



Народна банка Србије

2010
новембар

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

2010
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: 100 примерака

ISSN 1820-9408

Уводна напомена

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

Будући да је један од основних принципа инфлационог таргетирања јачање транспарентности монетарне политике и ефикасна комуникација с јавношћу, Народна банка Србије тромесечно припрема и објављује *Извештај о инфлацији*, као најважније средство информисања јавности. Овим извештајем јавности се пружају на увид дешавања у економији која опредељују одлуке Извршног одбора Народне банке Србије¹ и активности централне банке.

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

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

Новембарски *Извештај о инфлацији* размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 11. новембра 2010. године.

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

Извршни одбор Народне банке Србије:

Дејан Шошкић, гувернер

Ана Глигоријевић, вицегувернер

Бојан Марковић, вицегувернер

Мира Ерић-Јовић, вицегувернер

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

**СКРАЋЕНИЦЕ КОРИШЋЕНЕ
У ОВОМ ИЗВЕШТАЈУ**

БДП – бруто домаћи производ

б.п. – базни поен

ЦЕФТА – Уговор о слободној трговини земаља
централне Европе

СРІ – индекс потрошачких цена

ЕЦБ – Европска централна банка

ЕИБ – Европска инвестициона банка

ЕМВИ – индекс обвезница тржишта у успону

ФЕД – Систем федералних резерви САД

МДТ – међубанкарско девизно тржиште

мг. – међугодишње

млн – милион

млрд – милијарда

ММФ – Међународни монетарни фонд

НДВ – непољопривредна додата вредност

ОРЕС – Организација земаља извозница нафте

П – полугодиште

п.п. – процентни поен

СДИ – стране директне инвестиције

SDR – специјална права вучења

Т – тромесечје

Не наводе се друге општепознате скраћенице.

Садржај

I. Резиме	7
II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја	9
III. Кретање инфлације	11
<i>Осврт 1: Утицај цена хране на остваривање циљане стопе инфлације</i>	15
IV. Детерминанте инфлације	17
1. Кретања на тржишту новца	17
<i>Осврт 2: Исплативост штедње у периоду од 2001. до 2010. године</i>	21
2. Кретања на девизном тржишту и курс динара	24
3. Кретања на тржишту капитала	26
4. Агрегатна тражња	28
<i>Осврт 3: Фискална одговорност – увођење фискалних правила</i>	30
5. Економска активност	33
6. Кретања на тржишту рада	36
7. Међународно окружење	38
V. Пројекција инфлације	41
Табела А. Индикатори екстерне позиције Србије	46
Табела Б. Основни макроекономски индикатори	47
Табела В. Основни макроекономски индикатори према пројекцији ММФ-а	48
Списак графикана и табела	49
Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе у 2010. години	51
Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије	52

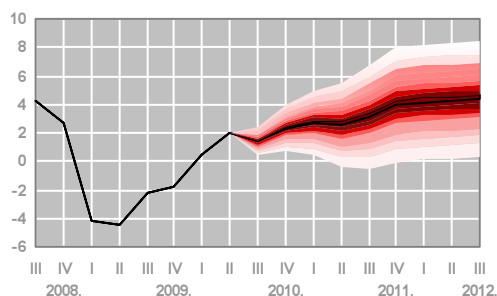
I. Резиме

Међугодишња инфлација је убрзана – у октобру је била изнад горње границе дозвољеног одступања од циља.

Неочекивано високо повећање цена индустријско-прехрамбених производа било је основни узрок раста инфлације.

Опоравак економске активности је успорен, али се негативни производни јаз постепено смањује.

Пројекција раста бруто домаћег производа
(међугодишње стопе, у %)



Тржиште рада и даље карактеришу негативна кретања.

Након шест узастопних месеци кретања испод доње границе циља, међугодишња инфлација се у јулу 2010. вратила у границе дозвољеног одступања од циља. Током Т3 она је убрзана и у октобру је износила 8,9%, што је изнад горње границе дозвољеног одступања ($6,3 \pm 2\%$).

Иако је уобичајено да инфлација у Т3 успорава раст, то се ове године није догодило. На убрзање инфлације у Т3 (2,6%) утицао је раст базне инфлације, због знатног повећања цена индустријско-прехрамбених производа (7,8%). Поред тога, цене пољопривредних производа имале су мање сезонско смањење (-10,1%) него што је то уобичајено.

Процењени БДП је у Т3 забележио успоравање раста, пре свега због пада пољопривредне производње (-5,1%). Највећи допринос расту економске активности дали су раст индустријске производње (првенствено прерађивачке индустрије) и повећање промета у трговини. Постепено смањење негативног производног јазу указује да се дезинфлаторни притисци по основу ниске агрегатне тражње настављају, али да постепено слабе.

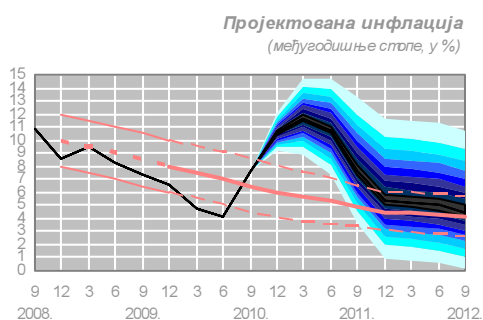
Раст БДП-а у 2010. години (1,5%) биће заснован на расту иностране тражње. Инвестиције ће, за разлику од претходне године, имати позитиван, иако скроман допринос, док ће утицај укупне финалне потрошње бити негативан. У 2011. години се очекује постепен раст домаће тражње, пре свега инвестиција, као и раст иностране тражње, што ће допринети убрзању раста БДП-а (око 3,0–3,5%).

Опоравак економске активности још увек није праћен опоравком тржишта радне снаге. Број запослених у Т3 је забележио даљи пад. У односу на исти период претходне године, запосленост је опала за 3,4%, пре свега као последица пада запослености код предузетника и у прерађивачкој индустрији. Број незапослених према евиденцији Националне службе за запошљавање је у паду од почетка године, али то није нужно последица реалних економских кретања, већ пре свега брисања са евиденције незапослених лица која се не придржавају обавезе редовног јављања Служби за запошљавање.

И поред повећања референтне каматне стопе, степен експанзивности монетарне политике је повећан.

Инфлација ће у Т4 премашити горњу границу дозвољеног одступања од циља, а од средине наредне године ће се смањивати и крајем године вратити у границе циља.

Кључни ризици пројекције односе се на кретање цена хране, инфлаторна очекивања и премију ризика.



У наредном периоду је вероватно повећање референтне каматне стопе, као и рестриктивности монетарне политике по основу других инструмената.

Иако је Народна банка Србије, почев од августа, референтну каматну стопу повећавала, монетарна политика је у Т3 попримила експанзивнији карактер. Повећање степена експанзивности монетарне политике узроковано је слабљењем динара и проширивањем депрецијацијског јаза реалног девизног курса. Слабљење динара последица је раста премије ризика и врло ниског прилива капитала. Већој експанзивности монетарне политике допринео је донекле и мањи раст реалне од неутралне каматне стопе.

Снажни притисци на раст цена хране, слабљење динара у претходном периоду, као и умерен опоравак тражње, под утицајем најављеног повећања пензија и зарада у јавном сектору, кључни су фактори пораста инфлаторних притисака. Инфлација ће се у Т4 и највећем делу 2011. године кретати изнад горње границе дозвољеног одступања од циља. Очекује се да ће се у границе дозвољеног одступања од циља вратити крајем 2011. године ($4,5 \pm 1,5\%$).

Неизвесност у наредном периоду односи се на кретање цена примарних пољопривредних производа, али и степен у коме ће се промене ових цена пренети на цене индустријско-прехранбених производа. Такође, неизвесно је и кретање инфлаторних очекивања и премије ризика. Ризици нове пројекције асиметрични су навише због могућности да раст цена хране буде бржи од очекиваног и да преносни ефекат депрецијације динара на цене буде јачи.

На основу текуће пројекције, а узимајући у обзир све ризике, Извршни одбор Народне банке Србије процењује да је у наредном периоду вероватно повећање референтне каматне стопе, као и рестриктивности монетарне политике по основу других инструмената.

II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја

Монетарна политика је током ТЗ попримила експанзивнији карактер, као последица проширења депрецијацијског јазу реалног девизног курса, али и раста тренда реалне каматне стопе.

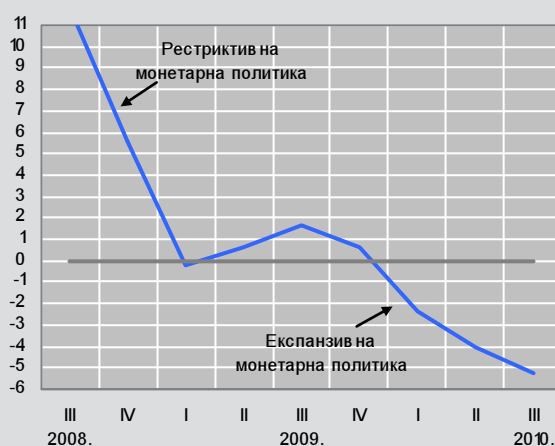
Процењујући да ће инфлаторни притисци у наредном периоду јачати, Извршни одбор Народне банке Србије је референтну каматну стопу, почев од августа, повећао у три наврата за по 50 базних поена (на 9,5%). Јачање инфлаторних притисака последица је пре свега раста инфлационих очекивања, који је подстакнут поскупљењем хране. У мањој мери, јачању инфлаторних притисака доприноси до сада остварена депрецијација, која ће се још неко време одражавати на раст увозних цена, као и опоравак агрегатне тражње. Раст економске активности, који се у 2010. години процењује на 1,5%, а у 2011. на 3–3,5%, као и планирано превремено одмрзавање пензија и зарада у јавном сектору, јасни су сигнали опоравка агрегатне тражње.

Извесно је да ће се инфлација већ у октобру 2010, супротно очекивањима изнетим у претходном Извештају, кретати изнад горње границе дозвољеног одступања од циља за тај месец ($6,3 \pm 2\%$). На крају године, и у првој половини 2011, инфлација ће се највероватније кретати изнад горње границе циља, с обзиром на то да се ефекти једнократног поскупљења хране у наредних 12 месеци одражавају на годишње стопе инфлације. Ипак, очекује се да се инфлација у другој половини 2011. постепено приближи циљу, који за крај те године износи $4,5 \pm 1,5\%$. Томе би, поред мера монетарне политике, требало делом да допринесе и стабилизација цена хране под условом да понуда пољопривредних производа у 2011. буде повољнија од овогодишње.

И поред тога што је Народна банка Србије реаговала повећањем референтне каматне стопе, монетарна политика је током ТЗ попримила експанзивнији карактер, на шта указује кретање индекса монетарне рестриктивности/експанзивности². Проширење депрецијацијског јазу реалног девизног курса, а у мањој мери и раст тренда реалне каматне стопе, утицали су да монетарна политика буде експанзивнија у поређењу с претходним тромесечјем.

Већа просечна номинална депрецијација динара од 3,6%, у односу на разлику између домаће и иностране инфлације, утицала је на даље проширење депрецијацијског јазу реалног девизног курса, што представља фактор који ће у наредном периоду деловати у правцу јачања инфлаторних притисака.

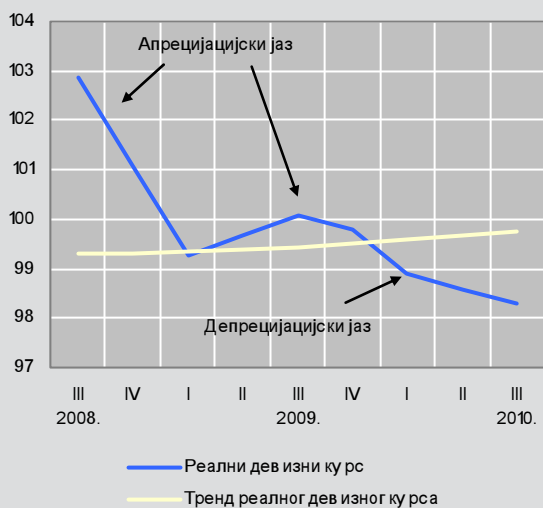
Графикон II.0.1. Индекс монетарних услова



Степен експанзивности монетарне политике је повећан у ТЗ.

² Индекс реалних монетарних услова.

Графикон II.0.2. Реални девизни курс и његов тренд (базни индекс)



Депрецијацијски јаз реалног дев изног курса је проширен у току ТЗ.

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



И поред раста, у поређењу с Т2, реална каматна стопа је имала инфлаторнији карактер.

Реална двонедељна каматна стопа BELIBOR наставила је да се креће испод неутралног нивоа (тренда). У поређењу с Т2, и по овом основу је, због већег раста неутралне од реалне каматне стопе, повећана експанзивност монетарне политике. Реална каматна стопа била је у просеку за око 230 базних поена нижа од неутралног нивоа.

Расту тренда реалне каматне стопе допринео је раст премије ризика земље, али и благо повећање каматних стопа на иностраном тржишту новца. С друге стране, због извесног раста инфлационих очекивања у односу на претходно тромесечје, повећање референтне каматне стопе је резултирало нижим реалним растом двонедељне каматне стопе BELIBOR.

III. Кретање инфлације

Међугодишња инфлација је у Т3 убрзана, пре свега као последица снажног раста цена индустријско-прехранбених производа и мањег сезонског смањења цена пољопривредних производа него што је то уобичајено. У септембру је инфлација била изнад циља, али у оквиру граница дозвољеног одступања.

Процена је да ће се инфлација у Т4 кретати изнад горње границе дозвољеног одступања од циља (циљ за крај године је $6,0 \pm 2\%$).

Кретање инфлације у Т3

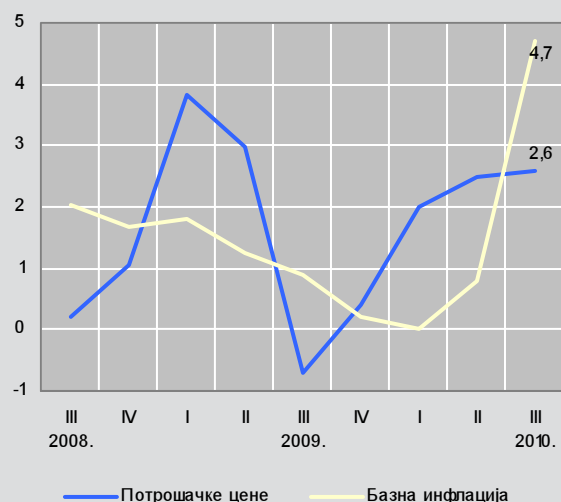
Раст потрошачких цена у Т3 био је под доминантним утицајем цена индустријско-прехранбених производа, које су имале неочекивано високо повећање.

Међугодишња инфлација се, након шест узастопних месеци кретања испод доње границе циља, у јулу 2010. вратила у границе дозвољеног одступања и у

септембру је била изнад циља, али у оквиру дозвољеног одступања. Главни узрок таквог кретања је базна инфлација. Због великог раста цена индустријско-прехранбених производа (које су у претходном периоду биле дезинфлаторни фактор), међугодишња базна инфлација је у Т3 убрзана, а самим тим и укупна инфлација.

Иако је за Т3 уобичајено да укупна инфлација успорава раст, то се ове године није догодило. Виша

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



У Т3 базна инфлација је остварила знатно бржи раст од укупне инфлације, што је највећим делом резултат знатног раста цена хране.

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



Међугодишња укупна и базна инфлација подједнако су убрзане у Т3, с тим што је базна инфлација на нижем нивоу.

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

	XII 2009. XII 2008.	III 2010. III 2009.	VI 2010. VI 2009.	IX 2010. IX 2009.
Потрошачке цене	6,6	4,7	4,2	7,7
Базна инфлација	4,1	2,3	1,9	5,7
Цене на мало	10,4	7,4	6,4	8,7
Трошкови живота	6,6	4,4	3,7	7,2
Цене произвођача у индустрији	7,4	11,7	11,3	14,0
Цене произвођача пољопривредних производа	-4,8	-7,3	-3,3	18,7*

* Август на август.

укупна инфлација (2,6%) у Т3 у односу на Т2 (2,5%) остварена је пре свега по основу снажног раста цена индустријско-прехрамбених производа и мањег сезонског пада цена пољопривредних производа него што је то уобичајено.

Висок раст цена хране последица је лоше пољопривредне године, релативно ниског нивоа цена хране у поређењу са окружењем, као и тржишне структуре, тј. картелског понашања појединих учесника на тржишту. Реформа аграрне политике, пре свега у области робних резерви, минималних цена, премирања и субвенционисања, могла би да

допринесе смањењу нестабилности цена хране у будућем периоду.

Базна инфлација је у Т3 имала рекордно висок тромесечни раст (4,7%). До наглог убрзања базне инфлације дошло је у августу и септембру (по 2,1%), и то највећим делом као последица неочекивано високог раста цена индустријско-прехрамбених производа, који је износио 7,8% (допринос базној инфлацији 3,3 п.п.). Највише су порасле цене меса, јестивог уља, млека и млечних прерађевина и хлеба, које су у укупном расту учествовале са 64%. Раст цена тих производа директна је последица раста цена инпута у њиховој производњи (кукуруз, пшеница и сунцокрет). Код цена непрехрамбених производа у оквиру базне инфлације раст је такође убрзан (2,4%), у највећој мери по основу преносног ефекта депрецијације динара на цене. Међугодишња базна инфлација је у септембру износила 5,7%.

Регулисане цене су у Т3 исказале успоравање раста (1,9%). Расту регулисаних цена највише је допринело поскупљење комунално-стамбених услуга, цигарета и лекова. Међугодишњи раст ових цена на крају Т3 износио је 10,4%.

Цене пољопривредних производа (најнестабилнија категорија укупне инфлације) у Т3 оствариле су нижи

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

	2009.		2010.		
	III	IV	I	II	III
Потрошачке цене	-0,7	0,4	2,0	2,5	2,6
Базна инфлација	0,9	0,2	0,0	0,8	4,7
Цене пољопривредних производа	-18,5	2,7	7,0	17,0	-10,1
Регулисане цене	1,1	0,5	5,5	2,3	1,9
Електрична енергија	0,0	0,0	11,5	0,0	0,0
Нафтни деривати	2,3	3,5	3,0	6,8	0,8
Гас за домаћинство	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Комунално-стамбене услуге	6,0	1,0	4,2	1,3	5,9
Услуге друштвене заштите	3,3	8,7	3,7	0,3	0,0
Саобраћајне услуге (регулисане)	0,0	0,1	2,3	0,2	1,7
ПТТ услуге	1,9	0,0	0,0	0,5	0,0
Хлеб од пшен. брашна Т-850	0,6	-2,8	-0,8	0,2	3,8
Цигарете	0,0	0,0	10,2	0,0	5,6
Лекови	-1,3	-2,7	0,2	5,0	1,8
Остало	0,1	0,0	0,6	12,6	0,8

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

Убрзање базне инфлације у Т3 резултат је пре свега знатног раста цена прехрамбених производа.

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



Цене које се формирају на тржишту дале су највећи допринос укупном расту потрошачких цена.

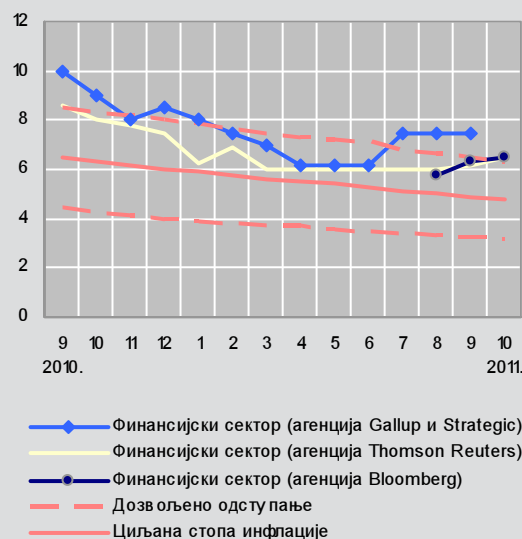
сезонски пад (-10,1%) него што је то уобичајено. Неповољне временске прилике условиле су мању понуду пољопривредних производа, а тиме и задржавање њихових цена на релативно високом нивоу. Међугодишње посматрано, раст цена пољопривредних производа на крају ТЗ је износио 15,5%.

Инфлациона очекивања

Инфлациона очекивања финансијског сектора у ТЗ су у извесној мери повећана.

И поред знатног поскупљења хране, инфлациона очекивања су током ТЗ умерено повећана. Ублажавању раста инфлационих очекивања допринело је и повећање референтне каматне стопе. Према резултатима **анкете агенције Медиум Галуп**, инфлациона очекивања финансијског сектора за наредних годину дана порасла су у јулу, али су се потом стабилизовала на 7,4%. У сектору привреде, код синдиката и становништва забележен је раст очекивања.

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



Инфлациона очекивања финансијског сектора за наредну годину су благо повећана.

Према **анкетама агенција Томсон Ројтерс и Блумберг**, инфлациона очекивања финансијског сектора су током ТЗ донекле порасла и на крају тромесечја су износила 6,2% (Томсон Ројтерс), односно 6,3% (Блумберг).

Истовремено, инфлациона очекивања финансијског сектора за наредну годину дана крећу се изнад горње границе дозвољеног одступања од циља.

У октобру, према резултатима анкета агенција Томсон Ројтерс и Блумберг, настављен је благ раст инфлационих очекивања финансијског сектора (на ниво од 6,5% код обе агенције).

Анкета ИЗИТ-а³, која обухвата привреднике, спроведена почетком септембра показала је да у наредна три месеца четвртина привредника у Србији очекује раст цена својих производа, док се у ранијем периоду тако изјашњавало њих 15%. Највећи инфлаторни притисци постоје у сектору робе широке потрошње.

³ Институт за истраживање тржишта.

Очекивано кретање инфлације у Т4

Процена је да ће се инфлација у току Т4 кретати изнад горње границе дозвољеног одступања од циља.

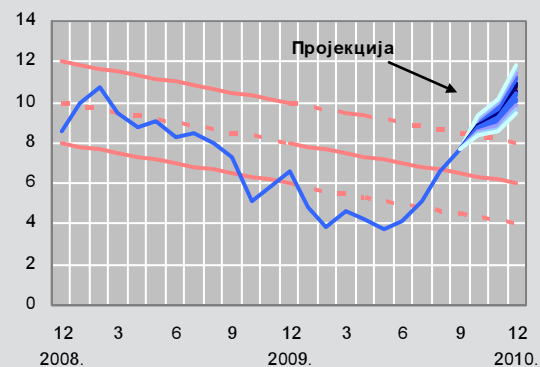
Кретање инфлације у Т4 биће одређено растом инфлационих очекивања, подстакнутих повећањем цена хране у протеклих неколико месеци. Инфлаторни притисци, али слабији, потицаће и од депрецијације динара из претходног периода, као и од опоравка агрегатне тражње.

Процена је да ће се међугодишња инфлација у Т4 кретати изнад горње границе дозвољеног одступања од циља. Расту међугодишње инфлације ће допринети и ниске месечне стопе инфлације остварене крајем прошле године.

Очекује се да ће базна инфлација у Т4 успорити раст, при чему ће њене месечне стопе и даље бити релативно високе. Раст цена прерађене хране зависиће у великој мери од даљег кретања цена инпута у производњи те хране. Код цена непрехрамбених производа очекују се незнатне промене у односу на септембарски ниво.

Код регулисаних цена се предвиђа даље успоравање тромесечног раста. Највећи раст (и допринос у оквиру ове групе) требало би да имају цене комунално-стамбених услуга због очекиваног раста цена грејања. Уколико светске цене нафте, изражене у

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



Међугодишња инфлација ће се повећавати током Т4.

динарима, остану на садашњем нивоу, у току Т4 неће доћи до промене цена нафтних деривата.

С обзиром на то да су се временске прилике стабилизовале, очекује се да ће цене пољопривредних производа у Т4 имати уобичајен сезонски раст.

Највећа неизвесност пројекције тиче се кретања цена индустријско-прехрамбених производа, које имају значајно учешће у укупној инфлацији (29,8%).

Осврт 1: Утицај цена хране на остваривање циљане стопе инфлације

Висок раст цена примарних пољопривредних производа у свету присутан од јула 2010. пренео се и на наше тржиште. У августу и септембру цене хране су у Србији порасле за 7,5%, мада је за тај период уобичајен њихов сезонски пад или стагнација. У исто време, цене хране у земљама у окружењу бележе знатно мањи раст (или чак и пад), иако су те земље такође погођене растом цена примарних пољопривредних производа. Разлика у кретању цена најупадљивија је код свежег меса, млека и јестивог уља. Расту цена тих производа претходио је период пада цена, у периоду јул 2009 – јун 2010. храна је појефтинила за 3,2%.

Висок степен осцилација цена у односу на земље у окружењу карактерише тржиште хране у Србији (видети табелу). Стандардна девијација цена хране, као мера осцилирања, у периоду од децембра 2006. до јула 2010. године за Србију износи 15,7, док се у околним земљама креће од минималних шест за Хрватску до максималних 10,3 за Бугарску. Слични резултати односа добијају се и посматрањем релативног нивоа цена хране.

Инфлација у Србији је изузетно осетљива на кретања цена хране како због високог осцилирања ове групе цена, тако и због њиховог високог учешћа у индексу потрошачких цена. Управо високе осцилације цена хране кључни су фактор одступања инфлације од циљане током 2010. године. У првој половини године инфлација се кретала испод доње границе дозвољеног одступања од циља, у великој мери као резултат пада цена хране крајем 2009. и почетком 2010. С друге стране, последњих месеци суочавамо се са снажним растом цена хране узрокованим неповољним временским приликама и растом светских цена примарних пољопривредних производа, што у великој мери и представља узрок што ће инфлација у Т4 премашити горњу границу циља.

Осцилирање цена хране по земљама (стандардне девијације)* Дец. 2006 - јул 2010.

	Учешће хране у CPI у 2010.	Цене хране		Релативне цене хране**	
		Ниво	Мг. стопе	Ниво	Мг. стопе
Србија	34,1	15,7	12,3	5,3	8,1
Бугарска	19,0	10,3	10,7	4,0	5,6
Мађарска	17,0	9,3	5,5	3,5	4,5
Македонија	34,3	7,6	9,0	3,6	4,7
Румунија	32,6	6,9	4,5	2,2	3,0
Словенија	14,6	6,2	5,7	2,6	3,4
Хрватска	25,6	6,0	5,9	2,4	3,6
ЕУ-27	14,2	4,0	3,3	1,6	2,1

* Прорачун НБС на основу података *Eurostata*.

** Однос цена хране и општег нивоа цена.

У наредном периоду посебну пажњу требало би усмерити на доношење мера које ће утицати на смањење осцилирања цена прехранбених производа, барем до нивоа упоредивих земаља у региону. Позитиван допринос у том смислу даће приближавање Србије Европској унији, јер ће пораст конкуренција на појединим сегментима тржишта прехранбених производа. Такође, на средњи рок, слабиће и утицај високих царина на увоз прехранбених производа, јер је Споразумом о стабилизацији и придруживању предвиђена постепена либерализација трговинских токова са Европском унијом с циљем потпуне елиминације царинских заштита до 2015. године. Поред тога, реформе на унапређењу система аграрне политике (пре свега у области робних резерви, минималних цена, премирања и субвенционисања), као и дефинисање правних оквира који би нас приближили систему аграрне политике у Европској унији, могле би у будућем периоду допринети смањивању ценовних осцилација на тржишту хране.

IV. Детерминанте инфлације

1. Кретања на тржишту новца

Каматне стопе

Каматне стопе на тржишту новца повећане су почетком ТЗ. Већи раст активних каматних стопа у односу на пасивне резултирао је повећањем каматне марже банака.

Пораст референтне каматне стопе у ТЗ није се одразио на већу спремност банака да пласирају у хартије од вредности којима Народна банка Србије спроводи операције на отвореном тржишту. Стање продатих хартија од вредности кроз репо трансакције било је у паду за 41,2 млрд динара. Банке су у октобру улагања у ове хартије додатно смањиле за 3,8 млрд, тако да је крајем октобра стање продатих хартија од вредности износило 60,7 млрд динара.

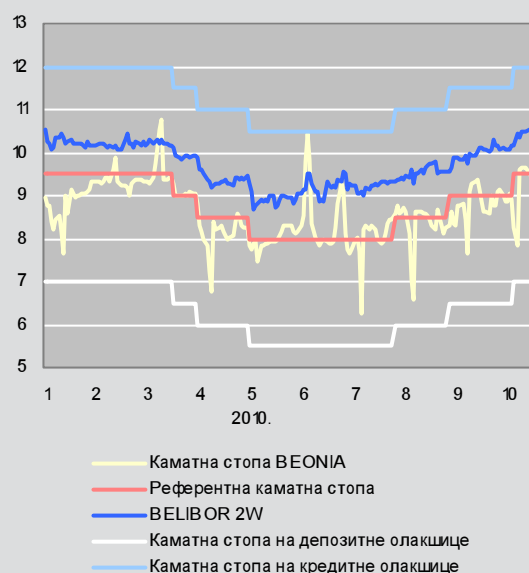
Мања спремност банака за улагање у репо хартије од вредности и трезорске записе и, последично, повећање слободних средстава банака одразили су се и на кретања на међубанкарском новчаном тржишту. Тако се, за разлику од краја претходног тромесечја, каматна стопа BEONIA у ТЗ углавном кретала испод нивоа референтне каматне стопе. У септембру је просечна вредност каматне стопе BEONIA износила 8,7%. Истовремено је просечан дневни обим промета на преконоћном тржишту остао готово непромењен у односу на Т2 и износио је 8,0 млрд динара.

Каматне стопе BELIBOR за краће рочности имале су нешто мањи раст (од 0,4 п.п. до 0,8 п.п.), а каматне стопе BELIBOR с доспећем од три и шест месеци већи раст (1,6 п.п. и 2,2 п.п., респективно) од раста референтне каматне стопе. У складу с тим се и просечна вредност каматних стопа BELIBOR у септембру кретала у распону од 9,4% до 11,9%. Висок распон каматних стопа BELIBOR остао је непромењен и у октобру (2,4 п.п.). Повећање нагиба криве приноса дугује се првенствено расту каматних стопа BELIBOR дужих рочности, што указује да банкарски сектор и у наредном периоду очекује раст

каматних стопа. То потврђују и резултати анкета агенција Томсон Ројтерс и Блумберг. Финансијски сектор је, наиме, предвидео да ће се референтна стопа крајем октобра кретати на нивоу од 9,5%, а до краја године очекује њен даљи раст на 10%.

Извршне стопе на трезорске записе су наставиле да расту. Извршне стопе за рочност од шест, дванаест и осамнаест месеци повећане су за 2,0 п.п. у односу на крај јуна. Пошто је држава тек од јула емитовала тромесечне и двогодишње трезорске записе, извршне стопе за те рочности су до краја тромесечја имале нешто мањи раст (0,7 п.п. за рочност од три месеца и 0,9 п.п. за рочност од две године). Упркос повећању приноса на државне хартије од вредности, инвеститори нису показали веће интересовање за њихову куповину. Наиме, коефицијент реализације

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



Каматне стопе на међубанкарском тржишту новца пратиле су раст референтне каматне стопе.

емитованих хартија од вредности је на нивоу тромесечја износио 61%, наспрам 81% у Т2 или 100% у Т1. Због слабе реализације дугорочних хартија од вредности, држава је планирани обим емисије ових хартија у Т4 смањила на свега 27 млрд у номиналном износу, док је за рачност од три и шест месеци предвиђена емисија од 65 млрд динара.

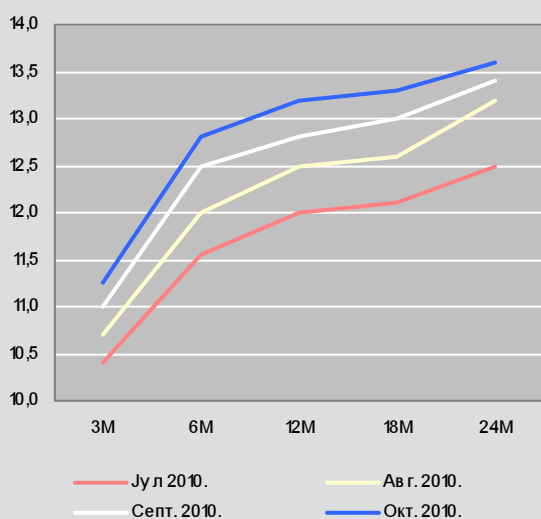
Номинални износ продатих трезорских записа је у Т3 повећан за 15,5 млрд динара и крајем периода је износио 152,0 млрд динара. Ипак, у октобру је стање продатих записа смањено за 5,8 млрд динара, што је последица пре свега доспећа тромесечних записа (који су почели да се емитују у јулу), као и нижег степена реализације на аукцијама.

На секундарном тржишту хартија од вредности укупан промет је износио 6,0 млрд динара. Узимајући у обзир стање продатих хартија од вредности, може се закључити да је коефицијент ликвидности⁴ овог тржишта и даље низак и на месечном нивоу не

прелази 2%. У октобру је промет додатно смањен и износио је тек 0,6 млрд динара. Стопе приноса до доспећа су у Т3 и у октобру биле у порасту, па је крајем октобра формирана крива приноса на нивоу од 10% за рачност од једне недеље до 13,4% за рачност од осамнаест месеци.

У складу с повећањем референтне каматне стопе, од августа се бележи и раст просечних каматних стопа које банке обрачунавају на новоодobreне кредите привреди и становништву. Те каматне стопе су у Т3 повећане за 1,4 п.п. и у септембру су износиле 16,0% на годишњем нивоу. Расту активних каматних стопа на новоодobreне кредите допринео је и мањи обим одобрених субвенционисаних кредита, као и благи раст каматних стопа на европском међубанкарском тржишту новца. Истовремено, просечне депозитне каматне стопе су порасле са 4,6% у јуну на 4,9% у септембру, тако да је каматна маржа пословних банка порасла за 1,1 п.п.

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



Поред раста нивоа криве приноса на примарном тржишту државних хартија од вредности, у Т3 је забележен и раст њеног нагиба.

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



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

Повећање референтне стопе одразило се у већој мери на повећање активних каматних стопа, док су пасивне каматне стопе забележиле тек незнатан раст.

⁴ Коефицијент ликвидности секундарног тржишта хартија од вредности представља однос укупног месечног промета на секундарном тржишту хартија од вредности и просечног месечног стања продатих хартија од вредности. Вредност овог показатеља је у августу у Румунији износила 11%, а у Мађарској 23%.

Монетарни агрегати

Успоравање опоравка економске активности у Т3 пратио је благи пад тражње за новцем у односу на претходно тромесечје.

Примарни новац је наставио да се смањује и смањење је у Т3 износило реално 3,4%. Примарни новац је повлачен девизним каналом, док је повећаван по основу динарских трансакција.

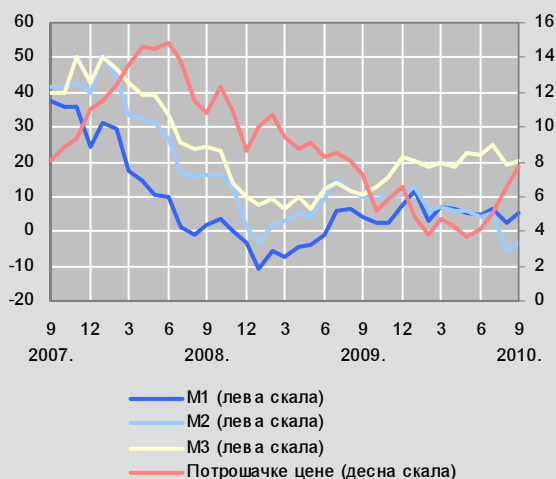
Као и у претходном тромесечју, интервенције Народне банке Србије на домаћем девизном тржишту највише су утицале на повлачење примарног новца. Због тога су, и поред прилива по основу коришћења кредита (кредити Руске Федерације и ЕИБ и трансха кредита ММФ-а), девизне резерве смањене 617 млн евра, а нето страна актива 439 млн евра. На крају септембра нето девизне резерве су, обрачунато по програмском курсу, износиле 5.003 млн евра, што је за

мањој, утицали су на раст примарног новца. Доспећа тромесечних свој трансакција, у којима су банке куповале девизе од Народне банке, у износу од 12,4 млрд динара умањила су ефекат креирања примарног новца динарским каналом.

Монетарни агрегат М1 током Т3 реално је повећан за 1,2%, док су М2 и М3 реално смањени за 6,0% и 1,8%, респективно. Међугодишње посматрано, агрегати М1 и М2 су реално смањени за 2,4% и 10,3% респективно, док је М3 реално повећан за 11,5%.

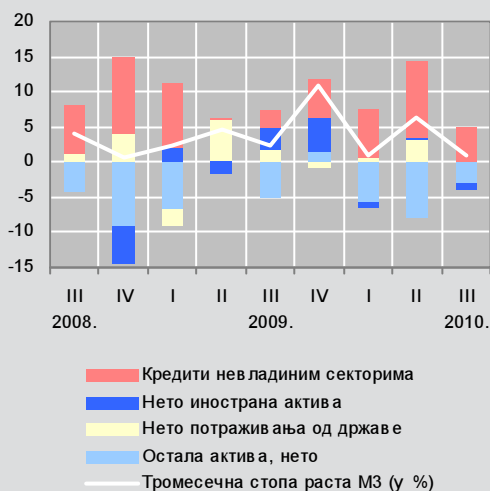
Трансакциони новац је највише повећан по основу раста средстава на жиро-рачунима привреде, као и мањег повећања готовог новца у оптицају. Због примене новог закона о стечају предузећа, којим се над предузећима која су у блокади дуже од три године аутоматски покреће стечај, укупни штедни и орочени депозити су смањени. Ипак, пошто је смањење штедних и орочених депозита мање од износа блокираних средстава, закључује се да су средства на

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



Понуда новца је расла споријим темпом од раста цена, али је то делом резултат покретања аутоматског стечаја над предузећима која су у блокади дуже од три године.

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



Иако успоренија него у Т2, кредитна активност банака највише је допринела расту М3.

403 млн више од минималног нивоа утврђеног програмом ММФ-а.

Мањи пласмани банака у репо хартије од вредности, у већој мери, и трошење средстава с рачуна државе, у

рачунима осталих предузећа повећана у већем износу него у Т2, што указује на побољшану ликвидност предузећа. Расту штедних и орочених депозита током Т3 у извесној мери допринео је и раст каматних стопа на динарску штедњу.

Повећање девизних депозита резултат је највише раста девизне штедње грађана (182 млн евра). Да би подстакла штедњу у динарима, у складу са процесом динаризације, Народна банка Србије је банке ослободила обавезе да на све орочене динарске улоге положене од 31. октобра до 8. новембра издавају обавезну резерву.

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

	2009.		2010.		Учешће у М3 Септ. 2010. (у %)
	Дец.	Март	Јун	Септ.	
М3	14,0	14,6	17,2	11,5	100,0
Девизни депозити	20,8	22,0	27,6	25,1	69,1
М2	3,7	2,0	0,1	-10,3	30,9
Динарски орочени и штедни депозити	8,5	1,7	-0,8	-20,1	12,3
М1	0,7	2,3	0,7	-2,4	18,6
Депозити по виђењу	1,4	0,7	-1,1	-4,1	11,7
Готов новац у оптицају	-0,5	5,0	4,0	0,7	6,9

Монетарни мултипликатор је у односу на претходно тромесечје остао непромењен, будући да је истовремено дошло и до смањења динарске обавезне резерве и до смањења штедних и орочених депозита, због искључења из система депозита предузећа над којима је покренут стечај.

Кредити банака невладиним секторима током Т3 и даље у највећој мери доприносе расту М3 (за 4,7 п.п.). Нето задужење државе је незнатно повећано, што је расту М3 допринело минимално. Раст задужења државе по основу емисије трезорских записа је настављен, док су девизне обавезе према банкама смањене, уз повећање средстава на депозитним рачунима. Негативан допринос (-1 п.п.) нето стране активе резултат је пре свега смањења девизних резерви Народне банке, док је нето страна актива банака повећана.

Током октобра сви монетарни агрегати бележе раст. Раст укупне динарске новчане масе (М2) дугује се у већој мери расту трансакционих депозита. Девизна штедња грађана током октобра остварила је минимално повећање, вероватно због очекивања грађана да ће банке током Недеље штедне понудити боље услове.

Осврт 2: Исплативост штедње у периоду од 2001. до 2010. године

У последњих десет година грађани су штедели у динарима знатно мање него у девизама, па се намеће питање да ли је у том периоду динарска штедња заиста била мање исплатива од девизне. Да би се дошло до одговора, урађене су две анализе за период од 2001. до 2010. године, и то: занављање (роlover) штедње и исплативост штедње по периодима. При обрачуна камате на динарску штедњу коришћени су званични статистички подаци Народне банке Србије, док је обрачун приноса на девизну штедњу урађен по претпостављеним каматним стопама. Принос на крају периода орочавања динарске и девизне штедње умањен је за порез на приходе од капитала.

У анализи занављања штедње претпостављено је да је сваког 1. јануара, у посматраном периоду, орочавано на годину дана (уз месечно приписивање камате) 1.000 евра и 1.000 евра у динарској противвредности и да је вршено занављање тих штедњих улога увећаних за остварену камату све до априла 2010. године. Депонент са штедњом ороченом у динарима имао би на дан 30. априла 2010. године 2.816 евра, а са штедњом у еврима, по претпостављеној каматној стопи од 7,5%, имао би 1.747 евра.

Исплативост штедње по периодима од 2001. до 2010. године

(у EUR)



Анализа исплативости штедње по периодима претпоставља да је сваког месеца, у анализираном периоду, орочавано на годину дана, односно на три месеца, 1.000 евра и 1.000 евра у динарској противвредности и приноси су на крају периода орочавања упоређени. Према овој анализи, штедња у динарима орочена на годину дана била је исплативија у већем броју периода у односу на штедњу у девизама исте рочности. При обрачуна девизне штедње по стопи од 5% годишње, штедња у динарима била је исплативија у 67 периода (од почетка 2001. до марта 2003, од децембра 2004. до септембра 2007. и од краја 2008. до априла 2009. године), док је штедња у девизама била исплативија у 41 периоду. Чињеница да је у већем броју анализираних периода било исплативије штедети у динарима, поготово на дуже рокове, резултат је пре свега виших каматних стопа на динарску у односу на девизну штедњу, али и повољнијег пореског третмана динарске штедње. Привремено укидање пореза на приходе од капитала на девизну штедњу током 2009. године допринело је већој исплативости девизне штедње у том периоду. При обрачуна девизне штедње по стопи од 7%, штедња у динарима била је исплативија у 61, а по стопи од 7,5% у 58 од укупно 108 периода.

И код тромесечног орочавања депозита штедња у динарима била је исплативија од штедње у девизама у већем броју периода. При обрачуна девизне штедње по стопи од 5% годишње, штедња у динарима била је исплативија у 63 периода, а штедња у девизама у 45 периода (видети графикон). При обрачуна девизне штедње по стопи од 7%, штедња у динарима била је исплативија у 59, а по стопи од 7,5% у 58 периода.

Напомена: Опширније у Анализи исплативости динарске и девизне штедње на сајту НБС.

Кредити банака

Након убрзања у претходном тромесечју, темпо раста кредитне активности у Т3 је успорен, нарочито код привреде.

Пратећи кретање економске активности, раст кредитне активности је током Т3 успорен – укупни кредити привреди и становништву су реално повећани за 2,9%, у односу на 5% у претходном тромесечју. Уз реалну стопу раста од 2,4%, успоравање је израженије код сектора привреде. Кредити становништву су реално повећани за 4,0%. Номинално, укупни кредити банака повећани су за 60,2 млрд динара, или 41,3 млрд динара ефективно.⁵ И на међугодишњем нивоу кредитна активност се благо успорава. Реална међугодишња стопа раста кредита у Т3 је износила 12,9%, што је за 0,4 п.п. ниже у поређењу са Т2.

За финансирање кредитне активности банке су користиле искључиво домаће изворе. Највише средстава обезбеђено је по основу смањења резерви код Народне банке Србије (допринос 2,9 п.п.), већим делом због пада пласмана у репо хартије. Знатно су коришћена и средства девизних депозита,

пре свега грађана (допринос 2,1 п.п.). Пошто су банке део слободних средстава пласирале и у куповину записа трезора, држава је у одређеној мери потиснула приватни сектор. На кредитну активност негативно се одразио раст нето потраживања банака од иностранства. Током Т3 потраживања банака од иностранства су повећана за 318 млн евра, док су укупне обавезе према иностранству смањене за 50 млн евра по основу смањења краткорочних обавеза.

Иако је кредитирање привреде у току Т3 успорено, инвестициони кредити су први пут у последње две године остварили највеће повећање – више и од до сада најтраженијих кредита за ликвидност. То се може протумачити као сигнал раста инвестиционе активности. Највише су кредитирана предузећа из области индустрије, трговине и саобраћаја, па се у наредном периоду убрзање економске активности може очекивати прво у овим секторима.

И предузећа су смањивала своје обавезе према иностранству по основу узетих финансијских кредита (за 134 млн евра) у Т3. С друге стране, настављен је раст (од 336 млн евра) нето трговинских кредита, започет у претходном тромесечју.

Графикон IV.1.6. Реални домаћи кредити и директно задуживање предузећа у иностранству (тримесечне стопе раста, у %)



Успоравање кредитирања је израженије код привреде. Износ прекограничних кредита се и даље смањује.

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



Банке су кредитну активност током Т3 у потпуности финансирале домаћим изворима.

⁵ По искључењу ефекта депрецијације динара.

Кредити становништву су номинално повећани за 24,6 млрд динара, од чега највише стамбени кредити. Раст су остварили и кредити пољопривредним произвођачима, делом због субвенционисаних кредита Министарства пољопривреде. Кредитна активност је допринела расту потрошње становништва – иако је раст потрошачких кредита изостао, повећано је задуживање грађана по основу готовинских кредита и минусног салда на текућем рачуну.

И на субвенционисаном сегменту кредитног тржишта остварен је нешто нижи ниво активности него у претходном тромесечју. Током Т3, обим одобрених кредита се смањивао, при чему је учешће динарских кредита за ликвидност било и даље доминатно. Учешће субвенционисаних у новоодобреним кредитима смањено је у односу на претходно тромесечје и у септембру је износило око 14%.

Процес динаризације даје резултате. Све више нових кредита се одобрава у динарима, без валутне заштите (у августу њихово учешће за привреду и становништво је износило око 50%). То се одражава на учешће индексираних потраживања у укупним потраживањима банака од привреде и становништва.

Табела IV.1.2. Субвенционисани кредити у 2010.

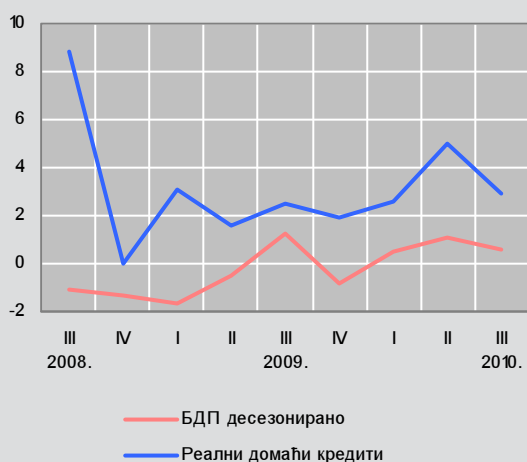
	T1	T2	T3
Програм мера Владе за ублажавање негативних ефеката светске финансијске кризе			
	(у млрд динара)		
Укупно одобрено	25,6	65,6	56,3
Ликвидност	22,4	44,6	34,9
Инвестиције	0,4	5,0	9,0
Потрошачки	2,8	4,1	0,6
Динарски готовински	-	11,9	11,8
Субвенционисани стамбени кредити	3,3	3,2	3,7
Субвенционисани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

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

Оно се константно смањује и у септембру је износило 70,9%.

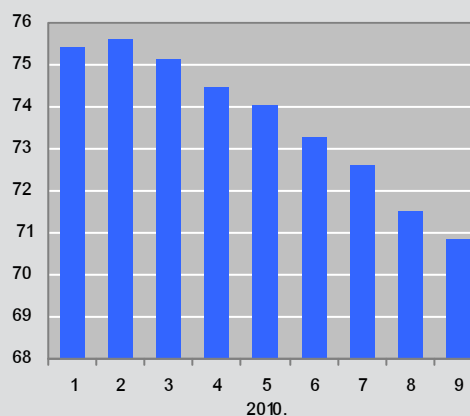
Учешће проблематичних зајмова, рачунато по нето принципу, повећано је за 0,3 п.п. у односу на крај Т2

Графикон IV.1.8. Реални домаћи кредити и БДП
(тримесечне стопе раста, у %)



Успоравање раста економске активности у Т3 је праћено успоравањем раста кредитне активности.

Графикон IV.1.9. Учешће индексираних у укупним потраживањима банака од привреде и становништва (у %)



Учешће индексираних у укупним потраживањима банака наставља да се смањује.

и у септембру је износило 10,6% (17,9% рачунато по бруто принципу). Способност отплате кредита становништва је непромењена у односу на јун, док је код предузећа незнатно погоршана.

2. Кретања на девизном тржишту и курс динара

Вредност динара према евр у наставила је да пада у Т3. Узроци депрецијацијских притисака били су повећана премија ризика земље и смањен прилив капитала.

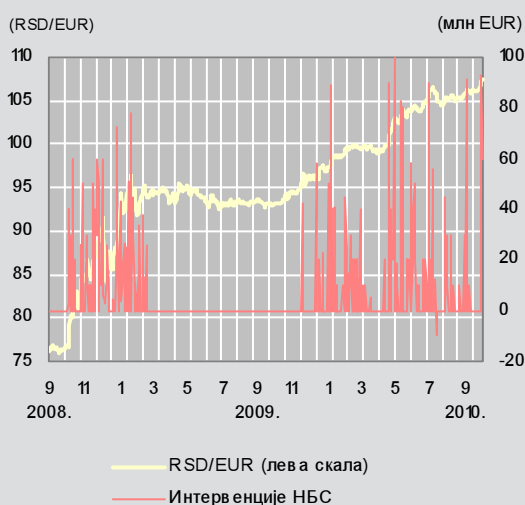
Депрецијацијски притисци, који су обележавали и Т3, постепено су током овог тромесечја губили на снази. Динар је у јулу у односу на евро ослабио у просеку за 1,1%, у августу за 0,6%, а у септембру за 0,1%. На нивоу тромесечја, просечно слабење динара према евр у односу на Т2 износило је 3,6%.

Ипак, будући да су банке предузећима продале мање девиза него у Т2, да су нерезиденти поново почели да продају девизе и да је откуп ефикасности од мењача у августу и септембру повећан, смањен је несклад између понуде и тражње за девизама клијената банака. Захваљујући томе, континуирани депрецијацијски тренд кретања курса, који је био изражен у периоду мај–јул, од августа је прекинут.

Раст премије ризика мерене EMBI (*Emerging Markets Bond Index*) настављен је у Т3, али блажим темпом. На крају септембра EMBI је износио 493 б.п., или за око 40 б.п. више него у јуну. За разлику од Србије, код других земаља у ширем окружењу турбуленције на финансијским тржиштима почеле су од јуна да јењавају и EMBI више није растао. У октобру је EMBI за Србију благо снижен и крајем месеца је износио 473 б.п.

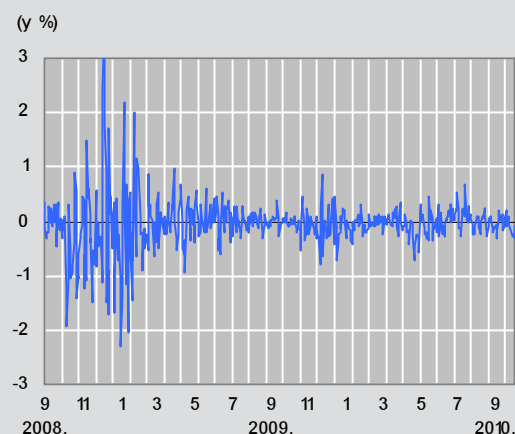
На МДТ-у је Народна банка Србије у Т3 интервенисала нето продајом 585,2 млн евра (од чега највише у јулу – 221 млн) ради смањења прекомерних дневних осцилација курса и/или

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



Депрецијацијски притисци и интервенције НБС настављени су и у Т3, али мањим интензитетом.

Графикон IV.2.2. Дневне промене курса динара према евр*



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

Динар је слабио уз мање дневне осцилације курса него у Т2.

Депрецијацијски притисци доводе се у везу с повећаном премијом ризика земље од маја, врло ниским приливом капитала по основу СДИ и раздуживањем банака и предузећа према иностранству.

стимулисања обима промета. Упркос томе, промет између банака (без Народне банке) смањен је у односу на Т2. Просечан дневни промет између банака износио је око 34 млн евра.

Кретање вредности динара је у октобру било стабилно све до пред крај месеца, када се тражња предузећа за девизама повећала, а, последично, и депрецијацијски притисци. Просечна депрецијација динара према евр у том месецу је износила 0,8%. Ради смањења прекомерних дневних осцилација курса, Народна банка је у октобру банкама продала 173 млн евра. Просечан дневни промет између банака на МДТ-у остао је на нивоу просека из Т3.

У јулу су окончане тромесечне аукције своп куповине и продаје девиза које је Народна банка Србије привремено организовала с циљем подршке развоју међубанкарског своп тржишта. Од њиховог увођења (у априлу текуће године), Народна банка је на аукцијама укупно своп купила 152,5 млн евра и укупно своп продала 119,2 млн евра. На крају септембра регистроване су прве међубанкарске своп трансакције у 2010. години.

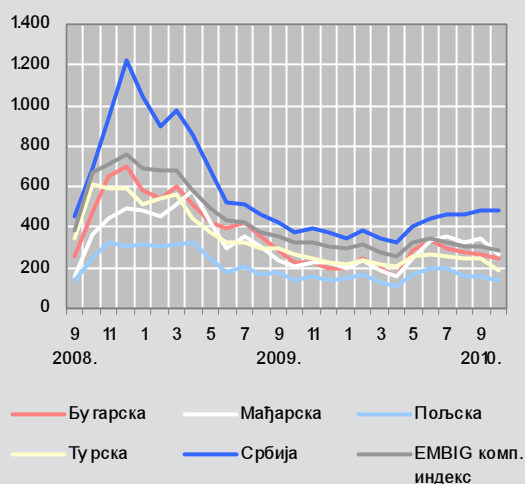
Захваљујући томе што је тренд кретања долара према евр у преокренут у правцу слабљења, оштра депрецијација динара према долару, која је обележавала

претходно тромесечје, заустављена је и динар је у Т3 у односу на долар ослабио око 2%. Уз веће слабљење номиналног ефективног курса динара⁶ (депрецијација од 3,4%) од раста домаћих цена у односу на иностране, у Т3 је забележена реална ефективна депрецијација динара од 1,3% (1,5% према евр у и 0,3% према долару). Због даљег јачања евра у односу на долар, динар је у октобру ојачао око 6% према долару.

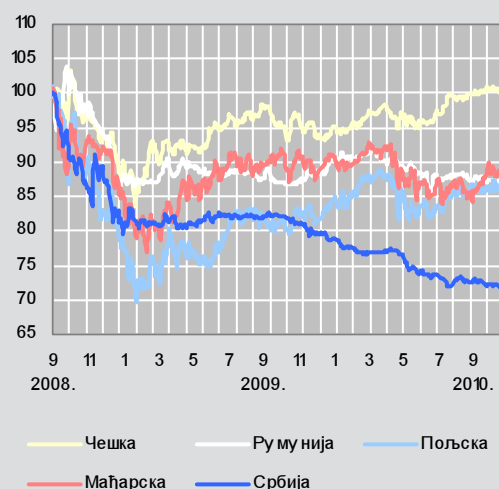
Према новембарској анкети агенције Блумберг, финансијски сектор до краја године очекује незнатно слабљење динара.

У претходним годинама Т4 је карактерисало јачање депрецијацијских притисака под утицајем сезонских фактора. Међутим, очекује се да ће се значај сезонског ефекта на кретање курса у наредном периоду смањити, поред осталог и због активности Народне банке Србије и осталих тржишних учесника на процесу динаризације финансијског система и унапређења инструмената заштите од ризика промене девизног курса, као и због отварања складишта гаса у Банатском Двору.

Графикон IV.2.3. Показатељ премије ризика – EMBI по земљама
(месечни просеци, у базним поенима)



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



⁶ Коришћени пондери: 0,8 за евр и 0,2 за долар.

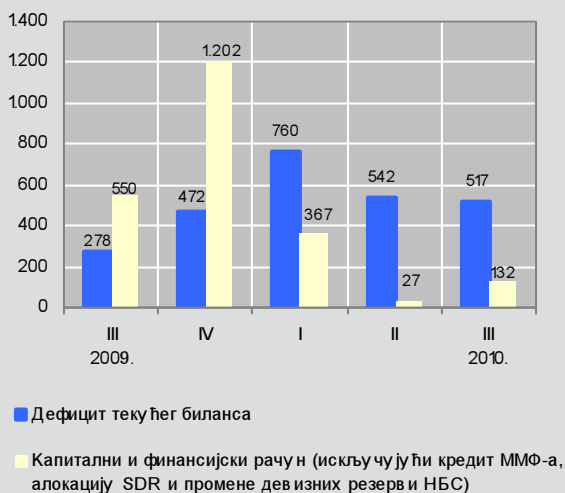
Прилив капитала из иностранства

Кретања на међубанкарском девизном тржишту била су одређена приливом капитала, који је био на веома ниском нивоу.

Нето прилив по основу страних директних инвестиција у Т3 износио је 176 млн евра. Више од половине тог прилива регистровано је у јулу. У августу и септембру прилив је био готово занемарљив – 44 и 31 млн евра, респективно. У структури директних инвестиција доминирају улагања у финансијски сектор, производњу челика, пића и трговину. Нето прилив по основу портфолио инвестиција износио је 16 млн евра.

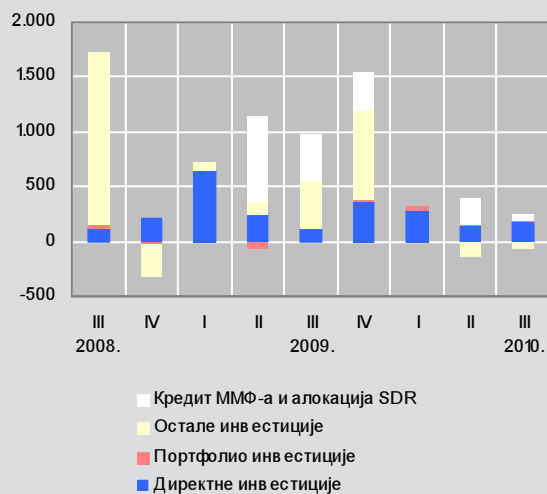
Прилив девиза остварен је и по основу актуелног *stand-by* аранжмана с ММФ-ом – у септембру је у оквиру пете транше повучено око 15% расположивих средстава (53,5 млн евра).⁷ Међутим, пошто су у питању средства чија је намена јачање девизних резерви земље, тај прилив није имао утицаја на кретања на међубанкарском девизном тржишту.

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



Прилив капитала ни у Т3 није био довољан да се покрије дефицит текућег рачуна.

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



Изузетно скроман прилив капитала обележио је и Т3.

У Т3 је настављено нето раздуживање банака и предузећа према иностранству. У овом периоду банке су се нето раздужиле за 105 млн евра, и то пре свега по основу краткорочних кредита. Ипак, у августу и септембру приметно је благо повећање краткорочног задуживања банака. Такође, у овом периоду је дошло до пораста девизних депозита банака на рачунима у иностранству. Раздуживање предузећа било је успореније у односу на Т2 и износило је 134 млн евра.

3. Кретања на тржишту капитала

Берзански индекси су током Т3 забележили благи пад, упркос знатном паду промета и смањењу учешћа страних инвеститора.

На Београдској берзи оба индексна показатеља су забележила благи пад вредности. Индекс најликвиднијих акција BELEX 15 је у сва три месеца

⁷ С обзиром на стабилан ниво девизних резерви и потребу да се трошкови овог кредитног аранжмана минимизирају, транше се не повлаче у целокупном одобреном износу.

Графикон IV.3.1. Индекс BELEX 15



Извор: Београдска берза.

Индекс најликвиднијих акција Belex 15 је и у Т3 наставио с негативним кретањима, при чему је пад промета пратила тек незнатна промена вредности индекса.

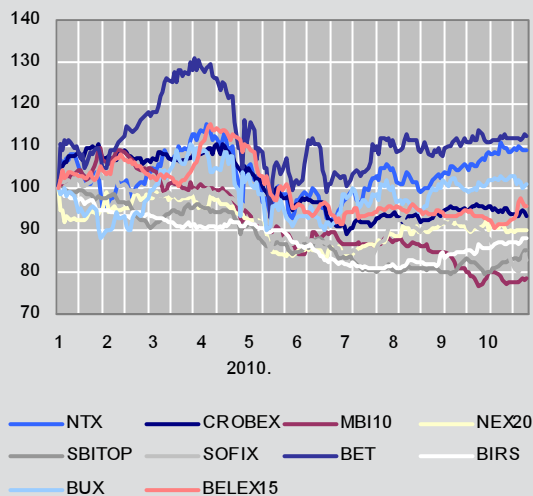
Т3 бележио пад, који је на тромесечном нивоу износио 2,2%. Општи индекс BELEXline исказао је пад само у септембру, тако да је на крају периода у односу на крај Т2 био нижи за 0,9%.

Ликвидност берзанског тржишта наставила је да опада. Укупан промет је достигао нови тромесечни минимум – износио је свега 4,2 млрд динара, или за 10,7% мање него у Т2. Минималан промет на Београдској берзи дугује се делом и смањењу активности страних инвеститора. У укупном трговању акцијама од 2,7 млрд динара, страни инвеститори су забележили учешће од само 36,2%, при чему је нето куповина акција коју су остварили износила тек 49 милиона динара.

Од укупно оствареног промета, на трговање обвезницама Републике Србије односи се чак 35,5%. Највише се трговало обвезницама с најкраћим доспећем – серија А2011 (у износу 355,8 млн динара) и серија А2012 (у износу 338,8 млн динара). Стопе приноса до доспећа смањене су за 40 б.п. у односу на крај претходног тромесечја и крајем септембра износиле су око 3,3% на годишњем нивоу. При том су највећи принос носиле обвезнице које доспевају наредне године.

На крају септембра тржишна капитализација Београдске берзе је износила 934,3 млрд динара и у

Графикон IV.3.2. Кретање берзанских индекса у земљама у окружењу (у индексним поенима, нормализовано, 31. 12. 2009 = 100)



Променљива кретања вредности берзанских индекса у региону су настављена и у Т3.

поређењу с крајем претходног тромесечја је била већа за 80,8 млрд динара. Расту овог показатеља највише је допринело листирање акција Нафтне индустрије Србије, чија је тржишна капитализација последњег дана септембра износила 75 млрд динара. Повећање тржишне капитализације потиче у мањој мери и од повећања цена обвезница. Њихова укупна тржишна капитализација је у Т3 порасла са 162,2 млрд на 168,8 млрд динара.

Индекс BELEXsentiment је у октобру порастао на 118,6 индексних поена, што је његов највиши ниво у последњих шест месеци. И поред позитивних очекивања тржишних учесника, у октобру је на Берзи остварен скроман раст цена акција. Индекс BELEXline је порастао 2,1% (и износио је 1.252,0 индексних поена), а индекс BELEX 15 2,4% (и износио је 635,5 индексних поена). Ликвидност берзанског тржишта је током октобра побољшана – укупан обим промета је износио 3,8 млрд динара.

Берзанске индексе у региону током Т3 карактерисала су променљива кретања. Највећи раст индекса забележен је на берзама у Букурешту (BET) и Будимпешти (BUX) – за 12,5% и 10,4%, респективно. Смањење вредности референтних индекса, поред Београдске берзе, евидентирано је на Љубљанској и Скопској берзи, при чему је индекс SBITOP забележио пад за 5,6%, а индекс MBI10 за 14,0%.

4. Агрегатна тражња

Опоравак домаће тражње у ТЗ подстакнут је растом потрошње и инвестиција приватног сектора. На нивоу године, извозна тражња ће највише допринети расту економске активности.

Процењени БДП је у ТЗ, десезонирано посматрано, успорио раст (0,6%), док је домаћа тражња остварила раст од 1,2%. На тромесечни раст БДП-а позитивно су утицали потрошња домаћинства (допринос 1,7 п.п.) и приватне инвестиције (допринос 2,4 п.п.), док су промене у залихама и нето извоз утицали негативно (допринос -3,0 и -0,8 п.п., респективно).

Међугодишње посматрано, и БДП и домаћа тражња су у ТЗ, према процени, забележили спорији раст (1,4% и 0,2%, респективно). Успоравање раста домаће тражње последица је пада потрошње и инвестиција државе. Домаћа тражња је допринела међугодишњем расту БДП-а са 0,2 п.п., а нето извоз са 1,2 п.п.

Процена раста БДП-а у 2010. изнета у претходном Извештају о инфлацији је непромењена (1,5%). Раст ће бити заснован на расту извозне тражње (допринос нето извоза 2,2 п.п.). Инвестиције ће ове године, за разлику од претходне, имати благи раст (допринос 0,5 п.п.). Утицај укупне финалне потрошње на економску активност ће остати негативан (допринос -1,2 п.п.). У

2011. години очекује се убрзање раста БДП-а на 3–3,5%, чему ће кључни допринос дати инвестиције, а у мањој мери и финална потрошња и нето извоз.

Домаћа тражња

Потрошња домаћинства

Потрошња домаћинства је у ТЗ у односу на претходно тромесечје повећана, на шта указује и раст промета у трговини на мало.

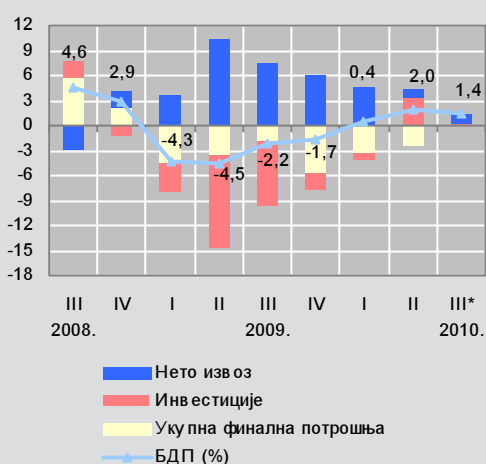
Процењује се да је потрошња домаћинства у ТЗ, десезонирано посматрано, наставила да расте (2,3%) и да је расту БДП-а допринела са 1,7 п.п.

Међугодишње посматрано, процењује се да је потрошња домаћинства, након дужег периода, остварила раст (0,4%), који је међугодишњем расту БДП-а допринео са 0,3 п.п.

Реални приходи домаћинства (зараде, пензије и социјална примања), као извори потрошње, смањени су за 1,5% у односу на Т2. Такво кретање је последица пре свега реалног пада масе зарада за 2,3%.

С обзиром на уобичајено виши прилив по основу дознака у другој половини године, раст реалног нето прилива по овом основу у ТЗ је био убрзан

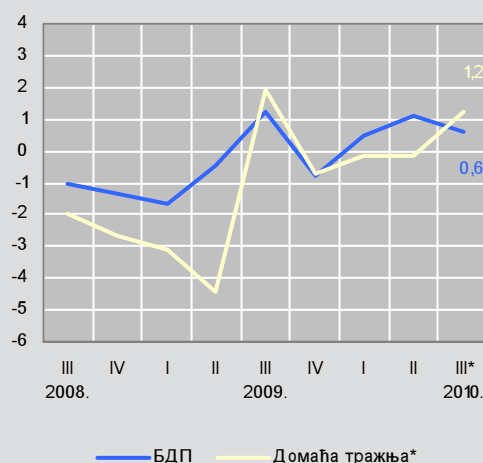
Графикон IV.4.1. Доприноси међугодишњем расту БДП-а (у процентним поенима)



* Процена НБС.

Пад потрошње државе и пад инвестиција државе допринели су успоравању раста БДП-а у ТЗ.

Графикон IV.4.2. Раст БДП-а и домаће тражње (десезониране тромесечне стопе раста)



* Процена НБС.

БДП успорава раст у ТЗ, док домаћа тражња даје знаке даљег опоравка.

(14,3%), што се одразило на раст извора потрошње домаћинства.

Кредити становништву, као додатни извор потрошње, наставили су да расту, али нешто успореније него у претходном тромесечју. Иста тенденција карактерише и међугодишњи ниво кредитне активности (13,1%).

Нижи реални прираст штедне становништва у односу на Т2 одразио се на раст потрошње.

Најважнији индикатор потрошње становништва – промет у трговини на мало, десезонирано посматрано, показује раст (2,7%) у Т3. И према међугодишњим подацима, промет у трговини на мало је забележио раст у Т3, и то први пут након шест тромесечја узастопног пада. Већа потрошња домаћинства у условима реалног пада зарада вероватно је резултат очекивања да ће зараде и друга примања становништва од наредне године бити повећани.

Промет у угоститељству, који је такође индикатор потрошње домаћинства, бележи раст у Т3 и десезонирано и међугодишње посматрано. С друге стране, број ноћења туриста је у паду у односу на претходно тромесечје. Међугодишњи подаци указују на успоравање пада броја ноћења у туризму.

У првих девет месеци 2010. године, потрошња домаћинства је, у складу са очекивањима, забележила пад од 2,7% међугодишње. Међутим, актуелна кретања, подстакнута опоравком промета у трговини на мало и растом телекомуникација, представљају позитиван сигнал у погледу кретања потрошње домаћинства до краја године. Имајући то у виду, у 2010. се очекује знатно блажи пад потрошње домаћинства у односу на претходну годину.

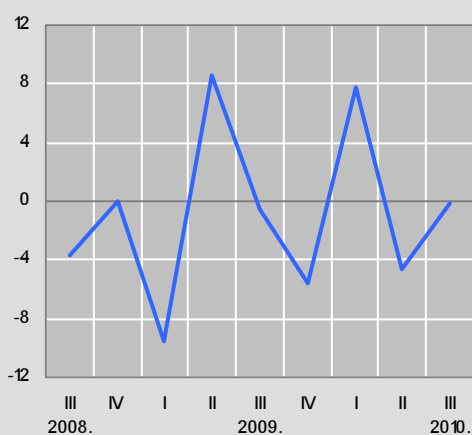
Потрошња државе

Потрошња државе у Т3 била је на нивоу претходног тромесечја. За целу 2010. годину очекује се реалан пад државне потрошње од око 1,9%.

Потрошња државе, обрачуната на основу издатака за куповину робе и услуга и издатака за зараде у јавним службама, реално је смањена за 1,5% међугодишње у Т3. У односу на претходно тромесечје, потрошња је, искључујући утицај сезоне, нижа за 0,2%.

У 2010. години се очекује реалан пад државне потрошње од 1,9%, углавном као последица замрзавања зарада у јавном сектору до јануара 2011.

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



Јавна потрошња је у Т3 забележила незнатан пад.

Осврт 3: Фискална одговорност – увођење фискалних правила

Изменама и допунама Закона о буџетском систему¹ у Србији се уводе фискална правила с два кључна ограничења: ограничавање нивоа јавног дуга на максимално 45% БДП-а и утврђивање циљног консолидованог фискалног дефицита од 1% БДП-а годишње у средњем року, с дозвољеним краткорочним одступањима како би се омогућило вођење антицикличне фискалне политике. Тиме се Србија сврстава у дугачак ред земаља које фискалну политику уређују фискалним правилима ради обезбеђења фискалне одрживости.²

Дозвољени ниво текућег дефицита зависиће, у складу с тим правилима, од фискалног дефицита у претходној години, његовог одступања од циљног, као и од одступања стопе раста БДП-а од потенцијалне средњорочне стопе раста, према формули:

$$d_t = d_{t-1} - a (d_{t-1} - d^*) - b (g_t - g^*)$$

где је d_t ниво фискалног дефицита у години t , g_t реална стопа раста БДП-а у години t , d^* циљни фискални дефицит, g^* потенцијална средњорочна реална стопа раста БДП-а, коефицијент a одређује брзину којом се стварни дефицит приближава циљном, а коефицијент b одређује колико фискални дефицит одступа од циљног због одступања стопе раста БДП-а од потенцијалне стопе раста. Коефицијенти a и b одређени су на нивоу 0,3 и 0,4 до 2013. године, након чега ће се утврђивати на период од три године.

Намера је да се у текућој години отклони 30% одступања оствареног фискалног дефицита од циљног из претходне године и да се висина фискалног дефицита прилагођава стању у привреди (тако фискални дефицит у годинама рецесије може бити већи од циљног, а у годинама експанзије мањи или се може остварити суфицит). Потенцијална средњорочна стопа раста БДП-а одређена је на нивоу од 4% до 2014. године, а након тога ће је одређивати Фискални савет. Дефинисан је и низ посебних фискалних правила која би требало да обезбеде реализацију фискалног прилагођавања, и то већим ограничавањем текућих у односу на капиталне расходе.

Према прописима Европске комисије, која за земље чланице утврђује индекс снаге фискалног правила, снага фискалног правила утврђује се на основу пет критеријума: (1) законског основа фискалног правила, (2) статуса (у смислу независности) органа који је задужен за надзор поштовања прописаних фискалних правила, (3) статуса органа који је задужен за спровођење прописаних фискалних правила, (4) постојања корективних механизма и система кажњавања у случају непоштовања фискалних правила и (5) медијске покривености испуњавања фискалних правила. Уз то, индекс снаге фискалног правила опредељује и његов обухват, па ће тако фискално правило бити оцењено као снажније ако се односи на општи ниво власти у односу на централни или локалне нивое.

Предложена фискална правила у Србији прописана су законом, што би требало да им осигура високо вредновање. За надзор спровођења фискалних правила у Србији предложен је Фискални савет као независан орган, што је, према ставовима Европске комисије, оптимално решење. С друге стране, предвиђени су корективни механизми у случају одступања од прописаних фискалних правила (и принципа), и то у смислу обавезе Владе да Народној скупштини поднесе извештај који би прецизирао разлоге одступања, као и план и временски оквир у коме ће одступање бити отклоњено, док систем кажњавања у случају непоштовања фискалних правила није децидирано дефинисан. На крају, с обзиром на то да су седнице Народне скупштине јавне, а Фискални савет дужан да Скупштини доставља анализе и мишљења на нацрте извештаја о фискалној стратегији и Закону о буџету, испуњавање фискалних правила свакако ће бити могуће медијски пратити. Од тога у којој мери ће се заиста и спроводити предвиђени процес корекције у случају одступања од прописаних правила, те у којој мери ће медији (а тиме и јавност) дати значај евентуалном одступању од њих, зависиће и суштинска снага предложених фискалних правила. У сваком случају, увођење фискалних правила у оквире закона даће позитиван допринос фискалној дисциплини, а тиме и макроекономској стабилности Србије.

¹ „Службени гласник РС“, број 73/10.

² Од 27 земаља чланица ЕУ само две (Грчка и Малта) нису имале уведена фискална правила на последњем прегледу фискалних правила земаља чланица 2008. године.

Инвестициона активност

Приватне инвестиције у фиксне фондове су током ТЗ оствариле раст. Инвестициона активност је, међутим, забележила даљи пад као резултат пада залиха.

Десезонирано посматрано, инвестициона активност је у ТЗ смањена (1,0%). Такво кретање је допринело успоравању тромесечног раста БДП-а са -0,2 п.п.

Пад инвестиционе активности последица је реалног пада прираста залиха у ТЗ у односу на Т2 (26,1%, допринос расту БДП-а -3,0 п.п.). У структури инвестиционе активности, с друге стране, остварен је раст инвестиција (пре свега приватних инвестиција) у фиксне фондове, што представља позитиван сигнал у погледу будућег кретања економске активности. Раст приватних инвестиција је у највећој мери резултат раста увоза средстава за рад.

Међугодишње посматрано, у ТЗ је остварен благи раст инвестиционе активности (1,0%) с позитивним доприносом међугодишњем расту БДП-а (0,2 п.п.). При томе, дошло је до знатног успоравања пада инвестиција у фиксне фондове (0,2%) у поређењу с претходним тромесечјем (22,9%), као и успоравања раста залиха.

На опоравак инвестиционе активности на међугодишњем нивоу указује успоравање пада вредности изведених радова, мањи пад броја

Графикон IV.4.4. Коришћење капацитета у индустрији
(на бази десезонираних података)



* Процена НБС.

Према процени, коришћење капацитета у индустрији у ТЗ бележи побољшање.

издатих грађевинских дозвола, као и раст увоза капиталних производа.

Приватне инвестиције су оствариле и међугодишњи раст, али је њихов допринос економској активности био неутрализован падом инвестиција државе. Ниска

Табела IV.4.1. Индикатори кретања инвестиција
(међугодишње стопе раста у %)

	III 2009. III 2008.	IV 2009. IV 2008.	I 2010. I 2009.	II 2010. II 2009.	III 2010. III 2009.
Реални показатељи					
Грађевинарство	-16,4	-17,3	-12,5	-11,9	-1,5 *
Индустријска производња капиталних производа (физички обим)	-24,3	-10,3	4,5	-11,3	-11,5
Извоз капиталних производа**	-28,5	-18,8	-10,1	5,8	5,8
Увоз капиталних производа**	-25,1	-7,7	-15,9	0,3	10,6
Залихе капиталних производа	-17,1	-10,8	4,3	11,4	3,6
Индустријска производња интермедијарних производа (физички обим)	-18,5	2,9	13,7	21,5	10,2
Извоз интермедијарних производа**	-42,3	-2,2	35,7	57,2	49,9
Увоз интермедијарних производа**	-17,0	-0,1	9,7	23,0	34,2
Залихе интермедијарних производа	-5,4	-1,8	-1,0	-1,4	-1,8
Инвестициона потрошња државе**	-20,4	-21,3	-31,8	-35,0	-11,4
Финансијски показатељи					
2009. 2010.					
III IV I II III					
Средњорочно и дугорочно задуживање привреде у иностранству (нето, у млн EUR)	-114,0	-35,4	-77,0	-275,6	-136,0
Домаћи краткорочни кредити одобрени привреди (у млрд динара)	8,8	-1,8	32,5	39,4	19,7
Домаћи дугорочни кредити одобрени привреди (у млрд динара)	10,7	35,4	16,1	35,8	12,3
Домаћи дугорочни кредити одобрени становништву (у млрд динара)	4,2	20,9	23,9	43,8	22,8

* Процена НБС.

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

инвестициона активност државе последица је изразито успорене реализације јавних инвестиција.

Иако благ, међугодишњи раст приватних инвестиција по први пут од почетка кризе охрабрује. Очекује се да ће се такво кретање одразити на производњу привредних субјеката у наредном периоду, доприносећи даљем опоравку економске активности.

Процењује се да знатно побољшање искоришћености капацитета у индустрији (мерено цикличном компонентом продуктивности рада) представља такође показатељ опоравка инвестиционе активности.

Нето екстерна тражња

Пад нето извоза у ТЗ је имао негативан утицај на кретање десезонираног БДП-а. Структура увоза указује на позитивне изгледе будућег раста економске активности.

Према десезонираним подацима, увоз је у ТЗ растао брже у односу на извоз. Повећан спољнотрговински дефицит утицао је на успоравање економског раста. Допринос нето извоза расту БДП-а, према процени, износио је $-0,8$ п.п.

Насупрот томе, спољнотрговинска размена међугодишње посматрано имала је позитиван утицај на кретање БДП-а (допринос 1,2 п.п.). Настављен је бржи раст робног извоза од увоза (24,9%, наспрам 17,4% м.г.), што се у великој мери може приписати ефектима реалне депрецијације динара. У структури извоза, остварен је знатан раст извоза основних метала (допринос расту извоза око 7,5 п.п.), као и хемијских производа (допринос око 5,0 п.п.).

Расту извоза у ТЗ допринео је и раст извоза хране. Наиме, и поред лоших временских прилика ове године и смањених аграрних приноса, извоз пољопривредних производа (пре свега кукуруза, малина и шећера), као и прерађене хране, бележи раст. У наредном периоду тај раст би требало да се убрза с обзиром на то да се очекује почетак слободног извоза ферментисаних производа од свињског меса (месне прерађевине) у Европску унију и Русију.

У структури увоза доминирала су средства за производњу, пре свега материјал за репродукцију, што је индикатор могућег убрзања привредног раста у наредном периоду.

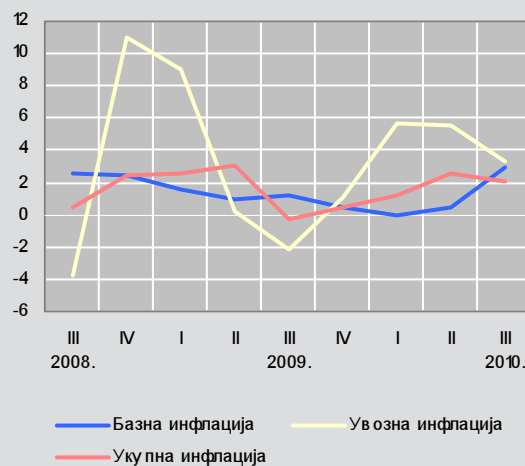
Таква кретања резултирала су трговинским дефицитом који је био виши 7,3% него у истом

Графикон IV.4.5. Извоз и увоз робе (у млн EUR)



Дефицит робне размене је повећан у односу на Т2 због бржег раста увоза.

Графикон IV.4.6. Домаћа и увозна инфлација (тримесечне стопе раста, у %)



Извор: НБС и Eurostat.

Успоравању раста увозне инфлације у ТЗ допринели су мања номинална ефективна депрецијација динара у односу на Т2, као и пад цена у ЕУ и САД.

периоду прошле године. У овој години очекује се реалан раст извоза од око 17% и увоза од око 5%, што ће пресудно допринети економском опоравку (допринос расту БДП-а 2,2 п.п.).

Увозна инфлација⁸ у Т3 снижена је у односу на претходна два тромесечја и на годишњем нивоу⁹ је износила 12,7%. Успоравање раста увозне инфлације резултат је пада цена у Европској унији и САД од укупно 0,2% (просечно годишње) и мање депрецијације номиналног ефективног курса динара у односу на Т2. Висок раст увозне инфлације из претходног периода, заједно са скоком цена хране и опоравком тражње, утицао је на убрзање непрехрамбене базне инфлације.

Све до пред крај Т3 цена нафте се кретала у распону од 70 до 80 долара, а на крају тромесечја је премашила ниво од 80 долара за барел. Тај пораст резултат је слабљења вредности америчке валуте и повећања тражње на тржиштима у успону, а посебно Кини, која dobrim делом одређује цену већине основних сировина. У прилог расту цена нафте изражених у доларима иде и процена Међународне агенције за енергију да ће се тражња за нафтом у 2011. години повећати у односу на 2010. Чини се и да земље ОПЕКС-а немају недоумица у вези с тренутном ценом нафте. Оне не планирају да повећају производњу и поред страховања да би даљи пораст цена могао да угрози крхки глобални опоравак. Већина њих сматра да је цена у распону од 70 до 80 долара избалансирана и да одговара свима. У наредном периоду кретање цене нафте зависиће највише од кретања курса долара.

Цена бакра, нашег најзначајнијег извозног обојеног метала, у Т3 је знатно порасла – око 27%. Овај раст је био много већи од раста цене нафте у истом периоду, а узроци и једног и другог раста су идентични. На крају септембра цена бакра је достигла највиши ниво у 2010. години и премашила 8.000 долара по тони, а наставила је да расте и у првој половини октобра.

Цене житарица су у 2010. години, а нарочито од средине лета, знатно порасле због незапамћене суше, а потом пожара, у Русији и Украјини. У Русији, четвртом највећем извознику пшенице на свету, жетва је овога лета имала за 25% лошије резултате од очекиваних, због чега је Русија забранила извоз пшенице до краја 2011. године. Раст цена пшенице повукао је за собом и раст цена осталих житарица, посебно кукуруза, соје и уљане репице. Слично је и са ценом меса, која је достигла највиши ниво у протеклих 20 година, па се већ јављају упозорења о

Графикон IV.4.7. Кретање цена нафте и бакра



Извор: Bloomberg.

Цена нафте у Т3 имала је благе успоне и падове. Цена бакра је имала израженији тренд раста током целог тромесечја.

могућности понављања кризе хране од пре две године, која је потресала многе земље широм света. Недавно саопштење америчког министарства пољопривреде да ће производња кукуруза у 2010. години у САД бити нижа за 4% изазвало је скок цена ове житарице од 8,5% само у једном дану. Производња житарица у свету концентрисана је у неколико великих земаља, па се било какав поремећај у понуди, било да је реч о руској пшеници или америчком кукурузу, одражава на глобалном нивоу.

5. Економска активност

У Т3 је дошло до успоравања раста економске активности. Ипак, негативни производни јаз се постепено смањује.

Након убрзаног међугодишњег раста у Т2 (2,0%), процењује се да је БДП у Т3 успорио раст (1,4%¹⁰). На успоравање раста указује такође десезонирани раст оцењеног БДП-а у Т3. Наиме, након 1,1% у Т2,

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

⁹ Однос просека два узастопна тромесечја подигнут на годишњи ниво.

¹⁰ Процена РЗС-а је већа (2,1%) јер се заснива на мањем паду пољопривредне производње.

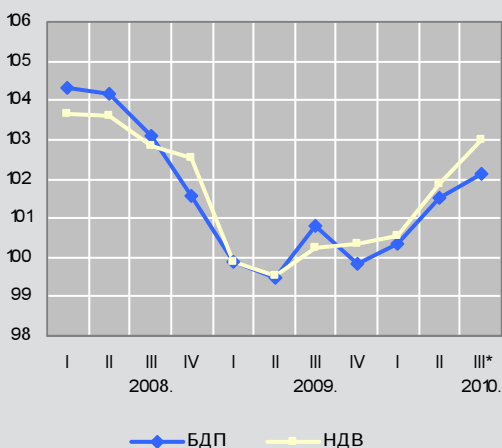
десезонирани раст оцењеног БДП-а је смањен на 0,6%. Десезонирани раст непољопривредне додате вредности у ТЗ процењује се на 1,1%, чиме се она приближила нивоу пре кризе.

Успоравање раста економске активности последица је пре свега пада пољопривредне производње, узрокованог неповољним временским приликама. Оне су највише погодили воћарство и повртарство, као и производњу пшенице. Процењује се да пад пољопривредне производње у ТЗ износи 5,1% и да је негативно допринео расту БДП-а са 0,5 п.п.

С друге стране, процењује се да највећи допринос тромесечном расту БДП-а у ТЗ потиче од раста индустријске производње (0,4 п.п.) и промета у сектору трговине (0,2 п.п.).

Укупна индустријска производња остварила је тромесечни раст од 2,5%, и то пре свега по основу повећања активности у прерађивачкој индустрији. Расту прерађивачке индустрије, који је износио 2,6%, највише је допринело повећање производње прехранбених производа и пића, као и производње кокса и деривата нафте. Сектор вађења руда и камена остварио је раст од 5,8%.

Графикон IV.5.1. Кретање индикатора економске активности
(десезонирани подаци, 2009 = 100)



* Процена НБС.

БДП у ТЗ је успорио раст, пре свега због пада пољопривредне производње.

Графикон IV.5.2. Тромесечни покретни просеци индустријске производње и трговине на мало (међугодишње стопе, у %)



Трговина на мало је остварила међугодишњи раст, док је индустријска производња успорила раст.

Према десезонираним подацима, опоравак промета у трговини, који је започет у претходном тромесечју, настављен је, с тим што је стопа раста нижа него у Т2 (1,6% у односу на 3,1%).

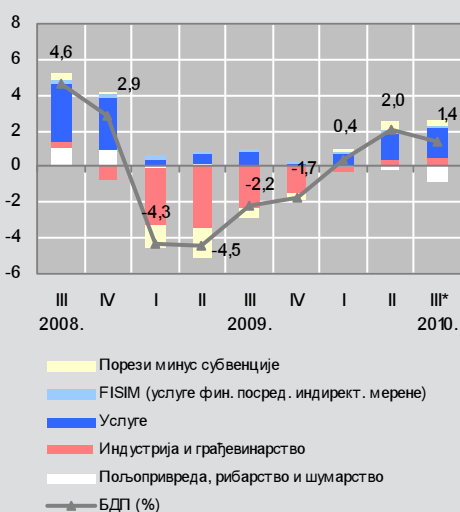
У сектору хотела и ресторана дошло је до снажног убрзања раста (15,0%), који, због ниског учешћа у структури БДП-а, има мали допринос укупном расту економске активности (0,1 п.п.). Успоравање раста кредитне активности у ТЗ резултирало је нешто мањим растом сектора финансијског посредовања (1,5%) у односу на претходно тромесечје (1,8%).

Грађевинска активност се, према проценама, опоравља у ТЗ и бележи тромесечни раст од 3,6%. Томе је допринео и раст капиталних издатака државе.

Очекивано међугодишње успоравање раста БДП-а (1,4%) последица је пре свега пада пољопривредне производње од 7,0% м.г. (допринос расту БДП-а -0,8 п.п.) и високе прошлогодишње базе. Највећи пад очекује се код производње пшенице, јабука и шљива, као и производње кромпира и пасуља. Раст се очекује код кукуруза, соје, сунцокрета и шећерне репе.

Најзначајнији допринос међугодишњем расту БДП-а у ТЗ очекује се од сектора саобраћаја и веза (0,9 п.п.),

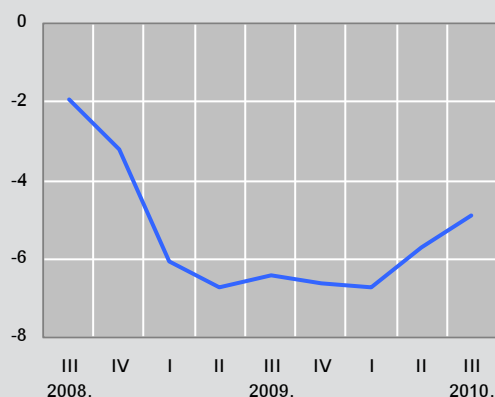
Графикон IV.5.3. Доприноси међугодишњем расту БДП-а (у процентним поенима)



*Процена НБС.

У Т3 се очекује успоренији опоравак економске активности.

Графикон IV.5.4. Производни јаз* (процентуално одступање од тренда)



* Процена НБС.

Иако је опоравак економске активности у Т3 успорен, негативан производни јаз се смањује.

укупне индустријске производње (0,6 п.п.), као и сектора трговине на велико и мало (0,3 п.п.).

У оквиру сектора саобраћаја и веза, највећи допринос међугодишњем расту требало би да дају телекомуникације.

Након убрзања у Т2, процењујемо да је раст укупне индустријске производње у Т3 успорен (3,7% мг.). Такво кретање је последица првенствено успоравања раста прерађивачке индустрије по основу пада производње основних метала. Расту прерађивачке индустрије доприноси производња хемикалија и хемијских производа, производња прехранбених производа, производња кокса и деривата нафте и производња машина и уређаја. Сектор вађења руда и камена остварује раст од 10,9%, али расту БДП-а доприноси са 0,1 п.п. С друге стране, пад производње електричне енергије, гаса и воде у Т3 од 3,5% негативно доприноси расту БДП-а са 0,1 п.п.

Грађевинска активност, према проценама, бележи знатно успоравање пада (-1,5% мг.) у Т3. На то

указује раст производње у области производа од неметалних минерала, затим раст у области вађења руда неметала и камена, али и успоравање пада инвестиционе активности државе.

У сектору трговине остварено је међугодишње убрзање раста од 2,9% (допринос расту БДП-а 0,3 п.п.), што се објашњава порастом промета у трговини на мало. Очекује се да сектор хотела и ресторана, по први пут од краја 2008. године, искаже раст активности у Т3 (0,4% мг), пре свега по основу раста промета у угоститељству.

Имајући у виду остварена кретања, као и наша очекивања, стопа раста економске активности за 2010. годину није ревидирана (1,5%). У 2011. години се очекује убрзанији раст – од 3,0 до 3,5%.

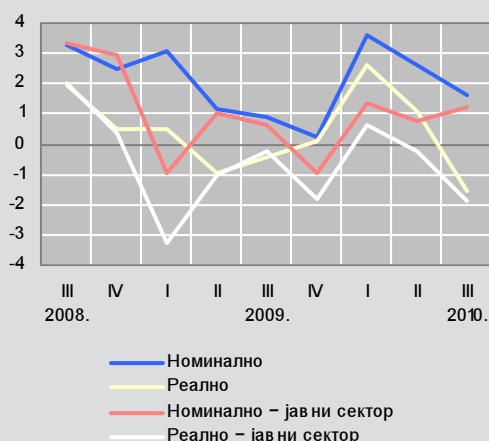
Економска активност мерена непољопривредном додатом вредношћу показује да се производни јаз полако смањује. Такво кретање сугерише да се дезинфлаторни притисци по основу и даље ниске агрегатне тражње настављају, али да постепено слабе.

6. Кретања на тржишту рада

Зараде

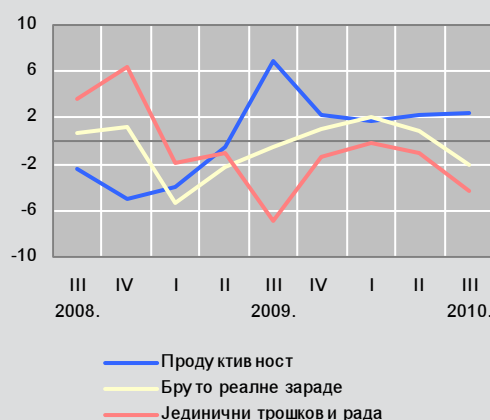
Реалне зараде у Т3 су у паду. Јединични трошкови рада у индустрији настављају да се смањују.

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



Реалне зараде у јавном сектору су у Т3 забележиле бржи пад од пада укупних зарада.

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



Успоравање раста индустријске производње и пад бруто реалних зарада резултирали су даљим падом јединичних трошкова производње.

Према десезонираним подацима, номиналне зараде су наставиле успорено да расту, док су реалне зараде смањене у односу на претходно тромесечје. Номиналне нето зараде су повећане за 1,6%, а реалне су опале за 1,6%.

Међугодишње посматрано, номиналне зараде наставиле су да расту (8,3%), док је раст реалних зарада донекле успорен (2,2%). Просечна нето зарада у Т3 је, према оригиналним подацима, износила 34.372 динара.

Тромесечни раст номиналних нето зарада забележио је успоравање у већини делатности. Успоравање је било најизраженије у области производње електричне енергије, где је дошло и до пада активности. Раст зарада је регистрован код пољопривредних делатности, саобраћаја, финансија, као и у хотелијерству.

државних предузећа, образовања и здравственог и социјалног рада.

Будући да је продуктивност рада у индустрији остала готово непромењена у односу на Т2, а да су реалне бруто зараде даље смањене, јединични трошкови рада у индустрији, десезонирано посматрано, забележили су даљи пад. Због блажег пада реалних бруто зарада, пад јединичних трошкова рада у прерађивачкој индустрији је мањи.

Од наредне године зараде у јавном сектору и пензије ће бити повећане. Са становишта утицаја на домаћу тражњу и инфлацију, важна је одлука Владе да одмрзавање пензија и зарада у јавном сектору помери са априла на јануар 2011. По основу раста продуктивности, раст зарада се очекује и у приватном сектору. Ипак, будући да ће, и поред одређеног економског опоравка, стопа незапослености бити висока, потрошња домаћинства ће споро расти.

Запосленост

Запосленост у Т3 бележи даљи пад. Ипак, захваљујући опоравку индустријске производње, смањује се негативан допринос запослености у индустрији укупној запослености.

Према подацима анкете РАД, у Т3 је дошло до даљег пада броја запослених у односу на претходно тромесечје (за 8.187 лица, или 0,5%). У односу на исти период претходне године, запосленост бележи пад за 3,4%, пре свега као последица пада запослености код предузетника и у прерађивачкој индустрији. Највеће (и релативно и апсолутно) смањење запослености од почетка кризе забележено је у категорији приватних предузетника. Иако висок, негативан допринос запослености у индустрији укупној запослености се смањује захваљујући опоравку индустријске производње. Већи број запослених у односу на исти период претходне године остварен је једино у сектору вађења руда и камена, у пословима с секретницама и, незнатно, у производњи електричне енергије и гаса.

Закључно са септембром, највећи број запослених по делатностима чинили су предузетници (25,3%), затим

запослени у сектору услуга (24,0%) и запослени у јавном сектору (23,4%).

Укупан број запослених у јавном сектору у Т3 је нешто мањи у односу на исти период претходне године (0,3%), али и у односу на Т2 (0,6%). Највеће смањење броја запослених забележено је у државној управи и у комуналним службама. Ипак, број запослених у јавном сектору је изнад просечног нивоа пре кризе, пре свега због раста запослености у образовању и здравству.

Број незапослених, према евиденцији Националне службе за запошљавање, у паду је од почетка године, али то није нужно последица стварних економских трендова, већ пре свега брисања са евиденције незапослених лица која се не придржавају обавезе редовног јављања Служби за запошљавање. У септембру је регистровано 721 хиљада незапослених лица, што је за 26 хиљада мање у односу на јун. Истовремено, број новопријављених лица на евиденцији Националне службе за запошљавање је већи у Т3 него у Т2.

Иако негативна кретања на тржишту рада нису заустављена, позитиван сигнал на овом тржишту

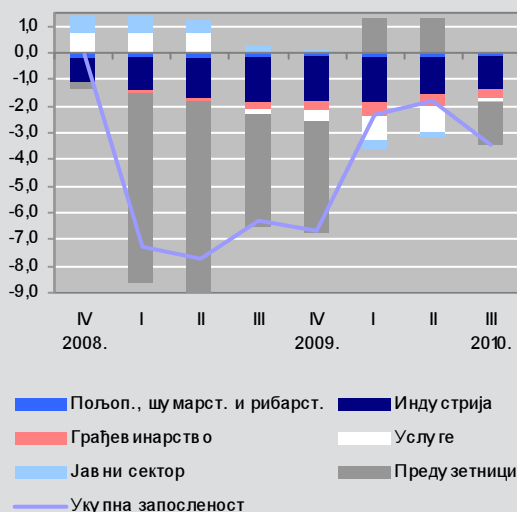
Графикон IV.6.3. Незапосленост



Извор: Национална служба за запошљавање и РСЗ.

Број незапослених лица у Т3 је забележио пад.

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



Извор: РСЗ.

У Т3 је дошло до пада запослености, чему је најзначајније допринело смањење активности у прерађивачкој индустрији и код предузетника.

представља евидентирани раст запошљавања и оглашавања потреба за новом радном снагом у односу на претходно тромесечје.

7. Међународно окружење

Иако се светска привреда опоравља од последица кризе недовољно снажно и неравномерно по регионима, нема ризика од већег успоравања глобалног привредног раста. Привредни раст у земљама најзначајнијим спољнотрговинским партнерима Србије има добре перспективе.

Глобални привредни опоравак наставља се и у другој половини 2010, али је још увек недовољно снажан и неравномеран по регионима. Опоравак је бржи у земљама које су пре кризе имале мање макроекономске неравнотеже, а за време кризе спорији пад БДП-а. Ризици од успоравања привредног раста постоје и даље, нарочито због неуједначености на глобалном нивоу, као и опасности од истовременог напуштања подстицајних мера које су усвојене као одговор на кризу. Ипак, неко знатније успоравање светског привредног раста је мало вероватно. Стимулативне мере монетарне политике су и даље на снази и многи економски стручњаци сматрају да треба да остану још неко време док се привредни раст не учврсти, као и да с њиховим повлачењем треба ићи опрезно. Стабилизационе мере европских влада предузете ради консолидације јавних финансија и повратка поверења инвеститора се, за сада, доследно спроводе и дају прве резултате, евидентне пре свега у региону зоне евра.

Очекује се да предводник глобалног опоравка у 2010. и 2011. години буду земље у развоју из азијског региона, првенствено Кина и Индија. Економска активност у тим земљама је веома интензивна захваљујући опоравку извоза и расту домаће тражње. Снажна увозна тражња из Кине, нарочито сировина, опреме и капиталних добара, допринела је порасту привредне активности у већини земаља азијског региона, који је постао привлачан за прилив страног капитала.

Захваљујући фискалним и монетарним стимулансима без преседана, америчка економија наставља да се опоравља. Међутим, привредни раст је у Т2 био знатно спорији него у Т1 (1,6% у односу на 3,7%) и до краја године се не очекује бржи опоравак. Прве процене указују да је раст у Т3 износио 2%, што је нешто брже

него у Т2. Успоравање раста америчке економије може се у великој мери приписати смањеној личној потрошњи, као последици високе незапослености, пада вредности имовине и оклевања банака да презадуженим грађанима одобравају кредите. Приноси на дугорочне обвезнице америчког трезора знатно су се смањили због повећане куповине инвеститора, који траже сигурно уточиште, као и решености ФЕД-а да настави с куповином државних хартија од вредности. Финансијска тржишта већ су се унапред прилагодила недавној одлуци ФЕД-а да започне нови циклус куповине обвезница америчког трезора у износу од 600 млрд долара до средине 2011. године. За сада, у ФЕД-у не размишљају о излазној стратегији, али уверавају јавност да имају инструменте за ефикасно повлачење вишка ликвидности, које ће искористити када за то дође време.

У Европској унији је забележен умерен опоравак, али неуједначен по земљама. На једној страни је Немачка као предводник раста, захваљујући снажном извозу, а на другој високо задужене земље код којих је раст или врло слаб или је привредна активност и даље у паду. Таква дивергентна кретања представљају проблем за вођење јединствене монетарне политике у зони евра.

Развијене европске економије поставиле су на сам врх својих приоритета достизање одрживог нивоа јавног

Графикон IV.7.1. БДП и инфлација у зони евра

(међугодишње стопе раста)



Извор: Eurostat.

Раст БДП-а започет у Т1 2010. настављен је и убрзан у Т2. Инфлаторни притисци су и даље под контролом, а пораст инфлације занемарљиво мали.

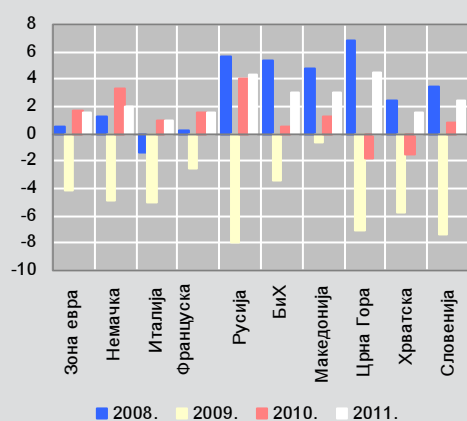
дуга и, путем бројних мера фискалног прилагођавања, кренуле су у том смеру. Финансијски сектор је, и поред позитивних резултата банака на стрес-тестовима, још увек рањив, а банке се и даље увелико ослањају на кредитне олакшице ЕЦБ-а. Од почетка кризе ЕЦБ је банкама обезбеђивала по референтној каматној стопи кредите у неограниченом износу, под условом да је обезбеђен колатерал. Међутим, постоје изгледи да се већ од јануара 2011. ЕЦБ врати редовним аукцијама. У развијеној Европи инфлација је ниска, а због озбиљних производних јазова очекивања раста инфлације су потиснута. Верује се стога да ће референтна стопа ЕЦБ и у наредној години остати непромењена, а да ће се неконвенционалне мере монетарне политике опрезно повлачити.

Перспективе привредног раста зоне евра за 2010. и 2011. побољшане су у односу на процене дате средином текуће године. С обзиром на то да је овај регион најзначајнији спољнотрговински партнер Србије, постоје изгледи да се српски извоз на ово подручје у наредном периоду повећа. Ипак, обим тог повећања умногоме ће зависити од прилагодљивости српских извозника ојачаној конкуренцији с тржишта у успону, али и од одрживости опоравка земаља зоне евра.

Европска тржишта у успону брже и успешније се опорављају него зона евра. Прогнозе привредног раста за њих такође су побољшане у односу на прогнозе из прве половине године. Земље које су имале најблажи пад привредног раста (Пољска), као и оне које су кризу дочекале с релативно здравим банкарским системом и уравнотеженим билансима домаћинства (Турска), требало би да наставе с бржим растом него земље које су пре кризе имале неодржив ниво раста јавне и приватне потрошње. Разлика у динамици привредног раста узрокована је тиме што су дубиозе које су претходиле кризи код друге групе земаља смањиле маневарски простор макроекономској политици. Од земаља које су значајни спољнотрговински партнери Србије издвајамо оне из групације ЦЕФТА. Са њима Србија остварује пораст суфицита у спољнотрговинској размени од почетка године, а њихове перспективе раста у 2011. години су прилично повољне. Монетарна политика земаља централне и источне Европе требало би да остане још неко време експанзивна, али ће се референтне стопе централних банака највероватније постепено у наредној години повећавати.

Након вишемесечног слабљења девизног курса евра у односу на долар, евро је у јулу започео да јача, а најизраженије јачање је било у септембру и почетком октобра када је однос износио 1,39 долара за један евро. Релативно нагло слабљење долара било је последица највише очекивања инвеститора (која су се и остварила) да ће ФЕД започети нови циклус квантитативног попуштања куповином обвезница америчког трезора. Таква операција изазива раст цена ових обвезница и смањење стопе приноса на доларске хартије од вредности. Смањење атрактивности приноса на доларске хартије од вредности наводи инвеститоре да се окрећу хартијама с већим приносом. На пад вредности долара према евр утицао је и преокрет у динамици привредног опоравка у корист зоне евра у Т2 и очекивање да ће се он одржати и у Т3, као и веће поверење инвеститора у спровођење мера штедне грчке владе и влада осталих високо задужених земаља зоне евра. Јачање поверења допринело је и смањењу спреда на обвезнице високо задужених земаља у односу на реперну немачку десетогодишњу обвезницу. Тако је спред на грчку државну обвезницу исте рочности смањен на 700 базних поена, што је најниже од јуна. Очигледно је да се поверење у одрживост јавних финансија земаља зоне евра постепено враћа и да су инвеститори поново спремни да улажу у хартије од вредности с вишим приносом.

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



Извор: IMF, WEO, October, 2010.

У 2010. и 2011. години очекује се раст БДП-а посматраних земаља довољан да омогући опоравак извоза Србије.

V. Пројекција инфлације

Инфлација ће у Т4 2010. премашити горњу границу дозвољеног одступања од циља, а у границе дозвољеног одступања од циља очекујемо да се врати крајем 2011. године. Снажни притисци на раст цена хране, слабљење динара у претходном периоду, као и најављени раст пензија и зарада у јавном сектору у јануару 2011, кључни су фактори који ће утицати на пораст међугодишње инфлације у наредном периоду. Очекује се да ће економска активност у току 2011. и 2012. године остварити бржи раст него у претходне две године. Народна банка Србије ће вероватно наставити с повећањем референтне каматне стопе.

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

Почетни услови

Период од претходног Извештаја о инфлацији обележио је снажан раст цена хране, који је изазван неповољним временским приликама и растом светских цена примарних пољопривредних производа. Тиме је окончан период дезинфлаторног дејства цена хране који је трајао од краја 2008. године.

Поскупљење хране основни је узрок знатног пораста укупне инфлације у Т3, која се, након подбацивања у П1, вратила у границе циља. Поред пољопривредног шока, на раст инфлације утицала је и депрецијација динара из претходног периода, преко раста увозних цена.

Слабљење динара у претходном периоду одразило се на проширивање депрецијацијског јаза у Т3 (индикација пада маргиналних профита нето увозника), који би у наредном периоду могао да буде важан инфлаторни фактор.

Као реакција на пораст инфлације, инфлаторна очекивања су донекле повећана у последњих неколико месеци, што ће, у мањој мери, појачати инфлаторне притиске и у наредном периоду.

Тражња у Т3 деловала је и даље дезинфлаторно, али у мањој мери него што је то био случај почетком 2010.

и у претходној години. На то указује смањење негативног производног јаза (мера тражње) у Т2 и Т3.

БДП је успорио раст, као последица лоше године у пољопривреди. Непољопривредна додата вредност, међутим, и даље бележи релативно високе стопе раста. За разлику од претходног периода, раст у највећој мери потиче по основу домаће тражње (потрошње и инвестиција приватног сектора).

И у зони евра, чије су чланице наши главни спољнотрговински партнери, економска активност је у Т3 порасла упркос повећаној фискалној рестриктивности последњих месеци.

И поред повећања референтне стопе у Т3 са 8% на 9%, карактер монетарне политике је био експанзивнији него у Т2, првенствено по основу наставка проширења депрецијацијског јаза. Референта стопа је даље повећана у октобру на 9,5%. Остварена повећања референтне стопе ће дати свој пуни ефекат у наредном периоду.

Претпоставке пројекције

Узимајући у обзир текућа кретања и најаве до краја године, раст регулисаних цена ће у 2010. бити незнатно изнад горње границе планираног распона од

Табела V.0.1. Претпоставке пројекције

	2010.	2011.
Екстерне претпоставке		
Инфлација у ЕУ (4. тромесечје на 4. тромесечје)	1,8%	1,5%
Референтна каматна стопа ЕЦБ (на крају године)	1%	1,25%
Раст БДП-а у зони евра	1,6%	1,5%
Цена уралске нафте по барелу (крај године, у USD)	86	90
Интерне претпоставке		
Регулисане цене без деривата нафте (дец. на дец.)	11,5%	8,0%
Цене пољопривредних производа (дец. на дец.)	20,0%	0,0%
Трендови		
Апрецијацијски тренд реалног курса (просек)	1,4%	1,9%
Тренд реалне камате (просек)	5,3%	4,8%

9±2%. У пројекцији претпостављамо да ће се у 2011. години држава придржавати договореног плана раста од 7±2%, а у 2012. години 6±2%.

Будући да су цене пољопривредних производа тренутно на високом нивоу, под претпоставком просечне пољопривредне сезоне у 2011. години, цене пољопривредних производа требало би да имају спорији раст од осталих цена.

С постепеним јењавањем кризе, тренд ценовне конвергенције Србије према зони евра, тј. реална апрецијација динара према евр, требало би да буде убрзана. Такође, постепено враћање поверења инвеститора у регион југоисточне Европе допринеће смањењу премије ризика. Та два фактора утицаће на постепено смањење тренда реалне каматне стопе у наредном периоду.

Након снажног скока привреде зоне евра у Т2, подстакнутог нето извозом, у П2 се очекује умеренији раст. Ипак, све је више наговештаја да је привредни опоравак зоне евра одржив, упркос најјавама рестриктивне фискалне политике у већини земаља чланица. Фискална рестриктивност ће највероватније одложити подизање основне каматне стопе Европске централне банке за крај 2011. године. Очекује се да ће се инфлација у зони евра у наредној години кретати испод 2%.

Пројекција инфлације

Инфлација ће у Т4 премашити горњу границу дозвољеног одступања од циља, а у границе циља требало би да се врати крајем 2011. године (графикон V.0.1).

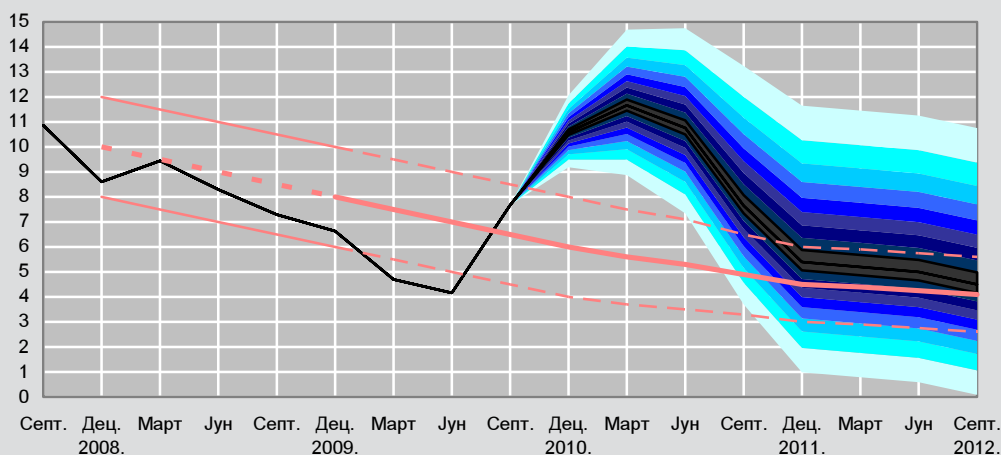
Очекује се да ће се месечне стопе инфлације до краја године задржати на релативно високом нивоу, што ће, уз ниску базу (тј. ниске стопе инфлације из претходне године), узроковати раст међугодишње стопе изнад горње границе циља. Узрок убрзању инфлације ће бити пре свега наставак поскупљења индустријско-прехрамбених производа, пошто се ефекти раста цена инпута у њиховој производњи (кукуруз, пшеница...) нису у потпуности исцрпили у Т3. Расту цена допринеће и одложени ефекти пораста увозних цена као последица депрецијације динара у периоду мај–јул.

У средњем року, ниска тражња ће и даље успоравати ценовни раст, али у мањој мери него што је то био случај у претходном периоду. Постепени опоравак српске економије довешће до даљег смањења негативног производног јаза, тј. до слабљења дезинфлаторних притисака по основу тражње. Расту домаће тражње допринеће знатно и најављено одмрзавање зарада у јавном сектору и пензија у јануару 2011. године.

Пад маргиналних профита нето увозника, тј. проширење депрецијацијског јаза у последњих годину дана, деловаће инфлаторно и у наредној години. Ипак, с обзиром на стопе инфлације које се очекују у наредним месецима, депрецијацијски јаз би се могао затворити релативно брзо, па би утицај овог фактора могао бити снажан, али краткотрајан.

Додатни притисак на цене могао би доћи и по основу раста инфлаторних очекивања. Наиме, раст међугодишње инфлације, узрокован растом цена хране, могао би економске субјекте навести да, по инерцији, и у наредном периоду очекују више стопе инфлације, што би изазвало нови притисак на цене (тзв. секундарни ефекат).

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



Инфлација ће у Т4 2010. премашити горњу границу дозвољеног одступања од циља, а у границе циља би требало да се врати крајем 2011. године.

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

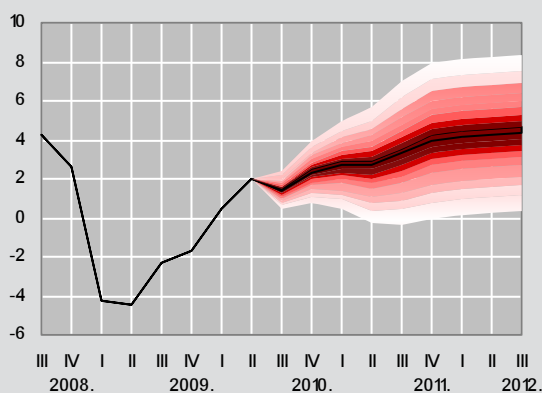
С друге стране, у току наредне године цене хране би могле деловати у супротном правцу. Пошто су, након лоше године у пољопривреди и у Србији и у свету, цене хране на веома високом нивоу, чак и у случају просечне сезоне у току наредне године може се очекивати њихов релативан пад у односу на остале цене.

У целини, ипак, преовлађују инфлаторни фактори, па се очекује да ће се у току највећег дела 2011. године инфлација кретати изнад горње границе дозвољеног одступања од циља, а да ће се у границе дозвољеног одступања вратити крајем 2011. Битно је нагласити да ће се високе месечне стопе инфлације из П2 2010. технички одразити на међугодишње стопе у периоду од годину дана, па се због тога осетнији пад међугодишњих стопа може очекивати тек у П2 2011.

Економска активност у наредном периоду требало би да буде у умереном порасту (графикон V.0.2). Након 1,5% у текућој години, у 2011. години се очекује убрзанији раст – од 3,0 до 3,5%.

Депрецијација динара у претходном периоду према евр и валутама земаља ЦЕФТА споразума и даље ће деловати подстицајно на раст српског извоза, као и супституицију увозних производа домаћим. Економски опоравак и раст домаће тражње ће се, међутим,

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



Раст економске активности би у току 2011. и 2012. године требало да буде бржи него у претходном периоду.

одразити и на раст увоза, па се, у целини, по основу нето извоза очекује нешто скромнији допринос него у претходном периоду.

С друге стране, домаћа тражња ће имати нешто већи допринос расту него у претходном периоду. Овде пре

свега мислимо на инвестиције у фиксне фондове, које би, након знатног пада у 2009. и 2010. години, у наредном периоду могле остварити раст захваљујући позитивнијој перцепцији привреде у погледу економског опоравка. Поједине веће инвестиције, уколико се реализују, као што је она од ФИАТ-а и повезаних произвођача, могле би у току наредне две године допринети расту БДП-а са 2–3 п.п.

Будући да ће стопа незапослености, и поред одређеног економског опоравка, бити и даље висока, лична потрошња ће споро расти без обзира на најављено одмрзавање зарада у јавном сектору.

На већу стопу раста БДП-а у току наредне године утицаће и ниска база у пољопривредној производњи. Наиме, након лоше пољопривредне сезоне ове године, пољопривредна производња ће чак и у случају да наредна година буде просечна забележити пораст у 2011. Поред тога, високе цене пољопривредних производа требало би да буду значајан подстицај пољопривредницима за повећана улагања у производњу крајем текуће и почетком наредне године.

Ризици остварења пројекције

Кључни ризици остварења нове пројекције тичу се кретања цена хране, инфлаторних очекивања и премије ризика.

Као што показују текућа кретања, инфлација је у Србији изузетно осетљива на пољопривредне шокове како због високе нестабилности цена хране, тако и због високог учешћа цена ових производа у индексу потрошачких цена. Неизвесност за наредни период тиче се кретања цена примарних пољопривредних производа, али и степена у коме ће се њихов раст пренети на цене индустријско-прехрамбених производа. Ово прво ће зависити и од кретања светских цена примарних пољопривредних производа и од временских услова у Србији у наредној години, при чему су оба фактора подложна осцилацијама и тешко предвидива.

Тзв. секундарни ефекти пољопривредног шока зависиће у великој мери од раста инфлаторних очекивања у наредном периоду. У складу са досадашњим искуством, врло је вероватно да ће до раста инфлаторних очекивања доћи као реакција на пораст инфлације. Међутим, није извесно у којој мери ће очекивања порасти. Виши пораст инфлаторних очекивања значиће и јаче секундарне инфлаторне ефекте, што ће захтевати и рестриктивнију монетарну политику.

Кретање премије ризика би и у наредном периоду могло имати снажан утицај на девизни курс и каматне стопе, а самим тим и на јачину инфлаторних притисака. Након њеног снажног раста у последњих неколико месеци, узрокованог грчком кризом, могуће је да се ситуација на овом плану релативно брзо стабилизује, али и да потраје дуже.

У целини, процењује се да су ризици нове пројекције асиметрични навише, због могућности да раст цена хране буде бржи од очекиваног и да преносни ефекат депрецијације динара на цене буде јачи.

Поређење и остварење пројекција

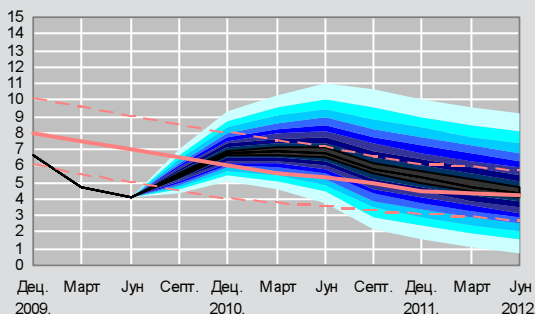
Нова пројекција инфлације знатно је виша у односу на пројекцију објављену у августовском Извештају о инфлацији (графикон V.0.3). Основни разлог за то су јачи инфлаторни притисци на цене хране обухваћени у новој пројекцији, као и раније одмрзавање пензија и зарада у јавном сектору него што је донедавно планирано.

Раст цена хране у ТЗ испоставио се знатно јачим него што смо очекивали у претходној пројекцији. То је било нарочито изражено код цена индустријско-прехрамбених производа, као што су месо, јестиво уље, млеко... Слична тенденција очекује се до краја текуће године, а то ће се директно одразити на међугодишње стопе готово до краја наредне године.

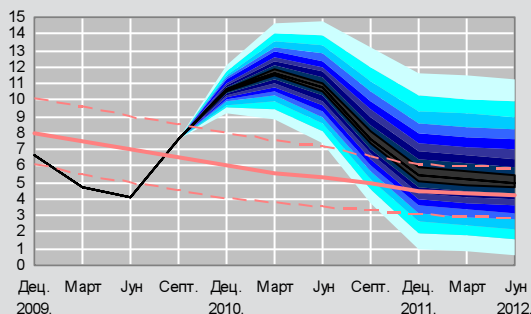
Поред тога, одлука Владе да одмрзавање пензија и зарада у јавном сектору помери са априла на јануар

Графикон V.0.3. Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације

Августовска пројекција
(међугодишње стопе, у %)



Новембарска пројекција
(међугодишње стопе, у %)



Новембарска пројекција инфлације знатно је виша у односу на пројекцију објављену у августовском Извештају о инфлацији, због бржег раста цена хране него што је било очекивано у августу.

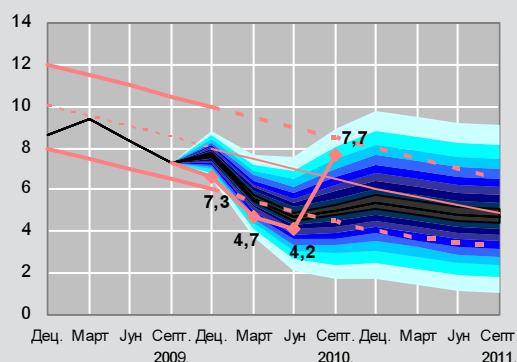
2011. повећава инфлаторне притиске по основу тражње. То је нарочито битно имајући у виду да ће се индексација примања у јануару извршити на основу раста потрошачких цена у П2 2010, који ће бити изузетно висок.

У претходних годину дана инфлација се кретала у оквиру пројектованог распона објављеног у Извештају о инфлацији из новембра 2009. године (графикон V.0.4). Крајем 2009. и почетком 2010. инфлација је била испод централне пројекције, а у септембру је била знатно изнад. Основни разлог тих одступања су флукуације у кретању цена хране, тј. најпре њихов пад крајем 2009. и почетком 2010, а затим знатан раст у Т3 2010. године.

Очекивано кретање референтне каматне стопе у наредном периоду

На основу текуће пројекције, а узимајући у обзир све ризике, Извршни одбор Народне банке Србије процењује да је у наредном периоду вероватно повећање референтне каматне стопе, као и

Графикон V.0.4. Остварење пројекције инфлације из новембра 2009.
(међугодишње стопе, у %)



У претходних годину дана инфлација се кретала у оквиру пројектованог распона из новембра 2009, с тим што је у септембру била знатно изнад централне пројекције.

рестриктивности монетарне политике по основу других инструмената.

Табела А

Индикатори екстерне позиције Србије

	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	I 2010.	II 2010.	III 2010.
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ ЛИКВИДНОСТИ (у %)											
Девизне резерве/увоз робе и услуга (у месецима)	4,1	4,7	3,9	6,2	9,0	7,4	5,5	7,6	9,7	8,7	7,6
Девизне резерве/краткорочни дуг	223,5	336,3	425,0	385,9	717,3	729,8	336,4	412,6	475,5	589,2	762,3
Девизне резерве/БДП	13,6	16,4	16,4	24,3	38,7	33,5	24,4	35,4	34,7	34,8	33,0
Отплата дуга/БДП	1,4	2,0	3,9	4,7	7,0	10,0	10,3	10,0	12,7	11,1	9,5
Отплата дуга/извоз робе и услуга	7,0	9,0	16,5	17,7	23,5	33,9	34,0	36,4	42,7	32,9	27,5
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)											
Спољни дуг/БДП	67,2	62,7	54,4	64,3	63,9	61,8	65,2	76,0	77,4	79,1	77,1
Краткорочни дуг/БДП	6,1	4,9	3,9	6,3	5,4	4,6	7,3	7,6	7,3	5,9	4,3
Спољни дуг/извоз робе и услуга	344,6	282,2	231,4	245,1	214,2	204,8	214,6	268,8	269,5	264,5	244,3
ИНДИКАТОРИ ИЗЛОЖЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКОМ РИЗИКУ (у %)											
Девизне резерве/М1	143,3	195,3	221,0	291,1	356,5	306,9	300,3	393,4	463,2	468,0	432,5
Девизне резерве/примарни новац	132,0	168,0	166,2	170,3	177,8	173,9	140,6	190,5	201,7	206,8	196,8
СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ)/БДП	59,3	63,9	73,7	73,6	81,2	84,3	83,9	75,2	77,4	82,4	85,0
МЕМОРАНДУМ: (у милионима евра)											
БДП	16.028	17.306	19.026	20.306	23.305	28.785	33.418	29.967	6.750	7.427	7.743
Спољни дуг	10.768	10.857	10.355	13.064	14.884	17.789	21.801	22.787	23.278	23.828	23.115
Сервисирање спољног дуга	218	348	736	945	1.635	2.885	3.453	3.314	859	824	733
Девизне резерве НБС	2.186	2.840	3.117	4.935	9.025	9.641	8.160	10.602	10.445	10.493	9.876
Краткорочни дуг	978	844	733	1.279	1.258	1.321	2.426	2.282	2.197	1.781	1.296
Биланс текућих трансакција	-671	-1.347	-2.620	-1.778	-2.356	-5.053	-7.054	-2.069	-760	-597	-517
			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:

1. Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.
2. У публикацији ММФ-а International Financial Statistics од октобра 2006. налази се страница за Републику Србију с подацима из монетарне статистике. За потребе тог извештаја, НБС је своје статистичке извештаје ускладила с међународним статистичким стандардима и методологијом која је, на нивоу ММФ-а, усклађена за све земље. С тим у вези, ускладили смо индикаторе изложености финансијском ризику.
3. Размена са Црном Гором регистрована је према припадајућим трансакцијама од 2003. године.
4. Отплата спољног дуга не укључује превремену отплату дуга.
5. БДП за 2010. годину је процена Народне банке Србије.
6. У складу с ВРМ5, део процењених дознака пребачен је из финансијског у текући биланс.
7. Од 1. јануара 2010. РЗС, према препорукама Канцеларије УН, увео је општи систем трговине, који представља шири концепт и код извоза и увоза. Обухвата сву робу која улази на економску територију земље или је напушта, са изузетком робе која је у транзиту. Упоредиве податке РЗС је објавио за 2007, 2008. и 2009. годину. Претходне године су дате према специјалном систему трговине.
8. Од септембра 2010. измењена је методологија статистике спољног дуга тако да се у спољни дуг јавног сектора укључују обавезе по основу алокације SDR (443,5 млн евра), искоришћене у децембру 2009, као и капитализована камата према Париским клубу поверилаца (86,4 млн евра), док су из спољног дуга приватног сектора искључени кредити закључени пре 20. децембра 2000. по којима се не врше плаћања (875,4 млн евра, од чега се 397 млн евра односи на домаће банке, а 478,4 млн евра на домаћа предузећа).

Табела Б
Основни макроекономски индикатори

	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	I 2010.	II 2010.	III 2010.
Реални раст БДП-а (у %)	3,9	2,4	8,3	5,6	5,2	6,9	5,5	-3,1	0,4	2,0	1,4 ¹⁾
Потрошачке цене (у % у односу на исти месец претходне године) ²⁾	14,8	7,8	13,7	17,7	6,6	11,0	8,6	6,6	4,7	4,2	7,7
Базна инфлација (у % у односу на исти месец претходне године) ²⁾	4,4	6,1	11,0	14,5	5,9	7,9	10,3	4,1	2,3	1,9	5,7
Девизне резерве НБС (у млн евра)	2.186	2.840	3.117	4.935	9.025	9.641	8.160	10.602	10.445	10.493	9.876
Извоз (у млн евра) ³⁾	3.125	3.847	4.475	5.330	6.949	8.686	10.157	8.478	2.009	2.506	2.670
- стопа раста у % у односу на претходну годину	16,0	23,1	16,3	19,1	30,4	25,0	16,9	-16,5	8,1	17,3	20,5
Увоз (у млн евра) ³⁾⁷⁾	-6.387	-7.206	-9.543	-9.613	-11.971	-16.016	-18.843	-13.574	-3.214	-3.665	-3.913
- стопа раста у % у односу на претходну годину	27,2	12,8	32,4	0,7	24,5	33,8	17,7	-28,0	-4,4	12,5	15,9
Текући рачун платног биланса ⁴⁾⁷⁾ (у млн евра)	-671	-1.347	-2.620	-1.778	-2.356	-5.053	-7.054	-2.069	-760	-597	-517
у % БДП-а	-4,2	-7,8	-13,8	-8,8	-10,1	-17,6	-21,1	-6,9	-11,3	-8,0	-6,7
Незапосленост по Анкети (у %) ⁵⁾	13,3	14,6	18,5	20,8	20,9	18,1	13,6	16,1	/	19,2	/
Зараде (просечне за период, у еврима)	151,1	176,9	194,6	210,4	259,5	347,6	358,4	337,9	321,5	335	324,8
Републички буџетски дефицит/суфицит (у % БДП-а) ⁶⁾	-4,3	-2,6	-0,3	0,3	-1,9	-1,7	-1,8	-3,2	-3,1	-3,7	-2,8
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а)	-1,8	-2,5	0,8	0,9	-1,9	-2,1	-2,0	-4,3	-3,5	-3,7	-3,2
Јавни дуг Републике Србије (спољни + унутрашњи, у % БДП-а) ⁶⁾	71,9	63,7	50,9	50,6	40,1	31,4	26,3	32,9	33,8	35,9	38,8
Курс динара према долару (просек у периоду)	64,70	57,56	58,44	66,90	67,01	58,39	55,76	72,12	71,38	79,93	81,49
Курс динара према долару (крај периода)	58,98	54,64	57,94	72,22	59,98	53,73	62,90	71,59	74,38	85,48	78,11
Курс динара према еврџ (просек у периоду)	60,66	65,13	72,70	83,00	84,10	79,96	81,44	93,93	98,67	101,37	105,15
Курс динара према еврџ (крај периода)	61,52	68,31	78,89	85,50	79,00	79,24	88,60	94,78	99,76	104,37	106,17
Меморандум											
БДП (у млн евра)	16.028	17.306	19.026	20.306	23.305	28.785	33.418	29.967	6.750	7.427	7.743 ¹⁾

¹⁾ Процена НБС.

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

Напомена: Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.

Табела В
Основни макроекономски индикатори према пројекцији ММФ-а (октобар 2010)
 (IMF Country Report No. 10/308, October 2010)

	2007.	2008.	2009. (процена)	2010. (програм)	2011. (пројекција)
Економска активност, цене и тржиште рада (промена у %)					
Реални раст БДП-а	6,9	5,5	-3,0	1,5	3,0
Реални раст БДП-а искључујући пољопривреду	8,8	5,2	-3,4	2,0	3,1
Реална домаћа тражња (апсорпција)	11,5	6,3	-6,7	-0,9	1,3
Потрошачке цене (просек)	6,5	12,4	8,1	5,1	5,4
Потрошачке цене (крај периода)	11,0	8,6	6,6	6,8	5,0
Номиналне бруто зараде	22,4	16,9	7,4	3,8	7,4
Реалне нето зараде	19,9	4,9	-0,7	-1,2	1,9
Државне финансије (у % БДП-а)					
Приходи	43,5	41,9	39,5	38,8	38,0
Расходи	45,4	44,5	43,6	43,6	42,0
Фискални резултат	-1,9	-2,6	-4,1	-4,8	-4,0
Јавни дуг	35,2	33,4	35,6	40,5	41,6
Монетарни сектор (крај периода, 12-месечна промена, у %)					
М1	25,3	-3,8	8,7	1,9	18,3
МЗ ¹⁾	44,5	9,6	21,8	11,1	16,9
Домаћи кредити недржавном сектору	36,9	35,0	8,9	16,1	15,5
Платни биланс (у % БДП-а)					
Текући биланс	-15,9	-17,6	-6,7	-9,0	-8,8
Извоз робе	22,2	22,2	19,4	22,2	23,7
Увоз робе	45,2	45,0	35,9	38,4	38,6
Трговински биланс	-23,1	-22,8	-16,6	-16,2	-14,9
Капитални и финансијски биланс	18,4	12,7	11,7	4,8	8,6
Спољни дуг	61,8	65,2	74,2	78,8	76,2
од тога: приватни спољни дуг	39,5	46,1	50,4	51,4	49,4
Девизне резерве (у млрд EUR)	9,5	8,2	10,6	10,0	10,0
Реални ефективни курс динара (просечна годишња промена, у %; + указује на апрецијацију)	7,2	6,4	-7,1	-4,0	3,0

¹⁾ Искључујући стару девизну штедњу.

Списак графикана и табела

Графикони

II.0.1. Индекс монетарних услова	9
II.0.2. Реални девизни курс и његов тренд	10
II.0.3. Реална каматна стопа и њен тренд	10
III.0.1. Кретање цена (тримесечни раст)	11
III.0.2. Кретање цена (међугодишњи раст)	11
III.0.3. Базна инфлација по компонентама	12
III.0.4. Допринос тримесечној стопи раста потрошачких цена	13
III.0.5. Очекивана и циљана инфлација за наредну годину	13
III.06. Краткорочна пројекција инфлације	14
IV.1.1. Кретање каматних стопа	17
IV.1.2. Крива приноса на примарном тржишту хартија од вредности	18
IV.1.3. Референтна каматна стопа НБС и каматне стопе пословних банака	18
IV.1.4. Монетарни агрегати и потрошачке цене	19
IV.1.5. Допринос расту МЗ	19
IV.1.6. Реални домаћи кредити и директно задуживање предузећа у иностранству	22
IV.1.7. Доприноси расту пласмана банака	22
IV.1.8. Реални домаћи кредити и реални БДП	23
IV.1.9. Учешће индексираних у укупним потраживањима привреде и становништва	23
IV.2.1. Кретање курса динара и интервенције НБС на девизном тржишту	24
IV.2.2. Дневне промене курса динара према евр	24
IV.2.3. Показатељи премије ризика – EMBI по земљама	25
IV.2.4. Кретање курсева одређених националних валута према евр	25
IV.2.5. Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала	26
IV.2.6. Структура финансијског биланса	26
IV.3.1. Индекс BELEX 15	27
IV.3.2. Кретање берзанских индекса у земљама у окружењу	27
IV.4.1. Доприноси међугодишњем расту БДП-а	28
IV.4.2. Раст БДП-а и домаће тражње	28
IV.4.3. Потрошња државе	29
IV.4.4. Коришћење капацитета у индустрији	31
IV.4.5. Извоз и увоз робе	32
IV.4.6. Домаћа и увозна инфлација	32
IV.4.7. Кретање цена нафте и бакра	33
IV.5.1. Кретање индикатора економске активности	34
IV.5.2. Тримесечни покретни просеци индустријске производње и трговине на мало	34
IV.5.3. Допринос међугодишњем расту БДП-а	35
IV.5.4. Производни јаз	35

IV.6.1. Кретање просечних нето зарада – укупно и јавни сектор	36
IV.6.2. Кретање продуктивности, бруто реалних зарада и јединичних трошкова рада у индустрији	36
IV.6.3. Незапосленост	37
IV.6.4. Запосленост по секторима	37
IV.7.1. БДП и инфлација у зони евра	38
IV.7.2. Раст БДП-а најважнијих спољнотрговинских партнера Србије и пројекције	39
V.0.1. Пројектована инфлација	43
V.0.2. Пројекција раста бруто домаћег производа	43
V.0.3. Поређење текуће с претходном пројекцијом	45
V.0.4. Остварење пројекције из августа 2009.	45

Табеле

III.0.1. Показатељи раста цена	12
III.0.2. Раст потрошачких цена по компонентама	12
IV.1.1. Монетарни агрегати	20
IV.1.2. Субвенционисани кредити	23
IV.4.1. Индикатори кретања инвестиција	31
V.0.1. Претпоставке пројекције	42
Табела А. Индикатори екстерне позиције Србије	46
Табела Б. Основни макроекономски индикатори	47
Табела В. Основни макроекономски индикатори према пројекцији ММФ-а	48

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

Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе у 2010. години

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

Датум	Референтна каматна стопа (на годишњем нивоу, у %)	Промена (у базним поенима)
Одржане седнице		
12. јануар	9,5	0
21. јануар	9,5	0
4. фебруар	9,5	0
22. фебруар	9,5	0
5. март	9,5	0
23. март	9,0	-50
8. април	8,5	-50
20. април	8,5	0
11. мај	8,0	-50
19. мај	8,0	0
7. јун	8,0	0
22. јун	8,0	0
2. јул	8,0	0
22. јул	8,0	0
5. август	8,5	50
19. август	8,5	0
7. септембар	9,0	50
14. октобар	9,5	50
Планиране седнице у 2010. години		
11. новембар		
9. децембар		
Планиране седнице у 2011. години		
13. јануар		
10. фебруар		
10. март		
7. април		
12. мај		
9. јун		
7. јул		
11. август		
10. новембар		
8. децембар		

Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије

Саопштење са седнице Извршног одбора, 5. 8. 2010.

Извршни одбор Народне банке Србије је на данашњој седници разматрао актуелна економска кретања и одлучио да референтну каматну стопу повећа за 0,5 процентних поена, тако да она од данас износи 8,5 одсто.

Повећавајући степен рестриктивности монетарне политике, Извршни одбор је имао у виду да су неки од ризика везаних за утицај лошије пољопривредне сезоне на раст цена хране на домаћем и међународном тржишту, као и раст премије ризика на увозне цене, које смо назначили у мајском Извештају о инфлацији, у међувремену реализовани. Оцењено је да ће међугодишња инфлација у јулу бити око 5%, што је изнад наших очекивања из мајског Извештаја о инфлацији.

Пад цена пољопривредних производа у јуну и јулу био је знатно мањи него што је сезонски уобичајено. Поред тога, треба очекивати ће да раст цена примарних пољопривредних производа (пре свега пшенице и кукуруза) вршити притисак на цене многих индустријско-прехрамбених производа.

Раст премије ризика, изазван кризом јавног дуга у неким чланицама еврозоне, утицао је на даље слабљење динара и поред повољних макроекономских показатеља о оствареном и очекиваном расту и платнобилансном дефициту. Слабљење динара за последицу има повећање увозних цена, које је до сада имало скроман утицај на инфлацију због ниске агрегатне тражње.

Агрегатна тражња и даље делује дезинфлаторно. Међутим, динамика економског опоравка указује да ће овај дезинфлаторни утицај вероватно да слаби, посебно имајући у виду најављено, за април наредне године, одмрзавање зарада у јавном сектору и пензија.

Узимајући све претходно у обзир, Извршни одбор Народне банке Србије је проценио да је повећање референтне каматне стопе за 0,5 процентних поена потребно како би се остварили средњорочни циљеви у погледу инфлације ($4,5 \pm 1,5\%$ за крај 2011. и $4 \pm 1,5\%$ за крај 2012. године).

Наредна седница Извршног одбора Народне банке Србије одржаће се 19. августа.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 19. 8. 2010.

Извршни одбор Народне банке Србије је на данашњој седници разматрао текућа економска кретања. Референтна каматна стопа остала је непромењена и износи 8,5 одсто.

Наредна седница Извршног одбора одржаће се 7. септембра 2010. године.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 7. 9. 2010.

Извршни одбор Народне банке Србије је на данашњој седници разматрао актуелна економска кретања и одлучио да референтну каматну стопу повећа за 0,5 процентних поена, тако да она од данас износи 9 одсто.

Повећавајући степен рестриктивности монетарне политике, Извршни одбор је имао у виду реализацију неких од ризика везаних за утицај лошије пољопривредне сезоне на раст цена хране на домаћем и међународном тржишту, као и очекивање нешто бржег опоравка агрегатне тражње. Оцена је да ће међугодишња инфлација, мерена растом потрошачких цена, у августу 2010. бити око средње вредности циља за овај месец ($6,7 \pm 2\%$), што је изнад наших очекивања из августовског Извештаја о инфлацији.

Лоша пољопривредна сезона и раст светских цена пољопривредних производа утицали су на знатан раст домаћих цена хране, што је кључни фактор пораста инфлације у протеклих неколико месеци. У августу је, готово у потпуности, изостало сезонски уобичајено појефтињење пољопривредних производа уз истовремено повећање цена прехранбених производа.

Наставак економског опоравка, благ раст кредитне активности, као и одлука о одмрзавању зарада у јавном сектору и пензија раније од првобитно планираног, допринеће слабљењу, до сада наглашеног, дезинфлаторног утицаја агрегатне тражње.

Узимајући све претходно у обзир, Извршни одбор Народне банке Србије је проценио да је повећање референтне каматне стопе за 0,5 процентних поена потребно како би се инфлација у средњем року задржала у границама постављених циљева ($4,5 \pm 1,5\%$ за крај 2011. и $4 \pm 1,5\%$ за крај 2012. године).

Наредна седница Извршног одбора Народне банке Србије на којој ће се донети одлука о референтној стопи одржаће се 14. октобра 2010. године.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 14. 10. 2010.

Извршни одбор Народне банке Србије је на данашњој седници разматрао актуелна економска кретања и одлучио да референтну каматну стопу повећа за 50 базних поена, тако да она од данас износи 9,5 одсто.

Извршни одбор је узео у обзир притиске по основу инфлаторних очекивања подстакнутих растом цена хране, а у мањој мери по основу раније депрецијације и очекиваног бржег опоравка агрегатне тражње. Оцењено је да ће међугодишња инфлација, мерена растом потрошачких цена, у октобру 2010. прећи горњу границу дозвољеног одступања од циља за тај месец ($6,3 \pm 2\%$), што је изнад наших очекивања изнетих у августовском Извештају о инфлацији.

Повећањем референтне стопе Народна банка обезбеђује да се инфлација у средњем року нађе на утврђеном циљу.

Привремени раст домаћих цена хране, због лоше пољопривредне сезоне у Србији и свету, био је кључни фактор пораста инфлације у протеклих неколико месеци.

Иако је девизно тржиште стабилизовано, депрецијација из претходног периода ће се још неко време одражавати на повећање цена увозних производа.

Наставак економског опоравка, као и одлука о одмрзавању зарада у јавном сектору и пензија, вероватно ће допринети слабљењу дезинфлаторног утицаја агрегатне тражње.

Имајући све претходно у виду, Извршни одбор Народне банке Србије је проценио да је повећање референтне каматне стопе за 50 базних поена потребно како би се инфлација у средњем року задржала у границама утврђених циљева ($4,5 \pm 1,5\%$ за крај 2011. и $4 \pm 1,5\%$ за крај 2012. године).

Наредна седница Извршног одбора на којој ће се донети одлука о референтној каматној стопи одржаће се 11. новембра 2010. године.

CIP - Каталогизација у публикацији
Народна библиотека Србије, Београд

33

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

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