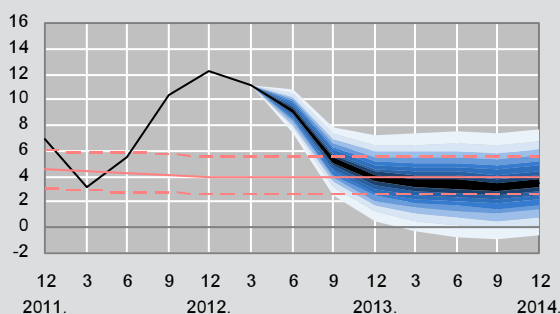


Изв ор: НБС.

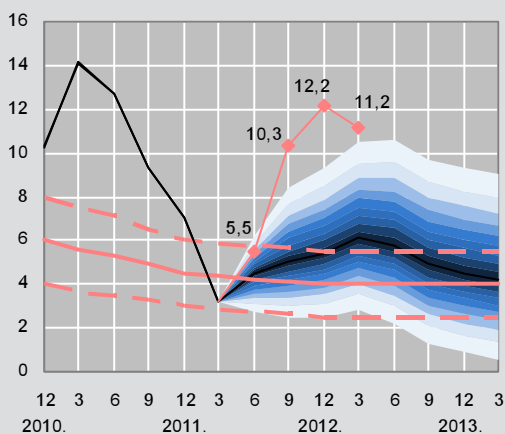
Нова пројекција инфлације је у односу на пројекцију из фебруара 2013. године нижа у целом периоду пројекције.

Мајска пројекција

(мг. стопе, у %)



Графикон V.0.6. **Остварење пројекције инфлације из маја 2012.**
(мг. стопе, у %)



Изв ор: НБС.

Међугодишња инфлација се од Т3 2012. налази изван граница распона пројекције из маја 2012. године.

Кретања у међународном окружењу могла би у великој мери да одреде домаћа макроекономска кретања, при чему њихов утицај на инфлацију може бити двојак. С једне стране, већи пад БДП-а зоне евра у 2013. години од очекиваног, посебно код земаља које су главни спољнотрговински партнери Србије (Немачка и Италија), могао би значити мање извозне могућности и продубљивање негативног производног јаза у односу на очекиване, тј. веће дезинфлаторне притиске по основу агрегатне тражње. С друге стране, евентуално погоршање кризе јавног дуга у зони евра могло би да се одрази на пораст премије ризика земаља у развоју, а тиме и Србије, као и на смањење прилива капитала и појаву депрецијацијских притисака, што би могло да створи притиске на инфлацију.

Ризик пројекције представљају и будућа фискална кретања, тј. евентуално веће одступање консолидованог буџетског дефицита од предвиђеног Фискалном стратегијом.

Узимајући у обзир ризике пројекције, наша процена је да су они симетрични.

Поређење и остварење пројекција

Нова пројекција инфлације је у целом периоду пројекције нижа у односу на пројекцију из фебруарског Извештаја о инфлацији. Захваљујући споријем расту цена (пре свега воћа и поврћа и непрехрамбених производа и услуга) од очекиваног у Т1, као и очекиваном већем смањењу цена примарних пољопривредних производа у односу на фебруарску пројекцију инфлације, повратак инфлације у границе дозвољеног одступања од циља требало би да се деси раније него што је претходно очекивано, тј. до октобра. Распон пројекције је у средњем року остао непромењен.

Међугодишња инфлација се од Т3 2012. кретала изнад горње границе распона пројекције објављене у Извештају о инфлацији у мају 2012. године. Такво кретање инфлације било је последица пољопривредног шока и високог раста цена примарних пољопривредних производа, тј. знатног раста цена хране. Додатни инфлаторни утицај имао је виши раст регулисаних цена од очекиваног у 2012. години и повећање ПДВ-а и акциза у октобру прошле године.

Табела А

Индикатори екстерне позиције Србије

	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	I 2013.
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	9,5	8,2	8,7	7,6	8,2
Девизне резерве/краткорочни дуг	360,7	535,6	702,2	519,2	941,7	917,5	380,8	528,8	546,4	1.861,0	2.213,0	3.285,1
Девизне резерве/БДП	13,6	16,4	16,3	24,2	38,7	33,8	25,0	36,6	35,7	38,3	36,5	38,7
Отплата дуга/БДП	1,4	2,0	3,9	4,7	7,0	10,1	10,6	11,4	12,6	13,0	13,5	12,9
Отплата дуга/извоз робе и услуга	7,0	9,0	16,4	17,7	23,5	33,2	34,0	39,1	35,2	35,6	34,0	33,0
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	76,7	85,9	87,3
Краткорочни дуг/БДП	3,8	3,1	2,3	4,7	4,1	3,7	6,6	6,9	6,5	2,1	1,6	1,2
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	215,9	216,2
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	402,1	425,6
Девизне резерве/примарни новац	131,9	167,8	165,5	169,8	179,5	173,8	140,7	190,5	196,4	207,6	197,9	213,6
СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ)/БДП	59,3	63,9	73,7	73,6	81,2	85,8	86,8	75,6	88,2	89,3	97,3	92,8
МЕМОРАНДУМ: (у млн евра)												
БДП	16.028	17.306	19.026	20.306	23.305	28.468	32.668	28.954	28.006	31.472	29.932	7592 ¹⁾
Спољни дуг	9.402	9.678	9.466	12.196	14.182	17.139	21.088	22.487	23.786	24.125	25.721	26.722
Сервисирање спољног дуга	218	348	736	945	1.635	2.885	3.453	3.314	3.542	4.084	4.051	980
Девизне резерве НБС	2.186	2.836	3.104	4.921	9.020	9.634	8.162	10.602	10.002	12.058	10.914	11.844
Краткорочни дуг	606	529	442	948	958	1.050	2.143	2.005	1.830	648	493	361
Биланс текућих трансакција	-671	-1.347	-2.620	-1.778	-2.356	-5.053	-7.054	-1.910	-1.887	-2.870	-3.155	-615
КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ												
		2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.		
		Нов.	Мај	Јул	Феб.	Апр.	Јун	Дец.	Дец.	Нов.	Март	Авг
	S&P	B+		BB-	BB-		BB-	BB-	BB-		BB	BB-
				/позитиван			/стабилан	/негативан	/стабилан		/стабилан	/негативан
	Fitch		BB-		BB-		BB-	BB-	BB-		BB-	BB-
					/стабилан		/негативан		/стабилан		/стабилан	/негативан

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 с Црном Гором регистрована је према припадајућим трансакцијама од 2003. године.

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

5. У складу с *ВРМБ*, 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. 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.	2012.	I 2013.
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	-1,7	1,9
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	12,2	11,2
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	10.914	11.844
Извоз робе и услуга (у млн евра) ³⁾	3.125	3.847	4.475	5.330	6.949	8.686	10.157	8.478	10.070	11.472	11.913	2.968
- 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	3,8	17,8
Увоз робе и услуга (у млн евра) ³⁾	-6.387	-7.206	-9.543	-9.613	-11.971	-16.016	-18.843	-13.404	-14.643	-16.627	-17.211	-4.074
- стопа раста у % у односу на претходну годину	27,2	12,8	32,4	0,7	24,5	33,8	17,7	-28,9	9,2	13,6	3,5	0,8
Текући рачун платног биланса ⁴⁾	-671	-1.347	-2.620	-1.778	-2.356	-5.053	-7.054	-1.910	-1.887	-2.870	-3.155	-615,2
(у млн евра)	-671	-1.347	-2.620	-1.778	-2.356	-5.053	-7.054	-1.910	-1.887	-2.870	-3.155	-615,2
у % БДП-а	-4,2	-7,8	-13,8	-8,8	-10,1	-17,7	-21,6	-6,6	-6,7	-9,1	-10,5	-8,1
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	23,9	
Зараде (просечне за период, у еврима)	152,1	176,9	194,6	210,4	259,5	347,6	402,42	337,9	330,1	372,5	364,5	370,8
Републички буџетски дефицит/суфицит (у % БДП-а) ⁶⁾	-4,3	-2,6	-0,3	0,3	-1,9	-1,7	-1,7	-3,4	-3,7	-4,2	-5,7	-5,9
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а)	-1,8	-2,4	0,8	0,9	-1,9	-2,0	-2,6	-4,5	-4,7	-4,9	-6,4	-4,5
Јавни дуг Републике Србије (спољни + унутрашњи, у % БДП-а) ⁶⁾	72,9	66,9	55,3	52,2	37,7	31,5	29,2	34,7	44,5	48,2	59,3	62,2
Курс динара према долару (просек у периоду)	64,29	57,56	58,45	66,87	67,03	58,39	55,76	67,47	77,91	73,34	88,12	84,61
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	86,18	87,43
Курс динара према евра (просек у периоду)	60,69	65,12	72,69	82,99	84,11	79,96	81,44	93,95	103,04	101,95	113,13	111,70
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	113,72	111,96
<i>Меморандум</i>												
БДП (у млн евра)	16.028	17.306	19.026	20.306	23.305	28.468	32.668	28.954	28.006	31.472	29.932	7.592 ¹⁾

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 *BPM5*, 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⁾ Државне ХоВ по номиналној вредности.

⁸⁾ Од 1. јануара 2010. РЗС, према препорукама Канцеларије УН, увео је општи систем трговине, који представља шири концепт и код извоза и увоза. Обухвата сву робу која улази на економску територију земље или је напушта, са изузетком робе која је у транзиту. Упоредиве податке РЗС је објавио за 2007, 2008. и 2009. годину. Претходне године су дате према специјалном систему трговине.

⁹⁾ Процена НБС.

Напомене:

1. Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.

Списак графикана и табела

Графикони

III.0.1.	Кретање цена (мг. стопе)	7
III.0.2.	Кретање цена (тримесечне стопе)	8
III.0.3.	Допринос тримесечној стопи раста потрошачких цена	8
III.0.4.	Допринос мг. стопи раста потрошачких цена	9
III.0.5.	Домаћа и увозна инфлација	9
III.0.6.	Краткорочна пројекција инфлације	13
III.0.7.	Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред – по секторима	15
III.0.8.	Циљана инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред – финансијски сектор	15
III.0.9.	Очекивања предузећа у погледу промене цена њихових инпута и производа и услуга	16
IV.1.1.	Кретање каматних стопа	19
IV.1.2.	Крива приноса на међубанкарском тржишту новца	19
IV.1.3.	Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ	20
IV.1.4.	Стопе приноса на секундарном тржишту државних ХоВ	20
IV.1.5.	Кретање каматних стопа на динарске кредите и депозите привреди и становништву	21
IV.1.6.	Кретање каматних стопа на девизне кредите и депозите привреди и становништву	21
IV.1.7.	Индекс <i>BELEX15</i> и промет на Београдској берзи	22
IV.1.8.	Кретање берзанских индекса у земљама у региону	23
IV.1.9.	Монетарни агрегати и потрошачке цене	24
IV.1.10.	Доприноси тримесечној стопи раста МЗ	24
IV.1.11.	Кредитна активност и БДП	25
IV.1.12.	Доприноси тримесечној стопи раста кредита банака	25
IV.1.13.	Учешће динарских потраживања у укупним потраживањима банака од привреде и становништва	26
IV.1.14.	Учешће <i>NPL</i> у укупним, бруто принцип	26
IV.2.1.	Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту	27
IV.2.2.	Краткорочна волатилност курса динара према евр	28
IV.2.3.	Показатељ премије ризика – <i>EMBI</i> по земљама	28
IV.2.4.	Кретање курсева одређених националних валута према евр	29
IV.2.5.	Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала	29
IV.2.6.	Структура финансијског биланса	30
IV.3.1.	Доприноси тримесечној стопи раста БДП-а – расходна страна	30
IV.3.2.	Потрошња домаћинства	31
IV.3.3.	Потрошња државе	31
IV.3.4.	Извоз и увоз робе и услуга	32
IV.3.5.	Кретање главних компоненти увоза	33
IV.3.6.	Кретање индикатора екстерне тражње и извоза Србије	33
IV.3.7.	Кретање цена нафте и бакра	34
IV.3.8.	Индекс светских цена хране	34
IV.4.1.	Кретање индикатора економске активности	35
IV.4.2.	Доприноси мг. стопи раста БДП-а – производна страна	35
IV.4.3.	Производни јаз	36
IV.5.1.	Кретање просечних нето зарада	37
IV.5.2.	Кретање продуктивности, бруто реалних зарада и јединичних трошкова рада у индустрији	37
IV.5.3.	Запосленост и стопа незапослености	38

IV.6.1.	Кретање БДП-а и индикатора економске активности зоне евра	38
IV.6.2.	Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2013. и 2014. ММФ-а	39
IV.6.3.	Принос на десетогодишње обвезнице земаља зоне евра	39
IV.6.4.	Кретање БДП-а главних спољнотрговинских партнера Србије	40
V.0.1.	Реални девизни курс и његов тренд	44
V.0.2.	Пројекција инфлације	46
V.0.3.	Пројекција раста БДП-а	47
V.0.4.	Поређење текуће с претходном пројекцијом раста БДП-а	48
V.0.5.	Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације	48
V.0.6.	Остварење пројекције инфлације из фебруара 2012.	49

Табеле

III.0.1.	Раст потрошачких цена по компонентама	7
III.0.2.	Показатељи раста цена	8
IV.1.1.	Монетарни агрегати	24
IV.3.1.	Индикатори кретања инвестиција	32
V.0.1.	Претпоставке пројекције	45
Табела А.	Индикатори екстерне позиције Србије	50
Табела Б.	Основни макроекономски индикатори	51

Графикони у освртима

O.2.1.	Цена кукуруза на домаћем и светском тржишту	14
O.2.2.	Цена пшенице на домаћем и светском тржишту	14
O.2.2.	Композитни индекс цена примарних пољопривредних производа	14
O.3.1.	Одступање инфлације и инфлационих очекивања од горње границе дозвољеног одступања од циља	17

Табеле у освртима

O.1.1.	Поређење пондера за изведене групе производа и услуга ИПЦ-а	11
O.1.1.	Матрица варијанси и коваријанси по категоријама ИПЦ-а од јануара 2007. до децембра 2012. године	11

Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе

2012. година

Датум	Референтна каматна стопа (на годишњем нивоу, у %)	Промена (у б.п.)
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	10,00	+50
12. јул	10,25	+25
9. август	10,50	+25
6. септембар	10,50	0
9. октобар	10,75	+25
8. новембар	10,95	+20
14. децембар	11,25	+30

2013. година

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

Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије

Саопштење са седнице Извршног одбора, 12. 3. 2013.

Извршни одбор Народне банке Србије је на данашњој седници одлучио да референтну каматну стопу задржи на непромењеном нивоу од 11,75 одсто.

Извршни одбор процењује да постојећи степен рестриктивности монетарне политике обезбеђује да се, у неизмењеним околностима, инфлација врати у границе циља до краја године. То потврђују и ниске месечне стопе инфлације остварене у последња четири месеца као резултат предузетих мера монетарне политике, иако је међугодишња стопа инфлације изнад циља.

По оцени Извршног одбора, паду међугодишње инфлације допринеће и доследно спровођење програма фискалне консолидације, постизање договора с ММФ-ом о аранжману из предострожности, очекивана стабилизација цена пољопривредних производа, као и реализација најављених корекција регулисаних цена.

До сада предузете мере монетарне политике уважавају јачину и карактер инфлаторних притисака и показују чврсту опредељеност да се инфлација врати у циљани оквир. Уз мере Народне банке Србије, смањењу инфлације допринеће и ниска агрегатна тражња, постигнута стабилност девизног тржишта и курса, исцрпљивање ефеката једнократних шокова попут поскупљења хране из ранијег периода, као и смањени притисци на цене из спољног окружења.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће бити донета одлука о референтној каматној стопи биће одржана 11. априла.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 11. 4. 2013.

Извршни одбор Народне банке Србије је на данашњој седници одлучио да референтну каматну стопу задржи на непромењеном нивоу од 11,75 одсто.

Постојећи степен рестриктивности монетарне политике обезбеђује да међугодишња инфлација, која је у првом тромесечју успорила раст, настави да пада и да се у другом полугодишту врати у границе циља од $4 \pm 1,5$ одсто. То потврђују и ниске месечне стопе инфлације остварене у последња четири месеца као резултат предузетих мера монетарне политике.

Извршни одбор је позитивно оценио макроекономска кретања, смањене инфлаторне притиске и започети опоравак економске активности заснован на повећању извоза. Такође, упозорио је да ће на рестриктивност монетарне политике у наредном периоду, уз доследно спровођење фискалне консолидације, утицати и кретања у међународном окружењу везана за стање на финансијским тржиштима и перспективе раста наших кључних спољнотрговинских партнера.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће бити донета одлука о референтној каматној стопи биће одржана 13. маја.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 14. 5. 2013.

Извршни одбор Народне банке Србије је на данашњој седници одлучио да референтну каматну стопу смањи за 0,50 процентних поена и она сада износи 11,25 одсто.

Ову одлуку Извршни одбор је донео имајући у виду да су, захваљујући до сада предузетим мерама монетарне политике, знатно ослабили инфлаторни притисци. О томе сведоче месечне стопе инфлације, које су, и поред нешто више инфлације у априлу, у последњих шест месеци у просеку износиле 0,25 одсто.

Дезинфлаторни утицај остварен је по основу смањења трошковних притисака на цене хране и смањених

инфлаторних очекивања. Ниска агрегатна тражња, стабилна кретања на девизном тржишту и забележен пад премије ризика земље, уз очекивани пуни ефекат до сада предузетих мера монетарне политике, допринеће даљем паду међугодишње инфлације. По оцени Извршног одбора, међугодишња инфлација ће се вратити у границе циља од $4 \pm 1,5$ одсто у последњем тромесечју ове године.

На мере монетарне политике у наредном периоду, по оцени Извршног одбора, у знатној мери утицаће кретања у међународном окружењу, будућа фискална кретања, као и утицај нове пољопривредне сезоне на цене хране.

Извршни одбор је позитивно оценио опоравак економске активности, који потврђује очекивања о економском расту у овој години од 2 одсто, а који ће бити заснован пре свега на расту извоза.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће бити донета одлука о референтној каматној стопи биће одржана 6. јуна.

CIP - Каталогизација у публикацији
Народна библиотека Србије, Београд

33

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

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