Народна банка Србије

2011

новембар

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

2011

новембар

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ
Београд, Краља Петра 12
Тел. 011/3027-100

Београд, Немањина 17
Тел. 011/333-8000
www.nbs.rs
Тираж: 100 примерака
ISSN 1820-9408

Уводна напомена

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

Будући да је један од основних принципа инфлационог таргетирања јачање транспарентности монетарне политике и ефикасна комуникација с јавношћу, Народна банка Србије тромесечно припрема и објављује *Извештај о инфлацији*, као најважније средство информисања јавности. Овим извештајем јавности се пружају на увид дешавања у економији која опредељују одлуке Извршног одбора Народне банке Србије[1] и активности централне банке.

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

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

Новембарски *Извештај о инфлацији* размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 11. новембра 2011. године.

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

Извршни одбор Народне банке Србије:

Дејан Шошкић, гувернер

Ана Глигоријевић, вицегувернер

Бојан Марковић, вицегувернер

Диана Драгутиновић, 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
CEFTA – Уговор о слободној трговини земаља централне Европе
ДФО – друге финансијске организације
дсз. – десезонирано
ЕЦБ – Европска централна банка
ЕИБ – Европска инвестициона банка
EMBI – индекс обвезница тржишта у успону
ЕМУ – Европска монетарна унија
ФЕД – Систем федералних резерви САД
FISIM – услуге финансијског посредовања индиректно мерене
ХоВ – хартије од вредности
ИПЦ – индекс потрошачких цена
МДТ – међубанкарско девизно тржиште
мг. – међугодишње
млн – милион
млрд – милијарда
ММФ – Међународни монетарни фонд
НДВ – непољопривредна додата вредност
NPL – проблематични кредити
OPEC – Организација земаља извозница нафте
П – полугодиште
п.п. – процентни поен
СДИ – стране директне инвестиције
SDR – специјална права вучења
СТО – Светска трговинска организација
Т – тромесечје

Не наводе се друге општепознате скраћенице.

Садржај

I. Резиме 1

II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја 3

III. Кретање инфлације 5

Осврт 1: Унапређење пољопривредне производње у Србији и смањење степена нестабилности цена хране 9

IV. Детерминанте инфлације 11

1. Кретања на тржишту новца и капитала и кредити банака 11

2. Кретања на девизном тржишту и курс динара 18

3. Агрегатна тражња 21

Осврт 2: Ребаланс буџета 24

4. Економска активност 27

5. Кретања на тржишту рада 30

6. Међународно окружење 32

Осврт 3: Утицај економске кризе у зони евра на Србију 35

V. Пројекција инфлације 37

Табела А. Индикатори екстерне позиције Србије 42

Табела Б. Основни макроекономски индикатори 43

Табела В. Основни макроекономски индикатори према пројекцији ММФ-а 44

Додатак: Писмо Народне банке Влади Републике Србије због одступања инфлације од утврђеног циља 45

Списак графикона и табела 47

Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе 49

Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије 50

I. Резиме

Инфлација је наставила да се смањује и од септембра је једноцифрена.

Међугодишња инфлација је наставила да се смањује током трећег тромесечја 2011, крећући се по централној пројекцији која је објављена у августовском Извештају о инфлацији. У септембру је била једноцифрена и износила је 9,3% (циљ за септембар 4,9%±1,6 п.п.). На пад инфлације утицали су слабљење трошковних притисака на раст цена хране и ниска агрегатна тражња, као и раније предузете мере монетарне политике.

У трећем тромесечју су забележени дефлација и ...

Потрошачке цене су у трећем тромесечју забележиле пад од 0,4%, захваљујући паду цена воћа и поврћа. Цене прехрамбених производа су наставиле да успоравају раст, као резултат пада цена инпута у њиховој производњи. С друге стране, раст цена непрехрамбених производа је привремено убрзан као последица неколико већих појединачних поскупљења. Регулисане цене су имале знатно спорији раст него у првој половини године.

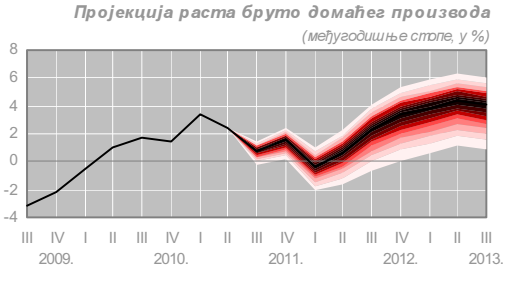
... смањење економске активности.

Процењујемо да је у трећем тромесечју дошло до пада економске активности (пад бруто домаћег производа од 0,4% дсз.), услед пада индустријске производње и промета у трговини на велико и мало. С друге стране, већина услужних сектора, као и пољопривредна производња, забележили су раст.

Успорен раст већине светских привреда ...

Неповољни показатељи економског раста за друго и треће тромесечје, као и јачање сумње у одрживост јавног дуга појединих земаља зоне евра, утицали су да се прогноза привредног раста већине земаља за ову и наредну годину ревидира наниже. Због високих износа јавног дуга, државе нису у ситуацији да реагују фискалним стимулансима као што су то чиниле у првом налету кризе, што је изазвало раст фискалне и финансијске неизвесности на глобалном нивоу.

... утицао је на ревизију прогноза раста БДП-а у Србији у 2011. и 2012.



Ревизије прогноза привредног раста наниже код главних спољнотрговинских партнера Србије условиле су да и нашу пројекцију раста економске активности ревидирамо на око 2,0% у 2011. и на око 1,5% у 2012. години. Умерен раст економске активности у овој години биће резултат пре свега инвестиционе активности приватног сектора. Допринос нето извоза ће бити позитиван, али скроман због нижег привредног раста на глобалном нивоу.

Упркос расту премије ризика земље у трећем тромесечју ...

Повећана неизвесност на светском финансијском тржишту утицала је на раст премије ризика Србије, као и других земаља у региону.

... девизни курс је био релативно стабилан.

И поред раста премије ризика земље, курс динара је од краја јула стабилизован, практично без интервенција Народне банке Србије. Томе је у великој мери допринео прилив капитала по основу страних директних инвестиција, као и склапање аранжмана с Међународним монетарним фондом.

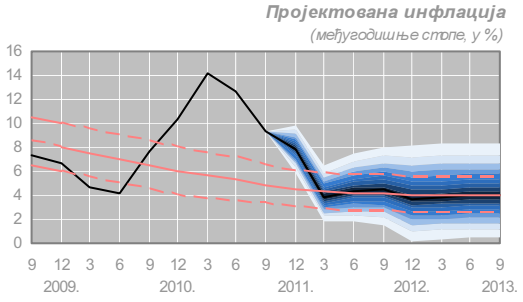
Започет је пад инфлационих очекивања и ...

Након што се шест месеци нису мењала, инфлациона очекивања се од октобра смањују. Очекујемо да ће се та тенденција наставити и у наредном периоду, што ће додатно убрзати процес дезинфлације.

... настављено ублажавање монетарне политике.

Раније предузетим мерама монетарне политике ублажен је раст инфлационих очекивања и тиме преношење инфлаторног удара са цена хране на друге цене. На тај начин су створени услови за постепено ублажавање монетарне политике од јуна. Референтна каматна стопа је смањена са 12,0% у јуну на 10,0% у новембру, како би се инфлација у средњем року, без превеликих осцилација, вратила на циљ.

Инфлација би у границе циља требало да се врати у првом тромесечју наредне године.



Новембарска пројекција инфлације предвиђа повратак инфлације у границе циља у првом тромесечју 2012. године, потврђујући мајску и августовску пројекцију. Инфлација ће се, након тога, кретати у оквирима циљаног распона. Ниска агрегатна тражња ће бити преовлађујући дезинфлаторни фактор у средњем року, а додатан допринос томе даће и пад инфлационих очекивања.

Кључни ризици остварења пројекције односе се на развој ситуације у међународном окружењу и експанзивност фискалне политике.

У наредном периоду вероватније је да ће се референтна каматна стопа даље снизити него повећати или задржати на садашњем нивоу.

Узимајући у обзир пројекцију и ризике њеног остварења, Извршни одбор Народне банке Србије процењује да је у наредном периоду вероватнији наставак снижења референтне каматне стопе него њено повећање или задржавање на садашњем нивоу.

II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја

Даљим смањивањем референтне каматне стопе настављено је ублажавање монетарне политике започето у јуну.

Ублажавање монетарне политике започето у јуну 2011. настављено је у наредним месецима како би инфлација у средњем року, без превеликих осцилација, била у границама циља. Референтна каматна стопа је смањена у јулу и септембру за 25 и 50 б.п., респективно. Њено даље смањење уследило је у октобру, за 50 б.п., и новембру, за 75 б.п. – на ниво од 10,0%. Услови за постепено ублажавање монетарне политике од јуна створени су раније предузетим мерама монетарне политике, којима је спречен раст инфлационих очекивања и тиме преношење инфлаторног удара са цена хране на остале цене.

Доносећи одлуку о смањењу референтне каматне стопе у јулу, Извршни одбор је оценио да инфлациони притисци по основу цена хране настављају да слабе и да постоји могућност да у наредном периоду, с наступањем нове пољопривредне сезоне, цене хране имају негативан утицај на инфлацију. Уз то, процењено је да се пад цена пшенице и кукуруза на светским тржиштима још није у потпуности прелио на домаће тржиште, али да се то очекује, што ће такође смањити трошковне притиске на цене хране. Извршни одбор је имао у виду и даље наглашен дезинфлаторни утицај агрегатне тражње, као и постепено јењавање инфлационих очекивања.

Одлучивање о висини референтне каматне стопе на седници у августу протекло је у условима заоштравања проблема одрживости јавног дуга у појединим чланицама зоне евра и неизвесности у погледу ефеката по том основу. Извршни одбор је разматрао августовску пројекцију инфлације, која је, као и мајска, предвиђала повратак инфлације у границе циља у П1 2012. године. Закључено је да су главни фактори који ће утицати на даљи пад инфлације смањење цена хране по основу добре пољопривредне сезоне и ниска агрегатна тражња. Оцењено је да би пад инфлације у наредном периоду требало да допринесе смањењу инфлационих очекивања, што би додатно убрзало процес дезинфлације. Међутим, имајући у виду могуће импликације везане за ризике у појединим развијеним земљама, као и могуће фискалне ризике у земљи, Извршни одбор је у августу одлучио да висина референтне каматне стопе остане непромењена.

До седнице Извршног одбора на почетку септембра постало је извесно да је раст већине светских привреда успорен и да су корекције прогноза раста наниже за ову и наредну годину неизбежне. Успоравање опоравка светске економије, пре свега земаља зоне евра, утицало је на корекције наниже прогноза раста наше привреде у 2011. и 2012.[2] години. Доносећи одлуку о смањењу референтне каматне стопе на овој седници, Извршни одбор је оценио да ће ниска агрегатна тражња и у наредном периоду бити снажан дезинфлаторни фактор. Очекивала се стабилизација цена хране, као и успоравање раста регулисаних цена. Указано је на то да могућност продубљивања глобалних економских проблема и даље постоји, али и да је готово извесно да ће се с ММФ-ом закључити стендбај-аранжман из предострожности, који би требало да допринесе ублажавању могућих импликација у вези с ризицима у појединим развијеним земљама. Истакнуто је да вођење фискалне политике у складу с правилима фискалне одговорности има кључну важност за очување макроекономске стабилности и смањење ризика земље.

[2] Видети Осврт 3, стр. 35.

Током Т3 инфлација је опадала, крећући се по централној пројекцији објављеној у августовском Извештају о инфлацији, и у септембру је износила 9,3% (циљ за септембар 4,9±1,6%). И поред пада међугодишње инфлације, она се и у протеклих шест месеци (април–септембар) кретала изнад горње границе дозвољеног одступања од циља. Народна банка Србије је у октобру писмом обавестила Владу о разлозима тог одступања, мерама које су предузете за враћање инфлације у границе циља, као и о томе у ком периоду се очекује повратак инфлације у оквире циља.[3]

У складу с пројекцијом инфлације и чињеницом да се равнотежа ризика на средњи рок није променила, у октобру и новембру је донета одлука о даљем ублажавању монетарне политике. Оцењено је да ће, поред ниске агрегатне тражње, процесу дезинфлације допринети и започети пад инфлационих очекивања. Такође, у међувремену закључени стендбај-аранжман из предострожности с ММФ-ом, који подржава економски програм Републике Србије, допринеће побољшању инвестиционе климе и представљати додатну заштиту од негативних спољних утицаја кризе на привреду земље.

[3] Видети Додатак, стр. 45.

III. Кретање инфлације

Међугодишња инфлација је наставила повратак ка циљу и од септембра је једноцифрена. Цене хране и даље делују дезинфлаторно, што указује на ишчезавање ефеката прошлогодишњег шока.

Међугодишња инфлација ће у Т4 2011. наставити да се враћа ка циљу.

Кретање инфлације у Т3

У Т3 је остварена дефлација од 0,4%. Пад цена резултат је настављеног пада цена хране, и то воћа и поврћа.

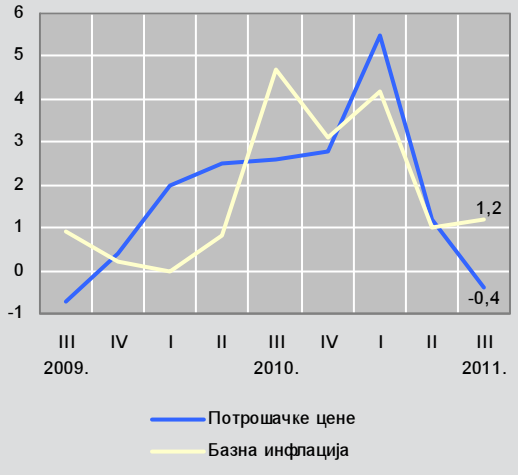
Инфлација је на мг. нивоу током Т3 наставила да опада и у септембру је износила 9,3% (циљ за септембар 4,9%±1,6 п.п.). Кретање инфлације било је у складу с централном пројекцијом која је објављена у претходном Извештају о инфлацији.

Потрошачке цене су у Т3 забележиле пад од 0,4% захваљујући већем паду цена воћа и поврћа него што

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

	XII 2010. / XII 2009.	III 2011. / III 2010.	VI 2011. / VI 2010.	IX 2011. / IX 2010.
Потрошачке цене	10,3	14,1	12,7	9,3
Базна инфлација	8,8	13,2	13,6	9,9
Цене произвођача у индустрији	16,2	17,1	15,8	12,3
Цене произвођача пољопривредних производа	29,3	39,1	28,6	11,6

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



Пад цена хране био је већи него раст цена непрехрамбрених производа и услуга у оквиру базне инфлације, па је у Т3 забележена дефлација.

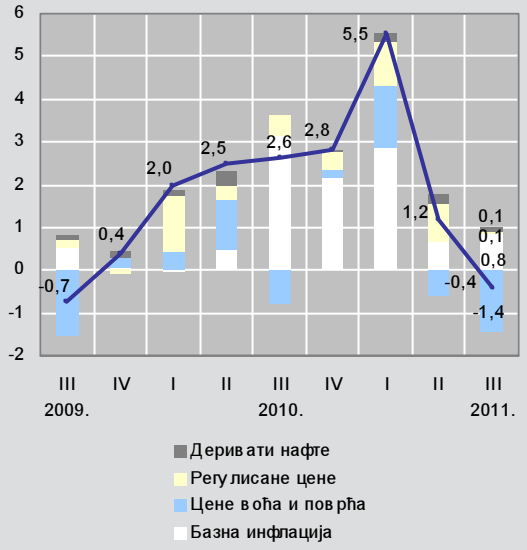
Графикон III.0.2. **Кретање цена**
(међугодишњи раст, у %)

Међугодишња инфлација је наставила пад и у септембру је била једноцифрена.

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

Цене прехрамбених производа су у Т3 наставиле да успоравају раст, док је раст цена непрехрамбених производа и услуга убрзан.

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



Дефлација у Т3 резултат је пада цена воћа и поврћа.

је то сезонски уобичајено. Цене прехрамбених производа су наставиле да успоравају раст, као резултат пада цена инпута у њиховој производњи.

Базна инфлација (раст цена које се формирају слободно, на тржишту) незнатно је у Т3 убрзала раст (1,2%[4], допринос 0,8 п.п.), као последица убрзања раста цена непрехрамбених производа и услуга (1,7%, допринос 0,6 п.п.), пре свега кућне хемије (детерџент), уџбеника, угља и дрва. С друге стране, цене прехрамбених производа су додатно успориле раст (0,8%). Раст тих цена је по први пут у последњој години дана био мањи, и то двоструко, од раста цена непрехрамбених производа и услуга.

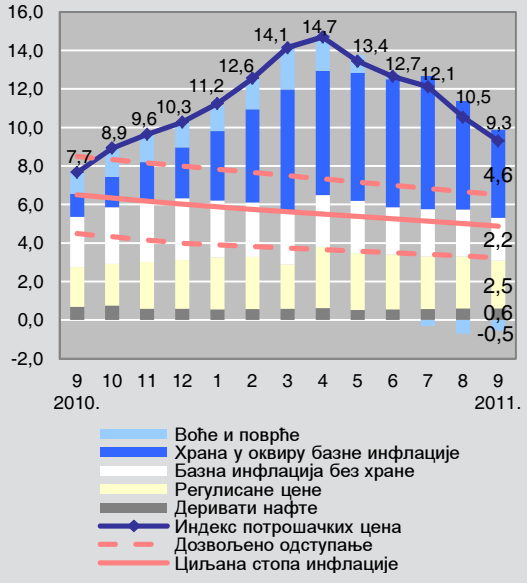
Цене воћа и поврћа наставиле су да падају (23,4%, допринос –1,4 п.п.), упркос суши у августу и септембру. На то је утицала већа понуда пољопривредних производа због повољног рода већине повртарских култура, што се одразило и на већи извоз и мањи увоз воћа и поврћа у Т3. Захваљујући паду цена воћа и поврћа, као и паду цена примарних пољопривредних производа (пшеница,

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

	2010.		2011.		
	III	IV	I	II	III
Потрошачке цене	2,6	2,8	5,5	1,2	-0,4
Базна инфлација	4,7	3,1	4,2	1,0	1,2
Воће и поврће	-11,7	3,7	25,3	-9,1	-23,4
Регулисане цене	2,2	1,8	4,7	4,1	0,4
Електрична енергија	0,0	0,0	0,0	13,5	0,0
Гас за домаћинство	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Комунално-стамбене услуге	5,9	9,9	3,3	1,8	0,1
Услуге друштвене заштите	0,0	2,5	0,0	0,3	0,6
Саобраћајне услуге (регулисане)	1,7	0,1	13,1	0,5	0,5
ПТТ услуге	0,0	0,0	0,0	0,0	9,2
Цигарете	5,6	0,0	19,1	-2,6	-1,3
Лекови	1,8	3,0	3,8	2,5	-2,2
Остало	0,8	0,2	0,2	0,0	0,1
Нафтни деривати	0,8	1,3	5,1	5,6	2,0

[4] Базна инфлација у Т2 износила је 1,0%.

Графикон III.0.5. **Допринос међугодишњој стопи раста потрошачких цена**
(у процентним поенима)



Паду међугодишње инфлације у Т3 допринео је пре свега пад цена прехрамбених производа и воћа и поврћа.

кукуруз итд.), трошковни притисци на произвођаче прехрамбених производа били су нижи и у Т3. Цене воћа и поврћа су у септембру биле у паду, што није забележено од када се обрачунава индекс потрошачких цена.

Регулисане цене су имале успорен раст (0,4%, допринос 0,1 п.п.). Раст цена у оквиру ове групе односи се пре свега на августовско повећање цена услуга у фиксној телефонији (допринос 0,2 п.п). С друге стране, пад цена је забележен код цигарета и лекова. У првих девет месеци регулисане цене су оствариле раст од 9,5% (раст договорен с Владом за 2011. годину износи 7±2%).

Цене нафтних деривата у Т3 забележиле су раст који је био мањи у односу на раст у претходна два тромесечја, и износио је 2,0% (допринос 0,1 п.п.). Та поскупљења, упркос паду цене уралске нафте на светском тржишту у Т3[5], била су последица смањене понуде због ремонта домаћих постројења.

Посматрано с трошковне стране, **цене произвођача индустријских производа** за домаће тржиште у Т3 су успориле раст на 0,2%[6], при чему је раст био вођен кретањем цена енергије. Посматрано по делатностима, највећи допринос успоравању раста цена дале су цене у прехрамбеној индустрији, које су пале 2,1%. Међугодишњи раст цена произвођача индустријских производа за домаће тржиште наставио је да се успорава и на крају Т3 је износио 12,3%.

Цене пољопривредних произвођача[7] су и у Т3 забележиле пад (0,2%). Цене у ратарству, које су опале за 3,3%, највише су допринеле том паду, а пад су забележиле и цене у сектору воћарства и виноградарства. На мг. нивоу, раст цена пољопривредних произвођача је успорен и у септембру је износио 11,6%.

Инфлациона очекивања

Своја очекивања у погледу будуће инфлације економски субјекти су почели да коригују наниже.

Након што се шест месеци нису мењала, инфлациона очекивања су у октобру смањена. У новембру је смањење инфлационих очекивања настављено. Очекујемо такву тенденцију и у наредном периоду с падом инфлације. Пад инфлационих очекивања ће додатно убрзати процес дезинфлације.

Према анкети **агенције Блумберг**, инфлациона очекивања финансијског сектора за наредну годину дана су током Т3 била непромењена и износила су 8,0%. У октобру су аналитичари финансијског сектора, у складу са смањивањем инфлације, своја очекивања ревидирали наниже за 1 п.п. – на 7,0%. У новембру су очекивања додатно смањена – на 6,7%.

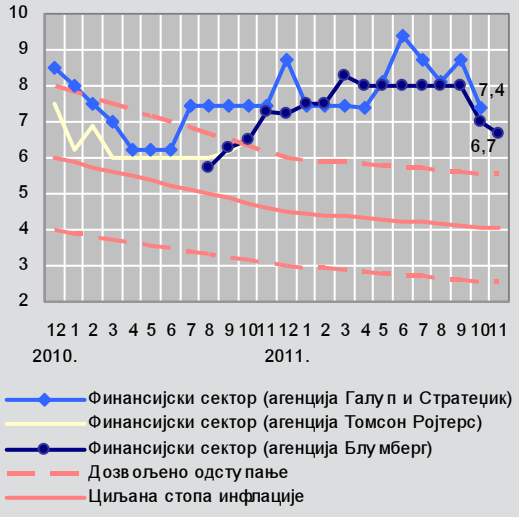
Резултати анкете **агенције Галуп** указују такође на опадајући тренд инфлационих очекивања. Она су код свих сектора нижа у односу на крај претходног тромесечја. Очекивања финансијског сектора и становништва су у јулу и августу била у паду (са 9,4% и 15,4% у јуну на 8,1% и 12,7% у августу, респективно), да би у септембру била повећана на (јулске) нивое од 8,7% и 14,0%. Сектор привреде је у августу очекивао нижу инфлацију у наредној години дана (10,0%), док су у остала два месеца Т3 очекивања износила 11,4%. Очекивања синдиката су у септембру смањена на 10,0%, након што се три претходна месеца нису мењала (11,4%). Да

[5] Посматрано као просечна цена у Т3 у односу на просечну цену у Т2.

[6] Раст цена произвођача индустријских производа за домаће тржиште у Т2 износио је 2,1%.

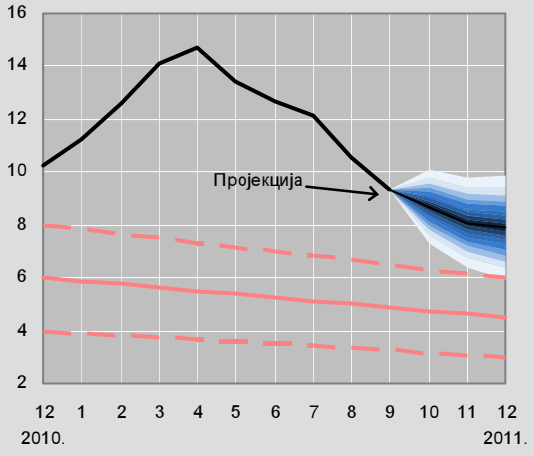
[7] Цене произвођача у области пољопривреде и рибарства.

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



Пад инфлационих очекивања, започет у октобру, настављен је и у новембру.

Графикон III.0.7. **Краткорочна пројекција инфлације**
(међугодишњи раст, у %)



Према краткорочној пројекцији, инфлација ће у Т4 наставити да се враћа ка циљу.

инфлациона очекивања настављају да опадају потврђује и октобарска анкета будући да су очекивања свих сектора, изузев синдиката, смањена.

Инфлациона очекивања за 12 месеци унапред су и даље изнад циљане стопе инфлације, али је разлика између очекиване и циљане стопе инфлације почела да се смањује. Очекујемо да ће се инфлациона очекивања и даље смањивати и да ће се, након повратка инфлације у границе циља у Т1 наредне године, и она вратити у границе циља.

Очекивано кретање инфлације у Т4

Међугодишња инфлација ће у Т4 наставити да се враћа ка циљу.

Очекује се да ће највећи допринос снижењу мг. инфлације потицати од базне инфлације. Такође, инфлација ће наставити свој повратак ка циљу под утицајем ефекта високе прошлогодишње базе (више месечне стопе инфлације у Т4 2010). Посматрано на тромесечном нивоу, након дефлације у Т3, у Т4 се очекује пораст потрошачких цена, коме ће допринети, у највећој мери, сезонски раст цена воћа и поврћа.

Базна инфлација би у Т4 требало да успори раст по основу обе своје компоненте – и прехрамбене и непрехрамбене. Допринос прехрамбених производа расту ИПЦ требало би да буде низак, захваљујући оствареним, али статистички још нерегистрованим појефтињењима (пшенично брашно, хлеб), најављеним снижењима цена (уље, шећер и др.), као и наставку пада цена хране на светском тржишту. Након убрзања у Т3, раст цена непрехрамбених производа и услуга требало би да у Т4 буде нижи. Ниска агрегатна тражња и даље представља главни дезинфлаторни фактор.

Према нашим проценама, цене воћа и поврћа остариће виши раст од раста карактеристичног за Т4, као последица њиховог пада у Т3 који је био већи од сезонски уобичајеног.

Раст регулисаних цена требало би да буде нешто виши него у Т3, али и даље релативно низак. На раст ових цена највише ће утицати најављено поскупљење природног гаса и стамбено-комуналних услуга (грејање). Због ниског учешћа у корпи производа и услуга на основу којих се обрачунава ИПЦ, повећање цена градског превоза имаће незнатан утицај на раст потрошачких цена у Т4.

Према процени, цене нафтних деривата током Т4 требало би да имају незнатан утицај на тромесечну инфлацију.

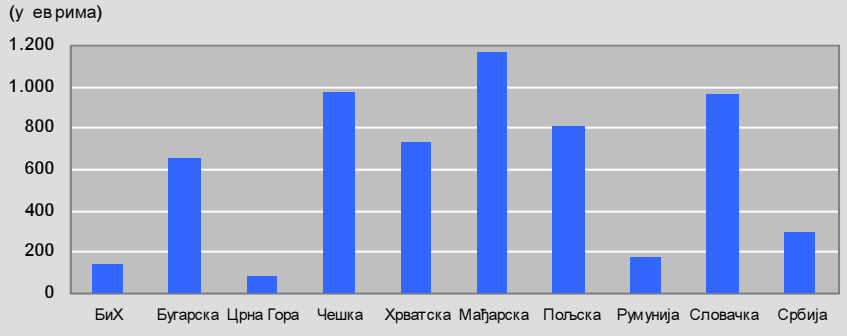
Главни ризик остварења краткорочне пројекције инфлације представља неизвесност у погледу кретања цена хране.

Осврт 1: Унапређење пољопривредне производње у Србији и смањење степена нестабилности цена хране

Према налазима експерата Светске банке[1], пољопривреда је у Србији препозната као стратешка привредна грана, али честе промене мера аграрне политике, усмерене на решавање краткорочних проблема, стварају непредвидиво пословно окружење за дугорочне инвестиције у пољопривредну производњу. Таква политика допринела је и високом степену нестабилности цена хране у земљи. Србија стога још има велики простор за унапређење пољопривредне производње путем повећања приноса, смањења трошкова и повећања улагања у производњу производа виших фаза прераде.

Почев од 2005. године Србија остварује суфицит у нето извозу хране, али је он у већој мери резултат ниског увоза (због ниске куповне моћи и високе домаће понуде) него високог и конкурентног извоза. На то указује и податак да је вредност извоза Србије по хектару обрадиве површине и даље међу најнижим у Европи (Графикон О 1.1.). Један од разлога таквог стања, према експертима Светске банке, јесте и важећи систем царинске заштите, који утиче на неефикасно коришћење ресурса, јер висок ниво царина на поједине производе стимулише производњу увозних супститута на рачун извозних производа у чијој производњи Србија има компаративне предности. Због тога предлажу предузимање корака ка даљој либерализацији тржишта пољопривредних производа, у чему ће помоћи приближавање ЕУ, као и приступање СТО.

Графикон О 1.1. **Вредност извоза по хектару обрадиве површине у 2010. години**



Извор: *UN Comtrade*, Европска комисија, *Eurostat*.

Како експерти Светске банке оцењују, у наредном периоду је пожељна и промена приступа решавању проблема у функционисању тржишта. Тржиште је потребно препустити приватном сектору, док би држава требало да промени карактер интервенција тако да при избору мера аграрне политике већу пажњу посвети фундаменталним проблемима, уместо доношењу мера усмерених на решавање тренутних, краткорочних проблема. У том правцу, неопходно је посветити пажњу и унапређењу статистике пољопривредне производње, како би се обезбедиле квалитетне информације за анализу ефеката појединих мера и на тај начин повећала њихова ефикасност.

Аграрни буџет, као главни инструмент аграрне политике, требало би да буде повећан и реструктуриран ради ефикаснијег коришћења пољопривредних ресурса. Садашњи систем субвенција по јединици пољопривредне површине, који фаворизује велике произвођаче и ратарску производњу, требало би променити тако да се овим мерама постигне уједначенији развој. Сугерише се да би део буџета требало издвојити за субвенције у унапређење квалитета производа и увођење најновијих стандарда здравствене исправности хране како би се обезбедио приступ и развијеним тржиштима у ЕУ и подстакао извоз.

[1] Дато према: Економски меморандум за Србију (у припреми), Светска банка.

Потребно је преиспитати и садашњу улогу система робних резерви у регулисању тржишта хране, будући да он, повременим и непредвидивим интервенцијама, доводи до већих осцилација цена хране уместо да их стабилизује.

Оснивање мреже стручних саветодавних служби, које је држава предузела, допринеће и промени начина размишљања и понашања пољопривредника у правцу повећања продуктивности и квалитета. Даљи кораци државе могли би се усмерити на стварање услова за ефикасније функционисање производног ланца (инвестиције у складишта, хладњаче, прераду и транспорт пољопривредних производа). Смањење степена нестабилности цена хране могло би бити остварено путем стварања услова за јачање конкуренције у производном и трговинском ланцу у оквиру производње и дистрибуције хране.

IV. Детерминанте инфлације

1. Кретања на тржишту новца и капитала и кредити банака

Каматне стопе

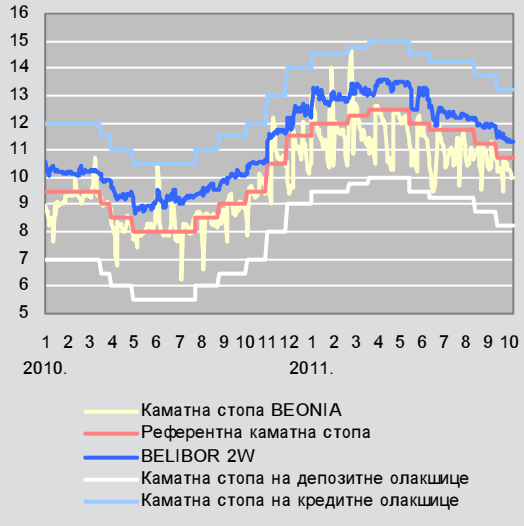
Наставак ублажавања монетарне политике одразио се на смањење каматних стопа на тржишту новца, као и на смањење каматних стопа на динарске кредите. Због повећане неизвесности на светском финансијском тржишту и мање тражње, изостао је пад извршних стопа на државне ХоВ.

Каматне стопе на тржишту новца наставиле су да падају у складу с даљим ублажавањем монетарне политике. У току Т3 каматна стопа на међубанкарском преконоћном тржишту новца BEONIA је наставила да се креће испод референтне каматне стопе. У односу на Т2, BEONIA је у Т3 у просеку остварила сличан пад као референтна каматна стопа, с просечним одступањем од референтне стопе од –0,9 п.п. Чињеница да се BEONIA смањивала у условима раста пласмана банака у репо ХоВ потврђује да је ликвидност банкарског сектора била повећана.

Каматне стопе BELIBOR пратиле су кретање референтне каматне стопе. Ако се посматра просек последњег месеца у тромесечју, већи пад је забележен код каматних стопа за дуже рочности. Крајем септембра вредности BELIBOR-а су се кретале у распону од 11,8%, за најкраћу рочност, до 12,7%, за рочност од шест месеци.

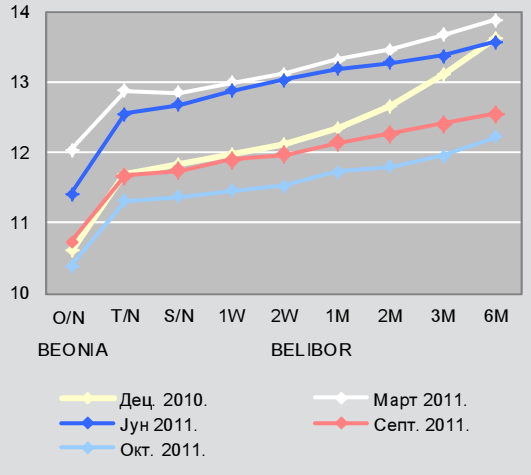
Пад каматних стопа на међубанкарском тржишту новца настављен је у октобру. BEONIA је у просеку смањена за 0,3 п.п., док су стопе BELIBOR смањене у распону од 0,3 до 0,5 п.п.

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



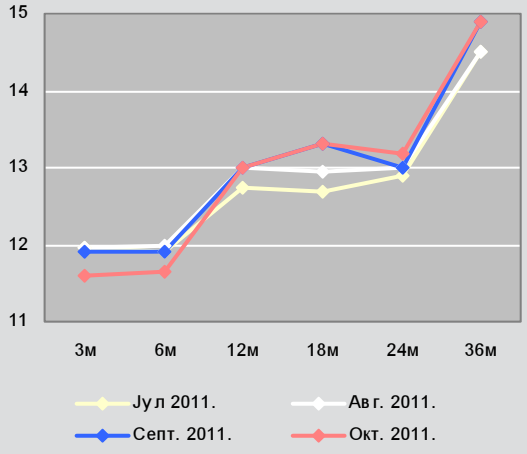
Каматне стопе на тржишту новца пратиле су кретање референтне каматне стопе.

Графикон IV.1.2. **Крива приноса на међубанкарском тржишту новца**
(просечна месечна вредност, у %, на годишњем нивоу)



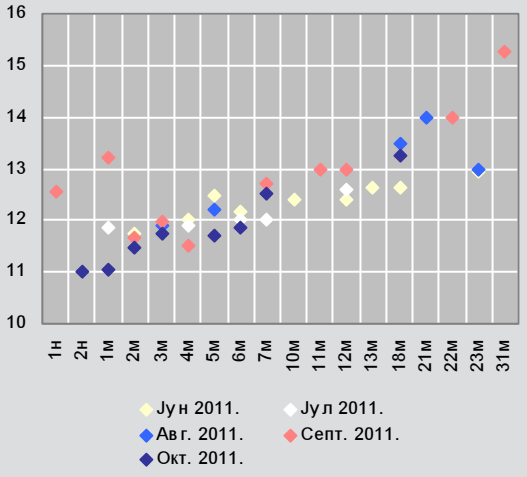
Ублажавање монетарне политике определило је кретање каматних стопа на међубанкарском тржишту новца.

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



У условима повећаног ризика инвеститори су показали већу склоност ка улагању у краткорочне ХоВ.

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



Раст приноса, који је био изражен у септембру, заустављен је у октобру.

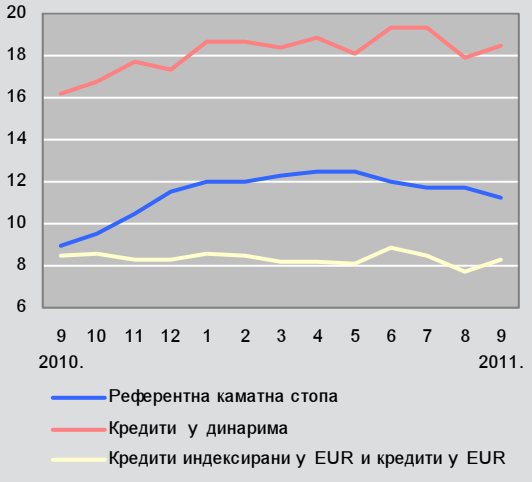
И поред ублажавања монетарне политике, извршне стопе на примарном тржишту државних ХоВ нису се смањиле у Т3. Таква кретања била су условљена повећањем неизвесности на светском финансијском тржишту, који се одразио на смањено интересовање пре свега нерезидената, али и домаћих инвеститора за улагање у државне ХоВ. У околностима раста премије ризика, страни инвеститори избегавају да се излажу додатном ризику – у овом случају валутном.

Смањени обим емисије државних ХоВ краћих рочности (на 28,0 млрд динара) праћен је смањењем тражње, тако да су извршне стопе за рочности од три и шест месеци остале готово непромењене. Смањена тражња за државним ХоВ дужих рочности резултирала је растом извршних стопа од 0,5 п.п., за рочност од годину дана, до 1,0 п.п., за рочност од три године.

У октобру су остварена повољнија кретања: стопе на краткорочне државне ХоВ су смањене (за 25 и 30 б.п.) и раст извршних стопа на дуже рочности је заустављен. Једино је стопа за рочност до две године, која није мењена у Т3, у октобру повећана за 0,2 п.п.

У јулу је одржана аукција 18-месечних државних ХоВ деноминованих у еврима, у номиналном износу од

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



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

Цена динарских, девизних и девизно индексираних кредита је смањена у односу на Т2.

150 млн евра. Продата је готово целокупна емисија (99,8%) по извршној стопи од 5,4%.

Обим промета на „чистом“ секундарном тржишту државних ХоВ[8] је, у односу на Т2, опао за 38,0%. Низак обим промета био је нарочито наглашен у јулу и августу. На крају Т3 стопе приноса до доспећа за краће рочности пратиле су кретања на примарном тржишту, док су приноси на дуже рочности били већи од приноса на примарном тржишту.

Раст нагиба криве приноса на примарном и на секундарном тржишту државних ХоВ детерминисан је деловањем екстерних фактора. Смањење нагиба и нивоа ове криве може се очекивати тек са стабилизацијом кретања на светском финансијском тржишту.

Каматне стопе на новоодобрене динарске кредите су у Т3 пратиле кретање референтне каматне стопе. Веће смањење каматних стопа је забележено код кредита намењених становништву.

Графикон IV.1.6. **Кретање каматних стопа на новоодобрене динарске кредите привреди***
(на годишњем нивоу, у %)

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

Каматне стопе на све врсте кредита привреди бележе пад.

Уз релативно стабилне каматне стопе на европском међубанкарском тржишту новца (EURIBOR), каматне стопе на кредите у еврима и кредите индексиране еврима такође су смањене, али у нешто мањој мери, како код сектора становништва тако и код сектора привреде. Мање смањење каматних стопа код сектора становништва последица је повећања каматних стопа на стамбене и потрошачке кредите – због већег коришћења комерцијалних стамбених кредита и престанка одобравања субвенционисаних потрошачких кредита.

На нивоу тромесечја, све каматне стопе на кредите привреди исказале су пад. Смањене су каматне стопе на кредите за обртна средства и инвестиције, најзаступљеније кредите привреди, док је највећи пад остварен код мање заступљених кредита за извоз.

Просечне пондерисане каматне стопе на новоположене депозите такође су биле у паду. Каматне стопе на депозите становништва орочене до једне године у септембру су износиле 9,9% за штедњу у динарима и 3,7% за штедњу у еврима и у односу на јун мање су за 0,9 и 0,6 п.п., респективно. Код сектора привреде каматна стопа на динарске депозите орочене до годину дана је смањена током Т3 за 1,4 п.п. (на 10,9%), док камата на девизне депозите у еврима исте рочности није промењена (3,8%).

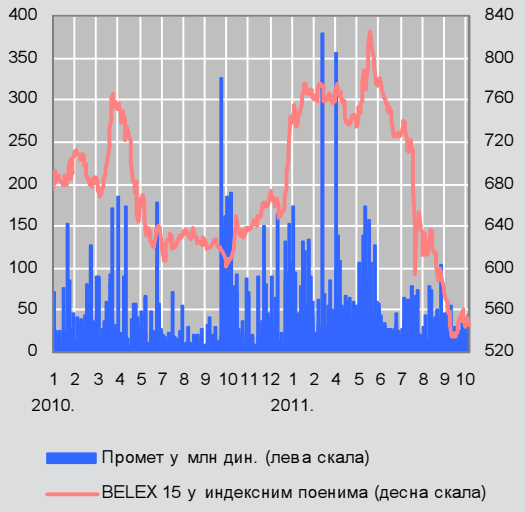
Кретања на берзи

Повећана неизвесност на светском финансијском тржишту одразила се на кретања на свим берзама у региону, па и на Београдској берзи.

Глобална негативна кретања прелила су се без закашњења у Србију, тако да је пад цена акција листираних на Београдској берзи, који је започет у јуну, интензивиран у наредним месецима. Индекси Београдске берзе су током Т3 изгубили више од петине вредности – вредност индекса најликвиднијих акција BELEX 15 је смањена за 26,1%, док је општи индекс BELEXline имао нешто блажи пад (22,0%). Тиме су се индекси Београдске берзе нашли на нивоу нижем за око 15% у односу на почетак године, упркос расту у првих пет месеци.

[8] Искључено је трговање до датума салдирања на примарном тржишту, које се не сматра секундарним трговањем у правом смислу речи.

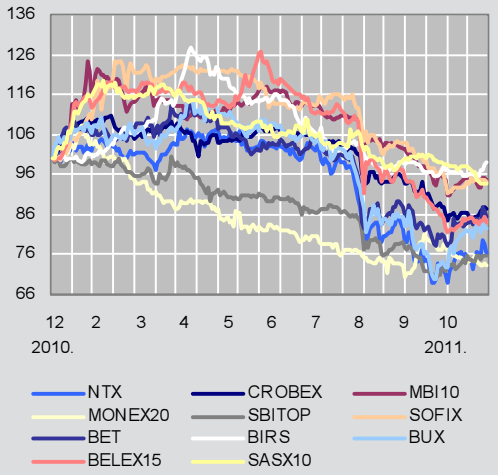
Графикон IV.1.7. **Индекс BELEX 15**



Извор: Београдска берза.

Негативна кретања, започета крајем Т2, настављена су и у Т3.

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



У Т3 сви регионални берзански индекси бележе пад.

Уз пад цена акција, промет на Београдској берзи је смањен. Укупан промет акцијама је износио 4,4 млрд динара, што је за 42,2% мање у односу на Т2. Учешће страних инвеститора у укупном промету акцијама износило је 51,4%. Ниска вредност нето куповине акција од стране нерезидената последица је њиховог већег уздржавања од улагања у околностима негативних глобалних кретања, што је утицало и на понашање домаћих инвеститора.

Иако већи него у Т2, промет обвезницама старе девизне штедње је и у Т3 био низак (0,6 млрд динара). Највише се трговало обвезницама серије која доспева 2014. године. Стопе приноса до доспећа на обвезнице старе девизне штедње последњег дана у тромесечју кретале су се у распону од 6,1% за серију А2012 до 4,9% за серију А2016.

Због пада цена акција, вредност укупне тржишне капитализације Београдске берзе је у Т3 смањена за 45,6 млрд динара и крајем септембра је износила 853,5 млрд динара.

Повећана неизвесност на глобалном нивоу утицала је и на остала тржишта у региону, тако да су сви берзански индекси у Т3 забележили пад. Најмање су смањени индекси на Црногорској и Сарајевској берзи (MONEX 20 за –2,2% и SASX за –9,9%), док је највише била погођена Будимпештанска берза, чији је индекс смањен за 30,5%.

У другој половини октобра је, након усвајања пакета мера за стабилизацију зоне евра, заустављен пад вредности акција, како на Београдској берзи тако и на регионалним берзама. Крајем октобра индекс BELEX 15 је остао готово исти као крајем септембра (–1,2%), док је на већини регионалних берзи остварен благи раст.

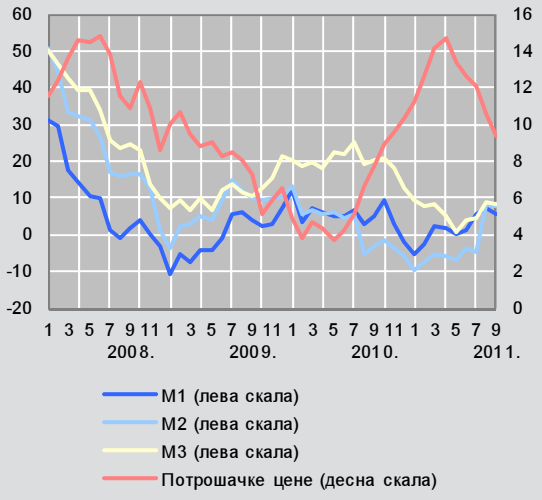
Монетарни агрегати

Раст понуде новца настављен је током Т3. Због опадања инфлације, реални пад новчаних агрегата на мг. нивоу је даље успорен.

Укупан примарни новац је на крају Т3, у односу на крај Т2, повећан (номинално за 3,3%, односно реално за 4,1%), док је динарски примарни новац остао готово на истом нивоу (номинално је смањен за 0,1%, односно реално повећан за 0,3%).

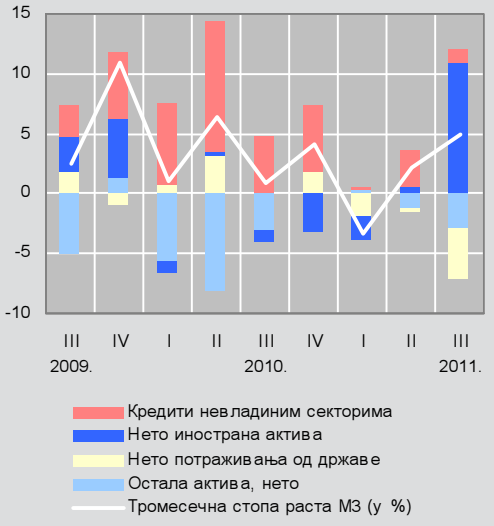
Динарски примарни новац је креиран путем девизних трансакција и смањења динарских депозита државе, а повлачен операцијама на

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



Уз инфлацију на силазној путањи, у наредном периоду можемо очекивати даље успоравање реалног пада понуде новца на мг. нивоу.

Графикон IV.1.10. **Доприноси расту М3**
(у процентним поенима)



Раст нето иностране активе је у највећој мери допринео повећању М3.

отвореном тржишту. Стање репо ХоВ је крајем Т3 износило 101,0 млрд динара, што је за 27,1 млрд динара више у односу на крај Т2.

Према структури динарског примарног новца, готов новац у оптицају је повећан за 9,9 млрд динара. Банкарске резерве су смањене за 10,4 млрд динара, највише због пада слободних резерви, док је обавезна резерва повећана за 3,9 млрд динара.

Понуда новца наставила је да расте и у Т3. Динарски новчани агрегати М1 и М2 реално су повећани за 8,7% и 8,4%, респективно, док је реални раст М3 износио 6,0%. Тај раст је допринео да пад понуде новца на мг. нивоу буде даље успорен – М1 и М2 су реално мањи за 3,4% и 1,5%, док је М3 реално већи за 11,8%.

Динарска компонента новчане масе у Т3 повећана је по основу раста средстава на текућим и штедним рачунима, у већој, и готовог новца у оптицају, у мањој мери. Повећани су пре свега краткорочни депозити, и то штедни нешто више него трансакциони. Највећи део тог раста односи се на повећање средства на рачунима јавних предузећа (по основу реализације кредита ЈП „Србијагас“). Повећана су и средства на рачунима привреде и ДФО. Већи део раста динарских депозита становништва односи се на раст трансакционих, а не штедних депозита. Становништво и даље даје предност штедњи у девизама, иако је, према октобарској анализи Народне банке Србије, у протеклих 12 месеци било исплативије штедети у динарима.[9]

Прилив од продаје предузећа „Делта Макси групе“ основни је фактор раста девизних депозита у Т3. Прилив је коришћен за измирење дугова овог предузећа, што је утицало на повећање средстава на краткорочним рачунима привреде. И раст девизне штедње становништва, који је нижи него у Т2, утицао је на повећање М3.

Тенденција благог повећања монетарне мултипликације настављена је и у Т3, чему је допринео раст понуде новца.

[9] Анализа исплативости динарске и девизне штедње, Народна банка Србије, октобар 2011.
http://www.nbs.rs/internet/latinica/90/analize/Analiza_isplativost_dinarske_i_devizne_stednje_2011.pdf

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

	2010.	2011.			Учешће у М3 Септ. 2011. (у %)
	Дец.	Март	Јун	Септ.	
М3	5,9	5,4	5,2	11,8	100,0
Девизни депозити	12,2	10,3	9,2	13,5	69,3
М2	-14,8	-17,0	-14,7	-1,5	30,7
Динарски орочени и штедни депозити	-20,1	-25,2	-20,4	1,4	12,6
М1	-11,1	-10,4	-10,2	-3,4	18,2
Депозити по виђењу	-10,1	-6,3	-7,5	-3,1	11,5
Готов новац у оптицају	-12,9	-17,0	-14,7	-4,0	6,7

Већи раст понуде новца од раста економске активности утицао је на даље смањење брзине оптицаја новца у Т3.

Раст нето иностране активе банака, тј. повећање потраживања и смањење обавеза према иностранству, позитивно се одразио на раст М3. Кредитирање јавних предузећа и становништва утицало је да допринос кредитне активности банака расту М3 износи 1,1 п.п. Позитиван допринос дало је и задуживање државе на домаћем тржишту. С друге стране, ефекат емисије еврообвезница Републике Србије на међународном тржишту је за сада неутралан, с обзиром на то да су средства добијена по овом основу депонована на девизним рачунима код Народне банке Србије (потиру се ефекти повећања нето иностране активе и смањења нето домаће активе по овом основу).

Динарски примарни новац је током октобра повећан за 2,3 млрд динара, пре свега као резултат смањења динарских депозита државе. Током октобра повећана су средства на динарским и девизним рачунима, а количина готовог новца у оптицају је смањена. Таква кретања и апрецијација курса динара утицали су да новчани агрегат М2 буде повећан, а М1 и М3 смањени.

Кредити банака

Спорији раст кредитне активности током Т3 последица је смањеног кредитирања привреде. Успоравање раста настављено је и на мг. нивоу.

Према композитној мери[10], кредити привреди и становништву и даље расту, али мање него у претходном тромесечју. Тај раст је и даље вођен растом домаћих кредита.

Реалан раст домаћих кредита привреди и становништву у Т3 је износио 1,5%, што је за 1,0 п.п. ниже од раста оствареног у Т2. Успоравање раста је наглашеније код кредитирања предузећа – кредити привреди су реално већи за 1,4%, а кредити становништву за 1,7%. Номинално, укупни кредити банака су повећани за 15,0 млрд динара. Када се искључи ефекат промене курса током Т3, повећање

Графикон IV.1.11. **Кредити и БДП**
(тромесечне стопе раста, у %)

* Дефлационирано инфлацијом, по искључењу ефекта промене курса.

Према композитној мери, кредити и даље расту, али споријим темпом.

[10] Као показатељ укупног задуживања, обухвата домаће кредитирање (тј. задуживање привреде и становништва код домаћих банака) и директно задуживање предузећа у иностранству.

кредита је износило 29,8 млрд динара. Таква кретања одредила су и наставак успоравања раста кредитне активности на мг. нивоу. Реална мг. стопа раста кредита је у септембру износила 10,8%, или за 1,2 п.п. ниже од стопе забележене у јуну.

За финансирање кредитне активности банке су наставиле да користе домаће изворе. Највећи део средстава обезбеђен је по основу раста депозита (пре свега привреде) и докапитализације банака. С друге стране, део расположивих средстава банке су усмеравале у повећање сигурнијих пласмана (репо и државне ХоВ). На успоравање раста кредитне активности утицало је такође и смањење нето задужења банака према иностранству.

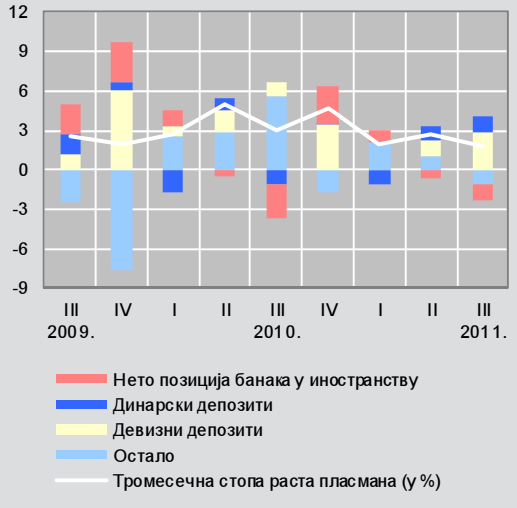
Потраживања банака по основу кредита привреди повећана су 6,4 млрд динара, или 14,5 млрд динара када се искључи ефекат промене курса динара. Смањење кредитирања је нарочито наглашено код привредних друштава, док је код јавних предузећа на вишем нивоу него у Т2, због кредита који је одобрен ЈП „Србијагас“. Банке су одобриле највише нових кредита за ликвидност, јер се с престанком одобравања субвенционисаних кредита за ове намене тражња преусмерила на комерцијални сегмент кредитног тржишта. Будући да је динамика одобравања инвестиционих кредита и даље задовољавајућа, може се очекивати да ће инвестиције и у наредном периоду доприносити опоравку економске активности. Насупрот томе, за финансирање извозних послова у овом тромесечју одобрено је мање нових кредита. Посматрано по секторима, највише су кредитирана предузећа из области индустрије, трговине и саобраћаја, као и грађевинарства.

Током Т3 обавезе предузећа по основу узетих финансијских кредита смањене су за 57,8 млн евра, док су по основу трговинских кредита повећане за 152,6 млн евра.

Због смањеног коришћења кредита код домаћих банака и наставка раздуживања према инокредиторима по финансијским кредитима, укупно задуживање привреде је стагнирало у Т3, док се на мг. нивоу раст задуживања успорава.

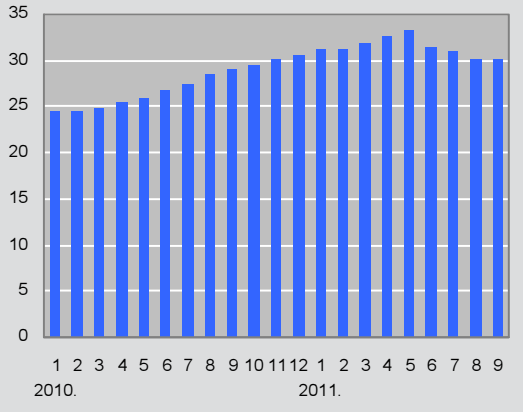
Кредити становништву бележе повећање од 3,6 млрд динара, а по искључењу ефекта промене курса 9,9 млрд динара. Највише је одобрено нових стамбених кредита. Грађани су користили кредите за куповину

Графикон IV.1.12. **Доприноси расту пласмана банака**
(у процентним поенима, искључен ефекат промене курса)



Банке су током Т3 користиле искључиво домаће изворе за финансирање кредитне активности.

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



Након пада у јуну, учешће динарских потраживања стабилизовано је у септембру на нешто нижем нивоу.

потрошних добара у мањој мери него у Т2. Задуживање по основу кредитних картица је на сличном нивоу, а износи прекорачења на текућим рачунима нешто су већи него раније.

Током Т3 реализовано је 13,1 млрд динара субвенционисаних кредита. Од тога се највећи део односи на кредите за инвестиције (8,4 млрд динара). С обзиром на то да су преостала средства за субвенционисање већине кредита потрошена током Т3, као и да су ребалансом буџета додатна средства одобрена само за субвенционисање стамбених кредита, у наредном периоду очекујемо још нижу активност на овом сегменту кредитног тржишта.

Учешће динарских кредита у укупним кредитима је у току Т3 смањено за 1,2 п.п. и у септембру је износило 30,2%. Док се учешће динарских кредита код становништва повећава, код привреде се смањује. С престанком одобравања субвенционисаних динарских кредита за ликвидност смањено је одобравање динарских нових кредита, што се одразило на раст учешћа девизних и девизно индексираних кредита у укупним кредитима. У септембру је учешће динарских кредита у новоодобреним кредитима повећано и износи 41,1%, што може указивати на заустављање негативних кретања започетих у јуну.

Способност отплате кредита, мерена учешћем проблематичних кредита (NPL), нешто је лошија у односу на Т2. Укупно учешће NPL, рачунато по бруто принципу, у септембру је износило 18,8% (по нето принципу 11,6%), што је за 0,2 п.п. више у односу на јун. Учешће кредита предузећима који су у доцњи дужој од 90 дана повећано је за 0,7 п.п. и износило је 24,4%. Кашњење становништва у отплати кредита повећано за је 0,3 п.п., тако да је у септембру износило 8,4%. И поред високог учешћа NPL, други релевантни показатељи указују на стабилност банкарског сектора – покриће NPL обрачунатом резервом за процењене губитке по билансним пласманима износи 128,2%.

Табела IV.1.2. **Субвенционисани кредити у 2010. и 2011.**

	2010.		2011.		
	Т3	Т4	Т1	Т2	Т3
Програм мера Владе за ублажавање негативних ефеката светске финансијске кризе					
	(у млрд динара)				
Укупно реализовано	**56,3**	**37,6**	**27,0**	**59,0**	**7,9**
Ликвидност	34,9	22,7	24,3	50,9	-1,1
Инвестиције	9,0	9,8	1,8	6,6	8,4
Потрошачки	0,6	1,7	0,9	1,5	0,6
Динарски готовински	11,8	3,4	-	-	-
Субвенционисани стамбени кредити					
	2,5	**2,0**	**0,9**	**1,3**	**2,0**
Субвенционисани кредити за војску					
	0,4	**0,3**	**n.a.**	**0,2**	**0,5**
Субвенционисани кредити за пољопривреднике					
	2,6	**2,4**	**n.a.**	**n.a.**	**2,7**

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

2. Кретања на девизном тржишту и курс динара

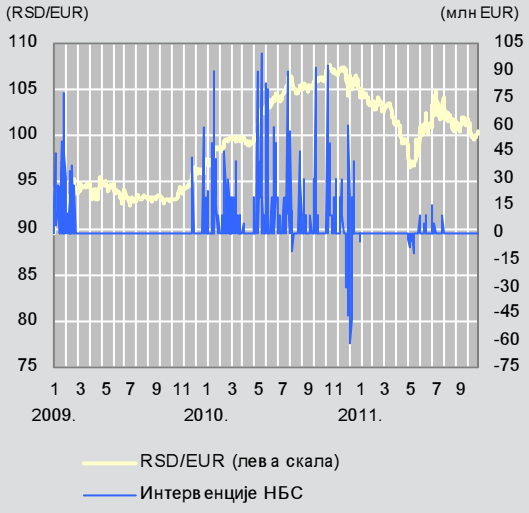
Релативно стабилно кретање курса динара и повећање ликвидности домаћег девизног тржишта обележило је Т3.

Мада је тромесечје започето с депрецијацијским притисцима, динар је на крају јула стабилизован, а од септембра је апрецирао. На крају септембра динар је био јачи за 1,3% у односу на крај јуна. Током Т3 курс динара се кретао у распону од 100,3 до 104,8 динар/евро и динар је у просеку ослабио за 2,1% према евру. У истом периоду просечна депрецијација динара у односу на амерички долар је износила 3,8%. Због слабљења номиналног ефективног курса динара[11] (2,5%) и споријег раста домаћих цена од иностраних, динар је реално ефективно депрецирао за 2,9% (2,4% према евру и 4,7% према долару).

Депрецијација динара у периоду од маја до јула последица је раста премије ризика земље, који је

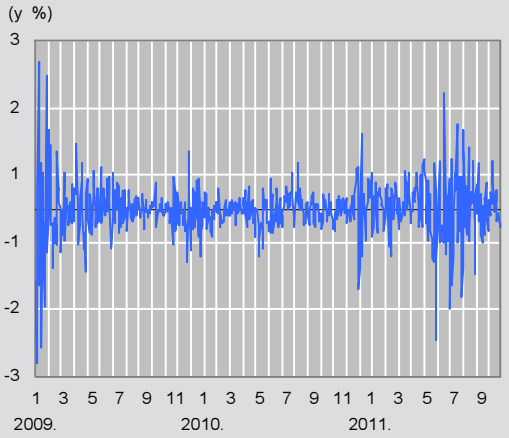
[11] Коришћени пондери 0,8 за евро и 0,2 за долар.

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



Током Т3 Народна банка Србије је интервенисала продајом девиза на МДТ-у три пута.

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



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

Дневне осцилације курса динара постепено су опадале током Т3, али су и даље веће него пре маја.

проузрокован погоршањем дужничке кризе у зони евра. Раст глобалне и регионалне премије ризика настављен је током целог Т3. Упркос томе, курс динара је од краја јула стабилизован, чему је пре свега допринео прилив капитала по основу СДИ. Предузећа су од банака у мањој мери нето куповала девизе него у Т2, пошто су део својих плаћања у девизама финансирала и из већег прилива СДИ. Откуп ефективе по основу мењачких послова је био виши, а прилив по основу девизне штедње нижи него у Т2. Током августа и септембра, нерезиденти су се, што је неуобичајено, јављали у улози нето купаца девиза од банака. Међутим, по овом основу нису стварани депрецијацијски притисци, с обзиром на то да су та средства нерезиденти усмеравали у своп продају девиза домаћим банкама.

Стабилизацији курса динара допринело је и постизање договора о стендбај-аранжману из предострожности с ММФ-ом. Само закључивање аранжмана, у условима повећане глобалне и регионалне неизвесности, даје додатне гаранције очувању макроекономске и финансијске стабилности. Такође, додатну сигурност улива и чињеница да Србија има приступ светском финансијском тржишту (емисија десетогодишњих еврообвезница Републике Србије[12]).

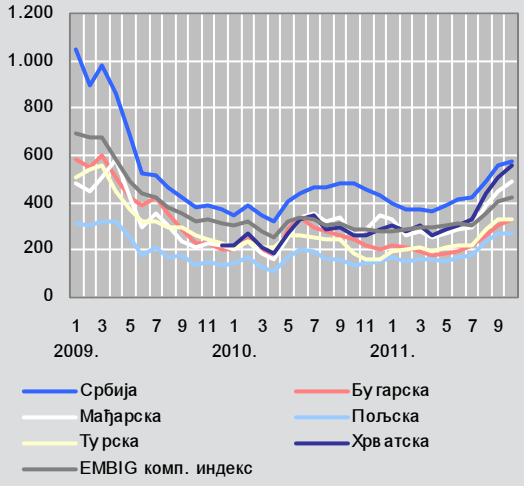
За разлику од релативно стабилног динара током Т3, већина валута земаља са флексибилним курсом је депрецирала.

Међубанкарско девизно тржиште у Т3 карактерисао је пораст обима трговине. Просечан дневни промет је износио 106,2 млн евра[13], што је за 34% више у односу на Т2 и око два и по пута више у односу на исти период прошле године. На месечном нивоу, највећи просечни дневни промет остварен је у јулу, а затим је у наредним месецима промет постепено опадао. Упоредо са смањењем промета смањиване су и осцилације курса, али су оне и даље биле израженије него у периоду пре маја. Веће дневне осцилације курса динара стабилизују капиталне приливе и одливе, тј. обесхрабрују прилив шпекулативног капитала. Народна банка Србије је у посматраном периоду интервенисала продајом девиза три пута, у укупном износу од 30,0 млн евра. Банке су више него раније користиле могућност закључивања тромесечних своп трансакција, тако да је Народна

[12] Крајем септембра, држава је први пут продала обвезнице на светском финансијском тржишту. Вредност емисије је износила 1,0 млрд долара с купонском стопом од 7,25% и полугодишњом исплатом купона. Остварена је максимална реализација емисије по каматној стопи од 7,50% на годишњем нивоу. Поред те обвезнице, на међународном тржишту је и обвезница емитована 2005. године по основу замене дуга Републике Србије према Лондонском клубу поверилаца.

[13] Укључујући и НБС.

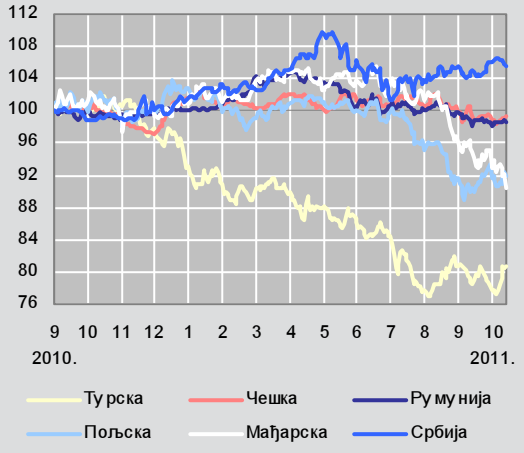
Графикон IV.2.3. **Показатељ премије ризика – EMBI по земљама**
(месечни просеци, у базним поенима)



Извор: *JP Morgan.*

Раст премије ризика настављен је и током Т3 у свим посматраним земљама.

Графикон IV.2.5. **Кретање курсева одређених националних валута према евру***
(30. 9. 2010 = 100)



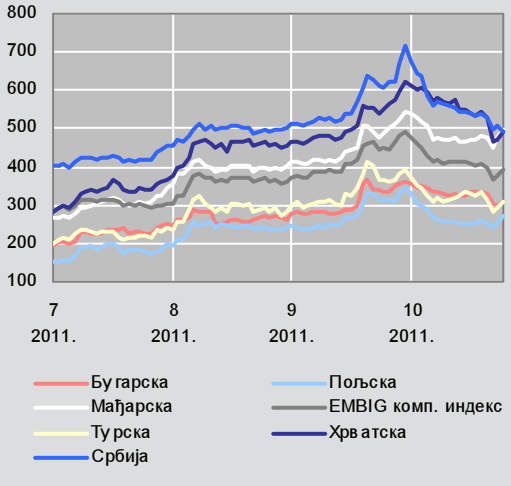
* Раст представља апрецијацију.

За разлику од већине валута земаља с флексибилним курсом, курс динара је током Т3 био релативно стабилан.

банка Србије у оквиру ових трансакција купила 57,0 млн евра, а продала 35,0 млн евра.

Вредност индекса EMBI *(Emerging Markets Bond Index)*, слично земљама у региону и глобалном показатељу, повећана је и за Србију. Еврообвезнице Републике Србије, продате на међународном тржишту 21. септембра ове године, укључене су у обрачун EMBI за Србију од 31. октобра. Пад индекса, започет почетком октобра, настављен је и након укључивања тих обвезница, тако да је на крају месеца индекс износио 493 б.п., нешто мање од индекса EMBI за Мађарску, а на нивоу индекса EMBI за Хрватску.

Графикон IV.2.4. **Показатељ премије ризика – EMBI по земљама, дневни износи**
(у базним поенима)



Извор: *JP Morgan.*

Након раста током Т3, индекс EMBI за Србију је током октобра смањен на нешто нижи ниво од индекса EMBI за Мађарску, а на ниво индекса EMBI за Хрватску.

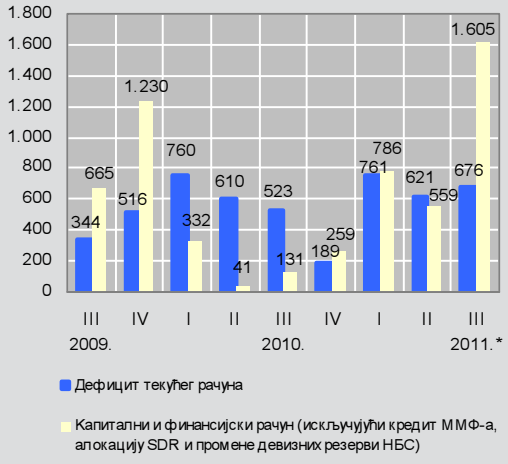
Прилив капитала из иностранства

Прилив капитала по основу СДИ инвестиција допринео је стабилности курса динара.

Знатно виши нето прилив капитала у Т3 него у претходним тромесечјима премашио је потребе екстерног финансирања и допринео расту девизних резерви. Таква кретања одразила су се на МДТ и курс динара.

У структури прилива капитала, најзначајније је било учешће портфолио инвестиција. Прилив по том основу износио је 870,8 млн евра и највећим делом је резултат успешне продаје еврообвезница Републике Србије на међународном тржишту (724,3 млн евра). С друге стране, нерезиденти су у мањој мери улагали у државне ХоВ на домаћем тржишту него у Т2.

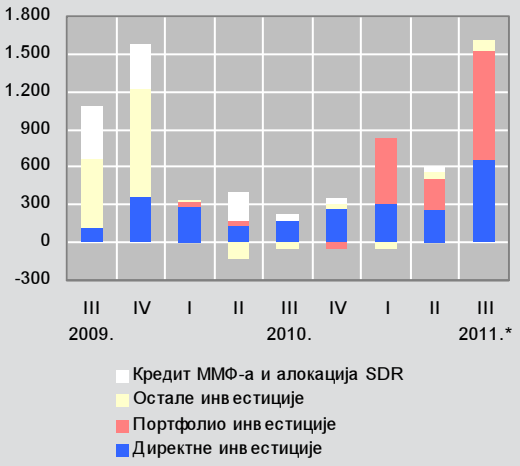
Графикон IV.2.6. **Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала**
(у млн EUR)



*Прелиминарни подаци.

Прилив капитала у Т3 био је више него довољан да покрије дефицит текућег рачуна.

Графикон IV.2.7. **Структура финансијског биланса**
(у млн EUR)



*Прелиминарни подаци.

Прилив капитала по основу портфолио и директних инвестиција у Т3 је премашио приливе остварене по овом основу у целом П1.

Раст премије ризика земље није се одразио на реализацију дугорочнијих (раније уговорених) улагања. СДИ биле су двоструко веће од инвестиција у претходним тромесечјима. Прилив по том основу у Т3 је износио 661,2 млн евра, с тим што је највећи део остварен у јулу (419,6 млн евра) по основу продаје предузећа „Делта Макси група“. Следе улагања у финансијски сектор (докапитализација банака), трговину на мало и производњу основних метала.

Предузећа су наставила да се раздужују према иностранству, тако да је њихов нето дуг смањен за 57,8 млн евра. Обавезе банака према иностранству су нето смањене за 12,5 млн у односу на крај Т2.

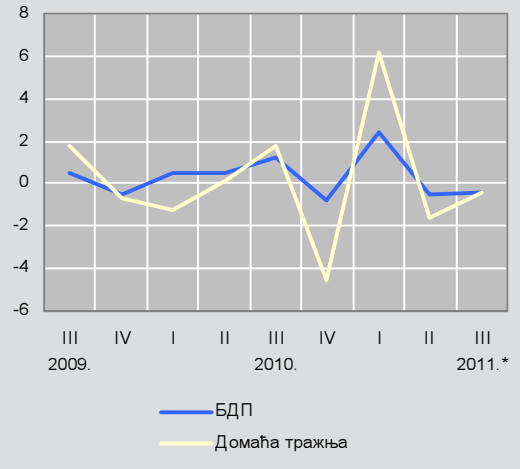
Нето задужење државе по основу кредита повећано је за 297,1 млн евра, пре свега по основу коришћења макрофинансијске помоћи ЕУ за финансирање буџетског дефицита и кредита за које је држава дала гаранције (Фијат аутомобили Србија).

Влада РС је с ММФ-ом закључила нови, стендбај--аранжман, у укупном износу од 935 млн SDR (око 1,1 млрд евра). Аранжман је закључен из предострожности, што значи да ће средства бити повлачена једино у случају платнобилансних потреба земље, а трајаће 18 месеци.

3. Агрегатна тражња

Према нашој процени, пад агрегатне тражње у Т3 био је последица пада финалне потрошње.

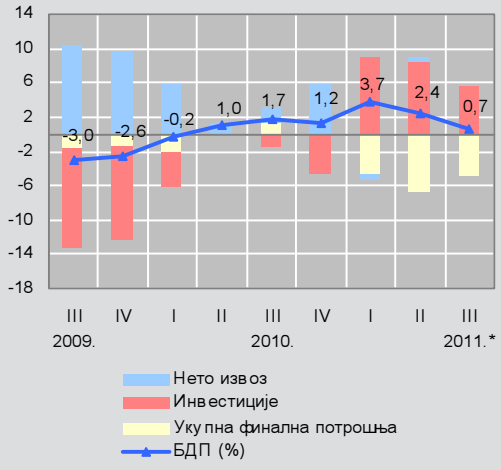
Графикон IV.3.1. **БДП и домаћа тражња**
(десезонирани подаци, тромесечни раст, у %)



* Процена НБС.

Пад домаће тражње определио је пад БДП-а у Т3.

Графикон IV.3.2. **Доприноси међугодишњем расту БДП-а**
(у процентним поенима)



* Процена НБС.

Међугодишњи раст БДП-а у Т3 резултат је раста инвестиција.

Процењујемо да је у оквиру агрегатне тражње у Т3 домаћа тражња опала, док је нето екстерна тражња забележила стагнацију. Пад домаће тражње последица је наставка пада финалне потрошње, како домаћинстава тако и државе. С друге стране, инвестиције у основна средства су порасле.

Према прелиминарној оцени РЗС-а, БДП је у Т3 нагло успорио мг. раст (0,7%). Процењујемо да је успоравање тог раста последица пада финалне потрошње, а да је сам раст резултат повећања инвестиционе активности.

Према пројекцији Народне банке Србије, раст БДП-а у 2011. години износиће око 2,0%. Раст ће, према нашим очекивањима, бити заснован на расту инвестиционе активности и, у мањој мери, нето извоза, док ће допринос финалне потрошње и ове године бити негативан.

Домаћа тражња

Потрошња домаћинстава

Пад потрошње домаћинстава је настављен у Т3, али споријим темпом.

Процењује се да је потрошња домаћинстава и у Т3 забележила пад (–0,9% дсз.), чиме је негативно утицала на економску активност (допринос –0,7 п.п). Динамика пада била је успорена, на шта указује оцењено кретање реалних прихода домаћинстава и промета у трговини на мало и на зеленим пијацама.

Реални приходи домаћинстава (зараде, пензије и социјална примања), као основни извор финансирања потрошње, забележили су благ опоравак (раст од 1,1% дсз.). Раст реалних прихода резултат је пре свега раста зарада, а у мањој мери и трансфера социјалног осигурања. Поред тога, на повећање расположивих прихода утицао је и нешто већи прилив по основу дознака.

Према процени, промет у трговини на мало, као основни индикатор потрошње домаћинстава, у Т3 је у односу на претходно тромесечје стагнирао (раст од 0,3% дсз.). Дакле, он је и даље на ниском нивоу, што потврђује да је куповна моћ становништва слаба.

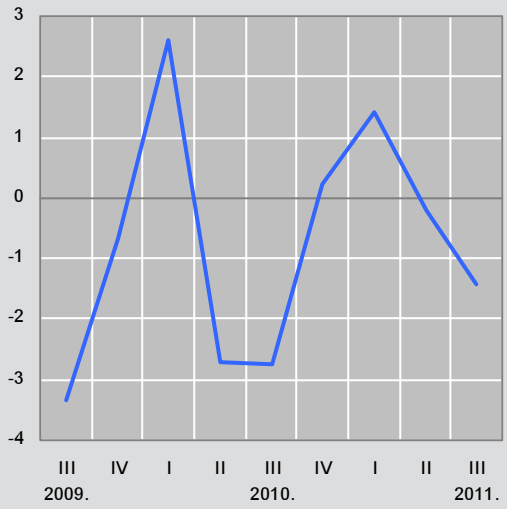
Ако се узму у обзир кретања у првих девет месеци ове године, процењујемо да ће допринос потрошње домаћинстава расту БДП-а и у 2011. бити негативан.

Потрошња државе

Потрошња државе је у Т3 забележила пад у односу на претходно тромесечје.

Након стагнације у претходном тромесечју, потрошња државе била је у Т3 реално мања за 1,4% дсз. него у Т2. Пад потрошње државе резултат је пада издатака за куповину робе и услуга. У поређењу

Графикон IV.3.3. **Потрошња државе**
(десезонирани подаци, тромесечни раст, у %)



Јавна потрошња је у ТЗ забележила пад.

са истим периодом прошле године, потрошња државе је реално непромењена.

Због слабије реализације пореских прихода од планиране, у октобру је усвојен ребаланс буџета Републике Србије за 2011. годину, који предвиђа мање приходе за 19,1 млрд динара и веће расходе за 3,2 млрд динара. Као резултат тога, и у договору с ММФ-ом, дозвољени дефицит консолидованог буџета за 2011. је повећан са 4,1% на 4,5% БДП-а. Ребалансом буџета издаци државе за зараде у јавним службама и за куповину робе и услуга су номинално повећани за 3,2%, што неће битније утицати на кретање домаће тражње.

Осврт 2: Ребаланс буџета

Крајем јуна, када је остварено 59,5% планираног буџетског дефицита Републике Србије за 2011. годину, било је јасно да ће, ако се реализација пореских прихода не поправи, убрзо морати да се размишља о ребалансу буџета. Кашњење прихода у односу на расходе настављено је и током Т3, те је већ у септембру реализовано 83,6% првобитно планираног дефицита за текућу годину. Због тога је, након консултација с ММФ-ом, у септембру Влада, а у октобру и Скупштина, усвојила Закон о изменама и допунама Закона о буџету Републике Србије за 2011. годину.

У односу на првобитни, нови републички буџет предвиђа мање приходе (за 2,6%, или 19,1 млрд динара) и веће расходе (за 0,4%, или 3,2 млрд динара), тј. већи дефицит (за 15,6%, или 22,2 млрд динара). Као резултат тога, и у договору с ММФ-ом, дозвољени дефицит консолидованог буџета за 2011. је повећан са 4,1% на 4,5% БДП-а. Оно што је важније за монетарну политику од саме висине дефицита јесте начин његовог финансирања (интерно/екстерно), тј. да ли ће произведени монетарни ефекат бити експанзиван или рестриктиван.

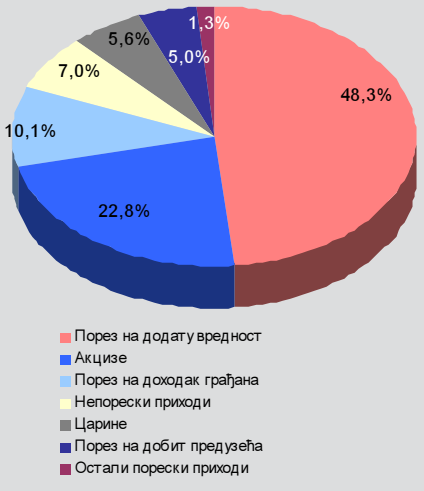
С приходне стране, највећа корекција односи се на два најзначајнија пореза. Смањени су приходи од пореза на додату вредност (за 4,2%, или 14,4 млрд динара) и приходи од пореза на доходак грађана (за 11,3%, или 8,0 млрд динара), док су, у мањем износу, повећани приходи од акциза (за 0,9%, или 1,5 млрд динара) и остали порески приходи (за 14,6%, или 1,3 млрд динара).

С расходне стране, прерасподела је адекватнија реч од повећања: повећани су расходи за запослене (за 3,8%, или 7,5 млрд динара), давања Републичком фонду за пензијско и инвалидско осигурање (за 3,1%, или 7,2 млрд динара) и издаци за социјалну заштиту (3,5%, или 3,1 млрд динара), а смањени капитални издаци (за 26,4%, или 8,4 млрд динара), расходи по основу отплате камате (за 7,7%, или 3,5 млрд динара), давања Националној служби за запошљавање и осталим фондовима осигурања (за 3,4%, или 1,5 млрд динара), као и трансфери осталим нивоима власти (за 2,1%, или 1,4 млрд динара).

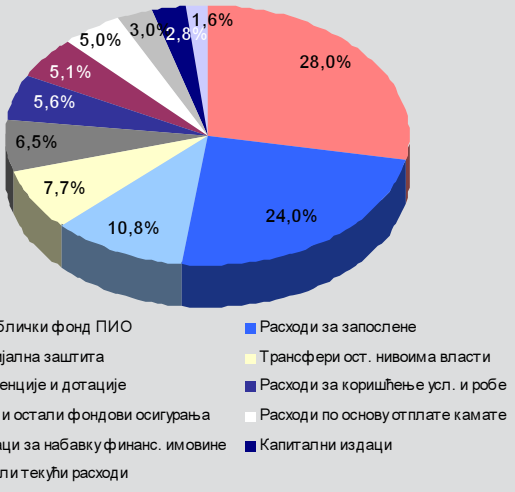
У структури прихода новог буџета доминирају приходи од пореза на додату вредност, од акциза и од пореза на доходак грађана који чине 81,2% укупних буџетских прихода (Графикон О 2.1.). Највеће расходне ставке и даље су давања Републичком фонду за пензијско и инвалидско осигурање и расходи за запослене и социјална давања који заједно чине 62,8% буџетских расхода (Графикон О 2.2.).

У условима глобалне неизвесности у погледу одрживости јавних финансија, перцепција ризика Србије у наредном периоду ће у највећој мери зависити од остварења буџетских оквира. Предстојећи парламентарни и локални избори, као и сваки избори, носе ризик од фискалне експанзије, али тај ризик је умањен увођењем фискалних правила и закључивањем аранжмана с ММФ-ом.

Графикон О 2.1. **Структура јавних прихода**



Графикон О 2.2. **Структура јавних расхода**



Извор: Министарство финансија Републике Србије.

Инвестициона активност

Инвестиције у основне фондове повећане су у Т3.

Процењује се да је у Т3 дошло до пораста инвестиционе активности и у приватном и у јавном сектору. Инвестиције приватног сектора у основне фондове повећане су 3,8% дсз., а кретање капиталних издатака државе указује да је раст инвестиционе активности у јавном сектору износио 1,3% дсз.

На раст инвестиција у основне фондове указује пораст увоза капиталних добара. Као резултат тога, допринос инвестиција у основне фондове кретању БДП-а у Т3 износио је 0,7 п.п.

За разлику од инвестиција у основне фондове, инвестиције у обртне фондове (залихе) забележиле су пад. У оквиру готових производа индустрије опале су залихе интермедијарних и капиталних производа, као и трајних производа широке потрошње.

У складу с повећањем инвестиционе активности, инвестициони кредити у Т3 одобрени су у сличном износу као у Т2. Расту инвестиционе активности допринео је и већи прилив капитала по основу СДИ.

Нето екстерна тражња

Са становишта утицаја на кретање економске активности, нето екстерна тражња је у Т3 била неутрална.

У Т3 је остварен незнатно бржи дсз. раст извоза робе и услуга од увоза, због чега је допринос нето извоза кретању економске активности износио 0,0 п.п.[14]

И међугодишње посматрано, спољнотрговинска размена је дала нулти допринос кретању БДП-а. Извоз робе је порастао 11,9% мг., а увоз 7,9% мг.

У оквиру извоза робе, раст је остварен код пољопривреде и металских производа, а пад код основних метала, пре свега гвожђа и челика, и хемијских производа. С друге стране, у оквиру увоза порастао је увоз опреме и робе широке потрошње, док је увоз средстава за репродукцију био у паду.

Крајем Т3 извоз робе био је, десезонирано посматрано, за око 4% виши од свог просечног нивоа у преткризном периоду[15], док је увоз био око 17% испод тог нивоа.

Табела IV.3.1. **Индикатори кретања инвестиција**

	2005-2008. (просек)	2010.		2011.		
		III	IV	I	II	III
Реални показатељи *(десезонирани подаци, тромесечни раст, у %)*						
Грађевинарство	2,2	1,3	1,1	0,6	3,8	-0,4 *
Индустријска производња капиталних производа (физички обим)	-6,5	-5,0	11,8	20,4	-23,6	-8,9
Извоз капиталних производа**	29,3	-12,3	31,9	-16,0	-5,9	10,1
Увоз капиталних производа**	11,2	10,1	3,0	9,8	-12,7	6,5
Залихе капиталних производа	-1,6	-6,9	-10,2	52,3	2,2	-2,6
Индустријска производња интермедијарних производа (физички обим)	3,9	1,3	-3,8	7,7	-1,2	-2,2
Извоз интермедијарних производа**	17,6	2,9	7,9	8,0	-7,8	-4,1
Увоз интермедијарних производа**	15,4	9,4	1,9	4,2	-3,0	-5,1
Залихе интермедијарних производа	0,5	0,8	-3,3	2,9	-2,9	-2,7
Инвестиције државе**	16,2	2,1	-0,5	-3,8	-0,2	1,3
Финансијски показатељи						
Средњорочно и дугорочно задуживање привреде у иностранству (нето, у млн EUR)	528,8	-150,2	-228,4	-213,2	-169,0	-58,5
Домаћи дугорочни кредити одобрени привреди (у млрд динара)	43,3	13,5	27,1	8,9	43,6	27,7
од тога: инвестициони кредити	n.a.	15,6	19,4	-6,4	7,0	11,0
Домаћи дугорочни кредити одобрени становништву (у млрд динара)	78,9	21,6	12,8	-9,1	19,9	2,0

* 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.

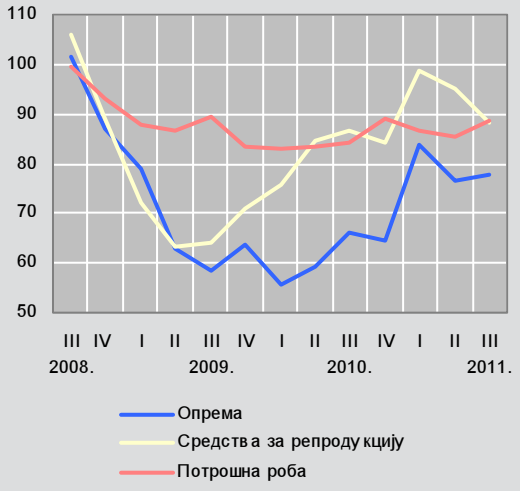
[14] Разлог је веће учешће увоза робе и услуга у БДП-у од извоза.

[15] Јануар-септембар 2008. године.

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

Нето извоз није утицао на кретање БДП-а у Т3, услед незнатно бржег раста извоза од увоза.

Графикон IV.3.5. **Кретање главних компоненти увоза**
(десезонирано, 2008 = 100)

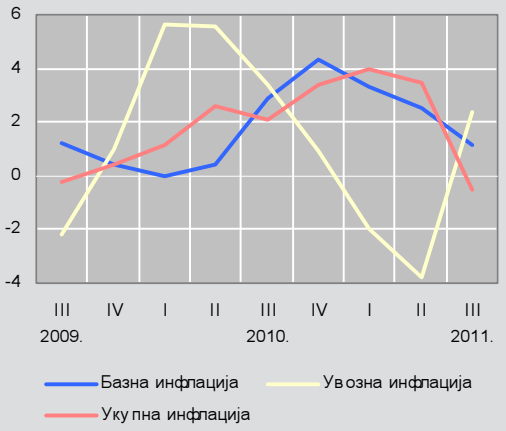


У Т3 је порастао увоз опреме и робе широке потрошње.

Наконувозне дефлације у претходна два тромесечја, у Т3 је забележена увозна инфлација (2,4%).[16] Она је резултат депрецијације номиналног ефективног курса динара (2,5%) у односу на Т2, будући да су у истом периоду цене у ЕУ и САД забележиле пад (у просеку –0,1%). Раст увозних цена није се одразио на кретање базне и укупне инфлације у Т3.

Цена нафте пала је у Т3 за око 8%. Међутим, смењивање различитих вести у току тромесечја утицало је на осцилације цене нафте. Након одржавања на релативно високом нивоу током јула због очекивања инвеститора да ће пакет помоћи за Грчку допринети разрешењу дужничке кризе, у првој половини августа цена нафте је привремено опала због објављивања података да је привредни раст САД нижи од очекиваног, да је рејтинг САД самањен и да су залихе нафте порасле. Мере ФЕД-а усмерене на одржање привредног раста САД и куповина државних обвезница од стране ЕЦБ, предузета с циљем смиривања напетости на финансијским тржиштима зоне евра, утицале су на поновни раст цене нафте све до пред крај септембра, када због лоших вести из Европе и прогнозе о дугом и спором опоравку САД долази до

Графикон IV.3.6. **Домаћа и увозна инфлација***
(тромесечне стопе раста, у %)



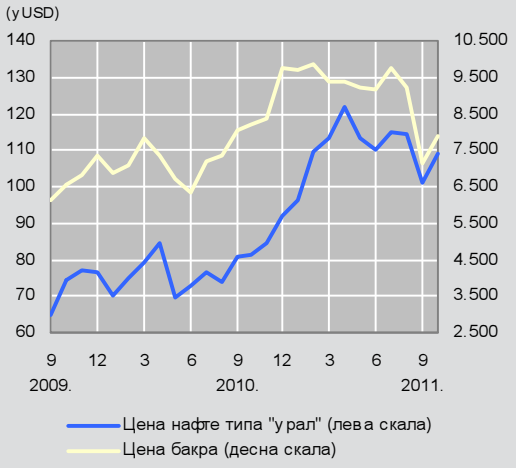
Извор: НБС и *Eurostat*.
*Однос просека два узастопна тромесечја.

Увозна инфлација у Т3 резултат је номиналне ефективне депрецијације динара.

смањења тражње за нафтом и пада њене цене. Осцилирање цене нафте настављено је и у октобру.

[16] Однос просека два узастопна тромесечја.

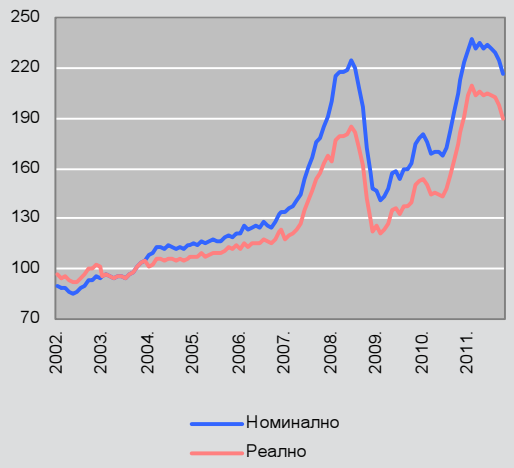
Графикон IV.3.7. **Кретање цена нафте и бакра**



Извор: Блумберг.

Цене нафте и бакра забележиле су пад у Т3, а затим пораст у октобру.

Графикон IV.3.8. **Индекс светских цена хране** (2002 - 2004 = 100)



Извор: ФАО, УН.

Цене хране на светском тржишту биле су у паду у Т3 и октобру, али су и даље на релативно високом нивоу.

Кретање цене нафте у наредном периоду зависиће највише од ефикасног решавања кризе еврозоне и темпа привредног опоравка САД.

Цена бакра такође је у Т3 пала (23%) и имала је сличну динамику кретања као цена нафте. Након одржавања на високом нивоу у јулу, у првој половини августа привремено је опала, да би крајем месеца опет била на нивоу од преко 9.000 долара. Највећи део пада цене (чак 22%) остварен је у септембру, из сличних разлога због којих је пала и цена нафте. Тражња за бакром под утицајем је глобалног успоравања економске активности, а на кретање цене утиче и смањен увоз Кине, највећег светског потрошача бакра. Крајем октобра цена бакра била је за око 10% виша него на крају Т3, на шта је утицало повећање тражње за овим металом услед пораста оптимизма инвеститора и смањене аверзије према ризику, као и слабљење долара.

Цене хране на светском тржишту, мерене индексом светских цена хране[17], пале су у Т3 за око 3,5%. Око 2% тог пада остварено је у септембру, на шта је утицао пад цена већине примарних производа укључених у индекс, а највише шећера, житарица и јестивих уља. Индекс светских цена хране наставио је да пада и у октобру, спуштајући се на најнижи ниво у последњих 11 месеци. Међутим, цене хране су и даље на релативно високом нивоу. У наредном периоду оне ће вероватно даље падати, али је могуће и њихово веће колебање због глобалне економске неизвесности и још увек релативно ниских резерви житарица.

4. Економска активност

Процењујемо да је у Т3 дошло до наставка пада економске активности и продубљивања негативног производног јаза.

Према процени, БДП је у Т2 забележио пад (–0,5% дсз.)[18], коме је највише допринео пад активности у сектору трговине и прерађивачкој индустрији. Таква кретања резултирала су и падом НДВ-а, за 0,4% дсз.[19]

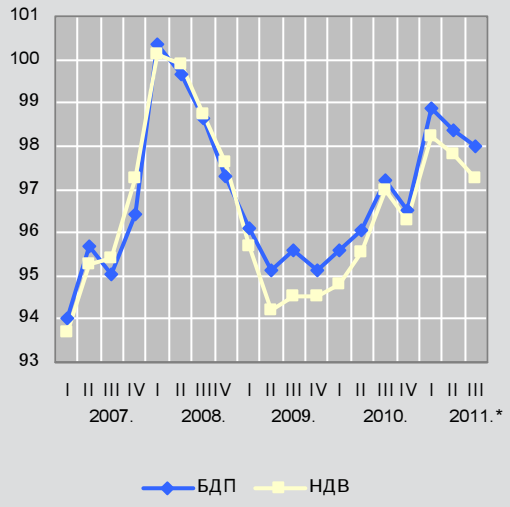
Према прелиминарној процени РЗС-а, раст БДП-а је у Т3 успорен на 0,7%. На основу тога процењујемо да је

[17] FAO Food Price Index.

[18] Према подацима РЗС, пад је износио 0,1% дсз.

[19] На међугодишњем нивоу, БДП и НДВ успорили су раст у Т2 на 2,4% и 1,4%, респективно.

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



* Процена НБС.

БДП и НДВ забележили су пад у Т3.

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

* Процена НБС.

Међугодишњи раст економске активности је успорен у Т3.

у Т3 економска активност наставила да пада (пад БДП-а 0,4% дсз. и НДВ-а 0,6% дсз.). Дакле, економска активност се и даље налази испод нивоа на којем је била пре кризе.[20]

Процењени пад економске активности последица је пада индустријске производње и наставка пада промета у трговини на велико и мало (по –0,2 п.п.). С друге стране, већина услужних сектора, као и сектор пољопривредне производње, забележили су раст.

На пад индустријске производње у Т3 највише је утицао пад у производњи прерађивачке индустрије (2,2% дсз.). Међутим, пад активности забележен је и у друга два сектора – сектору снабдевања електричном енергијом, гасом и паром[21] (2,6% дсз.) и сектору рударства (4,6% дсз.).

У оквиру прерађивачке индустрије, пад у Т3 забележен је у производњи основних метала, кокса и деривата нафте, машина и опреме, као и прехрамбених производа и пића. Пад у производњи прехрамбених производа и пића последица је у великој мери кумулираних проблема у одржању ценовне конкурентности кондиторске индустрије[22], али и ниске домаће тражње. С друге стране, раст у оквиру прерађивачке индустрије у Т3 забележен је у производњи дуванских производа, производа од гуме и пластике, папира и производа од папира.

Према процени, пад промета у трговини на велико и мало настављен је у Т3 (1,9% дсз.). При томе, процењујемо да је промет у трговини на мало стагнирао, иако су реални приходи становништва забележили опоравак. Таква кретања могу да указују на преусмеравање потрошње становништва на јефтиније изворе снабдевања[23], као и у сиву зону.

Након раста у Т2, процењујемо да је у Т3 грађевинска активност опала (0,4% дсз). На пад указује пад производње неметалних минерала (производња цемента, црепова, плочица, стакла), као и оцењени пад ефективних часова рада.

[20] Преткризним периодом сматрамо П1 2008. године.

[21] Према новој класификацији делатности, ово је Сектор Д – Снабдевање електричном енергијом, гасом паром и климатизација.

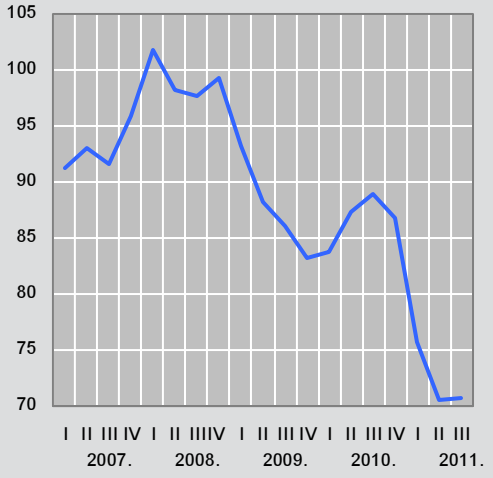
[22] Домаћи произвођачи су већ дуже време суочени с високим ценама сировина, при чему је куповна моћ становништва смањена, а увоз слаткиша високолиберализован.

[23] Процењујемо да је у Т3 повећан промет пољопривредних производа на пијацама.

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

Пад индустријске производње у Т3 последица је у највећој мери пада у области прерађивачке индустрије.

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



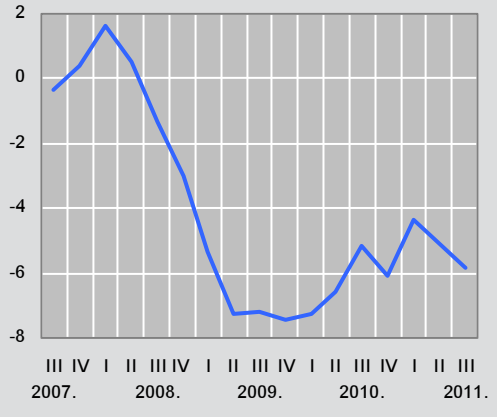
Промет трговине на мало је стагнирао у Т3.

Према процени, раст активности забележен је у сектору саобраћаја и складиштења (пре свега код теретног саобраћаја), финансијском сектору, сектору пословања с некретнинама и већини осталих услужних сектора. Процена веће пољопривредне производње базира се на претпоставци боље овогодишње пољопривредне сезоне и очекиваној већој производњи воћа (шљиве, јабуке, малине, ораси, вишње, крушке), поврћа, пшенице[24] и сунцокрета.

Раст БДП-а у 2011. години требало би да износи око 2,0% и биће заснован, у највећој мери, на расту индустријске производње и расту активности у сектору информисања и комуникација, саобраћаја и складиштења, као и грађевинарства.

Процењујемо да је у Т3 негативни производни јаз продубљен, што указује на и даље снажне дезинфлаторне притиске по основу агрегатне тражње.

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



* Процена НБС.

Производни јаз је продубљен у Т3.

[24] Принос пшенице по хектару у 2011. један је од највећих у последњих 20 година.

5. Кретања на тржишту рада

Зараде

Нето зараде су у Т3 порасле и номинално и реално. Јединични трошкови рада у индустрији такође су порасли.

Према десезонираним подацима, нето зараде су у Т3 повећане за 2,8% у номиналном и за 2,1% у реалном изразу. Раст зарада био је знатно бржи у приватном

Графикон IV.5.1. **Кретање просечних нето зарада**
(десезонирани подаци, тромесечни раст, у %)

Нето зараде су порасле више у приватном него у јавном сектору у Т3 .

него у јавном сектору (реални дсз. раст 4,2% и 0,8%, респективно).

Пораст нето зарада је остварен у већини делатности. Највећи реални раст забележиле су зараде у трговини на велико и мало, информисању и комуникацијама, као и у снабдевању електричном енергијом, гасом и паром.

Међугодишње посматрано, номиналне зараде благо су убрзале раст (12,8%), као резултат убрзања раста зарада и у приватном и у јавном сектору (12,9% и 10,6%, респективно). Посматрано у реалном изразу, зараде су остариле мг. раст од 2,0%. Он је био детерминисан растом зарада у приватном сектору (2,1% мг.), будући да су зараде у јавном сектору стагнирале (0,0% мг.).

Просечна нето зарада у Републици Србији у Т3 износила је 38.759 динара.

Јединични трошкови рада у индустрији наставили су да расту, као последица пада продуктивности рада и раста бруто реалних зарада. Посматрано по делатностима, на раст јединичних трошкова рада

Графикон IV.5.2. **Кретање продуктивности, бруто реалних зарада и јединичних трошкова рада у индустрији**
(десезонирани подаци, тромесечни раст, у %)

Јединични трошкови рада у индустрији наставили су раст у Т3.

индустрије највише је утицао пораст трошкова у производњи осталих саобраћајних средстава, основних метала и хемикалија и хемијских производа. Јединични трошкови рада у прерађивачкој индустрији такође су повећани у Т3.

Запосленост

Услови на тржишту рада су и даље неповољни. Број запослених остао је непромењен и у Т3.

Незнатне промене у броју запослених у готово свим делатностима у Т3 резултирале су

стагнацијом броја запослених у односу на Т2 (пад од 576 лица). Пад запослености регистрован у јавном сектору и грађевинарству (укупно 1.663 лица, допринос укупној запослености –0,1 п.п.) био је у знатној мери компензован растом броја запослених у сектору услуга и индустрије, пре свега прерађивачке.

У оквиру јавног сектора раст запослености је забележен само у делатности државне управе и обавезног социјалног осигурања, док остале делатности (здравствена и социјална заштита, административне делатности, образовање) бележе пад.

У односу на исти период прошле године, број запослених у Т3 наставио је да успорава пад (са 3,1% на 1,1%). Такво кретање резултат је успоренијег пада броја предузетника и раста броја запослених у прерађивачкој индустрији, трговини и образовању.

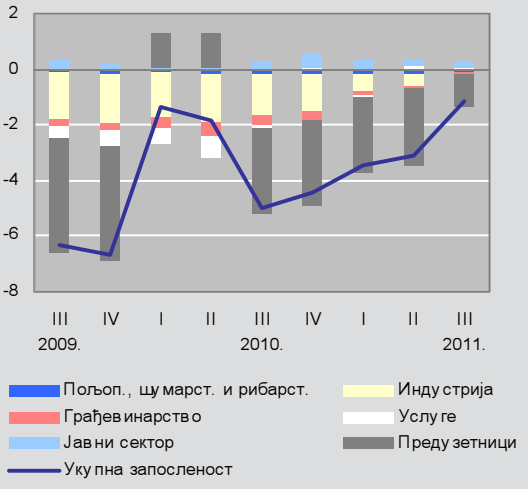
Према подацима Националне службе за запошљавање, запошљавање је у Т3 било за 8,3% веће него у Т2 (или за око 18.000 лица). У складу с тим, успорен је и пад броја регистрованих незапослених. Крајем Т3 број незапослених лица износио је око 743.000, што је за 1,8% мање него у јуну. С друге стране, на то да кретања и даље остају неповољна указује податак да је број незапослених лица по једном слободном радном месту наставио да расте. Крајем Т3 он је износио 175, што представља повећање од 20,3% у односу на крај Т2.

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

Извор: РЗС.

Број запослених остао је непромењен у Т3.

Графикон IV.5.4. **Запосленост по секторима** (допринос међугодишњем расту запослености, у процентним поенима)



Извор: РЗС.

Међугодишњи пад запослености наставио је успоравање у Т3.

Такође, према априлској Анкети о радној снази (коју спроводи РЗС), стопа незапослености у априлу је била висока и износила је 22,2%. С обзиром на спор опоравак економске активности и недовољну флексибилност тржишта рада Србије, не очекује се да ће октобарска анкета показати њено веће смањење.[25]

[25] Анкета се врши полугодишње. Резултати октобарске анкете биће објављени у децембру.

6. Међународно окружење

Међународно окружење у Т3 карактерисале су изражене тензије изазване кризом јавног дуга у зони евра.

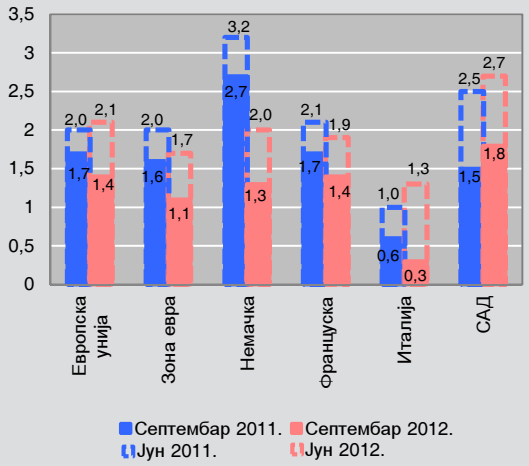
Глобални економски опоравак је успорен, а фискална и финансијска неизвесност постале су наглашеније од августа, пре свега због кризе јавног дуга у појединим чланицама зоне евра. Због таквих кретања, пројекције раста економске активности за већину земаља за ову и наредну годину ревидирају се наниже. Ризици наниже јачају, а није искључена ни могућност поновног уласка у рецесију.

Наставак кризе јавног дуга у појединим чланицама зоне евра отворио је и питање изложености банкарског сектора осталих земаља њиховом дугу и појачао страховање од преливања кризе и на њих. Иако су у Т3 предузете бројне мере (од проширене куповине обвезница високозадужених земаља од стране ЕЦБ-а, преко спровођења стрес-тестова у јулу, које су прошле 82 банке од укупно 90 тестираних, до одобравања проширеног пакета помоћи Грчкој), забринутост инвеститора у овом периоду није се смањила.

Нестабилност пословног амбијента и смањење кредитног рејтинга САД, као и економски проблеми у зони евра, доводе у питање и опоравак раста САД у наредном периоду. Поред тога, план фискалне консолидације је неизвестан, а на тржишту рада нема значајнијег побољшања. Према првим проценама Бироа за економске анализе САД, раст БДП-а је убрзан са 1,3% дсз. у Т2 на 2,5% дсз. у Т3 на годишњем нивоу.

Забринутост у погледу даљег развоја догађаја, пре свега у зони евра, одразила се и на финансијска тржишта. Тржишта акција у развијеним земљама забележила су пад (индекс S&P 500 изгубио је 14%

Графикон IV.6.1. **Ревизије прогноза реалног раста БДП-а за текућу и наредну годину за ЕУ и САД***
(у %)

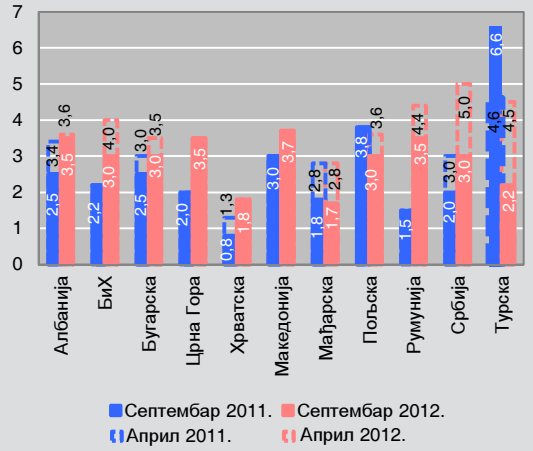


* Ревизија у односу на јунски *World Economic Outlook.*

Извор: IMF WEO, јун и септембар 2011.

Прогноза реалног раста БДП-а у 2011. и 2012. снижена је у септембру за већину развијених земаља.

Графикон IV.6.2. **Ревизије прогноза реалног раста БДП-а за текућу и наредну годину за земље ширег региона***
(у %)



* Ревизија у односу на априлски *World Economic Outlook.*

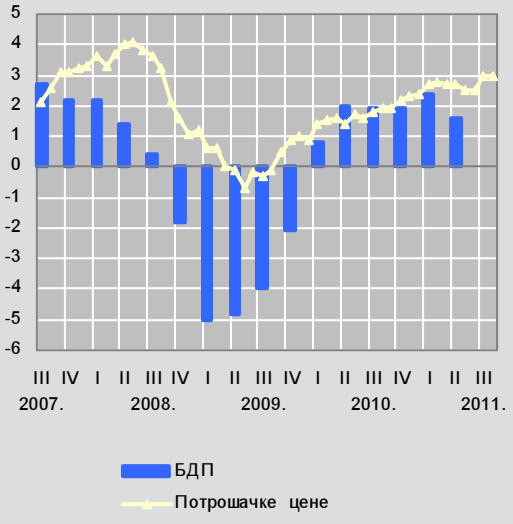
Извор: IMF WEO, април и септембар 2011.

Прогноза реалног раста БДП-а у 2011. и 2012. снижена је у септембру за већину посматраних земаља.

вредности у Т3), а приноси на државне обвезнице су повећани не само у земљама обухваћеним програмом у оквиру Европског фонда за финансијску стабилност (Грчка, Ирска и Португал), већ и у другим земљама на које се тензије шире (Италија и Шпанија). Повећање ризика код тих земаља потврђује и смањење њиховог кредитног рејтинга. У складу с тим, глобална аверзија инвеститора према ризику је повећана и, мерена VIX индексом[26], достигла је скоро највиши ниво у последњој години дана.

Међугодишња инфлација у зони евра, након пада у јулу и стагнације у августу, у септембру је (са августовских 2,5%) скочила на 3,0%. ЕЦБ је референтну стопу од почетка године повећала два пута (укупно за 50 б.п.). Почетком новембра ЕЦБ ју је снизила за 25 б.п., због ризика од уласка зоне евра у рецесију, али и истакла да то не представља претњу по стабилност цена. У САД су инфлаторни притисци слабији, али такође присутни. Ниска базна инфлација омогућава ФЕД-у да монетарну политику не заоштрава, чему иде у прилог висока незапосленост и релативно спор економски раст. У складу с тим, ФЕД је саопштио да референтну стопу неће мењати до средине 2013. године. Поред тога, промена рочне структуре портфолија ФЕД-а у правцу већег учешћа дугорочних ХоВ (тзв. *Operation Twist*) требало би да утиче на пад дугорочних каматних стопа.

Графикон IV.6.3. **БДП и инфлација у зони евра**
(међугодишње стопе раста)



Извор: *Eurostat*.

Инфлаторни притисци, потиснути у Т2, крајем Т3 су ојачали.

У земљама централне и источне Европе забележено је смањење инфлаторних притисака у Т3. Због готово извесног смањења извозне тражње и успоравања привредне активности, у наредном периоду се не очекује да ће ове земље своју монетарну политику заоштравати.

Курс долара према евру се током већег дела Т3 одржавао на релативно ниском нивоу. Узроци су били рестриктивнија монетарна политика ЕЦБ-а и очекивање да ће се пронаћи решење за дужничку кризу појединих земаља зоне евра. Али, због повећања фискалне и финансијске неизвесности у зони евра и страха од нове рецесије, долар је током септембра осетно ојачао. Апрецијацији долара допринело је и очекивање тржишта да ће ЕЦБ започети с монетарним попуштањем. У октобру је долар поново ослабио према евру због пораста оптимизма инвеститора у погледу разрешења дужничке кризе у ЕМУ. Током већег дела Т3 и евро и амерички долар су слабили према швајцарском франку, једној од валута „сигурносних уточишта“. Након експанзивних мера којима није успела битније да утиче на вредност франка, швајцарска централна банка је на почетку септембра, с циљем заштите домаће економије, саопштила да неће дозволити даљи раст прецењености своје валуте, тј. јачање франка изнад нивоа од 1,20 CHF за један евро.

Неповерење инвеститора у одрживост дужничке позиције појединих емитената државних обвезница и повећана аверзија према ризику узроковали су окретање инвеститора ка злату као традиционалном „сигурносном уточишту“. Као последица тога, цена злата је у Т3 забележила висок раст, а почетком септембра и историјски максимум од 1.895 долара за фину унцу. Ипак, враћање оптимизма инвеститора у другој половини септембра, уз јачање долара, утицало је на пад цене злата, тако да је крајем Т3 једна фина унца злата вредела 1.620 долара.

[26] VIX индекс (Chicago Board Option Exchange (CBOE) Volatility Index) мери волатилност индекса S&P 500 на бази очекивања тржишта у погледу кретања цена акција у периоду од 30 дана.

Пораст оптимизма тржишних учесника крајем Т3 показао се као делимично основан. На самиту ЕУ крајем октобра постигнут је конкретан договор у погледу решавања грчке кризе – банке су пристале на добровољни отпис 50% потраживања по основу грчких обвезница[27], договорена је њихова докапитализација[28] и повећана гаранцијска моћ Европског фонда за финансијску стабилност (према процени, она би могла бити повећана 4 до 5 пута и премашити износ од 1.000 млрд евра). Тај фонд би задржао своју досадашњу гарантну улогу, што би било од користи и за земље попут Италије[29] и Шпаније. Међутим, актуелни социјални немири и политичка неизвесност у Грчкој могли би да отежају реализацију тог пакета помоћи. Као начин да се смири криза на финансијским тржиштима помиње се и могућност да ЕЦБ започне куповину државних обвезница високо задужених земаља без ограничења, тј. да преузме улогу зајмодавца у последњој инстанци.

[27] Тиме би дуг Грчке био смањен за 100 млрд евра, а учешће јавног дуга у БДП-у снизило би се на одржив ниво до 2020. године (са садашњих 162% на 120%).

[28] Предвиђа се да банке до средине 2012. године повећају коефицијент адекватности капитала са садашњих 8% на 9%. Према процени, за докапитализацију банака биће неопходно око 106 млрд евра.

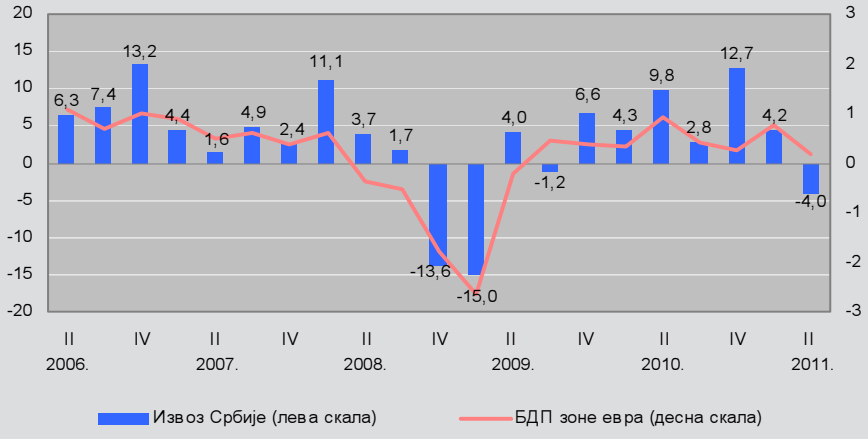
[29] У првој декади новембра приноси на државне обвезнице Италије били су рекордно високи и виши од 7%.

Осврт 3: Утицај економске кризе у зони евра на Србију

Појачана забринутост у погледу разрешења дужничке кризе у зони евра негативно се одразила на очекивања у погледу економског раста зоне евра. Зона евра је успорила раст већ у Т2, пре свега као последица успоравања раста немачке привреде (са 1,3% дсз. на 0,1% дсз.). Истовремено, и раст економске активности у Италији у Т2 био је врло скроман (0,3% дсз.). С обзиром на актуелне ревизије наниже прогноза економског раста за ову и наредну годину у већини земаља, пре свега оних у зони евра, и последични пад екстерне тражње Србије, ревидирали смо наниже и нашу пројекцију раста БДП-а у 2011. на око 2,0% и у 2012. години на око 1,5%.

Према нашим проценама, даље успоравање привредног раста зоне евра имаће негативне последице пре свега за извоз Републике Србије, с обзиром на то да је око 40% домаћег извоза усмерено у овај регион. На високу зависност извоза Србије од економске ситуације у зони евра указује релативно висок кориговани коефицијент корелације (0,63[1]) нашег извоза и БДП-а зоне евра (видети Графикон О.3.1). Међутим, крајњи ефекат на извоз Србије зависиће од степена у којем би поједине земље зоне евра биле погођене кризом (пре свега наши највећи извозни партнери – Италија и Немачка), али и од конкурентности домаћег извоза.

Графикон О 3.1. **Кретање извоза Србије и економске активности у зони евра**
(дсз. стопе раста, у %)



Извор: НБС и *Eurostat*.

Такође, негативне ефекте кризе у зони евра могуће је очекивати и кроз кредитни канал, тј. пораст каматних стопа због раста премије ризика земље, као и ограниченији приступ иностраним изворима финансирања. Даље, озбиљнији поремећаји у зони евра могли би имати негативан утицај не само на портфолио него и на стране директне инвестиције (чији планирани прилив у 2012. години износи 1,6 млрд евра).

Према нашој оцени, банкарски сектор Србије солидно је заштићен и проблеми у зони евра не би требало да га погоде у већој мери. Прво, директна изложеност наших банака кризи у зони евра је ниска. Учешће „грчких“ банака[2] у активи банкарског сектора износи 16%. Све банке у Србији су независни правни субјекти који послују у складу

[1] Кориговани коефицијент корелације извоза Републике Србије и БДП-а еврозоне израчунат је коришћењем методологије коју дају Forbes i Rigobond (2002), „No Contagion, Only Interdependence: Measuring Stock Market Co-Movements“, *Journal of Finance*, Vol. LVII No.5:
$\rho = \frac{\rho^*}{\sqrt{1+\delta[1-(\rho^*)^2]}}$; $\delta = \frac{\sigma_h}{\sigma_l} - 1$, при чему је ρ кориговани коефицијент корелације, ρ^* коефицијент корелације, σ_h стандардна девијација БДП-а зоне евра у периоду кризе, а σ_l стандардна девијација БДП-а зоне евра у преткризном периоду.

[2] Банке у већинском власништву страних правних лица из Грчке.

са Законом о банкама и другом релевантном регулативом. Такође, банке у свом поседу не само да немају државне обвезнице презадужених земаља зоне евра већ је и износ страних ХоВ занемарљив. Друго, банкарски сектор Србије је високо капитализован у односу на међународни стандард и ликвидан.[3] Треће, банке се све више ослањају на домаће изворе финансирања, пре свега девизну штедњу грађана, која је крајем септембра износила 7,5 млрд евра (а у децембру 2008. 4,8 млрд евра), а и рочна структура њихових екстерних извора финансирања је врло повољна – учешће краткорочног дуга у укупном дугу банака је од краја 2009. (39,7%) смањено скоро два и по пута и у августу је износило 16,2%. При том, краткорочни дуг узет од „матичних" банака износи око 3% њиховог укупног дуга. Такође, дугорочно задуживање банака код међународних финансијских организација и развојних банака страних влада, као стабилан извор финансирања, порасло је са 642,8 млн евра у јуну 2010. на 1,0 млрд евра у септембру 2011.

Ипак, потенцијални негативни ефекти у виду повећања учешћа проблематичних кредита у укупним кредитима не могу се искључити. Али, чак и у том случају треба у виду имати да су резерве које су банке дужне да формирају за покриће процењених губитака по пласманима више него довољне да „покрију" проблематичне кредите.[4] Дакле, канал кроз који би се криза у зони евра могла пренети на наш банкарски сектор пре свега је – кредитни канал.

[3] Показатељ адекватности капитала износио је крајем септембра 19,7%, док Базелски комитет прописује минимум од 8%. Висока капитализованост резултат је релативно конзервативних прописа Народна банка Србије. Просечан регулаторни показатељ ликвидности је на крају трећег тромесечја износио 2,1.

[4] На крају трећег тромесечја 2011. показатељ покрића проблематичних кредита обрачунатом резервом за процењене губитке по билансним пласманима *(loan loss reserve)* износио је 128,2%.

V. Пројекција инфлације

Међугодишња инфлација ће и у наредним месецима наставити да пада и очекујемо да се у границе циља врати у Т1 2012, а након тога ће се кретати у оквирима циљаног распона. Ниска агрегатна тражња ће бити преовлађујући дезинфлаторни фактор у средњем року, а дезинфлаторно ће додатно деловати и пад инфлационих очекивања. Због погоршане перспективе глобалног опоравка, прогнозе раста наше економске активности ревидиране су наниже.

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

Почетни услови

Инфлација је, у складу с нашим очекивањима, у Т3 забележила пад од 0,4%, тако да се у септембру међугодишња стопа инфлације вратила на једноцифрен ниво – са 12,7% у јуну на 9,3% у септембру. Најјачи дезинфлаторни ефекти потицали су од већег него што је сезонски уобичајено пада цена воћа и поврћа у Т3 (23,4%).

Базна инфлација је била нешто виша него у претходном тромесечју, због убрзања раста цена непрехрамбених производа и услуга, док је прехрамбена базна инфлација била нижа него у Т2. Регулисане цене и цене нафтних деривата оствариле су у Т3 раст нижи него у П1 2011.

У периоду од претходног Извештаја о инфлацији, на светском финансијском тржишту је јачало песимистичко расположење инвеститора изазвано неповерењем у фискалну консолидацију појединих економија зоне евра. То је утицало на пад цена примарних производа (нафта, основни метали и пољопривредни производи), који је допринео смањењу инфлаторних притисака.

Финансијски шокови са светских берзи прелили су се на Србију пре свега преко раста премије ризика мерене индексом EMBI, који је почетком октобра достигао максималних 717 б.п. Крајем октобра индекс EMBI се вратио на 493 б.п., али је и даље за око 100 б.п. виши у односу на почетак Т3.

Динар је у Т3 био релативно стабилан, за разлику од валута земаља у региону, које су депрецирале. Стабилније кретање динара у поређењу с регионалним тенденцијама је у великој мери резултат прилива по основу страних директних инвестиција, закључивања стендбај-аранжмана из предострожности с ММФ-ом и чињенице да Србија има приступ светском финансијском тржишту (продаја десетогодишњих еврообвезница Републике Србије).

Номинална депрецијација динара (посматрано као просек Т3 у односу на просек Т2) и бржи пад домаће у односу на страну инфлацију утицали су на пораст реалних маргиналних трошкова нето увозника. Они су, међутим, и даље релативно ниски, па се по том основу очекују дезинфлаторни притисци.

Након шест месеци задржавања на нивоу од 8,0%, инфлациона очекивања финансијског сектора су у октобру пала на 7,0%, а у новембру на 6,7%, што је највероватније резултат континуираног пада међугодишњих стопа инфлације у претходних пет месеци.

Након стагнације у Т2, економска активност је у Т3 опала за 0,4% дсз. На међугодишњем нивоу је дошло до успоравања раста са 2,4% у Т2 на 0,7% у Т3.

Пројекција раста БДП-а за Србију ревидирана је наниже, на око 2,0% за 2011. и на око 1,5% за 2012. годину.

Наставак пада економске активности, као и негативан производни јаз, указују да је агрегатна тражња на ниском нивоу, па ће и даље бити најснажнији дезинфлаторни фактор у средњем року.

У зони евра је у Т2 дошло до успоравања привредног раста, а сличан тренд се очекује и у наредном периоду. Проблем одрживости јавног дуга с којим се суочавају поједине чланице зоне евра утицао је на смањење прогнозе привредног раста за 2011. и 2012. годину. Прогнозе привредног раста су ревидиране наниже и за већину земаља чланица CEFTE. То ће се одразити на пад извозне тражње Србије, с обзиром на високо учешће ових земаља у спољној трговини наше земље.

Због пада инфлаторних притисака, референтна каматна стопа је у периоду од јуна до новембра снижена за 200 б.п., на 10,0%.

Претпоставке пројекције

Регулисане цене су и у 2011. остварили већи раст од планираног, због чега је враћање инфлације у циљане оквире успорено. Очекује се да ће у 2012. раст регулисаних цена бити нижи и тиме допринети смањењу укупне инфлације.

Цене воћа и поврћа се, након пада у претходна два тромесечја, налазе на ниском нивоу, па се претпоставља да ће у 2012. брже расти него остале тржишне цене, чак и у случају просечне пољопривредне сезоне.

Због ревизије наниже прогноза привредног раста земаља зоне евра за ову и наредну годину и очекивања да ће се инфлација вратити близу циља у 2012, ЕЦБ је почела са ублажавањем монетарне политике у Т4 2011, а очекује се да ће исти тренд наставити и у наредном периоду.

Пројекција инфлације

Инфлација ће наставити да опада ка циљу и очекујемо да се у границе циљаног распона врати у Т1 2012. Након тога ће се кретати у оквирима циљаног распона.

У средњем року, најјачи дезинфлаторни притисци потицаће од ниске агрегатне тражње. Она у целом периоду пројекције има дезинфлаторан карактер, у великој мери због погоршаних изгледа у погледу привредног раста у зони евра и земљама у окружењу.

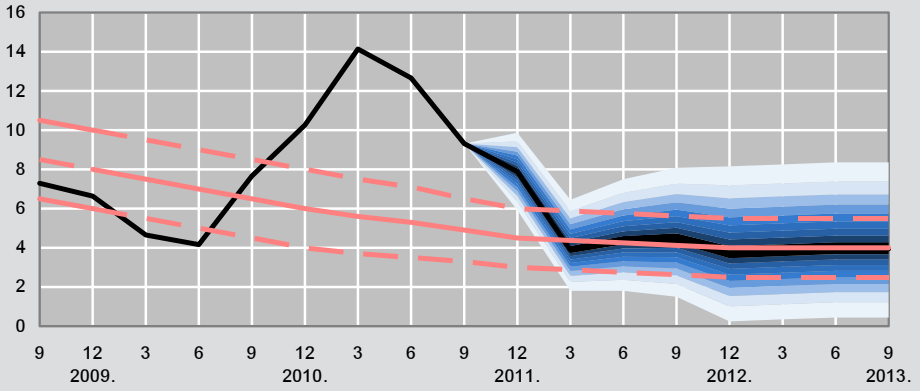
Након пада цена примарних пољопривредних производа, процењујемо да ће трошковни притисци на цене прехрамбених производа бити смањени. С друге стране, с доласком нове пољопривредне сезоне очекује се бржи раст цена воћа и поврћа у односу на остале цене, с обзиром на то да се, након повољне овогодишње сезоне, налазе на ниском нивоу.

Цене непрехрамбених производа ће до краја 2011. и у току 2012. спорије расти због ниске агрегатне тражње.

Табела V.0.1. **Претпоставке пројекције**

	2011.	2012.
Екстерне претпоставке		
Инфлација у ЕУ (Т4 на Т4)	2,5%	1,7%
Референтна каматна стопа ЕЦБ (на крају године)	1,25%	1,00%
Раст БДП-а у зони евра	1,6%	0,0%
Цена уралске нафте по барелу (крај године, у USD)	107	112
Интерне претпоставке		
Регулисане цене (дец. на дец.)	10,5%	7,4%
Цене воћа и поврћа (дец. на дец.)	3,8%	5,0%
Трендови		
Апрецијацијски тренд реалног курса (просек)	1,7%	2,0%
Тренд реалне камате (просек)	4,6%	4,3%

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



Инфлација ће у Т4 2011. задржати опадајући тренд и у границе циља ће се вратити у Т1 2012, након чега ће наставити да се креће око централне вредности циља. Распон пројекције асиметричан је навише због могућег преливања кризе јавног дуга у појединим развијеним економијама на Србију и раста премије ризика.

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%.

Такође, по основу раста цена нафтних деривата не би требало у наредном периоду очекивати инфлаторне притиске, због прогнозираног успоравања раста светске привреде и, последично, пада цена сирове нафте.

Од регулисаних цена у Т4 2011. очекује се раст цена природног гаса, трошкова грејања и градског превоза. У наредној години се очекује спорији раст регулисаних цена.

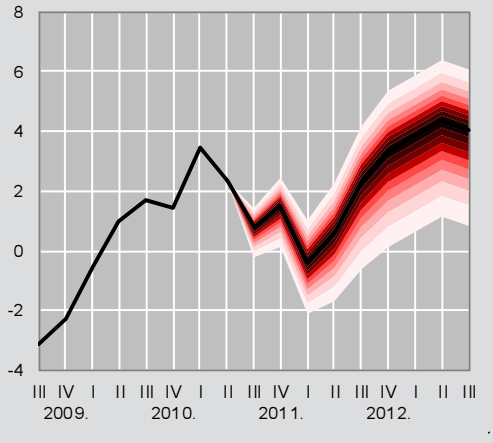
Маргинални трошкови нето увозника су и даље ниски и очекује се да ће овај фактор деловати дезинфлаторно још неко време.

Процесу дезинфлације ће допринети даљи пад инфлационих очекивања. Након повратка инфлације у границе циља у Т1 наредне године, очекује се да ће се и инфлациона очекивања вратити у границе циља.

Ниска агрегатна тражња, ниски маргинални трошкови нето увозника и пад инфлационих очекивања ће у наредном периоду утицати да месечне стопе инфлације и даље буду ниске. У наредних шест месеци значајан допринос паду међугодишњих стопа инфлације потицаће и од базног ефекта, тј. постепеног искључивања високих поскупљења с краја 2010. и почетка 2011. године из обрачуна међугодишње инфлације и укључивања нових нижих месечних стопа инфлације.

Економска активност је, након стагнације у Т2, опала у Т3 2011. Раст у 2011. години биће нижи од претходно

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



У наредном периоду економска активност у Србији ће остварити скроман раст због погоршане перспективе економског раста зоне евра.

очекиваног због успоравања раста у земљама нашим главним спољнотрговинским партнерима (Италија, Немачка, БиХ, Црна Гора, Румунија).

Из истог разлога се и у 2012. очекује нижи привредни раст у односу на прогнозу изнету у августовском Извештају о инфлацији. Мада очекујемо успоравање инвестиција у наредној години, већ започете инвестиције, пре свега у аутомобилској и нафтној индустрији, тек ће почети да се одражавају на раст производње и извоза. С обзиром на то да ће у наредној години раст и даље бити релативно скроман, домаћа финална потрошња, па самим тим и увоз, требало би да имају такође скроман раст.

Ризици остварења пројекције

Кључни ризици остварења нове пројекције односе се на развој ситуације у међународном окружењу, као и на евентуалну експанзивност у фискалној сфери.

Повећање неповерења инвеститора у успех фискалне консолидације појединих развијених економија рефлектовало се на раст премије ризика наше земље и земаља у региону. Даљи раст неповерења инвеститора и, последично, раст премије ризика могао би да успори прилив капитала и, евентуално, изазове депрецијацијске притиске.

С друге стране, уколико светска економија, супротно преовлађујућим очекивањима, уђе у нови талас рецесије, дезинфлаторни ефекти ниске агрегатне тражње били би израженији у односу на пројекцију.

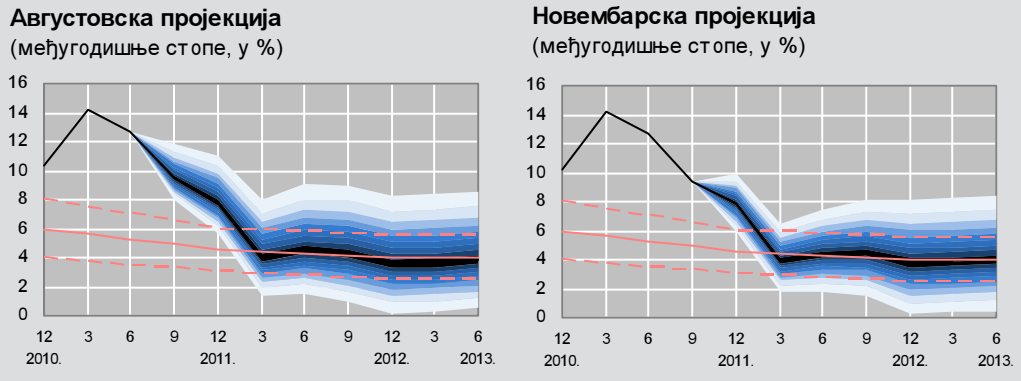
Проблем одрживости јавног дуга у појединим развијеним земљама учинио је да инвеститори постану осетљивији на показатеље фискалне стабилности. Због тога је за Србију од великог значаја постигнути договор с ММФ-ом о новом аранжману из предострожности. У супротном, дефицит буџета који би битније одступио од планираног могао би да утиче на пораст јавног дуга и премије ризика, што би произвело инфлаторне притиске.

Генерално, процена је да потенцијални инфлаторни ефекти по основу више премије ризика и експанзивне фискалне политике надмашују дезинфлаторне ефекте ниске агрегатне тражње, па је распон пројекције благо асиметричан навише.

Поређење и остварење пројекција

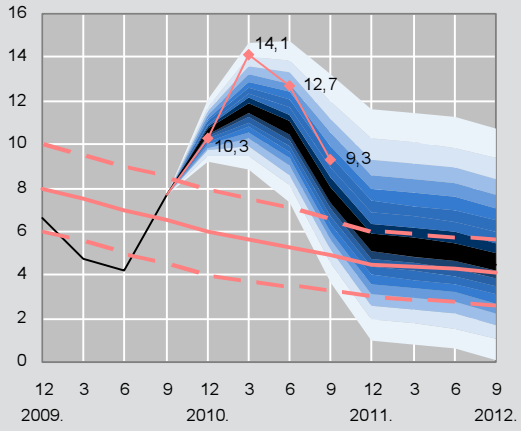
Актуелна пројекција инфлације нижа је у односу на августовску пројекцију у П1 2012, пре свега због јачег дезинфлаторног дејства агрегатне тражње, док у остатку периода пројекције имају слична кретања.

Графикон V.0.3. **Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације**



Пројекција инфлације из новембарског Извештаја о инфлацији нижа је у односу на августовску пројекцију у П1 2012, док у остатку периода пројекције имају слична кретања.

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



Инфлација се од почетка 2011. кретала изнад централне вредности распона пројекције објављене у Извештају о инфлацији из новембра 2010.

Турбулентна кретања у међународном окружењу у последњих неколико месеци утицала су на ревизију прогнозе глобалног раста наниже, што за последицу има израженије дезинфлаторно дејство агрегатне тражње код нас у односу на претходну пројекцију.

Инфлација се од почетка 2011. кретала изнад централне вредности, али у оквиру распона пројекције објављене у Извештају о инфлацији из новембра 2010. Снажнији од очекиваног раст цена хране и регулисаних цена крајем 2010. и почетком 2011. био је главни разлог више путање инфлације у односу на прогнозирану.

Очекивано кретање референтне каматне стопе у наредном периоду

Узимајући у обзир приказану пројекцију и све њене ризике, Извршни одбор Народне банке Србије процењује да је у наредном периоду вероватнији наставак снижења референтне каматне стопе него њено повећање или задржавање на садашњих 10,0%.

Табела А
Индикатори екстерне позиције Србије

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	I 2011.	II 2011.	III 2011.
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ ЛИКВИДНОСТИ (у %)												
Девизне резерве/увоз робе и услуга (у месецима)	4,1	4,7	3,9	6,1	9,0	7,2	5,2	9,4	8,1	7,7	7,5	8,4
Девизне резерве/краткорочни дуг	360,7	535,6	702,2	519,2	941,7	917,5	380,8	528,8	546,4	889,1	1.031,6	1.323,9
Девизне резерве/БДП	13,6	16,4	16,3	24,2	38,7	33,8	25,0	36,7	34,5	33,6	32,6	36,0
Отплата дуга/БДП	1,4	2,0	3,9	4,7	7,0	10,1	10,6	11,5	11,8	14,4	11,1	12,1
Отплата дуга/извоз робе и услуга	7,0	9,0	16,4	17,7	23,5	33,2	34,0	39,1	34,0	39,7	31,1	34,3
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)												
Спољни дуг/БДП	58,7	55,9	49,8	60,1	60,9	60,2	64,6	77,9	82,1	76,7	74,4	75,6
Краткорочни спољни дуг/БДП	3,8	3,1	2,3	4,7	4,1	3,7	6,6	6,9	6,3	3,8	3,2	2,7
Спољни дуг/извоз робе и услуга	300,9	251,6	211,5	228,9	204,1	197,3	207,6	265,3	236,2	213,0	206,1	210,4
ИНДИКАТОРИ ИЗЛОЖЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКОМ РИЗИКУ (у %)												
Девизне резерве/М1	143,3	195,1	220,1	290,3	356,1	306,7	300,4	393,4	416,6	446,7	431,1	448,1
Девизне резерве/примарни новац	131,9	167,8	165,5	169,8	179,5	173,8	140,7	190,5	196,4	202,5	209,4	228,1
СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ)/БДП	59,3	63,9	73,7	73,6	81,2	85,8	86,8	73,6	86,4	80,0	86,4	85,2
МЕМОРАНДУМ: (у милионима евра)												
БДП	16.028	17.306	19.026	20.306	23.305	28.468	32.668	28.883	28.984	7.136	8.078	8.472[1)]
Спољни дуг	9.402	9.678	9.466	12.196	14.182	17.139	21.088	22.487	23.786	22.672	22.734	23.860
Сервисирање спољног дуга	218	348	736	945	1.635	2.885	3.453	3.314	3.403	1.026	898	1.025
Девизне резерве НБС	2.186	2.836	3.104	4.921	9.020	9.634	8.162	10.602	10.002	9.919	9.967	11.358
Краткорочни спољни дуг	606	529	442	948	958	1.050	2.143	2.005	1.830	1.116	966	858
Биланс текућих трансакција	-671	-1.347	-2.620	-1.778	-2.356	-5.053	-7.054	-2.084	-2.082	-761	-621	-676
			Нов. 2004.	Јул 2005.	Феб. 2006.	Јун 2007.	Март 2008.	Дец. 2009.		Март 2011.	Јун 2011.	
КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ			Standard & Poor's: B+	Standard & Poor's и Fitch: BB-	Standard & Poor's: BB- /позитиван; Fitch: BB-/стабилан	Standard & Poor's и Fitch: BB-/стабилан	Standard & Poor's и Fitch: BB-/негативан	Standard & Poor's: BB- /стабилан	Standard & Poor's и Fitch: BB-/стабилан	Standard & Poor's: BB /стабилан Fitch: BB-/стабилан	Standard & Poor's: BB /стабилан Fitch: BB-/стабилан	

Методолошка објашњења:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

[1)] Процена НБС.

Напомене:

1. Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.
2. У публикацији ММФ-а *International Financial Statistics* од октобра 2006. налази се страница за Републику Србију с подацима из монетарне статистике. За потребе тог извештаја, НБС је своје статистичке извештаје ускладила с међународним статистичким стандардима и методологијом која је, на нивоу ММФ-а, усклађена за све земље. С тим у вези, ускладили смо индикаторе изложености финансијском ризику.
3. Размена са Црном Гором регистрована је према припадајућим трансакцијама од 2003. године.
4. Отплата спољног дуга не укључује превремену отплату дуга.
5. У складу с *BPM5*, део процењених дознака пребачен је из финансијског у текући биланс.
6. Од 1. јануара 2010. РЗС, према препорукама Канцеларије УН, увео је општи систем трговине, који представља шири концепт и код извоза и увоза. Обухвата сву робу која улази на економску територију земље или је напушта, са изузетком робе која је у транзиту. Упоредиве податке РЗС је објавио за 2007, 2008. и 2009. годину. Претходне године су дате према специјалном систему трговине.
7. Од септембра 2010. измењена је методологија статистике спољног дуга тако да се у спољни дуг јавног сектора укључују обавезе по основу алокације SDR (443,5 млн евра), искоришћене у децембру 2009, као и капитализована камата према Париском клубу поверилаца (86,4 млн евра), док су из спољног дуга приватног сектора искључени кредити закључени пре 20. децембра 2000. по којима се не врше плаћања (875,4 млн евра, од чега се 397 млн евра односи на домаће банке, а 478,4 млн евра на домаћа предузећа).
8. Прелиминарни подаци платног биланса за септембар 2011.

Табела Б
Основни макроекономски индикатори

	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	I 2011.	II 2011.	III 2011.
Реални раст БДП-а (у %)	4,3	2,5	9,3	5,4	3,6	5,4	3,8	-3,5	1,0	3,7	2,4	0,7
Потрошачке цене (у % у односу на исти месец претходне године)[2]	14,8	7,8	13,7	17,7	6,6	11,0	8,6	6,6	10,3	14,1	12,7	9,3
Базна инфлација (у % у односу на исти месец претходне године)[2]	4,4	6,1	11,0	14,5	5,9	7,9	10,8	3,6	8,6	13,2	13,6	9,9
Девизне резерве НБС (у млн евра)	2.186	2.836	3.104	4.921	9.020	9.634	8.162	10.602	10.002	9.919	9.967	11.358
Извоз (у млн евра)[3][7]	3.125	3.847	4.475	5.330	6.949	8.686	10.157	8.478	10.070	2.586	2.883	2.985
- стопа раста у % у односу на претходну годину	16,0	23,1	16,3	19,1	30,4	25,0	16,9	-16,5	18,8	28,7	15,5	11,5
Увоз (у млн евра)[3][7]	-6.387	-7.206	-9.543	-9.613	-11.971	-16.016	-18.843	-13.577	-14.838	-3.873	-4.100	-4.237
- стопа раста у % у односу на претходну годину	27,2	12,8	32,4	0,7	24,5	33,8	17,7	-28,0	9,3	20,5	12,0	8,1
Текући рачун платног биланса[4][7]												
(у млн евра)	-671	-1.347	-2.620	-1.778	-2.356	-5.053	-7.054	-2.084	-2.082	-761	-621	-676
у % БДП-а	-4,2	-7,8	-13,8	-8,8	-10,1	-17,7	-21,6	-7,2	-7,2	-10,7	-7,7	-8,0
Незапосленост по Анкети (у %)[5]	13,3	14,6	18,5	20,8	20,9	18,1	13,6	16,1	19,2	/	22,2	/
Зараде (просечне за период, у еврима)	152,1	176,9	194,6	210,4	259,5	347,6	358,4	337,9	330,1	338,3	380,9	381,4
Републички буџетски дефицит/суфицит (у % БДП-а)[6]	-4,3	-2,6	-0,3	0,3	-1,9	-1,7	-1,7	-3,3	-3,6	-3,7	-4,9	-3,5
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а)	-1,8	-2,4	0,8	0,9	-1,9	-2,0	-2,5	-4,6	-4,6	-3,1	-3,8	-3,8
Јавни дуг Републике Србије (спољни + унутрашњи, у % БДП-а)[6]	71,9	63,7	50,9	50,6	40,1	31,8	26,9	34,1	41,9	43,0	43,5	46,7
Курс динара према долару (просек у периоду)	64,70	57,56	58,44	66,90	67,01	58,39	55,76	67,47	77,91	75,92	69,41	72,15
Курс динара према долару (крај периода)	58,98	54,64	57,94	72,22	59,98	53,73	62,90	66,73	79,28	73,22	70,64	74,68
Курс динара према евру (просек у периоду)	60,66	65,13	72,70	83,00	84,10	79,96	81,44	93,95	103,04	103,95	99,80	101,95
Курс динара према евру (крај периода)	61,52	68,31	78,89	85,50	79,00	79,24	88,60	95,89	105,50	103,60	102,46	101,17
Меморандум												
БДП (у млн евра)	16.028	17.306	19.026	20.306	23.305	28.468	32.668	28.883	28.984	7.136	8.078	8.472[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 *BPM5*, део процењених дознака пребачен је из финансијског у текући биланс.
[5] Извор: Анкета о радној снази, Републички завод за статистику.
[6] Извор: Министарства финансија РС за јавни дуг и НБС за процењени БДП.
[7] 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:

1. Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.

Табела B
Основни макроекономски индикатори према пројекцији ММФ-а (октобар 2011)
(IMF Country Report No. 11/311, October 2011)

	2007.	2008.	2009.	2010.	2011. (пројекција)	2012. (пројекција)
Економска активност, цене и тржиште рада (промена у %)						
Реални раст БДП-а	5,4	3,8	-3,5	1,0	2,0	3,0
Реална домаћа тражња (апсорпција)	10,2	4,9	-9,0	-2,2	1,4	1,4
Потрошачке цене (просек)	6,5	12,4	8,1	6,2	11,3	4,3
Потрошачке цене (крај периода)	11,0	8,6	6,6	10,3	7,9	3,5
Номиналне бруто зараде	22,4	17,8	-3,3	7,5	10,1	7,0
Реалне бруто зараде	14,5	4,8	-10,5	1,2	-1,0	2,5
Државне финансије (у % БДП-а)						
Приходи	44,0	42,8	42,3	41,0	39,2	39,3
Расходи	45,9	45,5	46,7	45,6	43,7	43,1
Фискални резултат	-1,9	-2,7	-4,5	-4,6	-4,6	-3,9
Јавни дуг	35,6	34,2	38,2	44,9	44,1	44,5
Монетарни сектор (крај периода, 12-месечна промена, у %)						
M1	25,3	-3,8	8,7	-2,2	9,3	13,6
M3[1)]	44,5	9,6	21,8	13,9	20,7	11,1
Домаћи кредити недржавном сектору	36,9	35,0	15,9	29,0	10,8	14,3
Платни биланс (у % БДП-а)						
Текући биланс	-15,9	-21,4	-7,1	-7,2	-7,6	-8,8
Извоз робе	22,4	22,7	20,7	25,7	26,6	28,5
Увоз робе	45,7	48,7	38,5	42,2	42,0	43,2
Трговински биланс	-23,1	-26,0	-17,7	-16,5	-15,4	-14,7
Капитални и финансијски биланс	18,4	16,7	11,1	2,8	7,6	7,2
Спољни дуг	61,8	66,7	79,4	82,2	75,3	70,1
од тога: приватни спољни дуг	39,5	47,2	54,0	53,4	49,0	48,0
Девизне резерве (у млрд EUR)	9,5	8,2	10,6	9,8	10,1	9,4
Реални ефективни курс динара (просечна годишња промена, у %; + указује на апрецијацију)	9,6	6,5	-6,8	-7,8	10,5	1,0

[1)] Искључујући стару девизну штедњу.

Додатак: Писмо Народне банке Србије Влади Републике Србије због одступања инфлације од утврђеног циља

НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ
ГУВЕРНЕР
КГ.бр.593/2/11. Београд, 12. октобар 2011.

ВЛАДА РЕПУБЛИКЕ СРБИЈЕ
Мирко Цветковић, председник Владе

Уважени господине Цветковићу,

Инфлација се и у протеклих шест узастопних месеци кретала изнад горње границе дозвољеног одступања од циља. Стога Вам се обраћамо, у складу са Споразумом о циљању (таргетирању) инфлације између Владе Републике Србије и Народне банке Србије (тачка 6. став 4), са објашњењем разлога одступања инфлације од горње границе циља, мера које смо предузели и нашег очекивања у погледу времена у ком ће се инфлација вратити у оквире циља.

Међугодишња инфлација је у другој половини 2010. и почетком текуће године забележила раст, и то са 4,2% у јуну 2010. на 14,7% у априлу 2011. Раст цена хране и регулисаних цена условио је да међугодишња инфлација у априлу достигне свој врхунац, након чега је уследио пад инфлације, као што је и најављено у нашем писму од 12. априла 2011. године. У септембру је инфлација износила 9,3%, што је и даље изнад горње границе дозвољеног одступања од циља.

На пад инфлације у протеклих шест месеци утицале су до сада предузете мере монетарне политике, слабљење трошковних притисака на раст цена хране и ниска агрегатна тражња.

Мере монетарне политике у протеклој години дана предузимане су опрезно како би се инфлација у средњем року, без превеликих осцилација, вратила на циљ. Предузетим мерама спречен је раст инфлационих очекивања и тиме преношење инфлаторног шока са цена хране на остале цене. Резултати су видљиви и у паду месечних стопа инфлације у последњих шест месеци, па и благој дефлацији у трећем тромесечју. С обзиром на то, као и на одложено дејство мера монетарне политике, створили су се услови за постепено смањење референтне каматне стопе од јуна 2011. године.

Краља Петра бр. 12 11000 Београд; Телефон + 381-11/30-27-194; Телефакс +381-11/30-27-394;
www.nbs.rs kabinet@nbs.rs

Ниска агрегатна тражња ће и у наредном периоду бити дезинфлаторни фактор, што потврђују актуелна и очекивана кретања код нас и у окружењу. Очекујемо да ће цене хране бити стабилне, а раст регулисаних цена спорији. Такође, процењујемо да ће процесу дезинфлације допринети и започети пад инфлационих очекивања, као и повољан утицај закљученог стендбај-аранжмана из предострожности с Међународним монетарним фондом.

Извршни одбор Народне банке Србије очекује да ће инфлација наставити да пада и да ће се у границама циља наћи у првом полугодишту 2012. године, као што је најављено у писму које смо Вам упутили 12. априла 2011.

Оцењујемо да би у средњем року ниској и стабилној инфлацији такође допринео и наставак започетих структурних мера, које би требало да обезбеде већу стабилност цена пољопривредних и прехрамбених производа, као и процес реструктурирања јавних предузећа и равномеран раст регулисаних цена у унапред договореним оквирима.

С поштовањем,

ГУВЕРНЕР

Јован Шошкић

Списак графикона и табела

Графикони

III.0.1. Кретање цена (тромесечни раст) 5
III.0.2. Кретање цена (међугодишњи раст) 5
III.0.3. Базна инфлација по компонентама 6
III.0.4. Допринос тромесечној стопи раста потрошачких цена 6
III.0.5. Допринос међугодишњој стопи раста потрошачких цена 7
III.0.6. Очекивана и циљана инфлација за 12 месеци унапред 8
III.0.7. Краткорочна пројекција инфлације 8

IV.1.1. Кретање каматних стопа 11
IV.1.2. Крива приноса на међубанкарском тржишту новца 11
IV.1.3. Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ 12
IV.1.4. Крива приноса на секундарном тржишту државних ХоВ 12
IV.1.5. Кретање каматних стопа на новоодобрене кредите привреди и становништву 12
IV.1.6. Кретање каматних стопа на новоодобрене динарске кредите привреди 13
IV.1.7. Индекс BELEX 15 14
IV.1.8. Кретање берзанских индекса у земљама у окружењу 14
IV.1.9. Монетарни агрегати и потрошачке цене 15
IV.1.10. Доприноси расту М3 15
IV.1.11. Кредити и БДП 16
IV.1.12. Доприноси расту пласмана банака 17
IV.1.13. Учешће динарских потраживања у укупним потраживањима банака од привреде и становништва 17

IV.2.1. Кретање курса динара и интервенције НБС на девизном тржишту 19
IV.2.2. Дневне промене курса динара према евру 19
IV.2.3. Показатељи премије ризика – EMBI по земљама, месечни просеци 20
IV.2.4. Показатељ премије ризика – EMBI по земљама, дневни износи 20
IV.2.5. Кретање курсева одређених националних валута према евру 20
IV.2.6. Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала 21
IV.2.7. Структура финансијског биланса 21

IV.3.1. БДП и домаћа тражња 21
IV.3.2. Доприноси међугодишњем расту БДП-а 22
IV.3.3. Потрошња државе 23
IV.3.4. Извоз и увоз робе 26
IV.3.5. Кретање главних компоненти увоза 26
IV.3.6. Домаћа и увозна инфлација 26
IV.3.7. Кретање цена нафте и бакра 27
IV.3.8. Индекс светских цена хране 27

IV.4.1. Кретање индикатора економске активности 28
IV.4.2. Доприноси међугодишњем расту БДП-а 28
IV.4.3. Кретање индустријске производње 29
IV.4.4. Кретање трговине на мало 29
IV.4.5. Производни јаз 29

IV.5.1. Кретање просечних нето зарада 30
IV.5.2. Кретање продуктивности, бруто реалних зарада и јединичних трошкова рада у индустрији 30
IV.5.3. Запосленост и стопа незапослености 31
IV.5.4. Запосленост по секторима 31

IV.6.1. Ревизије прогноза реалног раста БДП-а за текућу и наредну годину за ЕУ и САД 32
IV.6.2. Ревизије прогноза реалног раста БДП-а за текућу и наредну годину за земље региона 32
IV.6.3. БДП и инфлација у зони евра 33

V.0.1. Пројектована инфлација 39
V.0.2. Пројекција раста бруто домаћег производа 39
V.0.3. Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације 40
V.0.4. Остварење пројекције инфлације из маја 2010. 41

Табеле

III.0.1. Показатељи раста цена 5
III.0.2. Раст потрошачких цена по компонентама 6

IV.1.1. Монетарни агрегати 16
IV.1.2. Субвенционисани кредити 18

IV.3.1. Индикатори кретања инвестиција 25

V.0.1. Претпоставке пројекције 38

Табела А. Индикатори екстерне позиције Србије 42
Табела Б. Основни макроекономски индикатори 43
Табела В. Основни макроекономски индикатори према пројекцији ММФ-а 44

Графикони и табеле у освртима

О 1.1. Вредност извоза по хектару обрадиве површине у 2010. години 9

О 2.1. Структура јавних прихода 24
О 2.2. Структура јавних расхода 24

О 3.1. Кретање извоза Србије и економске активности у зони евра 35

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

Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе

2011. година

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

2012. година

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

Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије

Саопштење са седнице Извршног одбора, 11. 8. 2011.

Након разматрања актуелних економских кретања и августовске пројекције инфлације, Извршни одбор Народне банке Србије је на данашњој седници одлучио да референтну каматну стопу задржи на нивоу од 11,75 одсто.

Инфлација је на силазној путањи, у складу с раније изнетим проценама Извршног одбора. Главни фактори који утичу на пад инфлације су пад цена хране по основу добре пољопривредне сезоне и ниска агрегатна тражња. Пад међугодишње инфлације би у наредном периоду требало да допринесе смањењу инфлационих очекивања, што ће додатно убрзати процес дезинфлације.

Међутим, имајући у виду могуће импликације везане за ризике у појединим развијеним земљама и валутним зонама, као и могуће фискалне ризике у земљи, Извршни одбор је одлучио да у овом тренутку висина референтне каматне стопе остане непромењена. Народна банка Србије ће наставити да прати дешавања у међународном окружењу како би одговарајућим мерама ублажила евентуално преливање глобалних проблема на домаће тржиште.

На данашњој седници, Извршни одбор је усвојио и Извештај о инфлацији – август 2011. године. Он ће бити објављен 17. августа, у 10.30 часова, за када је заказана његова јавна презентација.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће се донети одлука о референтној каматној стопи одржаће се 8. септембра.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 8. 9. 2011.

Након разматрања актуелних економских кретања и процена за наредни период, Извршни одбор Народне банке Србије је на данашњој седници одлучио да референтну каматну стопу смањи за 0,5 процентних поена, тако да она од данас износи 11,25 одсто.

Тенденција пада инфлације и инфлационих притисака се наставља. Извршни одбор оцењује да ће ниска агрегатна тражња и у наредном периоду бити снажан дезинфлаторни фактор, што потврђују најновије информације о актуелним и очекиваним кретањима код нас и у окружењу. Такође, очекује се стабилизација цена хране, као и успоравање раста регулисаних цена.

Могућност продубљивања глобалних економских проблема је и даље присутна. Закључење аранжмана из предострожности с ММФ-ом допринеће ублажавању могућих импликација у вези с ризицима у појединим развијеним земљама и валутним зонама. Спровођење фискалне политике у складу с договореним правилима фискалне одговорности од кључне је важности за очување макроекономске стабилности и смањење ризика земље.

Одлука о даљем ублажавању монетарне политике донета је како би инфлација, без већих осцилација, дошла на циљ. Извршни одбор очекује да ће инфлација наставити да опада до краја године и да ће се у границама циља наћи у првом полугодишту наредне године. Кретање референтне каматне стопе у будућности зависиће од остваривања ризика, пре свега у међународном окружењу и у области фискалне политике.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће се донети одлука о референтној каматној стопи одржаће се 6. октобра.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 6. 10. 2011.

Након разматрања актуелних економских кретања и процена за наредни период, Извршни одбор Народне банке Србије је на данашњој седници одлучио да референтну каматну стопу смањи за 0,5 процентних поена, тако да она од данас износи 10,75 одсто.

Инфлација је на силазној путањи. Извршни одбор очекује да ће септембарска инфлација бити једноцифрена и да ће се у наредном периоду наставити њено приближавање циљу. Цене хране су стабилизоване, а раст регулисаних цена успорен. Ниска агрегатна тражња ће и даље бити преовлађујући дезинфлаторни фактор, што потврђују

актуелна и очекивана кретања код нас и у окружењу. Такође, процесу дезинфлације допринеће и започети пад инфлационих очекивања.

Закључени стендбај-аранжман из предострожности с ММФ-ом подржава економски програм Републике Србије, који има за циљ очување макроекономске и финансијске стабилности. За његово спровођење, у неизвесном међународном окружењу, од кључне важности је вођење фискалне политике у складу с правилима фискалне одговорности. Аранжман с ММФ-ом доприноси побољшању инвестиционе климе и представља додатну заштиту од негативних спољних утицаја кризе на привреду земље.

Извршни одбор очекује да ће инфлација наставити да пада и да ће се у границама циља наћи у првом полугодишту наредне године. Кретање референтне каматне стопе у будућности зависиће од остваривања пројектоване инфлације, као и ризика, пре свега у међународном окружењу и у области фискалне политике.

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

Саопштење са седнице Извршног одбора, 10. 11. 2011.

Након разматрања актуелних економских кретања и новембарске пројекције инфлације, Извршни одбор Народне банке Србије је на данашњој седници одлучио да референтну каматну стопу смањи за 0,75 процентних поена, тако да она од данас износи 10 одсто.

Инфлација је наставила да се смањује у складу с пројекцијом Народне банке Србије која је објављена у августовском Извештају о инфлацији. Смањивање инфлације очекујемо и у наредном периоду. Кључни дезинфлаторни фактори биће ослабљени трошковни притисци на раст цена хране, ниска агрегатна тражња, као и успорени раст регулисаних цена. Процесу дезинфлације ће допринети и настављање пада инфлационих очекивања.

Раст светске привреде ће бити знатно спорији него што се донедавно очекивало због растуће неизвесности изазване кризом јавног дуга у појединим чланицама зоне евра. Прогнозе раста економске активности за већину земаља за ову и наредну годину ревидирају се наниже. То се у Србији одражава на нижу од очекиване извозну тражњу и привредни раст, као и на јачање дезинфлаторних притисака.

У условима повећане глобалне неизвесности, подршку очувању макроекономске и финансијске стабилности даје закључени стендбај-аранжман из предострожности с ММФ-ом, као и управо објављена потврда стабилног кредитног рејтинга Србије.

Извршни одбор и овај пут потврђује уверење да ће се пад међугодишње инфлације наставити и да ће се инфлација вратити у границе дозвољеног одступања од циља у првом тромесечју наредне године. Кретање референтне каматне стопе у будућности зависиће од пројекције инфлације и остваривања ризика, пре свега у међународном окружењу и у области фискалне политике.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће се донети одлука о референтној каматној стопи одржаће се 8. децембра.

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