



Народна банка Србије

2009
новембар

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

2009
носембар

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: 300 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 Монетарног 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 Монетарног одбора, као и оцену ефикасности монетарне политике која је вођена у протеклом тромесечју. Садржи и пројекцију инфлације за најмање четири наредна тромесечја, приказ претпоставки на којима се та пројекција заснива, као и анализу главних ризика остваривања циљане инфлације.

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

Новембарски *Извештај о инфлацији* размотрен је и усвојен на седници Монетарног одбора 13. новембра 2009. године.

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

Монетарни одбор Народне банке Србије:

Радован Јелашић, *гувернер*

Ана Глигоријевић, *вицегувернер*

Бојан Марковић, *вицегувернер*

Мира Ерић-Јовић, *вицегувернер*

Садржај

I. Резиме	7
II. Кретање инфлације	9
<i>Осврт: Да ли ће храна и даље бити дезинфлаторни фактор?</i>	14
III. Детерминанте инфлације	17
1. Монетарни услови	17
2. Увозне цене	23
3. Платни биланс	25
<i>Осврт: Пројекција платног биланса за 2009. годину</i>	28
<i>Осврт: Ризици од јачања протекционизма у свету</i>	29
4. Монетарна кретања	30
<i>Осврт: Утицај програма Владе Републике Србије на кредитну активност</i>	34
5. Кретање понуде и тражње	36
<i>Осврт: Расподела БДП-а и оцена агрегатне тражње</i>	39
6. Кретања на тржишту рада	47
IV. Пројекција инфлације	51
Додатак 1. Промене обавезне резерве банака и пруденцијалне мере	58
Додатак 2. Привремене мере за очување стабилности банкарског система земље	59
Списак табела и графикана	60
Седнице Монетарног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе	62
Оквирни календар седница Монетарног одбора Народне банке Србије за 2010. годину	63
Саопштења са седница Монетарног одбора Народне банке Србије	64

I. Резиме

Инфлација се од почетка године до сада креће у границама циљаног распона.

Инфлација је у трећем тромесечју 2009. године била у паду и кретала се ближе доњој граници циљаног распона. Све компоненте инфлације исказале су нижи раст од очекиваног, пре свега цене пољопривредних производа. Процесу дезинфлације је допринело и осетно успоравање раста регулисаних цена, као и нижа базна инфлација – захваљујући паду инфлаторних очекивања, смањењу цена пољопривредних производа, ниској агрегатној тражњи и стабилизацији девизног курса.

Ниска агрегатна тражња представља кључни дезинфлаторни фактор на средњи рок.

Ниска домаћа тражња и даље је кључни дезинфлаторни фактор на средњи рок. У прилог томе говори чињеница да је инвестициона активност привреде и државе ниска, као и да су зараде у јавном сектору и пензије, као важни извори личне потрошње, замрзнуте. Производни јаз (као мера тражње) и даље је негативан. Незнатном смањењу производног јаза у трећем тромесечју допринели су благи опоравак кредитне активности, финансирање фискалног дефицита на инфлаторнији начин у поређењу с претходним тромесечјем и известан опоравак светске тражње.

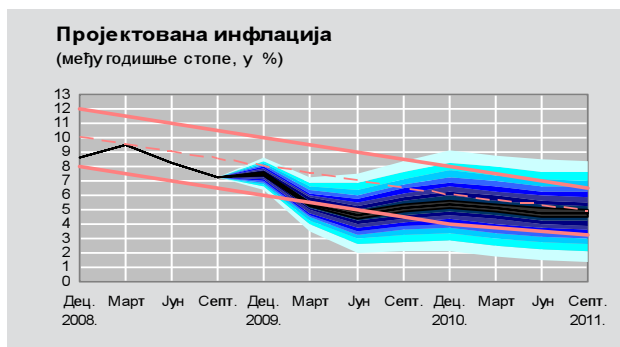
И поред смањивања референтне каматне стопе и повећања динарске ликвидности, курс динара је стабилан.

Курс динара је био стабилан и поред смањивања референтне каматне стопе и динарског дела девизне обавезне резерве. Стабилност је постигнута захваљујући паду премије ризика, повећању обавеза банака према иностранству и девизне штедне становништва. Такође, редуковани економски токови са иностранством умањили су тражњу привреде за девизним средствима. Паду ризика и неизвесности у погледу кретања девизног курса допринела је и успешна друга ревизија аранжмана с ММФ-ом и додатна алокација специјалних права вучења (SDR) у девизне резерве.

Економску активност карактерише благи опоравак.

Економска активност је у току трећег тромесечја исказала благи опоравак. БДП је имао пораст први пут након годину дана, а раст НДВ-а је убрзан. Индустријска производња је остварила раст, који се у највећој мери дугује привременом обнављању производње у црној металургији. Пад БДП-а у 2009. години биће блажи него што смо очекивали у претходном Извештају о инфлацији и износиће око 2,8%.

Инфлација ће се у првој половини наредне године кретати око доње границе циљаног распона, а након тога ближе његовој централној вредности.



Успешност преговора с ММФ-ом у знатној мери је смањила ризике пројекције.

Вероватнији је наставак снижавања референтне стопе у наредном периоду него њено задржавање на садашњем нивоу.

У четвртном тромесечју очекујемо раст потрошачких цена од око 1,2%, пре свега по основу сезонског повећања цена пољопривредних производа. У октобру и новембру циљ ће највероватније бити подбачен, али се крајем године очекује повратак инфлације у циљани распон и њено кретање око средње вредности – 7,5% међугодишње (распон 6–10%). Према новембарској средњорочној пројекцији, инфлација ће се у првој половини наредне године кретати око доње границе циљаног распона, али након тога ће се приближити његовој средњој вредности. Пад тражње, уз замрзавање пензија и зарада у јавном сектору, биће кључни фактор стабилизације цена у средњем року.

Ризици пројекције су, након позитивног исхода преговора с ММФ-ом о наставку аранжмана, знатно нижи, будући да ће он допринети даљем паду премије ризика. Од повећања ПДВ-а се сасвим одустало. Као кључни ризици ове пројекције остају неизвесност око кретања цене нафте на светском тржишту, као и кретања регулисаних цена и цена пољопривредних производа. Мада је извесно да до краја године неће бити знатнијих корекција регулисаних цена – постоји ризик да ће се одступити од раније договорених $9 \pm 2\%$ раста у 2010. години.

На основу текуће пројекције, а узимајући у обзир све ризике, Монетарни одбор Народне банке Србије процењује да је вероватније да ће референтна каматна стопа у наредном периоду бити снижена него да се неће мењати (садашњи ниво је 10%).

II. Кретање инфлације

Инфлација је у трећем тромесечју 2009. била нижа него у претходна два и кретала се у границама циљаног распона. Такође, била је нижа и од очекиване, првенствено због већег пада цена пољопривредних производа од сезонски уобичајеног, знатног успоравања раста регулисаних цена и ниже базне инфлације.

Међугодишња стопа раста потрошачких цена се на крају тромесечја кретала испод централне вредности циљаног распона – 7,3%, а очекује се да ће на крају године износити око 7,5%.

У трећем тромесечју је настављено знатно успоравање тромесечних стопа укупне инфлације и потрошачке цене су забележиле пад од 0,7%. Негативна инфлација остварена у јулу (–0,9%) и августу (–0,1%) последица је нешто већег сезонског пада цена пољопривредних производа, којим је неутралисан раст цена које се формирају слободно, на тржишту, и регулисаних цена. У септембру је, услед сезонског раста цена пољопривредних производа, инфлација била позитивна (0,3%).

Остварена инфлација од –0,7% нижа је од очекиване, изнете у претходном Извештају о инфлацији (0%).

Код све три компоненте укупне инфлације (базна инфлација, цене пољопривредних производа и регулисане цене) дошло је до одступања у односу на првобитну пројекцију. Пад цена пољопривредних производа био је већи од сезонски уобичајеног, због повољних временских услова и дуже сезоне. Регулисане цене су наставиле с успоравањем раста. Нижа инфлациона очекивања, пад цена пољопривредних производа и агрегатне тражње, као и стабилизација девизног курса, утицали су на успоравање базне инфлације. Укупан пад потрошачких цена доминантно је био одређен кретањем цена пољопривредних производа (допринос –1,6 п.п.). Цене које се формирају слободно, на тржишту, допринеле су инфлацији са 0,6 п.п., а регулисане цене са 0,3 п.п. Међугодишња укупна инфлација је током трећег тромесечја била у паду и на крају тромесечја је износила 7,3%, што је ближе доњој граници циљаног распона (6,5–10,5%).

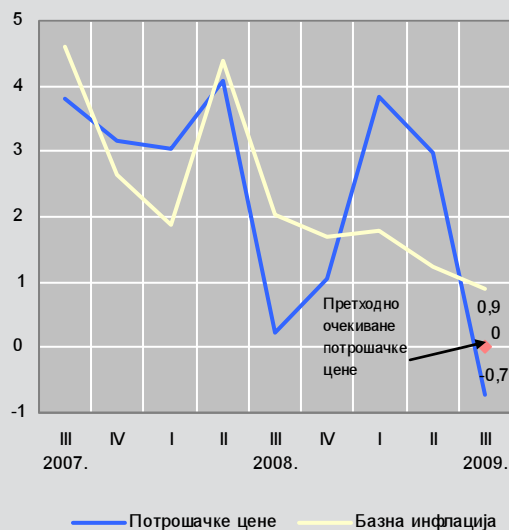
Цене које су под директном или индиректном контролом државе знатно су успориле раст у односу на прва два тромесечја (9,1% и 4,4%) и он је износио 1,1%. Нижи раст цена ове групе производа од очекиваног последица је мањег раста цена нафтних деривата, изостанка очекиваног раста цена цигарета и снижења цена лекова. Цене нафтних деривата су у току трећег тромесечја у два наврата и

Табела II.0.1. Показатељи раста цена
(стопа раста, у %)

	XII 2008. XII 2007.	III 2009. III 2008.	VI 2009. VI 2008.	IX 2009. IX 2008.
Потрошачке цене	8,6	9,4	8,3	7,3
Базна инфлација	10,3	10,2	6,9	5,7
Цене на мало	6,8	9,9	9,8	9,5
Трошкови живота	7,9	9,1	7,8	7,1
Цене произвођача у индустрији	9,0	4,9	6,6	5,3
Цене произвођача пољопривредних производа	13,5	0,2	-9,4	-8,9

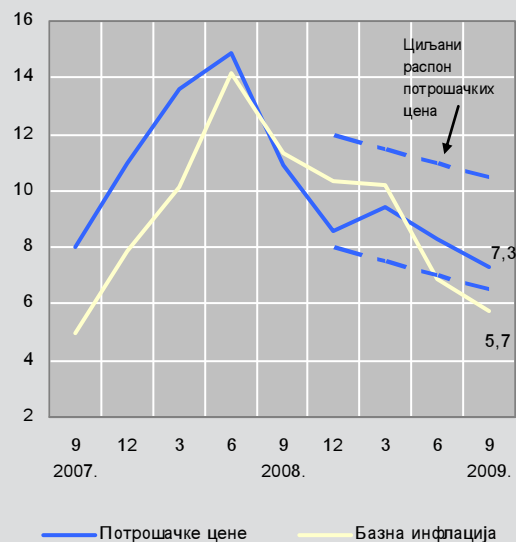
Међугодишњи раст цена на крају трећег тромесечја је нижи у односу на прва два тромесечја.

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



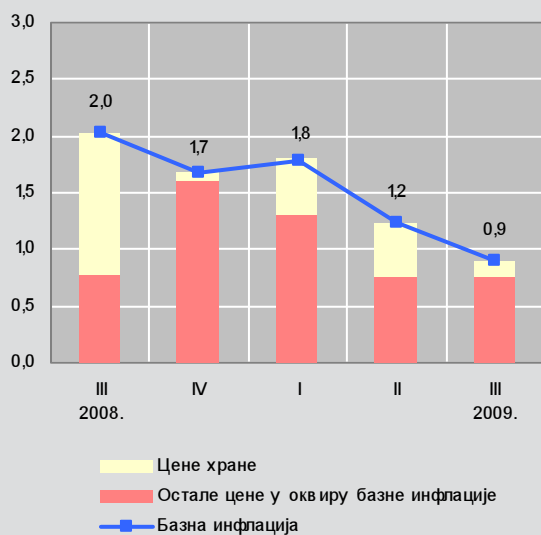
Укупна инфлација у трећем тримесечју бележи знатно бржи пад од базне инфлације. Пад укупне инфлације резултат је пада цена пољопривредних производа.

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



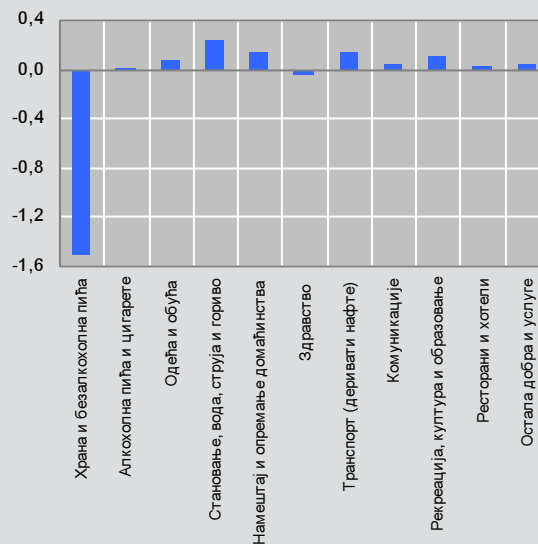
Међугодишњи раст укупне и базне инфлације подједнако је био успорен у трећем тримесечју, с тим што је базна инфлација знатно нижа.

Графикон II.0.3. Допринос стопи раста базне инфлације
(у процентним поенима)



Допринос раста цена хране расту базне инфлације у трећем тримесечју је нижи у поређењу с претходним.

Графикон II.0.4. Допринос појединих група производа стопи раста потрошачких цена у трећем тримесечју
(у процентним поенима)



Највећи допринос паду цена у трећем тримесечју дало је смањење цена хране и безалкохолних пића.

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

	2008.		2009.		
	III	IV	I	II	III
Потрошачке цене	0,2	1,1	3,8	3,0	-0,7
Базна инфлација	2,0	1,7	1,8	1,2	0,9
Цене пољопривредних производа	-20,1	11,4	4,7	13,1	-18,5
Регулисане цене	2,1	-3,1	9,1	4,4	1,1
Електрична енергија	8,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Нафтни деривати	-11,2	-24,2	16,9	17,9	2,3
Гас за домаћинство	-0,2	55,6	-0,8	0,1	0,0
Комунално-стамбено услуге	1,1	4,5	12,8	3,1	6,0
Услуге друштвене заштите	1,1	2,9	0,9	1,8	3,3
Саобраћајне услуге (регулисане)	5,1	0,4	26,6	0,4	0,0
ПТТ-услуге	0,0	0,7	10,1	0,0	1,9
Хлеб од пшен. брашна Т - 850	-1,2	-0,8	-0,7	-4,1	0,6
Цигарете	10,4	0,0	15,0	0,0	0,0
Лекови	0,0	-3,2	10,1	10,3	-1,3
Остало	0,8	0,0	0,7	9,7	0,1

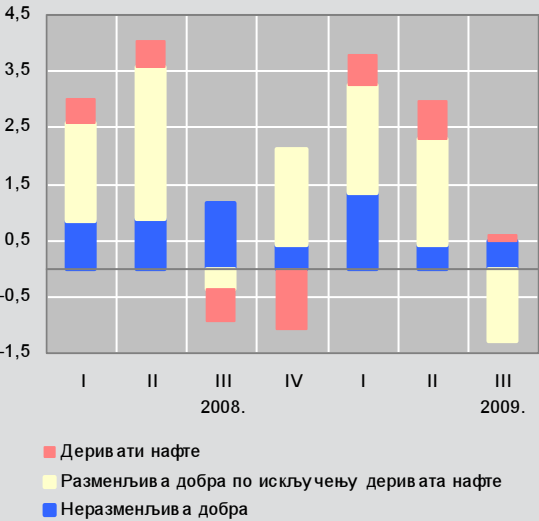
Највећи пад у трећем тромесечју забележиле су цене пољопривредних производа и цене лекова.

Табела II.0.3. **Допринос стопи раста потрошачких цена**
(по тромесечјима, у процентним поенима)

	2008.		2009.		
	III	IV	I	II	III
Потрошачке цене	0,2	1,1	3,8	3,0	-0,7
Базна инфлација	1,3	1,1	1,2	0,8	0,6
Цене пољопривредних производа	-1,8	0,8	0,4	1,0	-1,6
Регулисане цене	0,5	-0,8	2,3	1,1	0,3
Електрична енергија	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Нафтни деривати	-0,6	-1,1	0,6	0,7	0,1
Гас за домаћинство	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Комунално-стамбено услуге	0,0	0,1	0,4	0,1	0,2
Услуге друштвене заштите	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Саобраћајне услуге (регулисане)	0,1	0,0	0,3	0,0	0,0
ПТТ-услуге	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0
Хлеб од пшеничног брашна Т - 850	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Цигарете	0,4	0,0	0,6	0,0	0,0
Лекови	0,0	-0,1	0,3	0,3	0,0
Остало	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0

Пад потрошачких цена у трећем тромесечју био је доминантно одређен падом цена пољопривредних производа.

Графикон II.0.5. **Допринос тромесечној стопи раста потрошачких цена**
(у процентним поенима)



Допринос цена разменљивих добара укупној инфлацији је и у трећем тромесечју висок, али с негативним предзнаком, док се допринос неразменљивих добара у мањој мери повећао.

повећане и снижаване, тако да је њихов раст износио 2,3%. Међугодишњи раст регулисаних цена на крају тромесечја је износио 11,6% (од почетка године 15,1%).

Базна инфлација је била нижа од очекиване и износила је 0,9%. До тог одступања је дошло због њене неочекивано ниске стопе у септембру. Наиме, након релативно високе базне инфлације крајем претходног и у прва два месеца посматраног тромесечја (0,4–0,6%), у септембру је базна инфлација износила 0,1%. Тако ниска септембарска инфлација последица је пада цена прехрамбених производа (први пут од априла), и то првенствено захваљујући паду цена сунцокретовог уља и њиховом враћању на ниво од пре поскупљења (допринос од –0,2 п.п.). Раст базне инфлације у трећем тромесечју доминантно је био одређен растом цена непрехрамбених производа и услуга (допринос 0,8 п.п.). Ако се искључе цене хране, њена стопа раста је и даље релативно висока – иста као и у претходном тромесечју (1,4%). Раст цена хране (у оквиру базне инфлације) знатно је нижи него у претходном тромесечју и у највећој мери је одређен растом цена свежег меса и безалкохолних

пића (допринос 0,1 п.п.). Међугодишња базна инфлација се успорава и на крају трећег тромесечја је износила 5,7%.

Цене пољопривредних производа су у трећем тромесечју забележиле пад од 18,5%, што је више од првобитно очекиваног, али у складу с повољним временским приликама и продуженом сезоном. Међугодишњи раст цена пољопривредних производа је износио 7,4%.

Цене разменљивих добара су и у овом тромесечју одредиле кретање укупне инфлације, с тим што су, након раста у претходна два, у трећем оствариле пад, првенствено због пада цена пољопривредних производа. С друге стране, допринос неразмјенивих добара укупној инфлацији је нешто већи у поређењу с другим тромесечјем.

Очекивања за четврто тромесечје

Процењујемо да ће у четвртном тромесечју раст потрошачких цена износити око 1,2%. При том се очекује да ће цене пољопривредних производа највише допринети укупном ценовном расту (0,7 п.п.), док би цене које се формирају слободно и регулисане цене требало да имају нешто нижи допринос (0,4 и 0,2 п.п., респективно). У складу с претходно изнетим, међугодишња стопа раста потрошачких цена на крају године ће износити око 7,5%. Подбацавање доње границе циљаног распона у октобру и новембру је врло вероватно, с тим што би оно било привремено, па би инфлација крајем године требало да се креће нешто испод централне вредности циљаног распона.

Табела II.0.4. Најзначајније очекиване промене регулисаних цена у четвртном тромесечју

	Стопа раста (у %)	Допринеси расту цена на мало (п.п.)
Нафтни деривати	4,7	0,2
Комунално-стамбене услуге	1,5	0,1
Лекови	-2,5	-0,1

У четвртном тромесечју се очекује даље успоравање раста регулисаних цена у односу на претходно.

Код цена које су под директном или индиректном контролом државе очекујемо раст од око 0,8%, којим би се наставило успоравање тромесечних стопа раста ове групе производа од почетка године. Највећи раст очекује се код цена нафтних деривата, док се код цена лекова очекује снижење.

Највећи ризик остварења краткорочне пројекције постоји код регулисаних цена, у смислу њиховог раста навише, пре свега када су у питању нафтни деривати. Такође, постоји могућност да се нека поскупљења планирана за почетак наредне године реализују раније (нпр. у децембру цигарете).

Базна инфлација у четвртном тромесечју требало би да буде на нижем нивоу у односу на треће – око 0,5%. Процена је изведена на основу претпоставке да ће цене хране у оквиру базне инфлације, услед доброг овогодишњег рода и пада цена пољопривредних производа, успорити раст базне инфлације до краја године (што се већ ефектуирало у септембру), као и да ће до краја године деловати исти они фактори који су деловали и у трећем тромесечју. Кад је реч о најављиваном снижењу цена меса, према мишљењу стручњака, оно би се могло реализовати пред Нову годину.

Цене пољопривредних производа у четвртном тромесечју требало би да порасту за око 9,4%, с ризиком остварења пројекције навише.

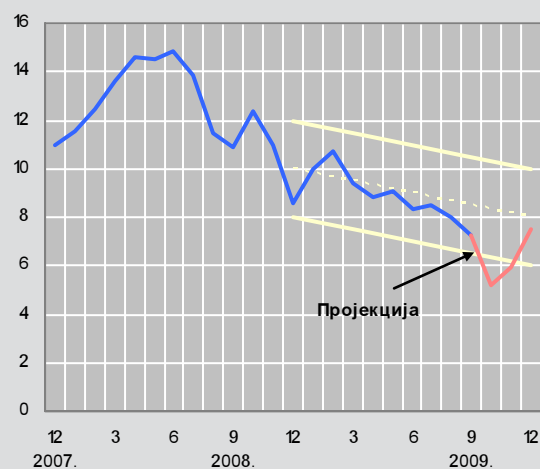
Инфлациона очекивања

Инфлациона очекивања за наредну годину дана се смањују, иако су и даље релативно висока у поређењу с циљаном инфлацијом.

Према резултатима анкете агенције Стратеџик маркетинг, инфлациона очекивања финансијског сектора и сектора синдиката за наредну годину дана су на крају трећег тромесечја била на истом нивоу као и на крају другог (10% и 12%, респективно), док су очекивања сектора привреде и становништва смањена – са 12% у јуну на 10% у септембру.

Октобарски резултати анкете ове агенције показују да су инфлациона очекивања финансијског сектора

Графикон II.0.6. Краткорочна пројекција инфлације
(међугодишњи раст, у %)

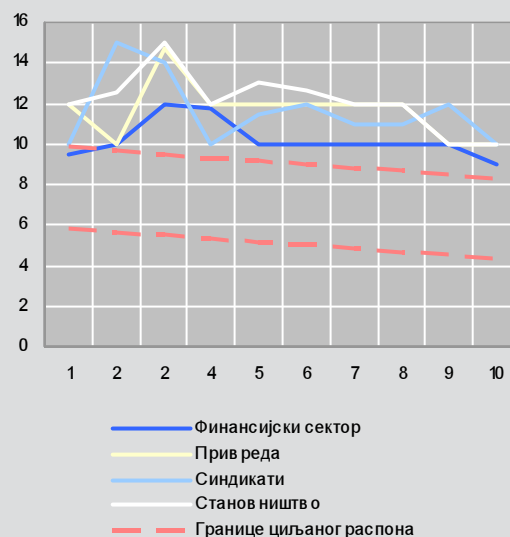


Током четвртог тромесечја очекује се пад међугодишње стопе инфлације изван доње границе и њен повратак око централне вредности циљаног распона.

смањена у односу на септембарска, и за наредну годину дана износе 9%. До пада инфлационих очекивања дошло је и код синдиката, док су очекивања у сектору привреде и становништва остала на септембарском нивоу.

Иако сви фактори и даље делују у правцу смањења инфлационих очекивања (ниска агрегатна тражња, стабилизација девизног курса, пад премије ризика и неизвесности), она су и даље изнад горње границе циљаног распона инфлације за наредну годину дана.

Графикон II.0.7. Очекивана и циљана инфлација у 2010. години



Извор: Strategic Marketing Research.

Инфлациона очекивања свих сектора за наредну годину дана се смањују.

Према резултатима анкете агенције Ројтерс, која испитује банкарске дилере, инфлациона очекивања за наредну годину су у паду (9%, 8,6%, 8% у јулу, августу и септембру, респективно). У октобру су даље снижена на 7,8%, што је у границама циљаног распона за наредну годину.

Инфлациона очекивања у наредном периоду требало би да буду стабилна, с обзиром на знатан пад инфлаторних притисака и постигнути договор с ММФ-ом о аранжману за наредну годину.

Да ли ће храна и даље бити дезинфлаторни фактор?

Цене индустријских прехранбених производа су у претходним годинама имале значајан утицај на кретање инфлације. У другој половини 2007. и првој половини 2008. године оне су деловале веома инфлаторно, да би се од друге половине 2008. ситуација преокренула. У светлу нове пројекције инфлације, веома је важно питање како ће се цене индустријских прехранбених производа кретати у наредном периоду.

Кретање цена индустријских прехранбених производа у највећој мери зависи од цена примарних пољопривредних производа, пре свега пшенице, кукуруза, сунцокрета и шећерне репе. Текућа година у пољопривреди је, по свему судећи, била добра, што је већ имало одраза на пад цена примарних пољопривредних производа.

Као последица доброг овогодишњег рода, цена пшенице у Србији је са 15 динара по килограму у октобру 2008. године пала на девет динара у октобру 2009. Паду цене допринео је делимично слабији квалитет рода у односу на претходну годину¹, али и добар род ове житарице у свету. У наредних шест месеци очекује се стабилност цене пшенице на светском тржишту, што сигнализирају цене фјучерса на светским берзама (Чикаго, Париз, Будимпешта).

Међутим, константни пад цене пшенице у Србији у последње две године није довео до знатнијег појевљења хлеба. Произвођачи ригидност цене хлеба правдају све мањим учешћем пшеничног брашна у структури малопродајне цене. С друге стране, све је веће учешће трошкова енергије (струја, природни гас, нафта), чија је цена порасла у последње две године, као и високих маржи у малопродаји, које се крећу и до 20%. Ипак, већи овогодишњи род пшенице требало би да обезбеди довољну количину сировина пекарској индустрији и да цену хлеба барем задржи на истом нивоу у наредних шест месеци.

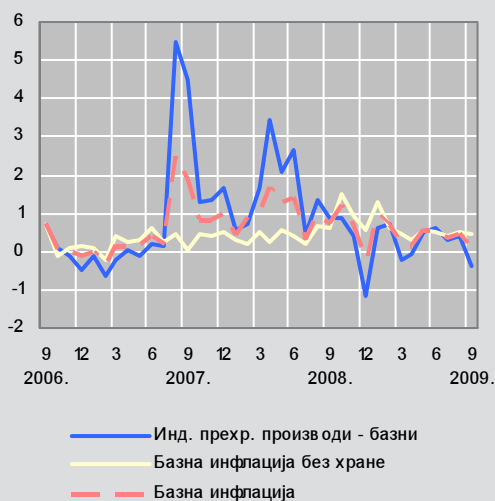
Цена кукуруза, најзаступљеније пољопривредне културе у Србији, има велики утицај на формирање цена меса, а тиме и месних прерађевина. Последња постигнута цена кукуруза овогодишњег рода на берзи у Новом Саду је девет динара по килограму, што је приближно нивоу цена у окружењу.

Кретање цене кукуруза у наредном периоду у великој мери ће зависити од тражње на светском тржишту. Слаб род који се очекује у ЕУ, Украјини и Русији могао би да повећа њихову тражњу за кукурузом, а тиме и извоз кукуруза из Србије и допринесе расту његове цене. С друге стране, тренутне цене фјучерса на светским берзама не наговештавају знатнији скок цене за наредних шест месеци.

Пораст цене кукуруза представља главни аргумент прерађивачима меса за подизање цена. С друге стране, приметно је да се при паду цене кукуруза цене меса не снижавају или се снижавају у мањем проценту у односу на пад цене кукуруза (видети графикон 3). Највероватнији узрок томе је слаба конкуренција међу домаћим произвођачима.

У наредном периоду ипак треба очекивати смањење цене свињског меса из неколико разлога. Ниска цена кукуруза овогодишњег рода требало би да утиче на смањење цене живе стоке и да произвођачима меса и месних

Графикон 1. Кретање компоненти базне инфлације
(месечне стопе у %)



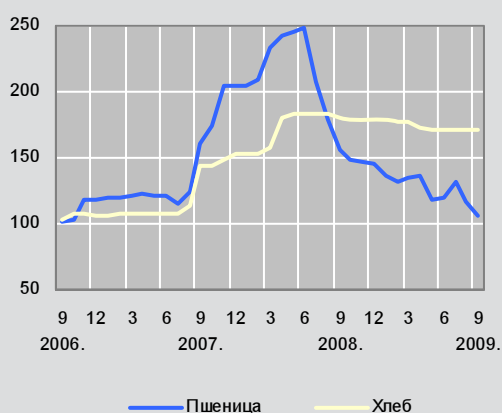
Извор: РЗС.

¹ Пад цене је у сваком случају био већи од пада квалитета.

прерађевина омогући да своје цене коригују наниже (процењује се снижење од 10%). Смањена тражња на светском нивоу такође ће вршити притисак надоле када је у питању цена свињског меса.

Производња сунцокрета ове године у Србији је у паду. Иако су приноси по јединици површине остали на приближно истом нивоу у односу на прошлу годину, засејане површине су смањене за око 17%. То ће за сличан проценат умањити и укупну производњу сунцокрета. Разлози за смањење површина под овом културом су почетак светске економске кризе, која је утицала на пад цене сунцокрета на светским берзама, као и кашњење произвођача уља у исплати сунцокрета пољопривредницима. Ипак, и с мањом овогодишњом производњом у потпуности ће бити задовољене потребе домаћег тржишта за јестивим уљем, а део произведених количина ће остати и за извоз.

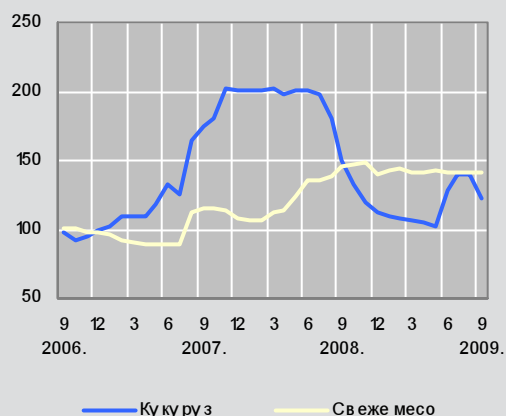
Графикон 2. Цене хлеба и пшенице - базни индекси
(мај 2006 = 100)



Извор: СТИПС* и РЗС.

* Систем тржишних информација пољопривреде Србије.

Графикон 3. Цене кукуруза и свежег меса - базни индекси
(мај 2006 = 100)



Извор: СТИПС* и РЗС.

Тржиште јестивог уља је најочигледнији пример позитивног ефекта конкуренције на цене. До августа 2009, на домаћем тржишту су два произвођача (Дијамант и Инвеј) имала преко 80% тржишног учешћа. Цена уља је у јулу и августу скочила са 90–100 динара по литру на преко 120 динара.

Улазак новог произвођача на тржиште, с најсавременијом технологијом и произвођачком ценом од 71 динар по литру (Викторија Оил), утицао је и на остале произвођаче да коригују своје цене. Оне се сада у малопродаји крећу 79–89 динара по литру. Само овај ценовни шок је у септембру базну инфлацију спустио за 0,2%. С обзиром на то да је обезбеђено и стабилно снабдевање сировинама за наредну сезону, на овом тржишту се у наредних годину дана не очекују знатнија померања цена.

Шећерном репом је ове године засејано 26% више површина него претходне. Уз очекиване просечне приносе, овогодишња производња шећера ће у потпуности задовољити домаће потребе, као и извозну преференцијалну квоту у ЕУ. Стога не треба очекивати велика ценовна померања када је шећер у питању. Иначе је цена шећера стабилна већ дужи временски период (у последње две и по године креће се у распону 55–65 динара по килограму) и представља ценовно најстабилнији производ из групе основних животних намирница.

Да закључимо, сви индикатори указују да би се и у наредном периоду могла наставити тенденција споријег раста цена индустријских прехранбених производа од непрехрамбених – с дезинфлаторним ефектима на потрошачке цене.

III. Детерминанте инфлације

1. Монетарни услови

У току трећег тромесечја монетарна политика је имала неутралан карактер. Ублажавање степена експанзивности монетарне политике у поређењу с претходним тромесечјем резултат је заустављања реалне депресијације динара.

Кретање индекса монетарне рестриктивности/експанзивности¹ указује да је монетарна политика имала неутралан карактер у току трећег тромесечја.

Као што смо и очекивали у претходном Извештају, депресијацијски јаз реалног девизног курса, једна од компоненти индекса монетарних услова, затворен је

у току трећег тромесечја. На то је утицала стабилност динара, праћена постепеним јачањем апресијацијских притисака и поред дефлације, која је у трећем тромесечју износила 0,7%. Као и у претходном тромесечју, није било већих притисака на курс динара (просечна номинална апресијација је износила око 1%).

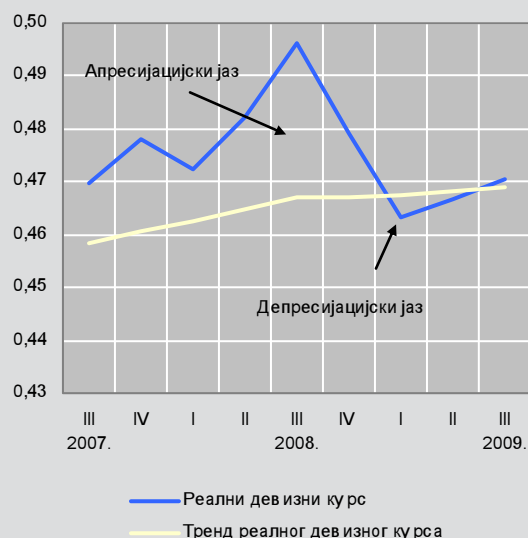
Друга компонента индекса монетарне рестриктивности/експанзивности, реална каматна стопа, кретала се испод неутралног нивоа. Пад премије ризика земље и даље снижење страних каматних стопа утицали су на смањење тренда реалне каматне стопе. Инфлациона очекивања су, међутим, и

Графикон III.0.1. Индекс монетарних услова



Монетарна политика је имала неутралан карактер.

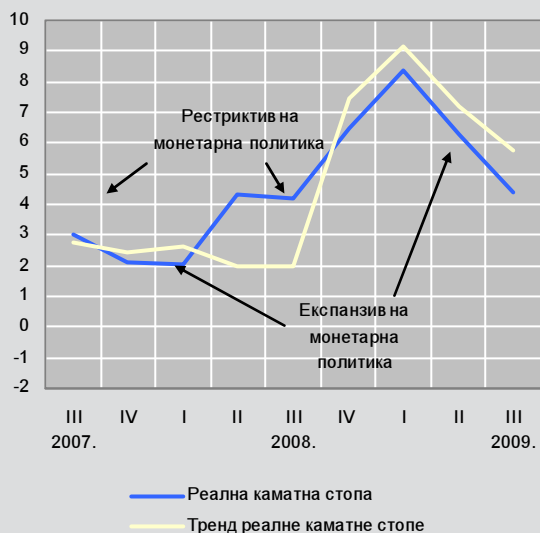
Графикон III.0.2. Реални девизни курс и његов тренд



Депресијацијски јаз реалног девизног курса се затворио у току трећег тромесечја.

¹ Индекс реалних монетарних услова.

Графикон III.0.3. Реална каматна стопа и њен тренд



Реална каматна стопа се креће испод тренда.

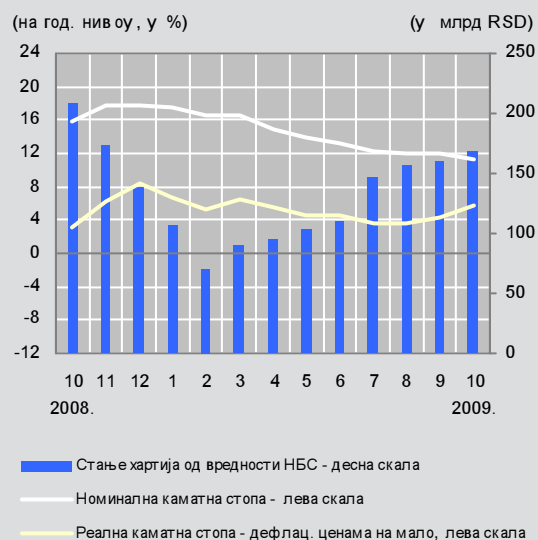
даље на релативно високом нивоу, што је, поред снижавања референтне каматне стопе за 100 базних поена у трећем тромесечју, а у току октобра и новембра за по још додатних 100, утицало на то да се реална каматна стопа нађе испод неутралног нивоа за око 340 базних поена.

Према резултатима октобарске анкете агенције Ројтерс, банке у наредном периоду очекују ублажавање монетарне политике (просечан ниво за крај године износи 10,3%), до чега је почетком новембра и дошло. На основу текуће пројекције Народне банке, вероватније је да ће референтна каматна стопа са садашњег нивоа од 10% бити даље снижена.

Каматне стопе

Снижавање референтне каматне стопе и висока динарска ликвидност банака одразили су се на даље смањење каматних стопа на тржишту новца у трећем тромесечју.

Графикон III.1.1. Операције НБС на отвореном тржишту



И поред реалног смањења референтне каматне стопе, висок ниво ликвидности банака условио је пораст стања репо хартија од вредности НБС.

Упркос смањењу референтне каматне стопе у јулу са 13% на 12%, пласирање средстава банака у благајничке и трезорске записе је настављено захваљујући пре свега порасту ликвидности банака², која је у највећој мери резултат смањења издвајања динарског дела девизне обавезне резерве за банке које су потписале тзв. Бечку иницијативу. Потврду спремности банака да прихвате ниже приносе представља повећање портфела репо хартија од вредности Народне банке Србије за око 11 милијарди динара – након додатног смањења референтне каматне стопе на 11% почетком октобра.

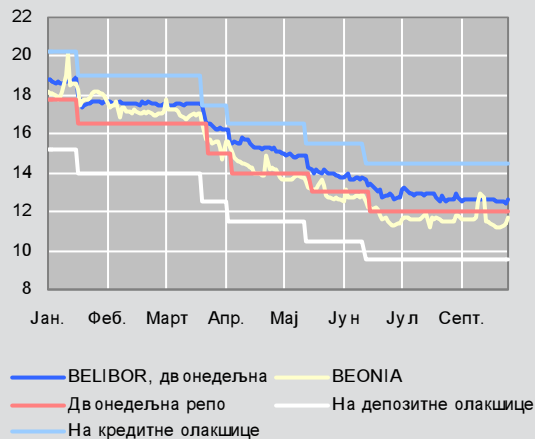
Несклоност банака да се излажу ризику и још увек присутна неизвесност у погледу даљих ефеката светске финансијске кризе такође су допринели да банке знатан део слободних динарских средстава пласирају у благајничке и трезорске записе, уместо у кредите.

Извршна стопа на трезорске записе је у току трећег тромесечја такође забележила опадајући тренд (са 15,2% на 12,4% на годишњем нивоу), који је, под утицајем високе ликвидности банака, био јачи од

² Динарска ликвидност банака апроксимирана је кроз однос ликвидних средстава банака (слободне резерве, стање хартија од вредности НБС и потраживања по основу купљених записа Трезора који доспевају у текућем месецу) и трансакционих депозита код банака.

Графикон III.1.2. Кретање каматних стопа у 2009.

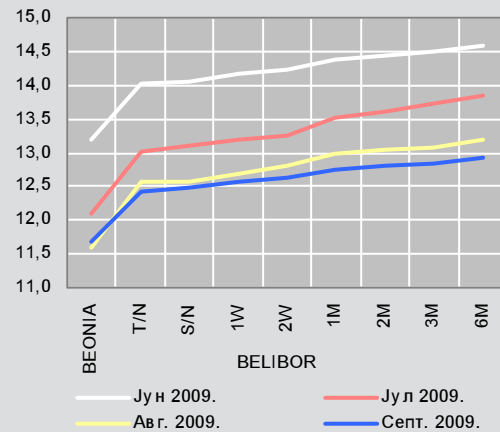
(дневни подаци, на годишњем нивоу, у %)



Извори: Народна банка Србије и Reuters.

У трећем тромесечју каматне стопе BEONIA и BELIBOR краћих рочности су, због високе ликвидности банака, смањене у већој мери од референтне каматне стопе НБС.

Графикон III.1.3. Крива приноса на међубанкарском тржишту новца (месечни просеци, на годишњем нивоу, у %)



Извори: Народна банка Србије и Reuters.

Ниво криве приноса на BELIBOR је у трећем тромесечју смањен, док је нагиб, након јулског повећања, опао. Због високе ликвидности банака, BEONIA је забележила знатан пад.

оппадајућег тренда референтне каматне стопе (са 14,1% на 12,1% годишње), тако да је крајем трећег тромесечја једино извршна стопа на једногодишње записе била већа од референтне стопе.

Тренд приближавања приноса на тромесечне и шестомесечне трезорске записе двонедељним репо записима Народне банке Србије посебно је био изражен у августу и септембру, када је ликвидност банака била највећа. Чињеница да су се каматне стопе на трезорске записе тих рокова доспећа готово изједначиле с референтном каматном стопом у знатној мери рефлектује очекивања банкарског сектора у погледу даљег попуштања монетарне политике. Смањење референтне каматне стопе у октобру, међутим, није у пуној мери утицало на смањење извршних каматних стопа на трезорске записе свих рокова доспећа, што је делимично последица благог смањења динарске ликвидности банака.

Каматна стопа BEONIA се у трећем тромесечју у просеку кретала незнатно испод референтне каматне стопе (11,9% у односу на 12,1%). BEONIA је у августу

забележила најнижи ниво у односу на референтну каматну стопу (40 базних поена), што је у складу с високим нивоом ликвидности банака. Благо смањење динарске ликвидности банкарског сектора у септембру и октобру допринело је извесном приближавању каматне стопе BEONIA нивоу референтне каматне стопе.

С обзиром на висок ниво ликвидности банкарског сектора, банке нису имале већих потреба за коришћењем преконоћних позајмица на тржишту новца. То се одразило на смањење обима промета на овом тржишту за 15,7% у односу на прошло тромесечје и креће се на нивоу прошлогодишњег просека (6,6 милијарди динара).

Каматне стопе BELIBOR свих рочности пратиле су смањење референтне стопе у јулу, након чега се тај тренд и у наредна два месеца наставио, али слабијим интензитетом. У трећем тромесечју највећи пад у односу на претходно је забележен за двонедељну рочност (2,4%), док је најмањи пад забележен за најдужу – шестомесечну рочност (2,2%), те је крива приноса на BELIBOR благо повећала свој нагиб.

Београдска берза

Кретања на Београдској берзи је у трећем тромесечју обележио наставак убрзаног опоравка берзанских индекса.

Индекси Београдске берзе Belex15 и Belex line забележили су раст од 45,1% и 32%, респективно, остваривши на тај начин најбоље перформансе у региону. Поред индекса Београдске берзе, највећи пораст цена најликвиднијих акција остварен је на Софијској берзи (34,6%), која је, заједно с Београдском берзом, бележила најлошије резултате крајем прошле и почетком ове године, и Монтенегро берза у Црној Гори (29%). Најмањи раст је остварио индекс SBI20 Љубљанске берзе (0,9%).

Директна последица позитивних кретања на тржишту акција је повећање капитализације овог тржишта за 8,5%, највише захваљујући најликвиднијим акцијама.

На пораст индекса најликвиднијих акција на рекордан ниво ове године у највећој мери је утицао

релативно висок обим промета у септембру (2,2 милијарде динара), који је, иако највиши у овој години, и даље на знатно nižем нивоу у односу на било који месец прошле године. Висок ниво промета у септембру се у знатној мери (9,5%) дугује куповини акција једне домаће банке у току само једног дана од стране иностраних инвеститора. Поменути чињеница сведочи о изразито ниској ликвидности тржишта акција, која омогућава знатне флукуације цена акција чак и под утицајем релативно скромног обима промета.

Смањење обима промета у трећем тромесечју у односу на претходно за око 18% последица је релативно високог обима блок трговања акцијама у прошлом тромесечју. С друге стране, незнатно је смањен број реализованих трансакција (0,7%), те се, са становишта ширине тржишта, не може говорити о знатном смањењу ликвидности у трећем тромесечју у односу на друго.

Нето куповина акција коју су остварили инострани инвеститори износила је око 213 милиона динара, што је око 41,1% мање у односу на претходно тромесечје.

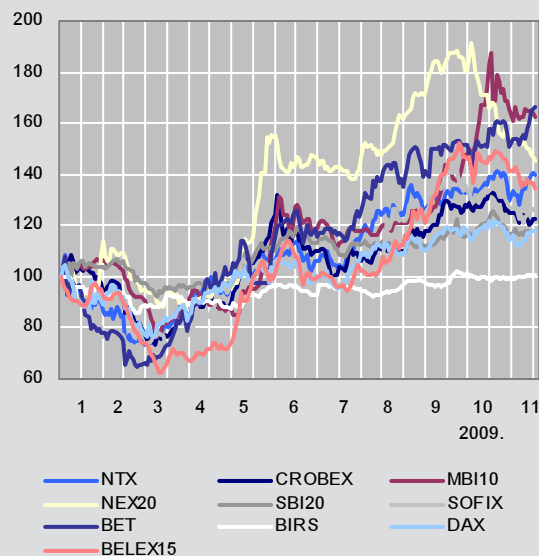
Графикон III.1.4. Индекс BELEX 15 у 2009.



Извор: Београдска берза.

Пораст индекса BELEX 15 у трећем тромесечју је праћен даљим падом промета.

Графикон III.1.5. Кретање берзанских индекса у земљама у окружењу (у индексним поенима, нормализовано, 31. 12. 2008 = 100)



Индекси регионалних берзи су у трећем тромесечју наставили да расту.

Упркос позитивним очекивањима у погледу кретања цена на Београдској берзи у октобру, на која упућује кретање индекса Belex Sentiment, оба индекса Београдске берзе су у октобру регистровала блажи пад. Прогнозе даљег кретања на Београдској берзи су незахвалне утолико што су кретања повезана с тржишним очекивањима и финансијским резултатима домаће и светске привреде.

Девизни курс

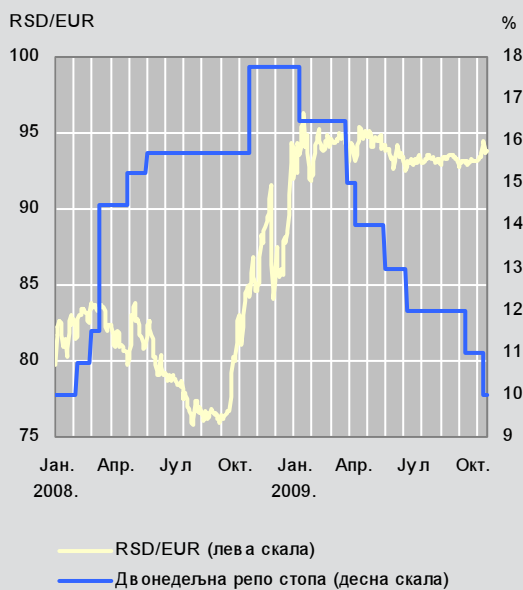
Стабилно кретање курса динара према евр у трећем тромесечју резултат је задовољавајуће девизне ликвидности банака. Али, међубанкарско девизно тржиште и даље бележи низак обим промета. Од фебруара 2009. Народна банка није интервенисала на међубанкарском девизном тржишту.

У трећем тромесечју ове године курс динара је био врло стабилан – кретао се у изразито уском распону од 92,5 до 93,6 динар/евро. У односу на претходно тромесечје, забележено је његово благо јачање према евр у (у просеку за 1%).

Таква кретања курса резултат су задовољавајућег стања девизне ликвидности банака у посматраном тромесечју. Банке су, наиме, од јула до септембра повећале за 780 милиона евра своје претежно краткорочне обавезе према иностранству. Такође, оствариле су знатан откуп девиза од мењача (око 710 милиона евра), а и девизна штедња грађана је наставила да расте (260 милиона евра). С друге стране, тражња клијената банака за девизама била је на приближно истом нивоу као у другом тромесечју. Захваљујући томе, ни јулско смањење референтне каматне стопе за 1 п.п., ни снижење процента девизне обавезне резерве који банке издвајају у динарима нису утицали на пад вредности динара. Као резултат јачања вредности динара према евр у и евра према долару, динар је у трећем тромесечју ојачао према долару за 5,9%.

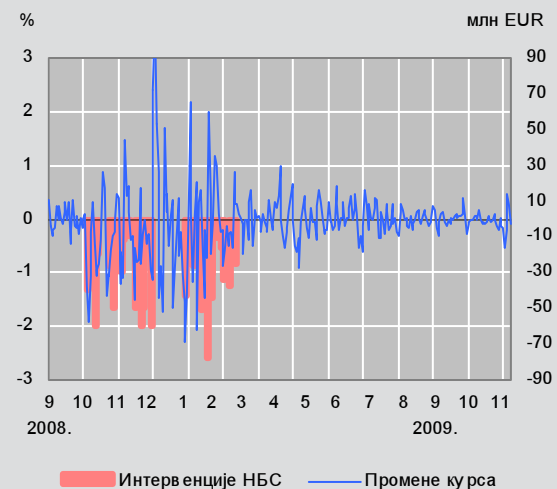
Уз јачање номиналног ефективног курса динара (1,2% крајем периода) и, с друге стране, бржи раст домаћих цена од иностраних, у трећем тромесечју је остварена реална ефективна апresiasiја динара од 0,8% (0,2% према евр у и 3,3% према долару).

Графикон III.1.6. Кретање курса динара према евр у и двонедељне репо стопе



Смањење референтне каматне стопе, у трећем тромесечју, није се одразило на пад вредности динара.

Графикон III.1.7. Дневне промене курса динара према евр у¹⁾ и интервенције НБС на девизном тржишту



¹⁾ Негативне стопе указују на депresiasiју, а позитивне на апresiasiју динара.

Стабилна кретања на МДТ-у одразила су се на смањење дневних осцилација курса динара према евр у.

Промет на међубанкарском девизном тржишту (МДТ) у трећем тромесечју забележио је смањење у односу на друго, остајући тако и даље на врло ниском нивоу. Просечан дневни промет износио је 25 милиона евра. Будући да није постојао израженији диспаритет између понуде и тражње за девизама, банке ни у овом тромесечју нису показале интересовање за свој куповину/продају девиза коју је Народна банка увела у мају као додатну меру подршке финансијској стабилности земље.

Вредност премије ризика мерена (индексом) EMBI (*Emerging Markets Bond Index*) наставила је да се снижава и током трећег тромесечја, али спорије него у претходном (графикон III.1.9). Од краја јуна, овај показатељ је опао са око 510 на око 380 индексних поена. Пад вредности EMBI указује на повећање спремности инвеститора да улажу у земљу и доприноси смањењу депресијацијских притисака на домаћу валуту.

Стабилно кретање курса динара према еврџ настављено је и у октобру, а просечан дневни промет између банака на МДТ-у је у односу на септембарски промет незнатно смањен (на ниво од око 20 милиона евра).

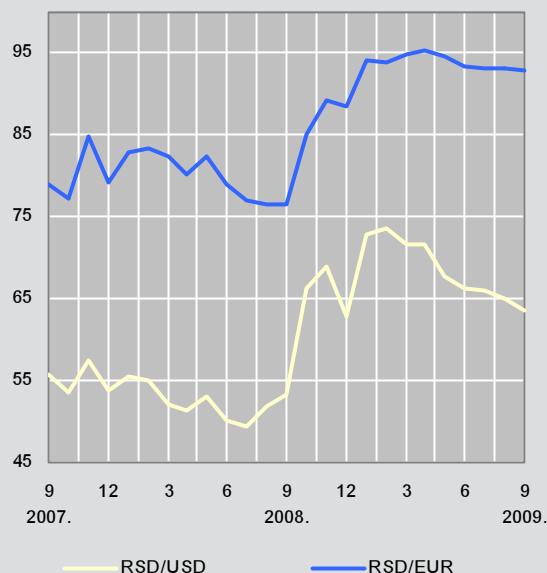
Октобарска анкета агенције Стратеџик маркетинг показује да је очекивани степен депресијације динара у наредних годину дана нижи код свих испитиваних сектора у односу на истраживање с краја претходног тромесечја, пре свега код финансијског сектора (5,1%, у претходној анкети 6,3%) и код привреде (5,8%, у претходној анкети 9,4%). Према октобарској анкети

Табела III.1.1. Структура промета на МДТ-у
(укупан промет)

	II	III	Укупно 2009.
			(у млн евра)
МДТ	1.965,3	1.654,0	5.714,6
Банке – НБС	0	0	556,4
Банка – банка	1.965,3	1.654,0	5.158,2
			(у % укупног промета)
МДТ	100,00	100,00	100,00
Банке – НБС	0,00	0,00	9,74
Банка – банка	100,00	100,00	90,26

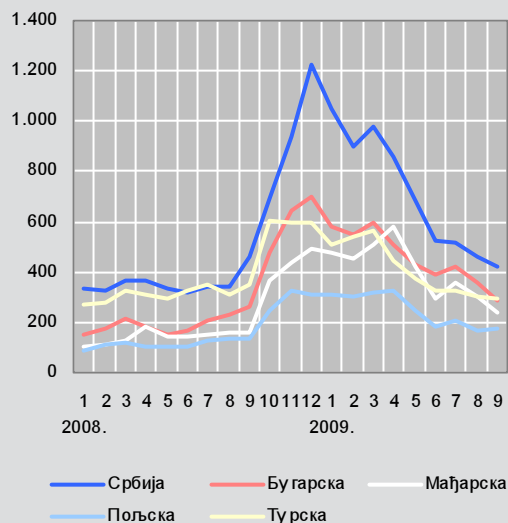
У трећем тромесечју Народна банка није учествовала у трговини на МДТ-у.

Графикон III.1.8. Номинални курс динара
(вредност у динарима крајем периода)



У трећем тромесечју динар је благо ојачао према еврџ, а нешто више према долару.

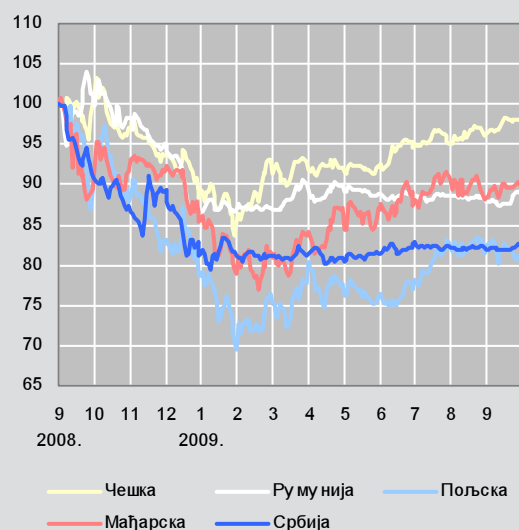
Графикон III.1.9. Показатељ премије
ризика – EMBI по земљама
(месечни просеци, у базним поенима)



Извор: JP Morgan.

У трећем тромесечју премија ризика свих посматраних земаља бележи смањење.

Графикон III.1.10. Кретање курсева одређених националних валута према еврау (30. 9. 2008 = 100)



Националне валуте Румуније и Србије су биле стабилне, док су валуте осталих земаља благо апресирале.

агенције Ројтерс, до краја ове године динар би могао да депресира 1,3% (на ниво од 94,5 динар/евро).

Валуте других земаља у транзицији такође су биле релативно стабилне у односу на евро током трећег тромесечја. Слично томе, и премија ризика земаља у транзицији, мерена ЕМБИ, благо је снижена током трећег тромесечја.

2. Увозне цене

Увозна инфлација је и даље у паду. Процењујемо да ће и у наредном периоду бити ниска, имајући у виду текуће кретање девизног курса. У правцу њеног повећања доминантно ће утицати очекивани раст цена нафте на светском тржишту.

На основу података за јул и август, процењујемо да ће увозна инфлација у трећем тромесечју наставити да пада и да ће на међугодишњем нивоу износити око -13,7%.³ Просечан пад доларских увозних цена у посматраном периоду износио је 30%, док је депресијација динара према долару износила 23,4%.

³ Процена увозне инфлације је изведена на основу индекса просечних увозних цена по текућем курсу долара. Индекс јединичне вредности је коригован променом курса у периоду посматрања.

Графикон III.2.1. Међугодишњи раст увозних цена производа према степену обраде



Код свих производа, посматрано према степену обраде, забележен је пад цена.

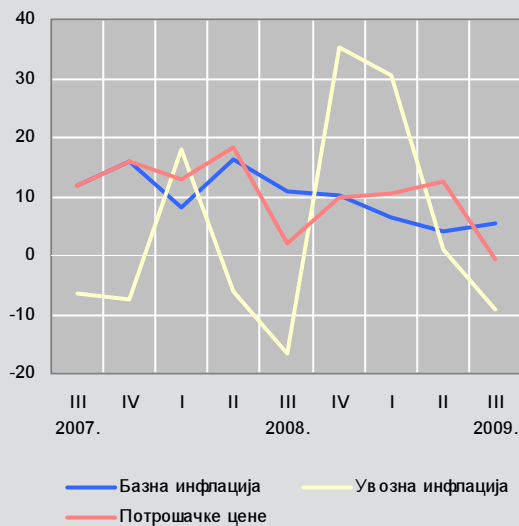
Посматрано по секторима СМТК,⁴ изузев сектора *Храна и живе животиње* и сектора *Разни готови производи*, код свих осталих сектора забележен је пад увозних цена у трећем тромесечју у односу на друго. Највише су смањене увозне цене минералних горива и мазива, цене сирових материја (осим горива) и цене уља и масти животињског и биљног порекла. Цена сирове нафте типа „урал“ (RCMB), која је у Србији референтна за обрачун нафтних деривата, у том периоду је остварила раст на светском тржишту, док је међугодишње посматрано и даље у паду.

Посматрано према степену обраде производа, пад увозних цена је забележен код свих производа различитих нивоа прераде у поређењу с трећим тромесечјем претходне године.

Увозна инфлација, изведена на основу кретања номиналног ефективног курса динара и увозних цена, у трећем тромесечју бележи даљи пад (посматрано по тромесечјима од почетка године) и на годишњем нивоу износи -9,1%.⁵ Такво кретање последица је остварене номиналне апресијације курса динара у трећем тромесечју од 8,6% (на годишњем нивоу)⁶ и

⁴ Стандардна међународна трговинска класификација.

Графикон III.2.2. Базна и увозна инфлација (тримесечне стопе раста на годишњем нивоу)



Извор: НБС и Eurostat.

Увозна инфлација је и даље у паду у односу на претходно тримесечје.

пада цена у Европској унији и САД од 0,5% (просечно годишње)⁷ у истом периоду.

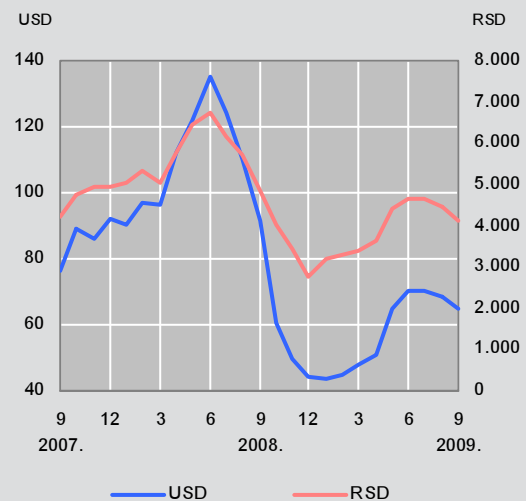
Процењујемо да ће у наредном периоду увозна инфлација и даље бити ниска, имајући у виду стабилизацију девизног курса. На њено повећање ће доминантно утицати очекивани раст цена нафте на светском тржишту.

Цене нафте и примарних производа

У поређењу с другом тримесечјем, када је знатно повећана, цена нафте се у трећем тримесечју релативно стабилизовала и кретала у распону од 60 до 75 долара по барелу за нафту типа „урал“.

Сам почетак трећег тримесечја обележио је нагли пад цене нафте, са 70 на 60 долара, што се може довести у везу са очекивањима инвеститора да опоравак светске привреде неће бити ни брз ни лак. Након објављивања податка да су залихе нафте у Сједињеним Државама знатно ниже од очекиваних, цена нафте је почела

Графикон III.2.3. Кретање цена нафте типа "урал"



Извор: Bloomberg.

У трећем тримесечју кретање цене нафте било је релативно стабилно, уз благи силазни тренд. Због стабилног курса динара у том периоду, две криве показују слично кретање.

поново брзо да расте и почетком августа је достигла рекордни ниво за 2009. годину – готово 75 долара по барелу. Током целог августа одржавала се на нивоу изнад 70 долара, а у септембру је била уравнотежена и кретала се у распону од 65 (почетак и крај месеца) до 70 долара (средина месеца).

Најновије објављене прогнозе ММФ-а и званични ставови да је светска рецесија завршена и да следи благи опоравак сугеришу да цена нафте у наредном периоду неће имати нагле успоне и падове. Ипак, могло би се десити да она постепено иде навише у зависности од брзине опоравка светске привреде. Такав тренд може бити подстакнут и слабљењем вредности долара, као и евентуално даљим смањењем производних квота земаља ОПЕК-а.

Наша пројекција цене нафте за крај трећег тримесечја која је изнета у претходном Извештају нешто је нижа од остварене. Имајући у виду да се у четвртном тримесечју очекује већа тражња за нафтом услед глобалног привредног опоравка, а могуће је и даље слабљење долара, предвиђамо да би цена нафте

⁵ Однос просека два узастопна тримесечја подигнут на годишњи ниво.

⁶ Евро 80%, долар 20%.

⁷ При обрачуна инфлације у свету користи се пондерисани просек инфлације у ЕУ и САД (пондери 80:20).

крајем године могла да износи између 75 и 80 долара, без већих осцилација.

Цена злата, као сигурносног уточишта, порасла је током трећег тромесечја и крајем периода је прешла психолошку границу од 1.000 долара за тројунцу. Главни узрок тог раста било је слабљење долара и бојазан инвеститора да би експанзивна монетарна и фискална политика развијених земаља могла да изазове инфлацију.

И цене обојених метала бележе раст. Тако је цена бакра на крају трећег тромесечја била већа за око 22% у односу на крај другог и достигла ниво од 6.155 долара по тони на Лондонској берзи метала. Повећаној тражњи за бакром и осталим обојеним металима највише је допринео брз опоравак економије Кине, великог увозника ових сировина, али и слабљење долара (истовремено, цена алуминијума је повећана за око 17% и достигла 1.890 долара по тони).

3. Платни биланс

Због ниске домаће тражње (финалне и инвестиционе потрошње), обим економских односа са иностранством је редукован, а дефицит текућег рачуна је изузетно низак. Та чињеница, као и висок прилив по основу дознака и краткорочно задуживање банака у иностранству допринели су стабилизацији на девизном тржишту.

Биланс текућих трансакција

Дефицит текућег рачуна је у трећем тромесечју износио 272,7 милиона евра, чиме је његово учешће у БДП-у смањено на свега 3,4%. На низак дефицит текућег рачуна највише је утицало смањење спољнотрговинског дефицита на 13,5% БДП-а, услед бржег пада увоза робе и услуга од њиховог извоза.

Истовремено, дефицит робне размене је износио око 1.087 милиона евра, што представља смањење на 13,4% БДП-а. Увоз и извоз робе је карактерисала различита динамика посматрано по месецима. За разлику од јула и августа, када је спољнотрговинска размена забележила погоршање – пад извоза и незнатан пад увоза, у септембру је евидентиран

Табела III.3.1. Платни биланс у % БДП-а

	I 2008.	I 2009.	II 2008.	II 2009.	III 2008.	III 2009.
Текући рачун	-17,5	-12,3	-21,7	-2,4	-15,9	-3,4
Биланс робе и услуга	-24,3	-20,2	-24,7	-14,2	-21,5	-13,5
Доходак	-1,9	-1,9	-3,7	-1,3	-1,4	-1,6
Текући трансфери	8,6	9,8	6,8	13,1	7,0	11,7
Капитални рачун	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Финансијски рачун*	19,4	8,7	17,6	4,1	18,4	7,4
Директне инвестиције – нето	11,4	9,7	7,9	3,4	1,4	1,4
Портфолио инвестиције – нето	-0,7	-0,1	-0,5	-0,8	0,3	0,1
Трговински кредити – нето	1,1	1,3	-1,0	0,3	-1,7	2,3
Финансијски кредити – нето	3,0	-10,9	11,1	9,2	14,9	7,7
Готов новац и депозити – нето	0,8	2,3	-1,2	1,6	1,5	-0,5
Остало	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Грешке и пропусти – нето	-1,5	0,0	0,3	-0,4	0,4	-0,4
Укупан биланс	0,4	-3,6	-3,7	11,9	3,0	8,9

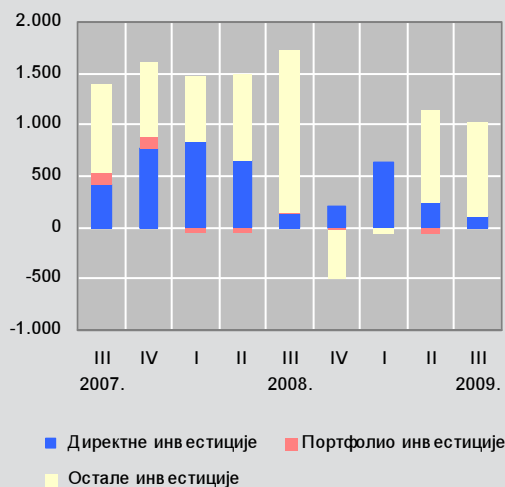
* Финансијски рачун без промене девизних резерви, алокације SDR и кредита ММФ-а.

Графикон III.3.1.Извоз и увоз робе
(у млн EUR)



На смањење нивоа робне размене посебно је утицао увоз.

Графикон III.3.2. Структура финансијског биланса
(у млн EUR)



Висок прилив по основу осталих инвестиција је у трећем тромесечју остварен захваљујући алокацији SDR регистрованој у августу и септембру.

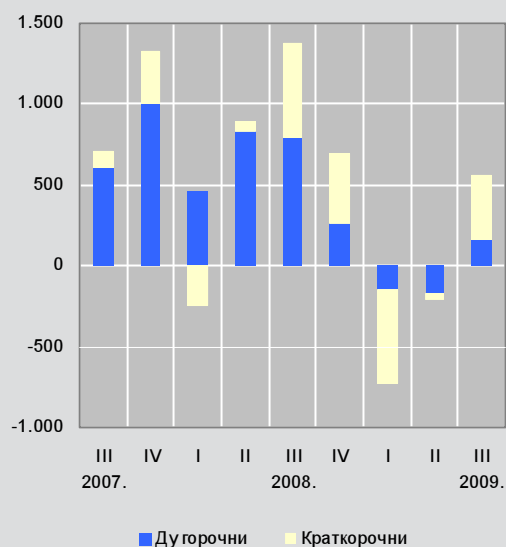
пораст извоза од 5,2%, док је пад увоза настављен. У структури извоза и увоза према економској намени, све ставке бележе пад, а он је био најизраженији код средстава за репродукцију и опреме.

На нивоу тромесечја заустављен је раст извоза скоро свих група производа код којих је, након марта, регистрован опоравак (код извоза житарица и кукуруза је забележен највећи пад). Ипак, од јула расте извоз гвожђа и челика, захваљујући привременом покретању производње у железари у Смедереву.

Пад увоза у трећем тромесечју последица је пада домаће тражње (финалне и инвестиционе потрошње) и ниске економске активности. Према класификацији СМТК, у увозу доминирају енергенти, интермедијарни и капитални производи, који су за девет месеци ове године забележили и највеће смањење као последица пада привредне активности и цена сировина на светском тржишту.

Низак дефицит текућег рачуна последица је и високог нето прилива по основу дознака, карактеристичног за

Графикон III.3.3. Нето коришћење финансијских кредита банака и предузећа
(у млн EUR)



Банке су се у трећем тромесечју претежно задуживале на кратак рок, док су предузећа наставила да се нето раздужују.

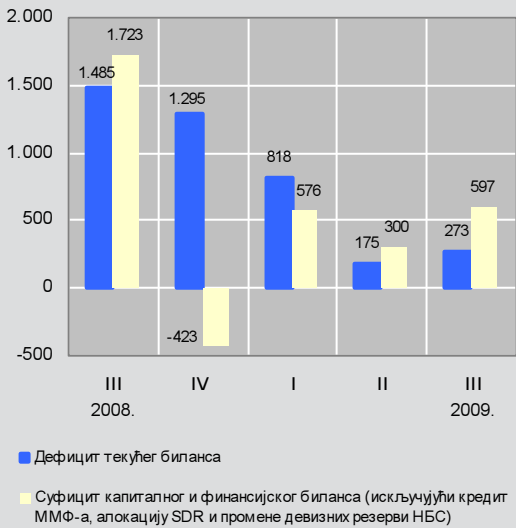
целу текућу годину. Наиме, у трећем тромесечју је по овом основу регистрован нето прилив од 865,5 милиона евра. Дефицит на позицији дохотка (129,2 милиона евра) остао је скоро непромењен у односу на исти период претходне године.

Будући да је дефицит текућег рачуна забележио бржи раст од економске активности у односу на претходно тромесечје, учешће дефицита текућег рачуна у БДП-у је благо повећано (са 2,4% на 3,4%).

Биланс капиталних и финансијских трансакција

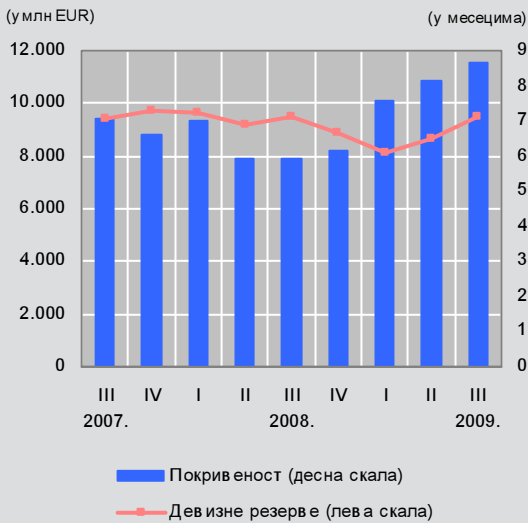
Суфицит на позицији финансијског рачуна је релативно висок — достиже 7,4% БДП-а. То је резултат релативно високог нето прилива по основу финансијских кредита (623,1 милион евра), као и алокације специјалних права вучења (SDR) код ММФ-а регистроване у августу и септембру (422,2 милиона евра). Банкарски сектор се у трећем тромесечју претежно задуживао на кратак рок (за 519,5 милиона евра), док су предузећа наставила да се нето раздужују (за 243,5 милиона евра).

Графикон III.3.4. Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала (у млн EUR)



На низак дефицит текућег рачуна у трећем тромесечју су утицали смањење спољнотрговинског дефицита и висок прилив по основу дознака.

Графикон III.3.5. Покривеност увоза девизним резервама*



Захваљујући повећању девизних резерви, покривеност увоза робе и услуга девизним резервама у трећем тромесечју је повећана.

Девизне резерве Народне банке Србије су на крају трећег тромесечја износиле 9.523,4 милиона евра, што у односу на претходно тромесечје представља повећање од 7,2%. Уколико буде потребно да Народна банка Србије интервенише на девизном тржишту, то ће се лакше извршавати захваљујући високом нивоу девизних резерви. Такав ниво девизних резерви обезбеђује покривеност увоза робе и услуга за 8,6 месеци.

Највећи приливи у девизне резерве били су остварени по основу додатних специјалних права вучења које је Међународни монетарни фонд доделио Србији (допринос од 3,9 п.п.) и по основу повећања девизне обавезне резерве банака (допринос од 2,0 п.п.).

Одлив средстава из девизних резерви последица је отплате обавеза по основу старе девизне штедње и зајма за привредни развој (допринос од -0,4 п.п.).

Табела III.3.2. Доприноси стопи раста девизних резерви НБС (у процентним поенима)

	2008.		2009.		
	III	IV	I	II	III
Девизне резерве НБС (раст у %)	6,4	-15,9	-0,6	9,5	7,2
Девизно тржиште	1,6	-5,7	-7,0	1,2	0,9
Мењачки послови	0,9	1,7	0,5	0,6	0,2
Нето продаја девиза НБС на МДТ-у	0,0	-8,1	-8,1	0,0	0,0
Привремени платни промет ¹⁾	0,6	0,7	0,6	0,6	0,7
Обавезна резерва на девизне депозите и кредите, као и на нову девизну штедњу ²⁾	1,6	-11,9	-1,0	1,9	2,0
Инострани кредити држави	0,0	0,2	0,2	0,2	0,7
Донације	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2
Стара девизна штедња ³⁾ и Зајам за привредни препород	-0,5	-0,1	-0,1	-2,1	-0,4
Остало ⁴⁾	3,5	1,5	7,1	8,1	3,9

¹⁾ Платни промет с Црном Гором (до 26. јуна) и Косовом и Метохијом.

²⁾ Штедња од 2003. године.

³⁾ Штедња до 2003. године.

⁴⁾ Приходи од наплате купона, приватизације, кредити ММФ-а итд.

Највећи утицај на раст девизних резерви имала је додела додатних специјалних права вучења од стране Међународног монетарног фонда.

Пројекција платног биланса за 2009. годину

Процењујемо да ће дефицит текућег рачуна за 2009. годину износити око 2,2 милијарде евра, што је незнатно више у односу на нашу претходну процену, изнету у августовском Извештају о инфлацији. Имајући у виду ревидиране податке званичне статистике о паду БДП-а у првој половини године, пројекцију БДП-а за 2009. годину смо кориговали и претпоставили мањи пад – 2,8%. С обзиром на то, учешће дефицита текућег рачуна у БДП-у је нешто више (7,2%).

Низак текући дефицит резултат је пре свега ниског трговинског дефицита, који ће до краја године, према нашим пројекцијма, достићи 4,5 милијарде евра. Према актуелној пројекцији, у 2009. години очекујемо пад извоза од 18,1%, а увоза од 29,2%. Рекордно ниском дефициту текућег рачуна доприноси и висок прилив дознака, који се за 2009. процењује на 3,3 милијарде евра.

Актуелна пројекција финансијског рачуна платног биланса узима у обзир позитиван исход преговора о наставку аранжмана с ММФ-ом. Другим речима, поред исплате прве транше кредита у износу од 782 милиона евра, која је реализована у мају, пројекција укључује још две транше планиране до краја ове године – у износу од 1,5 милијарди евра. Имајући то у виду, укупно дугорочно задуживање свих сектора ће достићи око 5 милијарди евра. Такође, саставни део пројекције представља и девизни прилив по основу алокација SDR-а из августа и септембра.

Пројекција платног биланса за 2009. годину

	У млрд EUR	У % БДП-а
ТЕКУЋИ РАЧУН	-2,2	-7,2
Биланс робе	-4,5	-14,7
Извоз робе	6,1	19,7
Увоз робе	-10,6	-34,4
Биланс услуга	-0,1	-0,5
Доходак	-0,7	-2,4
Текући трансфери	3,1	9,9
Приливи	3,3	10,7
Одливи	-0,3	-0,8
КАПИТАЛНИ РАЧУН	0,0	0,0
ФИНАНСИЈСКИ РАЧУН*	4,0	12,9
Директне инвестиције - нето	1,2	3,9
Портфолио инвестиције - нето	-0,1	-0,2
Остале инвестиције	2,8	9,2
Алокација SDR	0,4	1,4
ГРЕШКЕ И ПРОПУСТИ - нето	0,0	0,0
УКУПАН БИЛАНС	1,8	5,7

* Без промене девизних резерви.

Наведена кретања резултираће порастом девизних резерви за 1,8 милијарди евра, у највећој мери по основу реализације стенд-бај аранжмана с ММФ-ом (у износу од 2,3 милијарде евра). Имајући у виду висок степен девизне ликвидности банкарског сектора и стабилна кретања на девизном тржишту, актуелни ниво девизних резерви се може сматрати задовољавајућим. Реализација стенд-бај аранжмана с ММФ-ом и повлачење наредне две транше кредита до краја године имаће пре свега психолошки значај, јер ће утицати на пад премије ризика земље и њен бољи кредитни рејтинг, а тиме и на смањење депресијацијских притисака на девизном тржишту.

Очекује се да ће се у 2010. години економска активност опоравити и благо порасти (1,5%), што би за последицу имало раст увоза и нешто већи дефицит текућег рачуна.

Ризици од јачања протекционизма у свету

Основни чинилац који је, након избијања светске финансијске кризе, утицао на пад привредног раста на глобалном нивоу јесте оштро смањење обима светске трговине. Истовремено са заостравањем кризе јачали су протекционистички притисци широм света. Осврнућемо се на најновије протекционистичке тенденције у свету и њихове негативне последице на економски раст и конкурентност.

Директан ефекат протекционистичких иницијатива тешко је проценити због тога што су релевантни статистички подаци доступни са знатним закашњењем, а многе баријере је тешко идентификовати и квантификовати, тако да се за те потребе углавном користи индиректна евиденција. Економетријске анализе СТО сугеришу да је учесталост антидампинг акција, компензацијских провизија и мера заштите повезана с пословним циклусом, а доступна статистичка евиденција указује на повећање глобалне антидампинг активности у време привредних падова. Према истраживањима *Global Trade Alert*,¹ у периоду од новембра 2008. до септембра 2009. године идентификовано је 87 нових мера које су предложиле или спровеле 52 земље, а оцењене су као дискриминаторске према страним трговинским партнерима. Истовремено су примењене само три мере које се односе на проширење трговине, тј. њену либерализацију.

Изражене протекционистичке тенденције повезане су с масовним интервенцијама у виду стимулативних пакета влада, чија је суштина фаворизовање домаћих субјеката на рачун страних инвеститора, извозника и радника. Након састанка лидера Групе 20 у новембру 2008, на коме су се они прво обавезали да ће се њихове земље уздржати од подизања нових баријера за инвестирање или трговину робом и услугама, 17 од тих 20 земаља заправо је објавило да ће спроводити неке врсте протекционистичких мера.

Јачање протекционизма може у свету изазвати озбиљне последице. Пре свега, може доћи до низа поремећаја на тржишту и повећања трошкова на средњи и дуги рок. Субвенције домаћој индустрији (укључујући директну помоћ државе, гаранције и спасавање од банкрота) вештачки смањују трошкове домаћих фирми, док тарифе или антидампинг и компензацијске провизије на сличан начин подижу трошкове увезене робе и услуга. Такве мере наизглед штите домаћу производњу, али само на кратак рок, док истовремено онемогућавају ефикасну алокацију ресурса и на тај начин повећавају дугорочне трошкове производње и смањују међународну конкурентност. Трошкови су већи у случају малих и отворених економија или оних које су се специјализовале у производним гранама изложеним јакој међународној конкуренцији. Што се тиче утицаја на глобални привредни раст, посебно је значајно једнострано увођење протекционистичких мера великих економија. Примера ради, истраживања су показала да једнострано увођење тарифа у износу од 5% од стране неке велике економске силе може од момента увођења да глобални привредни раст смањи до 1% у наредне четири године.

Ни Србија није остала по страни када је реч о јачању протекционистичких тенденција од тренутка избијања светске финансијске кризе. Реч је о субвенционисаним потрошачким кредитима из програма Владе намењеним куповини домаћих производа. С друге стране, Србија једнострано примењује Споразум о стабилизацији и придруживању са Европском унијом и у оквиру њега је царине на поједине производе или смањила или поједине производе сасвим ослободила царина, а на више од трећине царинских позиција има мање стопе од ЕУ и константно их смањује. Таква политика доприноси побољшању позиције Србије на скали међународне конкурентности.

Ризик од оживљавања протекционизма након заостравања финансијске кризе се не сме занемарити. Иако је најгори сценарио кризе у виду економске депресије избегнут, треба имати у виду да веома спор глобални опоравак привреде и растућа незапосленост могу све више поједине владе доводити у искушење да усвајају рестриктивне мере у области трговине. Таква политика појединих земаља може се лако проширити и довести до надметања у увођењу што рестриктивнијих мера. Ограничавајући трговинске токове и глобалну тражњу, јачање трговинског протекционизма би негативно утицало на процес глобалног привредног опоравка и смањило потенцијал за глобални привредни раст на дуги рок.

¹ Независна група истраживача која прати предузете заштитне мере земаља у време економске кризе и информисе о њима.

4. Монетарна кретања

Раст понуде новца и благи опоравак кредитне активности карактерисали су треће тромесечје. Тенденција раздуживања предузећа према иностранству је настављена. По основу кредитне активности ће и у наредном периоду преовлађавати дезинфлаторни притисци, иако се очекује њен даљи опоравак.

Монетарни агрегати

Мада је и даље релативно ниска у поређењу с периодом пре кризе, понуда новца је у трећем тромесечју остварила раст. Монетарни агрегат М3 је у односу на крај другог тромесечја повећан за 2,5%, чему су готово подједнако допринели депозити по виђењу, орочени динарски депозити и девизни депозити (по 0,9 п.п.). Захваљујући чињеници што је превладан страх да ће доћи до краха банкарског система, већи део раније повучених депозита је враћен.

И међугодишње посматрано уочава се опоравак понуде новца. Укупна средства небанкарских сектора (М3) реално су већа за 3,1%, М2 за 4,7%, док је раст М1 и даље реално негативан, али у мањој мери у поређењу с претходним тромесечјима. Сличну тенденцију исказују и стандардизоване стопе раста (чија су одступања од просечне стопе раста изражена у стандардним девијацијама).

Најзначајнији допринос креирању М3 дале су банке кроз кредитирање сектора привреде (2 п.п.), али и држава трошењем депозита и продајом трезорских записа (2,6 п.п.).

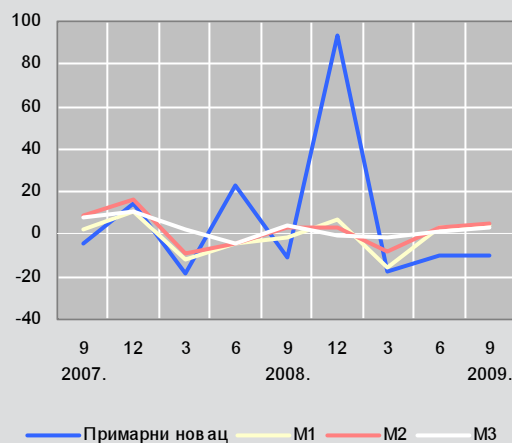
Динарски депозити сектора привреде код банака су, и поред повећане неликвидности овог сектора, остварили пораст. Иако су каматне стопе на дугорочне депозите привреде повећане за 2 п.п., а на краткорочне смањене за 0,5 п.п. у односу на јун, привреда се у већој мери оријентисала на то да има на располагању ликвиднија средства (штедњу по виђењу). Веће потребе привреде за ликвиднијим средствима свакако су последица смањења залиха, ниже очекиване производње у наредном периоду, али исто тако и неизвесности у вези са економском кризом.

Девизна штедња бележи скромнији раст у поређењу с претходним тромесечјем (143 наспрам 345 милиона евра). Девизна штедња привреде је при том забележила номиналан пад, који је ипак компензиран растом динарске штедње, док девизна штедња

Табела III.4.1. Стопе раста монетарних агрегата (у процентима)

	2008.		2009.		Учешће у М3 (септ.)	
	III	IV	I	II	III	
М3	4,0	0,8	2,3	4,6	2,4	100,0
Девизни депозити	4,1	-1,3	6,7	3,7	1,5	61,7
М2	3,9	4,0	-4,4	6,1	4,0	38,4
Орочени дин. депозити	12,6	-2,4	8,8	6,0	4,5	17,1
М1	-1,6	8,6	-12,8	6,2	3,6	21,3
Депозити по виђењу	-3,6	0,4	-12,5	7,7	4,4	13,6
Готов новац у оптицају	3,0	25,9	-13,3	3,6	2,2	7,6

Графикон III.4.1. Кретање монетарних агрегата дефлационирано потрошачким ценама (тримесечни раст, у %)



Тражња за новцем је нешто виша у поређењу с претходним тромесечјем.

становништва наставља да расте. Штедња становништва је порасла за 263 милиона евра: јулско повећање је достигло 123 милиона евра, док је у августу и септембру забележен скромнији пораст (по око 70 милиона евра). Динарска штедња је остала готово на истом нивоу.

Супротно новчаној маси, примарни новац је у трећем тромесечју реално смањен за 9,9%, идентично смањењу у претходном. Повлачење примарног новца извршено је динарским каналом, пре свега улагањем у хартије од вредности кроз репо трансакције (око 43 милијарде динара). То смањење је у извесној мери

компензовано девизним каналом (између осталог и због коришћења кредита Светске банке и Европске инвестиционе банке), али и повлачењем динарских депозита државе.

У структури примарног новца највећа промена је забележена код обрачунате обавезне резерве (због промене њене структуре издвајања), док је учешће осталих категорија остало готово непромењено.

Ликвидност банкарског сектора је била задовољавајућа, тако да банке нису у већој мери користиле кредите за ликвидност предвиђене мерама подршке финансијској стабилности земље.

Пласмани банака

Треће тромесечје карактерише благи опоравак кредитне активности – тромесечни реални раст кредита привреди износи 3,8%, а кредита становништву 2,0%.

Посматрано на међугодишњем нивоу, наставља се успоравање кредитне активности, пре свега као последица ниске тражње и отежане доступности кредита појединим економским субјектима. Успоравање је и даље израженије код сектора становништва, како због погоршања услова на тржишту рада и некретнина тако и због поштравања услова за добијање нових кредита.

Кредитна активност је у највећој мери финансирана по основу повећања динарских депозита привреде и становништва (с доприносом од 1,5 п.п.), а у мањој мери девизном штедњом и задуживањем банака у иностранству. Наиме, средства која је држава прибавила продајом трезорских записа завршила су на рачунима привреде и становништва код банака, што је утицало да се кредитна активност у највећој мери финансира динарским каналом. Иако су се банке у трећем тромесечју у иностранству задужиле више него у другом, то се само у мањој мери одразило на јачање кредитне активности пошто су банке највећи део тих средстава искористиле за издвајање девизне обавезне резерве (због промене структуре у корист дела који се издваја у девизама).

Кредити одобрени сектору привреде су повећани за 21,2 милијарде динара. Највећи део повећања односи се на ЈП Путеве Србије, коме је одобрено око 12 милијарди динара дугорочних кредита. Остатали кредити одобрени сектору привреде у највећој мери су краткорочни – за ликвидност и обртна средства.

Графикон III.4.2. Активне каматне стопе на динарске кредите становништву (у %)



Због мањег учешћа кредита из Програма Владе, каматне стопе на поједине врсте кредита бележе раст.

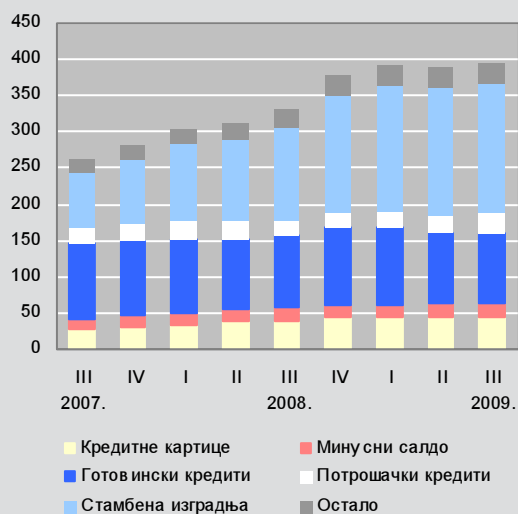
Графикон III.4.3. Реални домаћи кредити и директно задуживање предузећа у иностранству (тримесечне стопе раста, у %)



Кредити привреди и становништву бележе реалан тримесечни раст. Предузећа су наставила да се раздужују према иностранству.

Тенденција раздуживања предузећа према иностранству наставља је и у трећем тромесечју.

Графикон III.4.4. Структура кредита одобреных становништву
(у милијардама динара)



Потраживања по основу готовинских кредита и минусног салда на текућим рачунима су смањена.

Графикон III.4.5. Извори раста пласмана банака
(у % билансне суме банака)



У трећем тромесечју је повећано финансирање кредитне активности по основу динарских депозита и задуживања банака у иностранству.

Предузећа су се задужила за око 503 милиона евра, а вратила кредита у износу од 746 милиона евра, преусмеравајући тражњу на домаће изворе финансирања. У поређењу с претходним тромесечјем, смањење тзв. прекограничних кредита је осетније.

Номинални пад кредита становништву који је регистрован у мају и јуну је заустављен. У току трећег тромесечја кредити становништву су повећани за 5,8 милијарди динара. У структури кредита су у односу на претходно тромесечје највише порасли потрошачки и стамбени (за по три милијарде динара), док су потраживања по готовинским кредитима и кредитним картицама, као и по минусном салду, смањена, што указује да је тражња становништва и даље ниска.

На субвенционисаном сегменту тржишта кредитна активност се успорава.⁸ У септембру је одобрено свега 80,2 милиона евра кредита, што је скоро дупло мање од износа одобреног у јулу. То се може довести и у везу с генерално малом тражњом за инвестиционим кредитима и чињеницом да су

кредити за ликвидност, који се користе и за рефинансирање, готово у целини искоришћени.

Обим одобрених кредита на субвенционисаном сегменту кредитног тржишта одражава се на ниво просечне пондерисане каматне стопе на кредите привреди и становништву. Разлог за то лежи у чињеници што се субвенционисани део камате статистички не приказује (камате на кредите одобрене из програма мера Владе РС исказују се по годишњој стопи од 3% и 5%), што директно утиче на исказивање ниже просечне пондерисане каматне стопе. Тај утицај је био изражен нарочито у јулу, када је просечна пондерисана стопа на пласмане привреди и становништву износила 15,62%. Али већ у августу, када је одобрено знатно мање кредита из тог програма, ова стопа је повећана на 16,7%. Будући да је активност на овом сегменту у септембру додатно смањена, статистички утицај ових нижих стопа је још више умањен, тако да просечна пондерисана активна каматна стопа на пласмане привреди и становништву износи 18,86%, што је у односу на крај другог

⁸ Детаљније видети осврт на стр. 34.

тримесечја више за 2,4 п.п., и поред смањења референте каматне стопе.

Као последица пада економске активности, а нарочито пораста неликвидности сектора предузећа, расте учешће проблематичних кредита (НПЛ) у укупним кредитима. Од почетка године закључно са септембром, учешће проблематичних кредита је повећано за 5 п.п. Ипак, у односу на крај јуна оно је незнатно повећано и у септембру је износило 10,4%.

Негативан јаз реалних кредита (који укључују и задуживање привреде и становништва код домаћих банака и директно задуживање привреде у иностранству) наставља да се продубљује. Супротно томе, производни јаз, иако и даље делује дезинфлаторно, указује на извешан опоравак агрегатне тражње. Искуства из претходних рецесија показала су да када дође до опоравка економске активности кредитна активност је не прати још неко време. Ипак, у наредном периоду може се очекивати благи опоравак кредитне активности, будући да историјски подаци сугеришу да циклично кретање економске активности претходи цикличном кретању кредита.

Утицај програма Владе Републике Србије на кредитну активност

Услед пада економске активности и наглог заустављања кредитирања привреде и становништва у четвртм тромесечју 2008. године, Влада РС је у фебруару 2009. донела пакет мера¹ усмерен на подстицање кредитне активности банака у оквиру мера за ублажавање ефеката светске економске кризе. Програм предвиђа кредитирање предузећа под повољнијим условима од тржишних, уз обавезу да се одржи постојећи ниво запослености, као и кредитирање становништва (ради стимулисања тражње за домаћим производима) путем директног субвенционисања каматне стопе и/или суфинансирања једног дела кредита. Преглед степена искоришћености средстава предвиђених за те намене, према врстама кредита, дајемо у приложеној табели.

Одобрени кредити из Програма Владе Републике Србије
(у млн. динара)

	Одобрено								Укупно	Предвиђено	Проценат реализације
	Март	Апр.	Мај	Јун	Јул	Авг.	Септ.	Окт.			
Кредити за ликвидност	11.239	11.405	10.034	12.411	12.144	9.050	5.670	5.701	77.655	80.000	97,1%
с валутном клаузулом	11.239	11.405	10.034	11.727	11.094	7.795	4.783	4.555	72.632		
у динарима	0	0	0	684	1.050	1.255	887	1.146	5.022		
Инвестициони кредити	0	0	49	0	58	98	0	0	204	17.000	1,2%
Кредити становништву:	809	406	763	2.160	1.786	1.891	1.817	2.434	12.064	20.000	60,3%
- за куповину аутомобила	577	171	529	1.228	1.016	932	955	1.327	6.734		
- за куповину трактора	0	0	41	393	205	201	109	109	1.059		
- остали потрошачки кредити	232	236	193	538	564	758	752	998	4.270		
- туристички кредити	0	0	0	0	0	0	0	0	1		
Укупно	12.048	11.811	10.846	14.571	13.987	11.038	7.487	8.135	89.923	117.000	76,9%

Извор: Министарство економије и регионалног развоја.

Један од индиректних циљева програма био је и оживљавање инвестиционог банкарства, које би допринело бржем економском опоравку. Свакако да је инвестициони сегмент кредитног тржишта највише погођен кризом пошто предузећа инвестиционе и развојне планове одлажу за боља времена, када је степен неизвесности у пословању мањи, а банке се радије опредељују за краткорочне пласмане, будући да они носе мањи степен ризика. У складу с тим, држава код инвестиционих кредита суфинансира 30% кредита, а Фонд за развој даје гаранцију за 75% пласираних средстава. Ипак, чињеница да је у претходних девет месеци одобрено само 11 захтева (1,2% предвиђених средстава) указује на то да се тек с јењавањем кризе може очекивати интензивирање инвестиционог кредитирања.

Други модел кредитне подршке привреди који је програмом предвиђен (кредити за ликвидност) знатно више одговара тренутним потребама предузећа, на шта указује податак да су средства намењена за ликвидност готово искоришћена и да је држава у мају првобитно предвиђена средства за ову намену дуплирала како би помогла привреди и проширила број корисника помоћи.

Привредним субјектима који имају ургентне потребе за краткорочним обртним средствима висина тржишне каматне стопе свакако није била примаран проблем код потенцијалног кредитног аранжмана, већ испуњавање пооштрених критеријума банака у погледу кредитне способности. У прилог томе говори и податак да је само 20% привредних субјеката кредитно способно.² Пошто се програмом не утиче на дисперзију ризика кредитирања „неликвидне“ привреде, који је основни узрок успоравања раста ових кредита, већ само на трошкове задуживања, утицај мера државе на износ укупних кредита одобрених привреди нема већег значаја.

¹ О пакету мера детаљније видети Извештај о инфлацији мај 2009, стр. 39.

² Анкета Привредне коморе Србије, јун 2009. године.

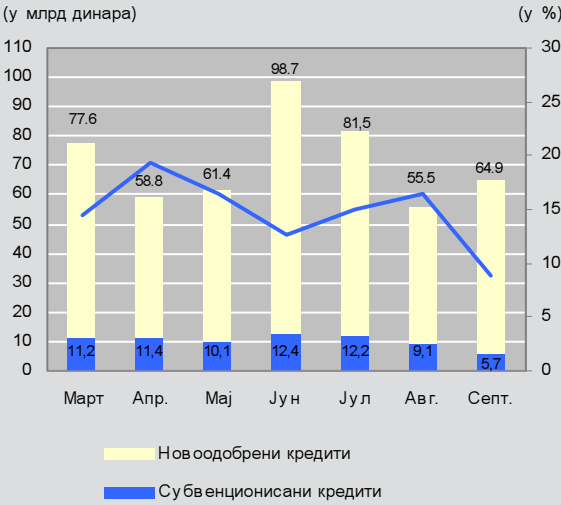
Структурни недостатак почетног програма, који се огледа у обавезном валутном индексирању свих зајмова, исправљен је у мају увођењем динарских кредита за ликвидност. Иако њихово учешће у укупним кредитима за ликвидност износи само 6,5%, приметно је да временом постају све траженији (у септембру је њихово учешће износило 16%, а у октобру преко 20%). Разлоге за таква кретања најпре треба тражити у снижавању референтне каматне стопе (ови кредити тренутно привреду коштају само 6,5% на годишњем нивоу³).

Упркос благом расту у последњем тромесечју, реализација потрошачких кредита није дала очекиване резултате. Једино је део програма који се односи на кредитирање куповине аутомобила испунио очекивања, тако да је држава у септембру трајање програма продужила до краја године. Половична реализација средстава указује да, и поред напора државе, тражња становништва за домаћим производима није на задовољавајућем нивоу. Утицај субвенционисаних пласмана становништву на кредитну активност банака био је недовољан. У прилог томе говори и номинални пад кредита становништва у мају и јуну. Тек је измена регулативе у јуну, којом је укинута ограничење рочности потрошачких кредита, утицала на благи опоравак кредитне активности усмерене ка становништву.

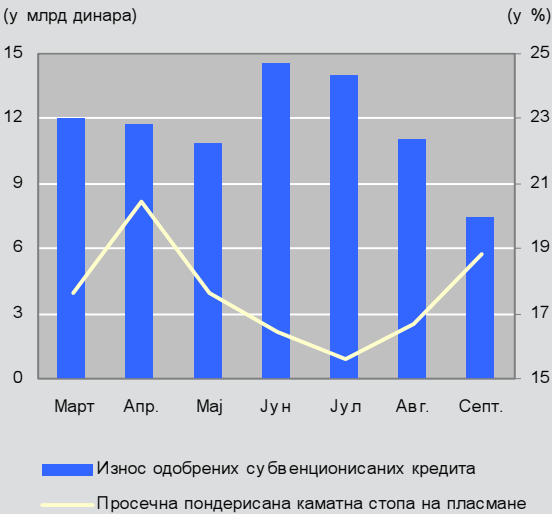
Увођењем горње границе за каматне стопе на кредите из свог програма (од 3,0 до 4,9% за кредите с валутном клаузулом и 10,5% за динарске кредите, са субвенцијом државе од 5,0%), држава је директно утицала на смањење нивоа просечне пондерисане каматне стопе. Међутим, у наредном периоду, тај ефекат ће бити мањи због ограничености средстава која су издвојена за потребе овог програма.

Укупан обим средстава, који је опредељен новцем издвојеним из буџета, позитивне ефекте овог програма своди на недовољан број корисника. Наиме, учешће субвенционисаних кредита у новоодобреним се од почетка реализације програма креће до 20%, при чему једини услов државе да се постојећи ниво запослености задржи онемогућава извештајан број предузећа да учествују у програму. И поред тога, јасно је да је тражња за ликвидним средствима знатно већа од капацитета пакета државне помоћи и да је један број привредних субјеката остао ускраћен за повољне услове задуживања.

Графикон 1. Кредити привреди



Графикон 2. Одобрени субвенционисани кредити и просечна пондерисана каматна стопа на пласмане банака



³ За динарске кредите каматна стопа је референтна стопа НБС + 1,5%, док је максимална каматна стопа 15,5%, при чему држава субвенционише 5%.

5. Кретање понуде и тражње

Економска активност

Економска активност се опоравља. Након пада БДП-а од 4% у другом тромесечју, у трећем очекујемо да његов пад буде успоренији (2,3% међугодишње). Десезонирани тромесечни подаци указују на пораст економске активности (4,1% на годишњем нивоу) први пут након више од годину дана. Иако у мањој мери, производни јаз је и даље негативан.

Друго тромесечје 2009.

Према извештају Републичког завода за статистику, БДП је у другом тромесечју смањен међугодишње за 4,0%, што је нешто ниже од наших очекивања изнетих у претходном Извештају о инфлацији (4,5% мг.). Пад непољопривредне додате вредности је у истом периоду успорен – на 3,5% међугодишње. Тромесечне стопе раста БДП-а, рачунате на основу десезонираних података, исто тако су успориле пад (1,6% на годишњем нивоу), док НДВ бележи раст (2,5% на годишњем нивоу).

Треће тромесечје 2009.

На основу расположивих података, процењујемо да је у трећем тромесечју остварен раст реалног БДП-а од 4,1% годишње, а раст НДВ-а је благо убрзан (3,4% годишње). Међугодишњи пад процењујемо на 2,3% за БДП, односно 2,5% за НДВ.

Опоравак економске активности се највише дугује расту индустријске производње. Она је у трећем тромесечју у односу на претходно већа за 23,7% на годишњем нивоу. Након раста у августу (1,6%), раст индустријске производње у септембру је додатно убрзан (3,1%), чему је у највећој мери допринео раст прерађивачке индустрије. Међутим, за опоравак индустријске производње у та два месеца треба захвалити највише производњи гвожђа и челика фабрике Ју-Ес стил у Смедереву. Та фабрика је у јулу преузела извршење наруџбина од истог произвођача у Словачкој, који је обуставио производњу због техничких проблема. Тако је пораст производње основних метала допринео расту индустријске производње у трећем тромесечју са чак 60%. Међутим, из Ју-Ес стила је најављено да ће једна пећ

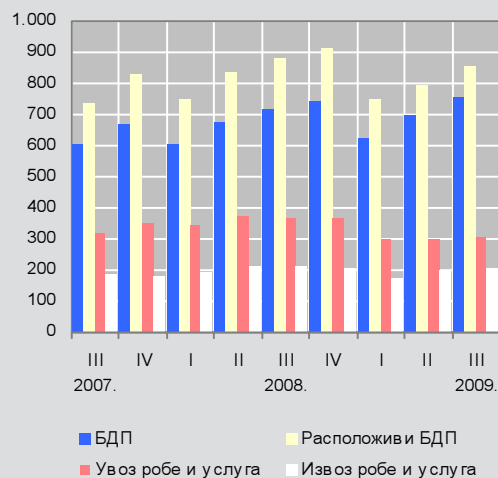
Графикон III.5.1. Доприноси међугодишњем расту БДП-а (у процентним поенима)



* Процена НБС.

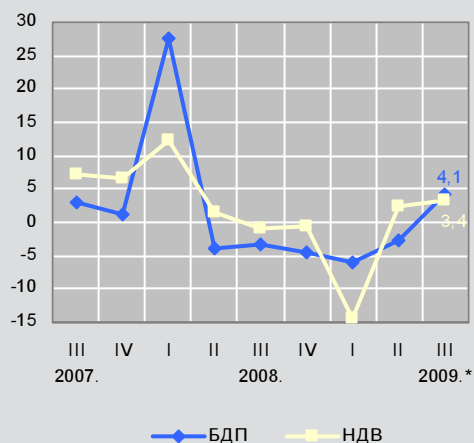
У трећем тромесечју се очекује успоренији међугодишњи пад БДП-а услед успоренијег пада индустријске производње.

Графикон III.5.2. Кретање БДП-а – процене по тромесечјима (у млрд динара)



Учешће извоза робе и услуга у трећем тромесечју је чинило 27,4%, а увоза 40,9% БДП-а.

Графикон III.5.3. Раст индикатора економске активности
(десезониране тром. стопе раста, на год. нивоу)



* Процена НБС.

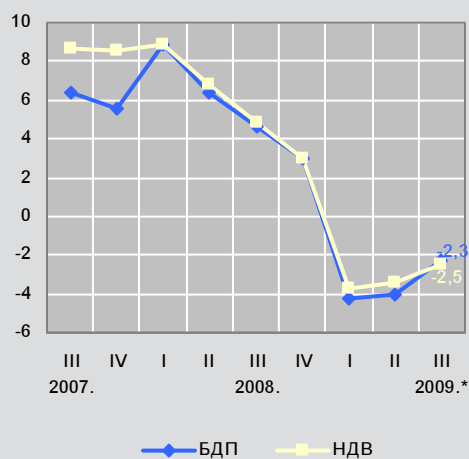
Раст НДВ-а и БДП-а је у трећем тромесечју убрзан, услед раста индустријске производње.

Графикон III.5.5. Тромесечни покретни просеци индустријске производње и трговине на мало
(међугодишње стопе, у %)



Настављен је међугодишњи пад трговине на мало, док индустријска производња бележи успоренији пад.

Графикон III.5.4. Раст индикатора економске активности
(међугодишње стопе раста)



* Процена НБС.

Међугодишње посматрано, НДВ, као и БДП, бележе успоренији пад у трећем тромесечју.

престати с производњом од децембра, због чега ће раст индустријске производње у наредном периоду бити умеренији.

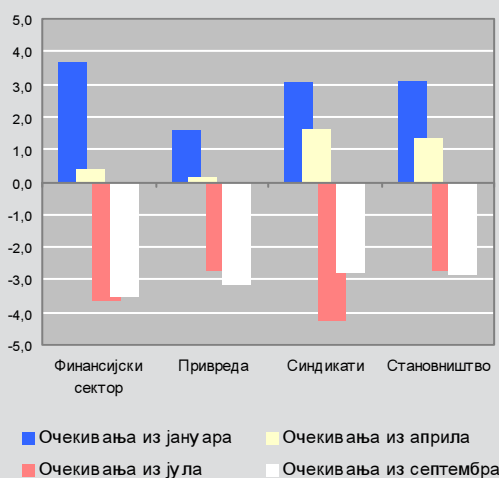
Залихе готових производа су у трећем тромесечју даље смањене (6,1% мг.), највише залихе капиталних производа (17,8% мг.). Ипак, десезонирано посматрано, залихе капиталних производа имају успоренији пад.

У складу с падом производње неметалних минерала и инвестиционе потрошње државе, пад грађевинске активности у трећем тромесечју процењујемо на око 12% међугодишње.

Трговина на мало је и даље у паду. Ипак, десезонирани подаци о тромесечним стопама раста указују да је тај пад успорен (5,2% у трећем наспрам 15% на годишњем нивоу у претходном тромесечју).

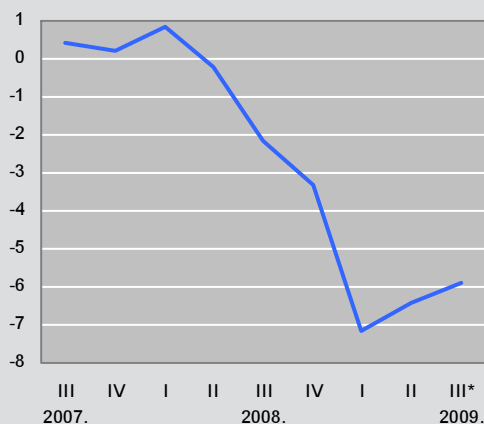
Захваљујући благом успоравању пада бруто додате вредности, буџетски приходи по основу царина и ПДВ-а (умањених за субвенције) забележили су мањи пад у односу на претходно тромесечје.

Графикон III.5.6. Очекивани привредни раст у 2009. години



Сви анкетирани сектори очекују пад економске активности и негативне стопе раста до краја године.

Графикон III.5.7. Производни јаз



* Процена НБС.

Иако се постепено смањује од почетка године, производни јаз је и даље изразито негативан.

На основу процена Републичког завода за статистику о очекиваној производњи пољопривредних култура за ову годину, у трећем тромесечју очекујемо убрзање пољопривредне активности (5,2% м.г.). У овој години се очекује раст производње свих пољопривредних култура, осим сунцокрета.

Иако благо смањена у односу на претходно тромесечје, економска активност се, мерено НДВ, и даље креће знатно испод дугорочне тенденције, што је показатељ да су дезинфлаторни притисци на страни тражње и даље јаки.

У четвртном тромесечју очекујемо нешто спорији раст економске активности него у трећем, што ће

резултирати падом БДП-а од око 2,8% у 2009. години. Највећи негативни допринос имаће инвестиције и потрошња, док ће допринос нето извоза бити позитиван (видети осврт на стр. 39). Прогноза ММФ-а о расту реалног БДП-а у Србији за 2009. годину је побољшана у новембру и износи -3% (у септембру је износила -4%).

На основу платнобилансних података, расположиви БДП би могао да износи око 855 милијарди динара (113,5% БДП-а). Учешће извоза робе и услуга чинило би 27,4,5%, а увоза 40,9% БДП-а.

Расподела БДП-а и оцена агрегатне тражње

Званичне процене Републичког завода за статистику о потрошној страни бруто домаћег производа (БДП) доступне су у номиналном износу, а последњи расположиви податак имамо за 2007. годину. У овом извештају представљамо нашу процену расподеле реалног БДП-а за 2009, као и прогнозу за 2010. годину.

Расходна страна реалног БДП-а и подаци коришћени при њеној процени приказани су у Табели 1.

Табела 1.
Основни подаци коришћени при процени употребе БДП-а

		Подаци
Бруто домаћи производ (I+II)		
I. Домаћа тражња (1+2)		
1. Укупна финална потрошња (1.1+1.2)		
1.1. Потрошња домаћинстава (лична)	Подаци РЗС о трговини на мало, саобраћају, комуникацијама, туризму и угоститељству; Анкета о потрошњи домаћинстава.	
1.2. Потрошња државе	Подаци Министарства финансија о консолидованим расходима за зараде и текућим расходима за куповину добара и услуга.	
2. Инвестициона потрошња (2.1+2.2+2.3)		
2.1. Бруто инвестиције у основне фондове	Подаци РЗС о вредности изведених и предвиђених грађевинских радова, часовима рада на градилиштима и увозу капиталних производа.	
2.2. Промене у залихама	Подаци РЗС о залихама готових производа у индустрији.	
2.3. Инвестиције државе	Подаци Министарства финансија о капиталним расходима.	
II. Нето извоз (1-2)		
1. Извоз робе и услуга	Подаци НБС о платном билансу РС.	
2. Увоз робе и услуга	Подаци НБС о платном билансу РС.	

Расподела БДП-а и оцена агрегатне тражње

Високе стопе раста БДП-а у претходним годинама последица су раста домаће тражње, нарочито укупне финалне потрошње. Виши раст домаће тражње (пре свега личне потрошње) од економске активности резултирао је високим трговинским дефицитом у том периоду.

Према нашим проценама, пад БДП-а у овој години ће износити 2,8%. Тај пад је у највећој мери последица пада домаће тражње за 9,7%, како укупне финалне (5,7%) тако и инвестиционе потрошње (25,2%), као и пада нето извоза за 39,7%, што његов допринос чини позитивним (нижи трговински дефицит). У оквиру укупне финалне потрошње регистрован је знатно већи пад државне од личне потрошње. Пад државне потрошње последица је пада текућих расхода за куповину добара и услуга, као и смањења издатака за зараде услед замрзавања плата службеника државне администрације и смањења највиших зарада запослених у јавном сектору.

Табела 2.
Доприноси међугодишњем расту БДП-а

	2007.	2008.	2009.
БДП	6,9	5,5	-2,8
Домаћа тражња	19,4	6,3	-11,9
Укупна финална потрошња	9,5	8,3	-5,5
Инвестициона потрошња	9,9	-2,0	-6,3
Нето извоз (извоз - увоз)	-12,5	-0,8	9,1

Табела 3.
Стопе реалног раста, у %

	2007.	2008.	2009.
БДП	6,9	5,5	-2,8
Домаћа тражња	15,4	5,1	-9,7
Укупна финална потрошња	9,8	8,8	-5,7
Инвестициона потрошња	33,8	-7,1	-25,2
Нето извоз (извоз - увоз)	47,8	3,4	-39,7

Табела 4.
Учешће у процењеном БДП-у, у %

	2007.	2008.	2009.
БДП	100,0	100,0	100,0
Домаћа тражња	123,3	122,9	114,2
Укупна финална потрошња	94,7	97,7	94,8
Инвестициона потрошња	28,6	25,2	19,4
Нето извоз (извоз - увоз)	-23,3	-22,9	-14,2

У оквиру домаће тражње, знатно бржи пад је регистрован код инвестиција (25,2%) него код укупне финалне потрошње (5,7%). С друге стране, позитиван допринос нето извоза последица је бржег пада увоза (26,1%) од извоза (16,2%).

Таква кретања довела су и до значајне промене структуре БДП-а – пада учешћа домаће тражње (укупне финалне и инвестиционе потрошње) и, истовремено, знатно мање потребе за спољним изворима потрошње.

Имајући у виду дезинвестирање у току 2009. године, у наредним годинама не можемо са сигурношћу очекивати раст економске активности као из периода пре кризе.

Прогноза расподеле БДП-а за 2010. годину

У 2010. години се очекује раст БДП-а од 1,5%. Опоравку економске активности ће допринети пре свега пораст инвестиционе потрошње (23%), као резултат очекиваног вишег прилива по основу страних директних инвестиција, олакшаног приступа предузећа спољним изворима финансирања, опоравка кредитне активности и већег раста увоза капиталних добара. У структури инвестиционе потрошње очекује се знатан раст инвестиционе активности државе (20%), с обзиром на низак проценат реализације капиталних расхода у овој години, као и најављене пројекте за наредну годину.

Табела 5.
Доприноси међугодишњем расту БДП-а

	2008.	2009.	2010.
БДП	5,5	-2,8	1,5
Домаћа тражња	6,3	-11,9	3,0
Укупна финална потрошња	8,3	-5,5	-1,4
Инвестициона потрошња	-2,0	-6,3	4,4
Нето извоз (извоз - увоз)	-0,8	9,1	-1,5

С друге стране, у наредној години ће се наставити пад финалне потрошње за 1,5%. Замрзавање пензија и зарада у јавном сектору утицаће на пад финалне потрошње државе (реално за 6%). Очекујемо, такође, и пад финалне потрошње становништва, али у мањој мери него у 2009. години.

С обзиром на то да се у 2010. години очекује опоравак економске активности, заснован пре свега на расту инвестиционе активности, реално је очекивати и нешто већи трговински дефицит, тј. нешто веће учешће нето извоза у БДП-у. Такође, имајући у виду значајан опоравак инвестиционе потрошње, очекујемо и промене у структури увоза робе и услуга – већи увоз капиталних, а мањи увоз потрошних добара, што је у складу с нашом прогнозом кретања укупне финалне потрошње.

Табела 6.
Стопе реалног раста, у %

	2008.	2009.	2010.
БДП	5,5	-2,8	1,5
Домаћа тражња	5,1	-9,7	2,7
Укупна финална потрошња	8,8	-5,7	-1,5
Инвестициона потрошња	-7,1	-25,2	23,0
Нето извоз (извоз - увоз)	3,4	-39,7	10,8

Инострана тражња

Током трећег тромесечја, а нарочито након објављивања података о (иако незнатном) расту бруто друштвеног производа у другом тромесечју у односу на прво у Немачкој и Француској (по 0,3%), постало је јасно да је рецесија у најразвијенијим економијама окончана и да предстоји период постепеног опоравка светске привреде. То је потврдио и ММФ у најновијој полугодишњој прогнози светских конјунктурних кретања, али је при том изнео и озбиљна упозорења.

Најважније упозорење ММФ-а односи се на одрживост започетог глобалног економског опоравка. Наглашава се да је почетак опоравка пре свега резултат енергичног управљања кризом, тј. давања снажних фискалних и монетарних стимуланса влада и централних банака, а никако суштинског опоравка, који би се могао одржати у средњем року. Стога је нарочито важно да се не преурани с повлачењем стимулативних мера, које би могло да проузрокује нови пад привредних активности.

Да би светска економија и реално кренула путем одрживог опоравка, неопходно је исправљање постојећих дебаланса, који се огледају у високим трговинским суфицитима земаља са стратегијом раста извоза (Јапан, Кина, Немачка) и истим

Табела III.5.1. Прогноза реалног раста БДП-а

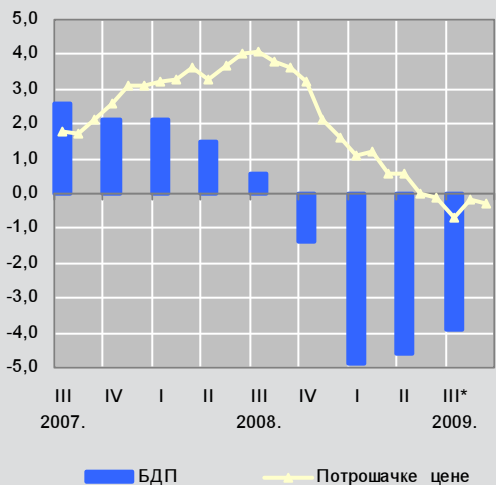
	Прогноза		Промена у односу на јулску прогнозу	
	2009.	2010.	2009.	2010.
Свет	-1,1	3,1	+0,3	+0,6
Зона евра	-4,2	0,3	+0,6	+0,6
Најзначајнији увозници наших производа				
БиХ	-3,0	0,5	-0,5	+0,2
Немачка	-5,3	0,3	+0,9	+0,9
Италија	-5,1	0,2	0	+0,3
Црна Гора	-4,0	-2,0	-1,3	+0,5

Извор: ММФ, World Economic Outlook, октобар 2009.

таквим дефицитима земаља чији се привредни раст базира на високој увозној потрошњи (САД). Истовремено, ММФ наводи да је главни ризик за одржив опоравак глобалне економије могућа слаба тражња у развијеним економијама САД, западне Европе и Јапана.

Што се тиче саме прогнозе привредног раста по регионима и на глобалном нивоу за ову и наредну годину, ММФ је изразио нешто већи оптимизам у односу на прогнозу из јула 2009. Оцена пада привредне активности у зони евра у 2009. години ревидирана је наниже, а у 2010. је, уместо пада,

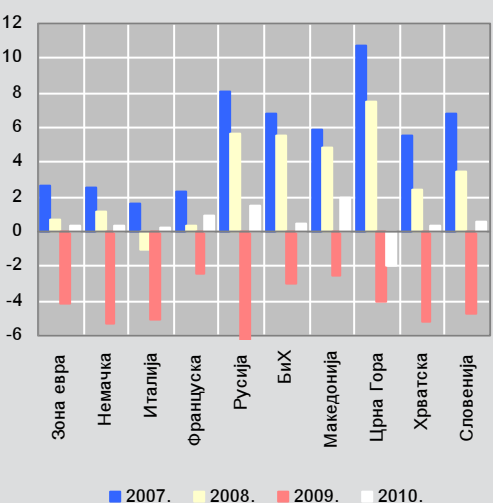
Графикон III.5.8. БДП и инфлација у зони евра (међугодишње стопе раста)



* Процена.
Извор: EUROSTAT.

Током трећег тромесечја настављају се дефлаторна кретања започета у другом. Очекује се успоравање пада БДП-а.

Графикон III.5.9. Раст БДП-а најважнијих спољнотрг. партнера Србије и пројекције (у %)



Код најзначајнијих спољнотрговинских партнера Србије очекује се знатан пад привредне активности у 2009. и благ опоравак тек у 2010. години.

предвиђен благ раст. Када су у питању наши најзначајнији спољнотрговински партнери унутар зоне евра, за Немачку је прогноза раста значајно побољшана, док је за Италију остала непромењена за ову и у извесној мери побољшана за наредну годину. Према октобарској прогнози *Consensus Forecast*-а, извештај опорава економске активности и позитивне тромесечне стопе раста у Европској унији очекују се од трећег тромесечја.

За земље централне и источне Европе, с којима Србија такође има значајан обим спољнотрговинске размене, прогноза ММФ-а је непромењена за текућу, а знатно повољнија за наредну годину. Што се тиче земаља с подручја бивше СФРЈ, прогноза пада привредне активности за 2009. годину је погоршана, а за 2010. побољшана у односу на прогнозу из јула.

Као што се може закључити из релевантних прогноза у 2009. години, пад иностране тражње у односу на 2008. је драстичан и његови ефекти се осећају кроз веома редукован обим спољнотрговинске размене Србије. И поред тога што је у другом и трећем тромесечју дошло до заустављања пада привредне активности и наговештаја благог опоравка у земљама најзначајнијим спољнотрговинским партнерима Србије, по том основу у извозној тражњи не треба очекивати значајније промене.

Индикатори потрошње становништва

Извори средстава потрошачке тражње у трећем тромесечју у односу на упоредиви период претходне године су смањени. На пад тражње становништва по том основу указује и пад промета у трговини на мало.

Смањење новчаних прихода становништва у условима високе неликвидности привреде указује на наставак пада извора потрошње становништва. Новчани приходи становништва посматрани збирно (зараде, пензије и социјална примања) у трећем тромесечју су у односу на исти период претходне године реално смањени за 1,7%. Пад прихода био је праћен и реално непромењеним износом кредита становништву, као и благим порастом штедње становништва. Мањи износ расположивих средстава био је делимично компензован значајним нето приливом девиза по основу дознака, за чију процену се користи нето откуп девиза овлашћених мењача од становништва.

Графикон III.5.10. Структура извора потрошње становништва
(тримесечне промене, у процентним поенима)



Смањење новчаних прихода становништва делимично је компензовано приливом дознака.

Пад промета у трговини на мало (10,0%) говори о паду потрошње становништва у трећем тромесечју. С друге стране, пораст натуралне потрошње и промета на зеленим пијацама указује на то да је становништво преусмерило део тражње ка овим каналима набавке.

Јавна потрошња

У поређењу с претходним, у трећем тромесечју је забележен нижи дефицит, али с већим ефектом на агрегатну тражњу. За четврто тромесечје се очекује већи дефицит и ефекат на агрегатну тражњу.

У мери у којој су у трећем тромесечју укупни консолидовани приходи, без донација, реално смањени (4,0% мг.), укупни консолидовани расходи су повећани. Дефицит буџета у том периоду је износио 30,6 милијарди динара.

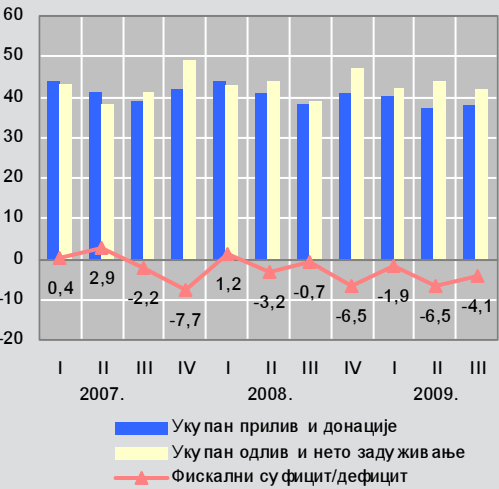
Ефекат на тражњу, у износу од 15,8 милијарди динара, знатно је нижи од дефицита, али већи у поређењу с претходним тромесечјем, будући да је у нешто мањој мери финансиран продајом трезорских записа.

Од прихода једино акцизе, непорески и капитални приходи бележе реалан међугодишњи раст. При том је раст акциза знатан (16,5% м.г. реално), а последица је измене законских прописа у овој области. Непорески и капитални приходи такође су исказали знатан раст (11,6% и 35,0% м.г. реално, респективно), али не играју значајну улогу у укупној суми прихода (у случају непореских прихода раст је углавном последица уплате добити јавних предузећа у буџет). Због нижег увоза, највећи пад, као и до сада, бележе приходи по основу царина (33,6% м.г. реално). Приходи по основу ПДВ-а сада већ исказују умеренији пад – реално 4,5% међугодишње. У односу на друго тромесечје, структура приходне стране буџета није се значајно променила, али су укупни приходи већи за 11% реално. То говори у прилог тези да је најгори део кризе, бар када је реч о буџетским приходима, иза нас.

На расходној страни, највећи раст и даље бележе камате на домаћа задужења, које у трећем тромесечју износе 2,5 милијарди динара. Поред тога, висок раст бележе и расходи по основу субвенција (24,6% м.г. реално), као и расходи по основу социјалних давања из буџета (7,9% м.г. реално), пензије пре свега. Ипак, и поред раста, реализација субвенција је у складу с планом. Расходи по основу зарада запослених бележе реалан међугодишњи пад од 3%, набавка робе и услуга од 0,6%, а капитални расходи од 22,7%.

Претпоставимо ли да ће реализација прихода у четвртном тромесечју задржати тренд из досадашњег дела године, те да ће се расходи реализовати у складу с постојећим ребалансом (тамо где је то с обзиром на досадашње трошкове могуће), у четвртном тромесечју би дефицит требало да буде нешто већи у односу на треће. Реално је, дакле, очекивати благо повећање дефицита уз раст и на приходној и на расходној страни буџета.

Графикон III.5.11. Јавни приходи и расходи (методологија ММФ-а) (у % БДП-а)



Извор: Прерачено на основу података Министарства финансија РС.

Фискални дефицит у трећем тромесечју нижи је у односу на претходно, захваљујући нешто вишим приходима и мањим уштедама у буџету.

Графикон III.5.12. Структура јавних расхода (у млрд динара)



Извор: Прерачено на основу података Министарства финансија РС.

Учешће инвестиција у јавним расходима и даље је ниско.

Табела III.5.2. **Фискални резултат**
(по тромесечјима, у млрд динара)

	2007.				2008.				2009.				Индекс III 2009. III 2008.	Индекс реално III 2009. III 2008.
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III			
I. Укупан прилив и донације, од тога донације	220,36 0,13	232,94 0,27	240,56 0,35	281,74 0,42	263,58 0,16	273,39 0,52	275,21 0,30	303,32 0,32	252,40 0,19	258,38 0,45	285,20 0,87	103,63 284,63	96,04 263,79	
II. Укупан одлив и отплата дуга	219,91	230,14	259,82	343,19	258,05	308,83	286,53	353,90	268,13	323,42	321,84	112,32	104,10	
Отплата страног дуга	1,32	0,47	2,07	0,81	1,30	2,01	2,84	1,54	3,81	3,84	3,17	111,44	103,28	
Отплата старе девизне штедње	0,59	13,19	3,75	8,94	0,50	12,71	3,56	1,20	0,42	16,44	3,72	104,48	96,83	
Превремена отплата дуга	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00			
III. Укупан прилив без донација	220,23	232,67	240,21	281,32	263,41	272,87	274,91	303,00	252,21	257,93	284,33	103,43	95,86	
IV. Укупан одлив без отплате страног дуга, старе девизне штедње и превремене отплате дуга	218,01	216,48	254,00	333,44	256,26	294,12	280,12	351,17	263,91	303,14	314,95	112,43	104,20	
Салдо – методологија ММФ-а (III - IV)	2,23	16,19	-13,79	-52,13	7,15	-21,24	-5,21	-48,17	-11,70	-45,20	-30,61	587,55	544,53	
БДП	503,40	565,60	616,50	677,40	603,21	673,11	721,17	746,17	624,06	697,53	753,90	104,54	96,89	
Салдо – методологија ММФ-а у % БДП-а	0,44	2,86	-2,24	-7,70	1,19	-3,16	-0,72	-6,46	-1,87	-6,48	-4,06	562,04	520,89	

Извор: Прерачунато на основу података Министарства финансија РС.

Табела III.5.3. **Консолидовани јавни расходи**
(по тромесечјима, у млрд динара)

	2007.				2008.				2009.				Индекс	Индекс
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	III 2009. III 2008.	III 2009. III 2008.	
Укупно расходи и отплата дуга ¹⁾	218,1	229,8	256,7	341,1	253,7	308,7	286,4	353,8	268,1	323,4	321,8	112,4	104,1	
Плаћања становништву:	150,5	156,4	167,1	183,6	182,7	200,7	197,0	224,0	211,3	220,7	219,9	111,6	103,4	
Нето зараде	53,1	57,5	59,4	69,7	63,9	71,3	68,6	78,9	70,1	72,8	71,7	104,6	97,0	
Доприноси за запослене	9,4	10,5	10,8	12,3	11,2	12,4	12,5	13,9	12,7	13,2	13,1	104,9	97,2	
Социјални трансфери	88,0	88,4	96,9	101,6	107,6	117,0	116,0	131,2	128,5	134,7	135,1	116,5	107,9	
Пензије	70,2	72,0	74,6	79,4	84,8	91,7	93,8	105,6	106,0	108,9	109,9	117,1	108,5	
Социјална помоћ	15,1	13,7	19,4	18,3	19,1	20,7	17,3	20,5	18,1	21,1	19,5	112,7	104,5	
Остали трансфери становништву	2,7	2,7	2,8	3,9	3,6	4,6	4,9	5,2	4,4	4,7	5,7	117,2	108,6	
Субвенције	9,5	11,8	20,0	26,5	13,3	22,2	13,9	28,3	11,0	14,7	18,7	134,4	124,6	
Материјални трошкови	27,1	32,8	36,4	56,6	34,3	43,0	42,5	56,6	26,3	44,6	45,6	107,3	99,4	
Инвестиције	17,9	15,3	22,2	50,6	10,6	21,1	24,2	40,8	14,0	17,9	20,2	83,5	77,3	
Трошкови камата	5,8	3,1	4,2	2,9	5,3	2,5	4,8	3,3	5,6	4,4	6,6	138,6	128,5	
Отплата дуга	10,9	13,8	5,8	14,2	7,0	18,2	9,2	5,4	6,2	27,8	51,4	559,4	518,4	
штедње и дуга пензионерима	9,6	13,3	3,8	13,4	5,7	12,7	3,6	1,2	0,4	16,4	3,7	104,5	96,8	
Отплата спољног дуга	1,3	0,5	2,1	0,8	1,3	2,0	2,8	1,5	3,8	3,8	3,2	111,4	103,3	
Отплата осталог унутрашњег дуга	1,9	0,3	3,1	1,0	4,4	3,5	2,8	2,6	2,0	7,5	44,5	1.598,4	1.481,4	
Остало ²⁾	7,7	7,4	14,9	20,0	16,1	16,9	10,0	11,9	8,5	14,0	16,9	169,4	157,0	

¹⁾ Збир не укључује доприносе за запослене и отплату осталог унутрашњег дуга.

²⁾ *Остало* укључује остале трансфере, нето набавку финансијске имовине и остале текуће трошкове.

Извор: Прерачунато на основу података Министарства финансија РС.

Индикатори инвестиционе потрошње

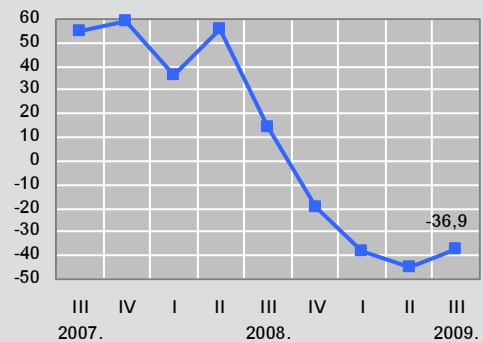
Треће тромесечје 2009. карактерише успоренији пад инвестиционе активности – на то указују готово сви индикатори.

Блажи пад инвестиционе потрошње регистрован у трећем тромесечју представља позитиван сигнал у правцу опоравка економске активности у наредном периоду. Увоз капиталних добара, као најважнији индикатор, успорава пад међугодишње посматрано, док се производња капиталних производа (22,5%) задржала на приближно истом нивоу. Блажи пад инвестиција у фиксне фондове последица је такође благог опоравка кредитне активности и пораста кредита привреди. Блажи пад је уочен и у области грађевинарства и он се процењује на 12% међугодишње.

Међутим, отежан приступ предузећа спољним изворима финансирања, као и рекордно низак прилив страних директних инвестиција, и даље су значајни чиниоци ниске инвестиционе потрошње.

Раст краткорочних кредита привреди у трећем тромесечју резултирао је и блажим међугодишњим падом инвестиција у обртна средства. На то указује и нижи пад производње, али и извоза и увоза

Графикон III.5.13. Раст увоза капиталних добара
(међугодишње стопе раста)



Увоз капиталних производа бележи нижи међугодишњи пад у поређењу с претходна два тромесечја.

интермедијарних производа. С друге стране, залихе интермедијарних производа су, међугодишње посматрано, оствариле већи пад.

Јавне инвестиције су и даље на ниском нивоу. Капитални расходи државе, иако нешто већи у поређењу с претходним тромесечјем, забележили су висок међугодишњи пад (22,7%).

Табела III.5.4. Индикатори кретања инвестиција
(стопе раста у %)

	I 2008. I 2007.	II 2008. II 2007.	III 2008. III 2007.	IV 2008. IV 2007.	I 2009. I 2008.	II 2009. II 2008.	III 2009. III 2008.
Реални показатељи							
Физички обим индустријске производње капиталних производа	7,8	18,4	3,6	-7,3	-29,8	-22,3	-22,5
Физички обим индустријске производње интермедијарних производа	6,5	6,8	-0,2	-12,8	-34,7	-34,2	-18,8
Грађевинарство	9,2	8,1	2,5	-1,1	-13,8	-16,1	-12,0*
Увоз интермедијарних производа	31,2	32,4	22,1	-13,6	-39,3	-41,3	-34,6
Извоз интермедијарних производа	33,0	43,0	28,5	-26,6	-49,8	-53,3	-44,0
Залихе интермедијарних производа	-2,4	-2,3	-1,3	-0,3	0,0	-4,2	-5,3
Увоз капиталних производа	36,7	50,8	19,4	-19,8	-38,1	-44,5	-36,9
Извоз капиталних производа	66,9	77,3	69,3	16,0	-21,2	-23,8	-30,8
Залихе капиталних производа	-4,4	-5,3	-5,3	-8,7	-17,7	-20,5	-17,8
Инвестициона потрошња државе	-46,9	23,2	-1,5	-25,8	-21,3	-22,0	-22,7
Финансијски показатељи							
Средњорочно и дугорочно задуживање привреде у иностранству (нето), млрд EUR	627,9	870,6	775,0	379,0	-160,2	-226,0	-114,0
Домаћи краткорочни кредити одобрени привреди, млрд динара	27,7	24,3	27,9	19,8	55,9	2,2	8,0
Домаћи дугорочни кредити одобрени становништву, млрд динара	22,5	3,5	6,3	45,7	12,8	-5,6	4,1
Домаћи дугорочни кредити одобрени привреди, млрд динара	14,1	7,2	38,3	39,7	18,6	3,4	10,6

* Процена НБС.

Напомена: Кредит у износу 600 милиона евра, који је у јуну 2007. Citigroup одобрила Телекому Србије (за куповину Телекома Републике Српске), искључен је из вредности дугорочног задуживања предузећа у иностранству, пошто није утицао на повећање инвестиционе активности у земљи.

6. Кретања на тржишту рада

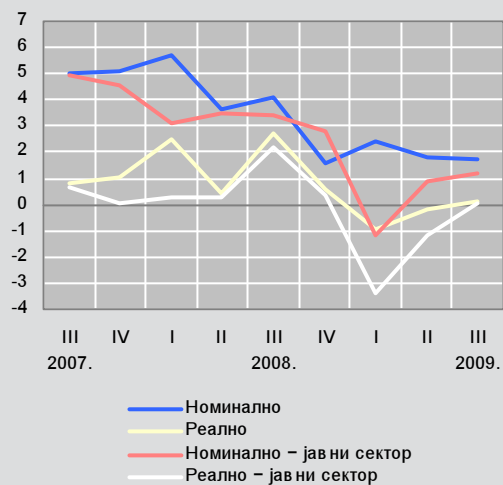
Зараде

Зараде су у трећем тромесечју оствариле минималан номинални раст, док су реално посматрано непромењене у односу на претходно тромесечје. Пад јединичних трошкова рада у индустрији резултат је пораста продуктивности, која није била праћена порастом реалних зарада.

Благи опоравак економске активности у трећем тромесечју пратио је номинални раст зарада, који је, десезонирано посматрано⁹, износио 1,7%. Реално посматрано, зараде су биле на нивоу из претходног тромесечја.

Просечна месечна нето зарада у трећем тромесечју износила је 31.737 динара. Изражена у еврима, износила је 342 евра, или за 1,1% више у односу на претходно тромесечје, пре свега захваљујући јачању динара према евр.

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



* Раст укупних номиналних и реалних зарада у 2009. години израчунат на основу нове методологије.

Укупне зараде и зараде у јавном сектору су у трећем тромесечју оствариле минималан номиналан раст, док су, реално посматрано, остале непромењене.

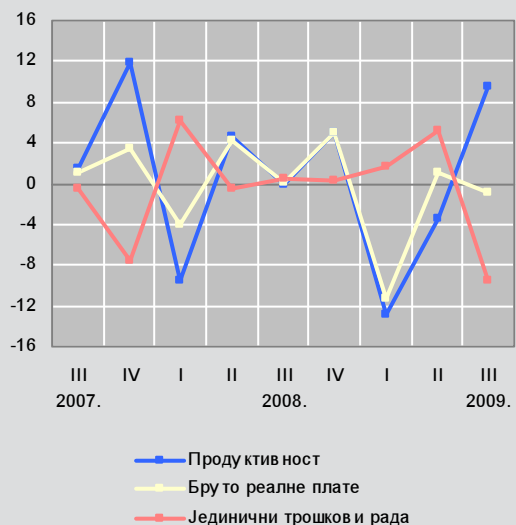
Графикон III.6.2. Кретање просечних нето зарада (тромесечни раст, у %)



* Раст укупних номиналних и реалних зарада у 2009. години израчунат на основу нове методологије.

Раст просечне зараде остварен је у грађевинарству, прерађивачкој индустрији и саобраћају, док је у осталим делатностима забележен пад.

Графикон III.6.3. Кретање продуктивности, бруто реалних плата и јединичних трошкова рада у индустрији (тромесечни раст, у %)



Пад јединичних трошкова рада у индустрији резултат је раста продуктивности.

⁹ Подаци за 2007. годину су кориговани за ефекте промене методологије обрачуна зарада почетком 2008. године.

Највећи номинални раст просечних зарада остварен је у грађевинарству, што је сезонског карактера. Успоренији номинални раст зарада остварен је у прерађивачкој индустрији и саобраћају, док готово све остале делатности бележе пад.

Номиналне зараде у јавном сектору забележиле су пад од 0,9%, док су, десезонирано посматрано, оствариле минималан раст (1,2%).

Оживљавање индустријске производње у трећем тромесечју, пад бруто реалних зарада и пад броја запослених у индустрији имали су за последицу тромесечни пад јединичних трошкова рада од 9,6%. У прерађивачкој индустрији пад јединичних трошкова рада је још већи и износи 11,5%.

Запосленост

Благи опоравак економске активности праћен је незнатним растом запошљавања. Настављени тренд

пада укупног броја запослених и остали индикатори указују на погоршање услова на тржишту рада.

Благо оживљавање економске активности још увек се није одразило на физичке показатеље тржишта рада. Наиме, према подацима анкете РАД Републичког завода за статистику, званична запосленост у трећем тромесечју наставља да пада. Смањење запослености је забележено код правних лица, док подаци о броју запослених код физичких лица (предузетника) још увек нису расположиви.

Највеће смањење запослености забележено је у оквиру прерађивачке индустрије, где је број запослених смањен за око седам хиљада, и у грађевинарству, за око хиљаду радних места. Потпунију слику о броју запослених имаћемо тек када буду расположиви подаци код предузетника и подаци из Анкете о радној снази. Ипак, извесно је да су услови на тржишту рада погоршани – циклус незапослености обично с доцњом прати економски циклус.

Графикон III.6.4. Незапосленост (у хиљадама)



Извори: Национална служба за запошљавање и РСЗ.

Пад броја незапослених може се приписати пре брисању неактивних незапослених са евиденције него утицају благог оживљавања економске активности.

Графикон III.6.5. Запошљавање (у хиљадама)

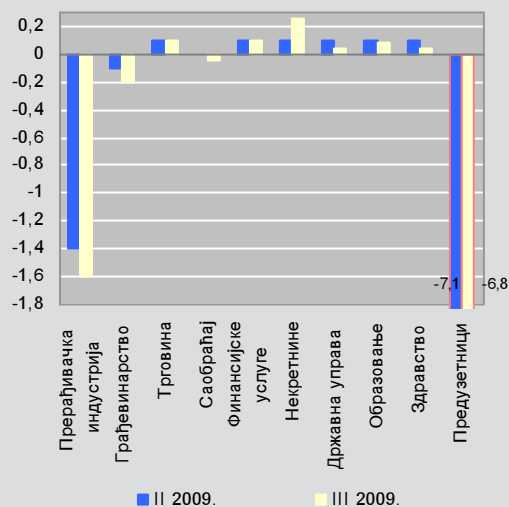


* Процена НБС.

Извори: Републички завод за статистику и Национална служба за запошљавање.

Благи опоравак економске активности праћен је растом броја заснованих радних односа.

Графикон III.6.6. Запосленост по секторима
(допринос међугодишњем расту запослености, у процентним поенима)



Највећи пад запослености регистрован је код предузетника.

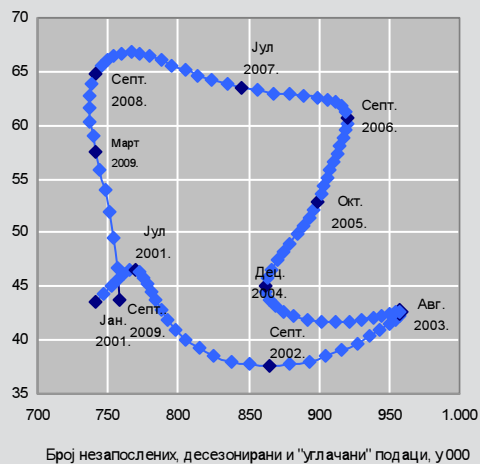
Број запослених у оквиру јавног сектора нижи је за око 4,5 хиљада. Смањење је забележено и код запослених који се финансирају из буџета, али и у јавним државним и локалним предузећима.

Према подацима Националне службе за запошљавање, током трећег тромесечја број незапослених лица се смањио за 25,9 хиљада (3,4%). Пад броја незапослених се у највећој мери може приписати примени административних мера (брисању неактивних незапослених са евиденције), тако да не одражава стварне прилике на тржишту рада.

Број слободних радних места смањио се у поређењу с претходним тромесечјем, док се запошљавање

Графикон III.6.7. Беверицова крива

Број слободних радних места, десезонирани и "углачани" подаци, у 000



Нагиб Беверицове криве указује на наставак негативних тенденција на тржишту рада.

повећало. Податак о смањењу броја слободних радних места треба узети с резервом због измена одредаба Закона о запошљавању и осигурању за случај незапослености, којим послодавци више нису у обавези да о својим потребама за радницима извештавају Националну службу за запошљавање. С друге стране, запошљавање се односи на укупан број пријава о заснивању радног односа које послодавци достављају Националној служби за запошљавање.

На погоршање услова на тржишту рада указује и нагиб Беверицове криве, рачунат на бази десезонираних података о броју слободних радних места и броју незапослених.

IV. Пројекција инфлације

Инфлација ће се у наредном периоду кретати испод средње вредности циљаног распона, с тим што постоји ризик подбацавања доње границе циљаног распона у првој половини наредне године. Ниска агрегатна тражња, уз замрзавање пензија и зарада у јавном сектору, кључни је фактор који ће и у наредном периоду утицати на ценовну стабилност и могући наставак снижавања референтне стопе.

Циљ средњорочне пројекције је да прикаже пројектовано кретање инфлације (индекс потрошачких цена) у наредном периоду, основне факторе који ће одређивати то кретање, као и ризике 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 циљаног распона, што је у садашњем оквиру монетарне политике њена основна улога.

Почетни услови

Инфлација је у трећем тромесечју била у паду и кретала се у доњој половини циљаног распона. Кључни фактори дезинфлације били су: знатан пад цена пољопривредних производа, одсуство раста регулисаних цена, стабилност девизног курса и ниска тражња.

Тим факторима свакако треба додати и веома низак раст цена индустријских прехранбених производа, који је у доброј мери последица ниских цена основних инпута у њиховој производњи – пољопривредних производа.

Након експлозивног раста регулисаних цена у првој половини године, држава је у трећем тромесечју готово у потпуности зауставила њихов раст. Знатније корекције регулисаних цена, осим цена нафтних деривата, не очекују се ни до краја године.

Ниска тражња је на средњи рок и даље кључни дезинфлаторни фактор. Иако је производни јаз, као мера тражње, незнатно смањен, он је у трећем тромесечју и даље изразито негативан.

Поред тога, смањењу инфлаторних притисака у великој мери доприноси успешан завршетак

преговора с ММФ-ом о наставку аранжмана. Споразумом са овом институцијом држава се обавезала на смањење реалних текућих расхода на средњи рок, пре свега пензија и зарада у јавном сектору. Тај споразум би требало да допринесе и даљем паду премије ризика, што умањује могућност снажнијих депресијацијских притисака у наредном периоду.

Као одговор на пад инфлаторних притисака, Народна банка Србије је у периоду април–новембар знатно снизила референтну каматну стопу (са 16,5% на 10%). Осим падом инфлаторних притисака, снижавање референтне стопе је било мотивисано и спремношћу пословних банака да прихвате мање приносе на репо записе услед пада премије ризика, стабилизације девизног курса и пада инфлаторних очекивања.

И поред тога, монетарна политика у трећем тромесечју се, након експанзивности у прва два тромесечја, може окарактерисати као неутрална, захваљујући поновном отварању апресијацијског јаз, које је компензирало експанзивност по основу снижења референтне стопе. Извесно је, међутим, да ће снижење референтне стопе у четвртном тромесечју утицати на то да карактер монетарне политике поново буде експанзиван.

Претпоставке пројекције

У складу с најавама државе, до краја године не очекујемо знатније корекције регулисаних цена, с изузетком цена нафтних деривата, док је за 2010. годину претпостављен раст регулисаних цена на горњој граници планираног распона од 9±2%.

Претпоставка пројекције је да ће премија ризика и у наредном периоду бити у паду, што ће, уз пораст апресијацијског тренда реалног курса, допринети паду тренда реалне камате.

Када је реч о екстерним претпоставкама, привредна активност у зони евра би у следећој години требало да забележи изванредан опоравак, што би, уз раст инфлације, створило услове да ЕЦБ умерено повиси своју основну стопу. Поред тога, очекујемо да ће у наредном периоду светске цене нафте имати умерен раст.

инфлације у четвртном тромесечју, док ће се у децембру највероватније међугодишња стопа кретати испод средње вредности циљаног распона.

Ниска тражња је на средњи рок главни фактор дезинфлације. Производни јаз, као мера тражње, у целом периоду пројекције требало би да остане негативан, с тим што би глобални економски опоравак требало да утиче на извесно смањење производног јаза, нарочито у току 2011. На страни тражње дезинфлаторно ће деловати замрзавање номиналних пензија и зарада у јавном сектору до краја 2010. године.

Поред тога, поновно отварање апресијацијског јаза реалног девизног курса у трећем тромесечју значи да се још неко време, ни са ове стране, не очекују инфлаторни притисци.

Табела IV.1.1. Претпоставке пројекције		
	2009.	2010.
Екстерне претпоставке		
Инфлација у ЕУ (дец. на дец.)	0,4%	1,3%
Референтна каматна стопа ЕЦБ (на крају године)	1,0%	1,25%
Раст БДП-а у зони евра	-3,9%	1,2%
Цена уралске нафте по барелу (раст у години)	80%	10%
Интерне претпоставке		
Раст БДП-а	-2,8%	1,5%
Регулисане цене без деривата нафте (дец. на дец.)	11,2%	11,0%
Цене пољопривредних производа (дец. на дец.)	5,5%	10,2%
Трендови		
Апресијацијски тренд реалног курса (просек)	1,4%	2,6%
Тренд реалне камате (просек)	6,2%	5,0%

Пројекција инфлације

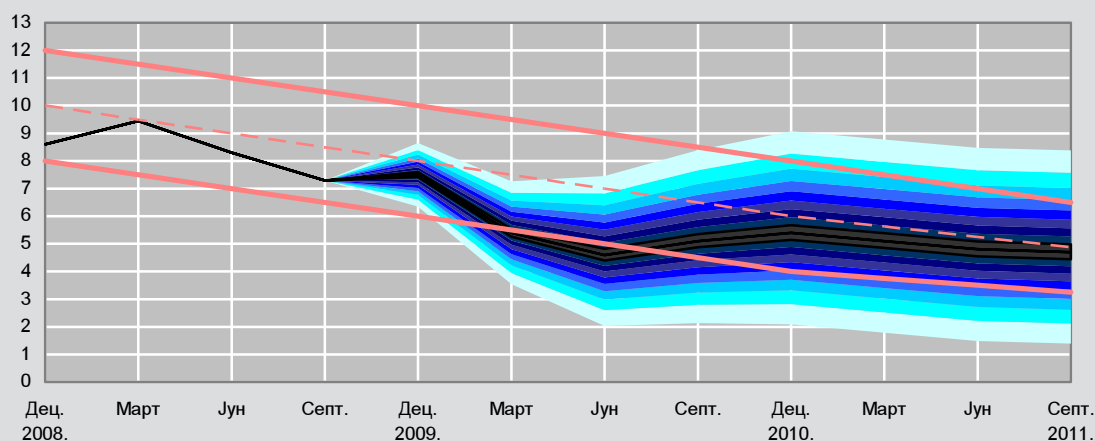
Крајем 2009. године инфлација ће износити око 7,5% (распон пројекције 6,4–8,6%), у току прве половине наредне године ће се кретати око доње границе циљаног распона, а након тога ће се приближити његовој централној вредности.

Краткорочни инфлаторни притисци и даље су мали: не очекујемо до краја године веће корекције регулисаних цена, девизни курс је стабилан, а релативно ниске цене пољопривредних производа ће и у наредним месецима деловати дезинфлаторно на цене прерађене хране. Уз и даље ниску тражњу, то ће резултирати релативно ниским месечним стопама

У наредном периоду, иначе, не очекујемо снажније депресијацијске притиске, нарочито након успешног исхода преговора о наставку аранжмана с ММФ-ом. У правцу стабилности курса деловаће и остали фактори – знатан пад дефицита текућег платног биланса, повратак штедње у банкарски систем, као и олакшано задуживање домаћих банака и предузећа у иностранству.

До умереног слабљења динара би, међутим, могло доћи као последица ублажавања монетарне политике, које је конзистентно с приказаном пројекцијом инфлације. Слабљење динара, уколико до њега дође, деловало би у одређеној мери инфлаторно кроз пораст увозне инфлације и поновно отварање депресијацијског јаза.

Графикон IV.1.1. Пројектована инфлација
(међугодишње стопе, у %)



Инфлација ће се у наредном периоду кретати испод средње вредности циљаног распона, с тим што постоји ризик да се у првој половини наредне године нађе испод доње границе циљаног распона.

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

И поред тога, због ниске агрегатне тражње, инфлација ће остати ниска и у току наредне године. Међугодишња стопа инфлације ће се у првој половини године кретати око доње границе циљаног распона – с ризиком подбацивања у појединим месецима – да би се након тога, од средине године, постепено приближила средњој вредности циљаног распона. Пад међугодишње стопе у првом полугођу биће, између осталог, последица и високе базе, тј. високих месечних стопа инфлације из прве половине текуће године.

Ризици остварења пројекције

Позитиван исход преговора о наставку аранжмана с ММФ-ом знатно је умањео ризике пројекције, пре свега оне који се тичу евентуалне експанзивности фискалне политике и могућности снажнијих депресијацијских притисака у наредном периоду.

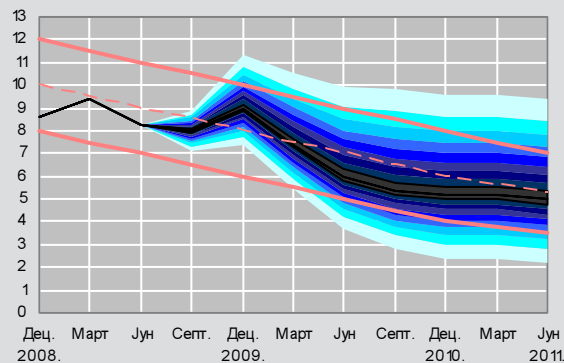
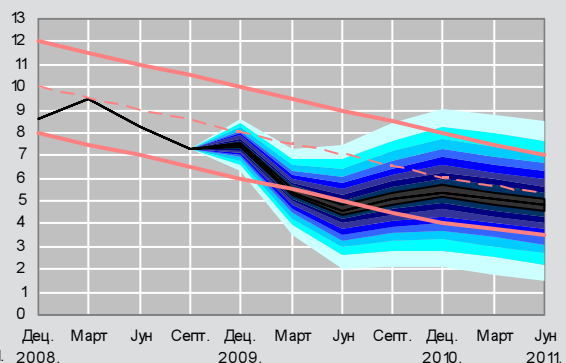
Кључни ризици нове пројекције тичу се пре свега небазне инфлације: регулисаних цена и цена пољопривредних производа. Док су по основу регулисаних цена ризици избалансирани, по основу цена пољопривредних производа ризици су асиметрични навише.

Приказана пројекција подразумева раст регулисаних цена од 11% у 2010. години. Ипак, искуство из претходног периода говори да по том основу може доћи до одступања. У случају пада фискалних прихода, држава може да прибегне знатнијем повећању регулисаних цена. С друге стране, пад стандарда становништва може одвратити државу од повећања регулисаних цена. Стога, по нашем мишљењу, раст регулисаних цена у наредној години може одступити у оба правца од претпостављеног раста.

На средњи рок, знатан ризик односи се и на цене пољопривредних производа. Оне су тренутно на веома ниском нивоу, након добре године у пољопривреди, али и услед пада њихових цена на међународном тржишту. То за последицу има и знатно успоренији раст цена индустријских прехранбених производа. Ипак, не треба искључити могућност да се, с постепеним опоравком светске економије, али и услед евентуално слабије наредне године у пољопривреди, ситуација преокрене и да цене пољопривредних производа осетније порасту.

Из наведених разлога, распон пројекције је благо асиметричан навише од трећег тромесечја наредне године.

Графикон IV.1.2. Поређење текуће с претходном пројекцијом

Августовска пројекција
(међугодишње стопе, у %)Новембарска пројекција
(међугодишње стопе, у %)

Нова пројекција инфлације је крајем 2009. и у првој половини 2010. године нижа него претходна, док су, после тога, обе пројекције приближно једнаке. Распон нове пројекције је мање асиметричан навише, због смањених ризика након потписивања споразума с ММФ-ом о наставку аранжмана и коначног одустајања од повећања ПДВ-а.

Табела IV.1.2. Промене претпоставки у текућој у односу на претходну пројекцију

	Августовска пројекција		Новембарска пројекција	
	2009.	2010.	2009.	2010.
Екстерне претпоставке				
Инфлација у ЕУ (дец. на дец.)	0,6%	1,3%	0,4%	1,3%
Каматна стопа у ЕУ на крају године	1,0%	1,3%	1,0%	1,25%
Раст БДП-а у зони евра	-4,4%	0,4%	-3,9%	1,2%
Цена уралске нафте по барелу (дец. на дец.)	70%	10%	80%	10%
Интерне претпоставке				
Раст БДП-а	-3,6%	1,5%	-2,8%	1,5%
Регулисане цене без деривата нафте (дец. на дец.)	13,9%	12,0%	11,2%	11,0%
Цене пољопривредних производа (дец. на дец.)	9,3%	9,0%	5,5%	10,2%
Трендови				
Тренд реалног курса (просек)	1,3%	2,6%	1,4%	2,6%
Тренд реалне камате (просек)	6,2%	5,0%	6,2%	5,0%

Поређење пројекција

Нова пројекција инфлације за крај 2009. и прву половину 2010. нижа је у односу на пројекцију објављену у претходном Извештају о инфлацији, док су након тога те две пројекције приближно једнаке.

Разлика текуће у односу на претходну пројекцију последица је пре свега ниже остварене, односно очекиване небазне инфлације (регулисане цене и цене пољопривредних производа) у другој половини

текуће године него што смо то у августу претпоставили, што у највећој мери утиче на међугодишње стопе инфлације до другог тромесечја наредне године.

На средњи рок, међутим, нема знатнијих разлика између две пројекције, с обзиром на то да је кретање кључних средњорочних фактора и претпоставки веома слично. Због тога су од друге половине наредне године па надаље обе пројекције на приближно истом нивоу.

Такође, и темпо снижавања референтне стопе је у обе пројекције приближно исти, с обзиром на то да се правило монетарне политике заснива на одступању пројектоване инфлације од циља годину дана унапред, па стога поменуте разлике у првој половини наредне године не утичу на одлуке централне банке.

Очекивано кретање референтне каматне стопе у наредном периоду

На основу текуће пројекције, а узимајући у обзир све ризике, Монетарни одбор Народне банке Србије процењује да је вероватније да ће референтна каматна стопа у наредном периоду бити снижена него да се неће мењати (садашњи ниво је 10%).

Простор за ублажавање монетарне политике и даље постоји с обзиром на пад инфлаторних притисака: агрегатна тражња је и даље веома ниска, пензије и плате у јавном сектору су замрзнуте до краја наредне године, девизни курс је стабилан, а држава је знатно успорила раст регулисаних цена.

Након успешног завршетка преговора с ММФ-ом о наставку аранжмана, отвара се додатни простор за ублажавање монетарне политике, с обзиром да споразум са овом институцијом подразумева смањење текуће фискалне потрошње на средњи рок. Поред тога, очекује се наставак пада премије ризика, што у значајној мери умањује могућност депресијацијских притисака у наредном периоду.

Ипак, одређени ризици и даље постоје. Бржи опоравак агрегатне тражње од очекиваног, виши раст регулисаних цена од очекиваног (било због политике државе или високог раста светских цена нафте) или висока инфлаторна очекивања – фактори су који би могли успорити темпо ублажавања монетарне политике или га чак потпуно зауставити.

У сваком случају, Народна банка Србије ће и у наредном периоду пажљиво пратити кретање свих релевантних фактора инфлације и правовремено реаговати ради одржавања инфлације у циљаном распону.

Табела А
Индикатори екстерне позиције Србије

	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	I 2009.	II 2009.	III 2009.
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ ЛИКВИДНОСТИ (у %)											
Девизне резерве/увоз робе и услуга (у месецима)	2,2	2,8	3,3	2,7	4,3	6,3	5,2	3,8	7,6	8,1	8,6
Девизне резерве/краткорочни дуг	114,0	223,5	336,3	425,0	385,9	717,3	729,8	336,4	412,6	516,4	486,0
Девизне резерве/БДП	10,3	13,6	16,3	16,3	24,2	38,4	32,6	24,2	24,5	27,6	30,8
Отплата дуга/БДП	0,8	1,4	2,0	3,9	4,6	7,0	9,8	10,5	10,2	12,7	10,2
Отплата дуга/извоз робе и услуга	3,8	7,0	9,0	16,5	17,7	23,5	33,9	34,8	36,4	44,1	37,1
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)											
Спољни дуг/БДП	98,3	67,2	62,3	54,3	64,2	63,3	60,2	64,6	64,8	67,4	70,4
Краткорочни дуг/БДП	9,1	6,1	4,8	3,8	6,3	5,3	4,5	7,2	6,0	5,3	6,4
Спољни дуг/извоз робе и услуга	463,9	344,8	281,6	232,3	245,1	214,2	204,8	214,7	221,9	236,0	252,7
ИНДИКАТОРИ ИЗЛОЖЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКОМ РИЗИКУ (у %)											
Девизне резерве/М1	135,9	143,3	195,3	221,0	291,1	356,5	306,9	300,3	366,2	372,4	383,4
Девизне резерве/примарни новац	136,3	132,0	168,0	166,2	170,3	177,8	173,9	140,6	160,9	177,1	193,3
СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ)/БДП											
	60,3	59,4	63,6	73,2	73,4	80,4	82,1	83,4	76,2	71,8	68,3
МЕМОРАНДУМ: (у милионима евра)											
БДП	12.821	16.034	17.416	19.075	20.358	23.521	29.543	33.734	6.644	7.409	8.089
Спољни дуг	12.609	10.768	10.857	10.355	13.064	14.884	17.789	21.800	21.445	21.687	21.784
Сервисирање спољног дуга	102	218	348	736	945	1.635	2.885	3.531	676	941	824
Девизне резерве централне банке	1.325	2.186	2.840	3.117	4.935	9.025	9.641	8.160	8.113	8.885	9.523
Краткорочни дуг	1.163	978	844	733	1.279	1.258	1.321	2.426	1.966	1.721	1.960
Биланс текућих трансакција	312	-690	-1.356	-2.640	-1.765	-2.381	-4.615	-5.786	-818	-175	-273
				Нов. 2004.	Јул 2005.	Феб. 2006.	Јун 2007.	Март 2008.			
КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ											
				Standard & Poor's: B+	Standard & Poor's и Fitch: BB-	Standard & Poor's: BB-/позитиван; Fitch: BB-/стабилан	Standard & Poor's и Fitch: BB-/стабилан	Standard & Poor's и Fitch: BB-/негативан			

Методолошка објашњења:

Девизне резерве/увоз робе и услуга (у месецима) – однос девизних резерви на крају посматраног периода и просечног месечног увоза робе и услуга током тог периода.
Девизне резерве/краткорочни дуг (у %) – однос стања девизних резерви и стања краткорочног дуга крајем посматраног периода.
Девизне резерве/БДП (у %) – стање девизних резерви на крају посматраног периода у односу на БДП.
Отплата дуга/БДП (у %) – однос отплате дуга и БДП-а током посматраног периода.
Отплата дуга/извоз (у %) – однос отплате дуга и извоза робе и услуга током посматраног периода.
Дуг/БДП (у %) – однос стања дуга на крају посматраног периода и БДП-а.
Дуг/извоз (у %) – однос стања дуга на крају посматраног периода и вредности годишњег извоза робе и услуга.
Девизне резерве/М1 (у %) – однос стања девизних резерви и новчане масе на крају посматраног периода.
(Извоз + увоз)/БДП (у %) – однос вредности извоза и увоза робе и услуга и БДП-а током посматраног периода.

Напомене:

- У публикацији ММФ-а *International Financial Statistics* од октобра 2006. појављује 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.
- Размена са Црном Гором регистрована је према припадајућим трансакцијама од 2003. године.
- Отплата спољног дуга не укључује превремену отплату дуга;
- БДП за 2008. и 2009. годину је процена Народне банке Србије.
- У складу с *BPM5*, део процењених дознака пребачен је из финансијског у текући биланс.

Табела Б
Основни макроекономски индикатори

	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	I 2009.	II 2009.	III 2009.
Реални раст БДП-а (у %)	5,6	3,9	2,4	8,3	5,6	5,2	6,9	5,5	-4,2	-4	-2,3 ¹⁾
Потрошачке цене (у % у односу на исти месец претходне године) ²⁾	40,7	14,8	7,8	13,7	17,7	6,6	11,0	8,6	9,4	8,3	7,3
Базна инфлација (у % у односу на исти месец претходне године) ²⁾	20,5	4,4	6,1	11,0	14,5	5,9	7,9	10,3	10,2	6,9	5,7
Девизне резерве НБС (у млн евра)	1.325,1	2.186,0	2.839,5	3.117,3	4.935,1	9.024,8	9.640,7	8.160,4	8.113	8.885	9.523
Извоз (у млн евра) ³⁾	2.718	3.123	3.856	4.458	5.330	6.949	8.686	10.152	1.859	2.135	2.218
- стопа раста у % у односу на претходну годину	21,1	14,9	23,5	15,6	19,6	30,4	25,0	16,9	-21,2	-18,2	-20,2
Увоз (у млн евра) ³⁾	-5.016	-6.399	-7.220	-9.500	-9.613	-11.971	-15.578	-17.956	-3.201	-3.186	-3.306
- стопа раста у % у односу на претходну годину	32,3	27,6	12,8	31,6	1,2	24,5	30,1	15,3	-22,5	-31,7	-31,0
Текући рачун платног биланса ⁴⁾ (у млн евра)	-318	-1.314	-1.251	-2.278	-1.804	-3.137	-4.615	-5.786	-818	-175	-273
у % БДП-а	-2,5	-8,2	-7,2	-11,9	-8,9	-13,3	-15,6	-17,2	-12,3	-2,4	-3,4
Незапосленост по Анкети (у %) ⁵⁾	12,2	13,3	14,6	18,5	20,8	20,9	18,1	14,0	/	15,6	/
Зараде (просечне за период, у еврима)	89,9	151,7	176,7	194,4	210,4	260	347	403	321	338	341
Републички буџетски дефицит/суфицит (у % БДП-а) ⁶⁾	-0,2	-4,3	-2,6	-0,3	0,3	-1,9	-1,7	-1,8	-3,7	-5,8	/
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а)											
- Методологија Министарства финансија	0,0	-1,8	-2,1	1,1	1,2	-1,1	-1,4	-2,2	-1,9	-6,6	-4,1
- Методологија ММФ-а	-0,5	-2,6	-2,7	0,7	0,7	-2,0	-2,1	-2,5	-1,9	-6,6	-4,1
Јавни дуг Републике Србије (спољни + унутрашњи, у % БДП-а) ⁶⁾	97,6	76,4	69,9	55,4	48,0	39,6	30,6	26,1	27,1	29,4	32,0
Курс динара према долару (просек у периоду)	66,68	64,46	57,56	58,39	66,70	67,10	58,44	55,76	72,12	69,09	65,24
Курс динара према долару (крај периода)	67,67	58,98	54,64	57,94	72,22	59,98	53,73	62,90	71,59	66,25	63,60
Курс динара према еврџ (просек у периоду)	59,78	60,68	65,05	72,57	82,92	84,16	79,98	81,44	93,93	94,15	93,24
Курс динара према еврџ (крај периода)	59,71	61,52	68,31	78,89	85,50	79,00	79,24	88,60	94,78	93,44	93,01
Меморандум											
БДП (у млн евра) ⁷⁾	12.821	16.034	17.416	19.075	20.358	23.521	29.543	33.734	6.644	7.409	8.089

¹⁾ Процена Народне банке Србије.
²⁾ Цене на мало до 2006.
³⁾ Размена с Црном Гором регистрована је према припадајућим трансакцијама од 2003. године.
⁴⁾ У складу с *ВРМ5*, део процењених дознака пребачен је из финансијског у текући биланс.
⁵⁾ Извор: Анкета о радној снази, Републички завод за статистику.
⁶⁾ Извор: Билтен Министарства финансија РС.
⁷⁾ БДП за 2008. годину је процена Народне банке Србије.

Додатак 1. Промене обавезне резерве банака и пруденцијалне мере

Хронолошки преглед промена обавезне резерве банака, привремених мера, пруденцијалних мера које се односе на кредитну активност и посебних мера можете наћи на сајту НБС, у поглављу Публикације - *Извештај о инфлацији*.

А) Промене обавезне резерве банака

У периоду од претходног Извештаја о инфлацији, закључно са 5. новембром 2009. године, није било промена одлуке којом се уређује обавезна резерва банака код Народне банке Србије.

Б) Пруденцијалне мере везане за кредитну активност

У периоду од претходног Извештаја о инфлацији, закључно са 5. новембром 2009. године, није било промена одлука које се односе на пруденцијалне мере везане за кредитну активност.

Додатак 2. Посебне мере подршке финансијској стабилности земље

Дана 8. маја 2009. године ступила је на снагу Одлука о посебним мерама подршке финансијској стабилности земље („Службени гласник РС“, бр. 34/2009).

У складу с тачком 3. Одлуке, посебне мере подршке Народне банке Србије финансијској стабилности земље су:

- 1) одобравање банкама кредита с роком доспећа од најдуже 12 месеци ради обезбеђења динарске ликвидности (краткорочни кредити), и
- 2) омогућавање банкама обављања девизних своп трансакција с Народном банком Србије.

У складу с тачком 8. Одлуке, а ради коришћења посебних мера из тачке 3. ове одлуке, банка је дужна да најкасније до 10. маја 2009. године Народној банци Србије достави:

- 1) писмену изјаву коју су потписали чланови извршног одбора банке којом се банка обавезује да ће:

- дужницима омогућити да кредите у иностраној валути и кредите индексирани девизном клаузулом конвертују у динарске кредите без наплате додатних трошкова, у складу с прописима и својим процедурама за управљање ризицима,

- дужницима омогућити измену услова отплате потраживања у складу с прописима и процедурама за управљање ризицима, и то продужењем рока отплате за најмање 12 месеци, односно ако је продужење дуже, за најмање петину преосталог рока отплате, на начин којим се обезбеђује умањење месечне обавезе дужника, или изменом услова отплате тако да се месечна обавеза дужника умањи за најмање 20%,

- Народну банку Србије извештавати о износу изложености банкарске групе којој припада на начин и у роковима које Народна банка Србије утврди, а на основу обавезе коју су преузели акционари банке;

- 2) писмену изјаву својих већинских акционара којом се они обавезују да ће:

- изложеност банкарске групе према Републици Србији одржавати најмање на нивоу од 31. децембра 2008. године, и то током 2009. и 2010. године,

- обезбедити одржавање показатеља адекватности капитала и показатеља ликвидности банке на прописаном нивоу, а у случају да ти показатељи падну испод нивоа предузети у најкраћем року све потребне активности у складу с прописима,

- ако резултати „стрес-тестова“ које спроведе Народна банка Србије покажу да би показатељ адекватности капитала пао испод прописаног минимума, у сарадњи с Народном банком Србије, размотрити разлоге таквих резултата и, у случају потребе, размотрити могућност спровођења превентивне докапитализације.

У складу с тачком 9. Одлуке, банка може користити посебне мере подршке од пријема обавештења Народне банке Србије о испуњености услова из тачке 8. ове одлуке, а најкасније до 31. децембра 2010. године, односно до пријема обавештења Народне банке Србије да банка не извршава преузете обавезе.

Дана 18. маја 2009. године ступила је на снагу Одлука о допуни одлуке о посебним мерама подршке финансијској стабилности земље („Службени гласник РС“, бр. 36/2009). У тачки 3, после одредбе под 2 додаје се одредба под 3, која гласи: „Омогућавање банкама да 35% обрачунате обавезне резерве у еврима издвајају у динарима – уместо 40% те резерве, колико је прописано одлуком којом се уређује обавезна резерва банака код Народне банке Србије“.

Дана 18. јула 2009. ступила је на снагу Одлука о измени Одлуке о посебним мерама подршке финансијској стабилности земље („Службени гласник РС“, бр. 51/2009). Том одлуком је банкама омогућено да 30% обрачунате обавезне резерве у еврима издвајају у динарима – уместо 40% те резерве, колико је прописано одлуком којом се уређује обавезна резерва банака код Народне банке Србије.

Дана 18. октобра 2009. ступила је на снагу Одлука о измени Одлуке о посебним мерама подршке финансијској стабилности земље („Службени гласник РС“, бр. 83/2009). Поменутом одлуком банкама је омогућено да 25% обрачунате обавезне резерве у еврима издвајају у динарима – уместо 40% те резерве, колико је прописано одлуком којом се уређује обавезна резерва банака код Народне банке Србије.

Списак табела и графика

Графикони

II.0.1. Кретање цена (тримесечни раст)	10
II.0.2. Кретање цена (међугодишњи раст)	10
II.0.3. Допринос стопи раста базне инфлације	10
II.0.4. Допринос појединих група производа стопи раста потрошачких цена у трећем тримесечју	10
II.0.5. Допринос тримесечној стопи раста потрошачких цена	11
II.0.6. Краткорочна пројекција инфлације	13
II.0.7. Очекивана и циљана инфлација у 2010. години	13
III.0.1. Индекс монетарних услова	17
III.0.2. Реални девизни курс и његов тренд	17
III.0.3. Реална каматна стопа и њен тренд	18
III.1.1. Референтна каматна стопа НБС	18
III.1.2. Кретање каматне стопе и стање портфеља трезорских записа РС	19
III.1.3. Крива приноса на међубанкарском тржишту новца	19
III.1.4. Индекс BELEX 15 у 2009.	20
III.1.5. Кретање берзанских индекса у земљама у окружењу	20
III.1.6. Кретање курса динара према еврџу и двонедељне репо стопе	21
III.1.7. Дневне промене курса динара према еврџу и интервенције НБС на девизном тржишту	21
III.1.8. Номинални курс динара	22
III.1.9. Показатељи премије ризика – EMBI по земљама	22
III.1.10. Кретање курсева одређених националних валута према еврџу	23
III.2.1. Међугодишњи раст увозних цена производа према степену обраде	23
III.2.2. Домаћа и увозна инфлација	24
III.2.3. Кретање цена нафте	24
III.3.1. Извоз и увоз робе	25
III.3.2. Структура финансијског биланса	26
III.3.3. Нето коришћење финансијских кредита	26
III.3.4. Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала	27
III.3.5. Покривеност увоза девизним резервама	27
III.4.1. Кретање монетарних агрегата дефлационирано потрошачким ценама	30
III.4.2. Активне каматне стопе на динарске кредите становништву	31
III.4.3. Реални домаћи кредити и директно задуживање предузећа у иностранству	31
III.4.4. Структура нето прилива капитала	32
III.4.5. Извори раста пласмана банака	32
III.5.1. Допринос међугодишњем расту БДП-а	36
III.5.2. Кретање БДП-а – процене по тримесечјима	36
III.5.3. Раст индикатора економске активности (десезониране тримесечне стопе раста, на годишњем нивоу)	37
III.5.4. Раст индикатора економске активности (међугодишње стопе раста)	37
III.5.5. Тримесечни покретни просеци индустријске производње и трговине на мало	37
III.5.6. Очекивани привредни раст у Србији у 2009.	37

III.5.7. Производни јаз	38
III.5.8. БДП и инфлација у еврозони	38
III.5.9. Раст БДП-а најважнијих спољнотрговинских партнера Србије и пројекције	42
III.5.10. Структура извора потрошње становништва	42
III.5.11. Јавни приходи и расходи (методологија ММФ-а)	43
III.5.12. Структура јавних расхода	44
III.5.13. Раст увоза капиталних добара	44
III.6.1. Кретање просечних нето зарада – укупно и јавни сектор	47
III.6.2. Кретање просечних нето зарада	47
III.6.3. Кретање продуктивности, бруто реалних плата и јединичних трошкова рада у индустрији	47
III.6.4. Незапосленост	48
III.6.5. Запошљавање	48
III.6.6. Запосленост по секторима	49
III.6.7. Беверицова крива	49
IV.1.1. Пројектована инфлација	53
IV.1.2. Поређење текуће с претходном пројекцијом	54

Табеле

II.0.1. Показатељи раста цена	10
II.0.2. Раст потрошачких цена по компонентама	11
II.0.3. Допринос стопи раста потрошачких цена	11
II.0.4. Најзначајније очекиване промене регулисаних цена у другом тромесечју	12
III.1.1. Структура промета на МДТ-у	22
III.3.1. Платни биланс у % БДП-а	25
III.3.2. Доприноси стопи раста девизних резерви НБС	27
III.4.1. Стопе раста монетарних агрегата	30
III.5.1. Прогноза реалног раста БДП-а	
III.5.2. Фискални резултат	42
III.5.3. Консолидовани јавни расходи	45
III.5.4. Индикатори кретања инвестиција	46
IV.1.1. Претпоставке пројекције за 2009. годину	52
IV.1.2. Промене претпоставки у текућој у односу на претходну пројекцију	54
Табела А. Индикатори екстерне позиције Србије	56
Табела Б. Основни макроекономски индикатори	57

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

Седнице Монетарног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе

Одржане седнице Монетарног одбора	Референтна каматна стопа (на годишњем нивоу, у %)	Промена (у базним поенима)
Година 2008.		
17. јануар	10,00	0
6. фебруар	10,75	+75
18. фебруар	10,75	0
28. фебруар	11,50	+75
13. март	14,50	+300
28. март	14,50	0
17. април	14,50	0
24. април	15,25	+75
15. мај	15,25	0
29. мај	15,75	+50
12. јун	15,75	0
1. јул	15,75	0
17. јул	15,75	0
29. јул	15,75	0
2. септембар	15,75	0
16. септембар	15,75	0
1. октобар	15,75	0
17. октобар	15,75	0
31. октобар	17,75	+200
18. новембар	17,75	0
1. децембар	17,75	0
8. децембар	17,75	0
22. децембар	17,75	0
Година 2009.		
22. јануар	16,50	-125
29. јануар	16,50	0
12. фебруар	16,50	0
2. март	16,50	0
20. март	16,50	0
6. април	15,00	-150
22. април	14,00	-100
5. мај	14,00	0
22. мај	14,00	0
8. јун	13,00	-100
25. јун	13,00	0
10. јул	12,00	-100
10. август	12,00	0
4. септембар	12,00	0
23. септембар	12,00	0
8. октобар	11,00	-100
28. октобар	11,00	0
5. новембар	10,00	-100
Планиране седнице Монетарног одбора		
13. новембар		
4. децембар		
24. децембар		

**Оквирни календар седница Монетарног одбора Народне банке Србије
за 2010. годину**

Година 2010.
11. јануар
21. јануар
4. фебруар
19. фебруар
5. март
19. март
6. април
20. април
6. мај
20. мај
4. јун
22. јун
6. јул
20. јул
5. август
19. август
7. септембар
21. септембар
7. октобар
21. октобар
5. новембар
19. новембар
7. децембар
21. децембар

Саопштења са седница Монетарног одбора Народне банке Србије

Саопштење са седнице Монетарног одбора, 4. 9. 2009.

Монетарни одбор Народне банке Србије је на данашњој седници разматрао актуелна економска кретања и одлучио да референтну каматну стопу задржи на непромењеном нивоу од 12 одсто.

Монетарни одбор је усвојио и Извештај о инфлацији – август 2009.

Наредна седница Монетарног одбора одржаће се 23. септембра 2009. године.

Саопштење са седнице Монетарног одбора, 23. 9. 2009.

Монетарни одбор Народне банке Србије је разматрао актуелна економска кретања и одлучио да референтну каматну стопу задржи на непромењеном нивоу од 12 одсто.

Наредна седница Монетарног одбора одржаће се 8. октобра.

Саопштење са седнице Монетарног одбора, 8. 10. 2009.

Монетарни одбор Народне банке Србије је на данашњој седници, након разматрања актуелних економских кретања, одлучио да референтну каматну стопу смањи за један процентни поен. Од данас референтна каматна стопа износи 11 одсто.

Изменом Одлуке о посебним мерама подршке финансијској стабилности земље, банкама је омогућено да убудуће 25% динарске противвредности обрачунате обавезне резерве у еврима укључују у обрачунату динарску обавезну резерву, и у складу с тим издвајају је у динарима – уместо 30%, како је прописано важећом одлуком. Ова измена ће се примењивати од 18. октобра 2009. године.

О разлозима за смањење референтне каматне стопе и промену структуре обавезне резерве на данашњој конференцији за новинаре говориће гувернер Радован Јелашић.

Саопштење са седнице Монетарног одбора, 28. 10. 2009.

Након разматрања текућих економских кретања, Монетарни одбор Народне банке Србије је данас одлучио да референтну каматну стопу задржи на непромењеном нивоу од 11 одсто.

Наредна седница Монетарног одбора одржаће се 5. новембра.

Саопштење са седнице Монетарног одбора, 5. 11. 2009.

Након разматрања актуелних економских кретања, Монетарни одбор Народне банке Србије је на данашњој седници одлучио да референтну каматну стопу снизи за један процентни поен. Нова референтна каматна стопа износи 10 одсто и примењује се од данас.

Ову одлуку ће на данашњој конференцији за новинаре образложити гувернер Народне банке Србије Радован Јелашић.