



Народна банка Србије

2012
новембар

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

Уводна напомена

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

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

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

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 8. новембра 2012. године.

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

Извршни одбор Народне банке Србије:

Јоргованка Табаковић, гувернер

Ана Глигоријевић, вицегувернер

Веселин Пјешчић, вицегувернер

Диана Драгутиновић, вицегувернер

**СКРАЋЕНИЦЕ КОРИШЋЕНЕ
У ОВОМ ИЗВЕШТАЈУ**

БДП – бруто домаћи производ

BIS – Банка за међународне обрачуне

б.п. – базни поен

СЕФТА – Уговор о слободној трговини земаља централне Европе

ДФО – друге финансијске организације

дсз. – десезонирано

ЕЦБ – Европска централна банка

ЕИБ – Европска инвестициона банка

ЕМВИ – индекс обвезница тржишта у успону

ЕМУ – Европска монетарна унија

ФЕД – Систем федералних резерви САД

FISIM – услуге финансијског посредовања индиректно мерене

ХоВ – хартије од вредности

ИПЦ – индекс потрошачких цена

МДТ – међубанкарско девизно тржиште

мг. – међугодишње

млн – милион

млрд – милијарда

ММФ – Међународни монетарни фонд

НДВ – непољопривредна додата вредност

NPL – проблематични кредити

ОПЕС – Организација земаља извозница нафте

П – полугодиште

п.п. – процентни поен

СДИ – стране директне инвестиције

SDR – специјална права вучења

СТО – Светска трговинска организација

Т – тромесечје

Не наводе се друге општепознате скраћенице.

Садржај

I. Резиме	1
II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији	5
III. Кретање инфлације	7
IV. Детерминанте инфлације	13
1. Кретања на тржишту новца и капитала и кредити банака	13
2. Кретања на девизном тржишту и курс динара	21
<i>Осврт 1: Степен финансијске изложености страних банака према Србији</i>	26
<i>Осврт 2: Знатно побољшање позиције Србије у погледу лакоће пословања</i>	29
3. Агрегатна тражња	30
<i>Осврт 3: Средњорочна фискална консолидација и смањење јавног дуга</i>	34
4. Економска активност	36
<i>Осврт 4: Пад пољопривредне производње и његов утицај на ревизију раста БДП-а за 2012. и 2013. годину</i>	38
5. Кретања на тржишту рада	40
6. Међународно окружење	41
V. Пројекција инфлације	45
Табела А. Индикатори екстерне позиције Србије	52
Табела Б. Основни макроекономски индикатори	53
Списак графикана и табела	54
Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе	56
Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије	57

I. Резиме

Раст међугодишње инфлације изнад горње границе дозвољеног одступања од циља у највећој мери је последица поскупљења хране.

Инфлациона очекивања су у последњих неколико месеци забележила знатно мањи раст од инфлације.

Изгледи у погледу економског раста зоне евра су погоршани, а опоравак се може очекивати тек 2014. године.

Знатно лошија пољопривредна сезона од очекиване утицала је на ревизију раста бруто домаћег производа у 2012. са $-0,5\%$ на $-2,0\%$.

Позитиван допринос економској активности у 2012. потицаће од потрошње и инвестиција државе и нето извоза, док ће приватне инвестиције и потрошња домаћинства бити у паду.

Раст међугодишње инфлације, вођен растом цена хране, настављен је у Т3 2012. године, а потом и у октобру. Због изузетно лоше пољопривредне сезоне и раста трошкова производње, највећи раст су забележиле цене прехранбених производа. Повећање опште стопе пореза на додату вредност са 18% на 20% и акциза утицало је у октобру на једнократно поскупљење великог броја производа и услуга.

Инфлациона очекивања свих сектора су од јуна у порасту и изнад горње границе дозвољеног одступања од циља за наредну годину дана. Раст инфлације праћен је и растом инфлационих очекивања, али знатно мањим, што указује да јавност разуме карактер шокова и да економска политика има кредибилитет.

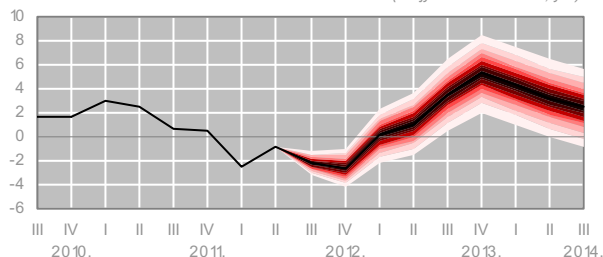
Међународно окружење у Т3 карактерисали су неизвесност у погледу решавања кризе јавног дуга и продужетак рецесионих притисака. Ипак, изјаве званичника ЕЦБ-а да ће учинити све како би се евро очувао и најаве додатних неконвенционалних мера ради олакшавања услова под којима се најугроженије земље зоне евра задужују уливају изванредан оптимизам.

Дуготрајна суша оставила је катастрофалне последице на овогодишњу пољопривредну производњу. Имајући то у виду, пројекцију раста бруто домаћег производа у 2012. години кориговали смо на $-2,0\%$ са $-0,5\%$, како смо објавили у августовском Извештају о инфлацији.

Пад економске активности у Италији и њено успоравање код других важних спољнотрговинских партнера Србије одразили су се на пад извозне тражње и домаћих инвестиција. Упркос томе, нето извоз би требало позитивно да утиче на економску активност у 2012. години по основу раста производње у аутомобилској индустрији и слабљења динара у претходном периоду. На нивоу године позитиван допринос економској активности даће и потрошња и инвестиције државе, као последица фискалне експанзије у првој половини године. С друге стране, приватне инвестиције и потрошња домаћинства су у паду.

Позитиван допринос расту БДП-а од 2,5% у 2013. години очекујемо по основу нето извоза и приватних инвестиција, док ће потрошња државе и домаћинства бити у паду.

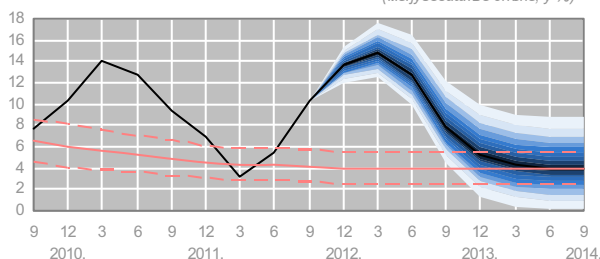
Пројекција раста бруто домаћег производа
(међугодишње стопе, у %)



Депрецијацијски притисци постепено су слабили током ТЗ, а од септембра је уследило јачање динара.

Иако ће у наредном периоду месечни раст потрошачких цена бити нижи, раст међугодишње инфлације ће се наставити.

Пројектована инфлација
(међугодишње стопе, у %)



Од Т2 2013. године уследиће пад међугодишње инфлације и њен повратак у границе циља очекује се до краја те године.

БДП би, након пада у овој години, у 2013. требало да оствари раст од 2,5%, чему ће највише допринети нето извоз. С производне стране посматрано, највећи допринос расту може се очекивати од пољопривредне производње, као и од раста производње у аутомобилској и нафтној индустрији. Будући да ће слаба пољопривредна производња у 2012. години формирати веома ниску базу, у случају просечне сезоне у 2013. години треба очекивати позитиван допринос пољопривреде расту БДП-а од најмање 1,5 п.п.

Депрецијацијски притисци карактерисали су прву половину ТЗ и у највећој мери били су последица мањег прилива капитала због погоршања кредитног рејтинга и раста премије ризика земље. Од почетка септембра приметно је повећано интересовање страних инвеститора за улагања у Србију. Томе је допринела како већа ликвидност на међународном тржишту новца, тако и јасно исказана намера Владе да започне са спровођењем фискалне консолидације. На заустављање депрецијацијских притисака у другој половини августа и јачање динара у септембру утицао је и почетак одобравања субвенционисаних кредита привреди и повећање рестриктивности монетарне политике Народне банке Србије.

У наредном периоду очекују нас ниже месечне стопе инфлације, али ће због ниских стопа инфлације у истом периоду претходне године међугодишња инфлација наставити с растом. Иако ће притисци на цене хране и надаље постојати, они ће постепено слабити и ишчезнути с доласком нове пољопривредне сезоне. У наредним месецима вероватан је и снажнији раст регулисаних цена, који ће компензовати изостанак раста у претходном периоду. Насупрот томе, успоравању инфлације ће у великој мери допринети изузетно ниска агрегатна тражња и очекивани пад реалних зарада због одлуке Владе да у октобру ове и априлу наредне године пензије и зараде у јавном сектору буду номинално повећане за 2,0%.

Међугодишња инфлација ће свој максимум достићи током марта или априла наредне године. Након тога ће уследити њен постепени пад и повратак у границе дозвољеног одступања од циља до краја 2013. године. У средњем року, инфлација би требало да се креће у границама циља. Одступања од пројекције вероватнија су навише, због могућег мањег пада цена примарних производа, пре свега пољопривредних, и већег раста регулисаних цена у односу на очекивани. Фискални ризици су, према

нашем мишљењу, након најављеног програма фискалне консолидације знатно смањени, а потврду кредибилности програма економске политике дао би и очекивани наставак аранжмана с ММФ-ом.

Почевши од јуна Народна банка Србије је повећавала рестриктивност монетарне политике.

Ради ублажавања преливања ефеката актуелног пољопривредног шока и повећања пореза на додатну вредност и акциза на друге цене преко инфлационих очекивања, Народна банка Србије је, почевши од јуна, повећавала рестриктивност монетарне политике. Притом је водила рачуна да се инфлација у средњем року стабилизује око циља и тиме допринесе макроекономској стабилности. Референтна каматна стопа је од августовског Извештаја о инфлацији до сада повећана у октобру и новембру на ниво од 10,95%. Рестриктиван карактер имале су и измене регулативе о обавезној резерви банака у правцу повећања учешћа динарског дела издавања девизне обавезне резерве.

Мере монетарне политике у наредном периоду зависиће првенствено од кретања цена примарних производа, пре свега пољопривредних, и ситуације у међународном окружењу.

Мере монетарне политике које ће Народна банка Србије предузети у наредном периоду зависиће највише од кретања цена примарних производа, пре свега пољопривредних, као и развоја ситуације у међународном окружењу.

II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији

Повећање рестриктивности монетарне политике је настављено. Након што је у септембру задржана на непромењеном нивоу, референтна каматна стопа је у октобру и новембру повећана и износи 10,95%.

Народна банка Србије је наставила да пооштрава монетарну политику, водећи рачуна да се инфлација у средњем року стабилизује око циља. Референтна каматна стопа је од августовског Извештаја о инфлацији повећана у октобру и новембру за 25 б.п. и 20 б.п., респективно, на 10,95%. Одлуке о повећању референтне каматне стопе донете су како би се спречио пренос ефекта раста цена пољопривредних производа и регулисаних цена на друге цене и допринело макроекономској стабилизацији.

Након августовског повећања на 10,5%, референтна каматна стопа **у септембру није мењана**. Због лошијих резултата пољопривредне производње од очекиваних, пројекција раста БДП-а за ову годину је у августу коригована наниже, са 0,5% на -0,5%. Такође, због ниже процене БДП-а у зони евра за наредну годину, коригована је наниже и оцена раста БДП-а за 2013, са 3,0% на 2,5%. Очекивано успоравање опоравка економске активности и, с тим у вези, нешто виши дезинфлаторни притисци по основу агрегатне тражње утицали су на одлуку Извршног одбора Народне банке Србије да на седници у септембру референтну каматну стопу задржи на непромењеном нивоу. Према оцени Извршног одбора, раст инфлације у наредном периоду биће опредељен растом цена хране због дуготрајне суше, растом регулисаних цена и цена сирове нафте. Наиме, реч је о факторима на страни понуде на које се реагује повећањем рестриктивности монетарне политике ако се процени да ће се они, преко раста инфлационих очекивања,

одразити на раст осталих цена. С обзиром на то да на раст цена ограничавајуће делује низак ниво агрегатне тражње, као и да ће зараде у јавном сектору и пензије спорије расти него што се планирало, Извршни одбор је одлучио да задржи достигнути степен рестриктивности монетарне политике.

Почетком октобра постало је извесно да су пад пољопривредне производње и њиме узрокован раст цена хране виши од очекиваних. Имајући то у виду, као и повећање инфлационих очекивања и већи раст регулисаних цена него што се очекивало, Извршни одбор је на седници **у октобру одлучио да референтну каматну стопу повећа за 25 б.п.** како би спречио да се ефекти раста тих цена прелију на остале цене.

С друге стране, висину повећања референтне каматне стопе ограничила је процена да ће ниска агрегатна тражња у наредном периоду деловати изразито дезинфлаторно. Након што је Републички завод за статистику у септембру објавио процене производње најзначајнијих пољопривредних култура у 2012, знатно испод најпесимистичнијих очекивања, кориговане су процене пада пољопривредне производње. Стога је Народна банка Србије ревидирала наниже своју процену раста БДП-а за ову годину на -2,0%.

Поред дезинфлаторног утицаја агрегатне тражње, Извршни одбор очекује позитивне ефекте фискалне консолидације, што ће утицати на смањење инфлаторних притисака и притисака на девизни курс.

Одлука Извршног одбора **у новембру да се референтна стопа повећа за 20 б.п.**, уз друге предузете

мере Народне банке Србије, треба да допринесе паду међугодишње инфлације у наредној години и њеном повратку у границе циља до краја 2013.

Мере монетарне политике које ће Народна банка Србије предузети у наредном периоду зависиће највише од кретања цена примарних производа, пре свега пољопривредних, као и од развоја ситуације у међународном окружењу.

Поред референтне каматне стопе, рестриктиван карактер имала је и измена обавезне резерве у августу, а њен утицај био је најизразитији у стабилизацији девизног тржишта. Учешће динарског дела издвајања девизне обавезне резерве повећано је у августу са 27% на 32% на изворе рочности до две године и са 19% на 24% на изворе рочности преко две године. Стопе девизне обавезне резерве остале су непромењене.

III. Кретање инфлације

Раст мг. инфлације, вођен растом цена хране, настављен је и током Т3. Од јула се мг. инфлација креће изнад горње границе дозвољеног одступања од циља.

Очекујемо да ће инфлација у Т4 наставити да расте, чему ће, поред раста цена хране, допринети и раст регулисаних цена и повећање ПДВ-а и акциза.

Кретање инфлације у Т3

У Т3 је остварена инфлација од 4,2%. Раст цена је у највећој мери последица поскупљења хране.

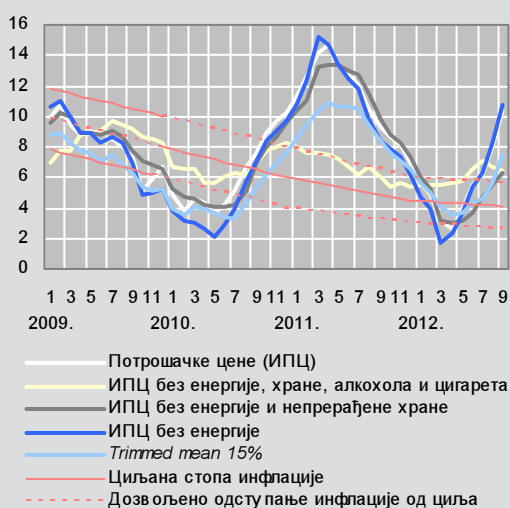
У складу са очекивањима изнетим у августовском Извештају о инфлацији, раст инфлације је током Т3 настављен и у јулу се мг. инфлација нашла изнад горње границе дозвољеног одступања од циља. Раст је био интензивнији углавном због већег раста цена

хране него што се то очекивало. Међугодишња инфлација је у септембру износила 10,3% и у односу на њен минималан ниво у априлу већа је за 7,6 п.п., од чега је 6,2 п.п. допринос раста цена хране.

Потрошачке цене су у Т3 повећане за 4,2%, у највећој мери по основу раста цена хране (допринос 2,3 п.п.).

Цене хране и безалкохолних пића оствариле су раст од 6,1%, уз нешто већи допринос цена непрерађене

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



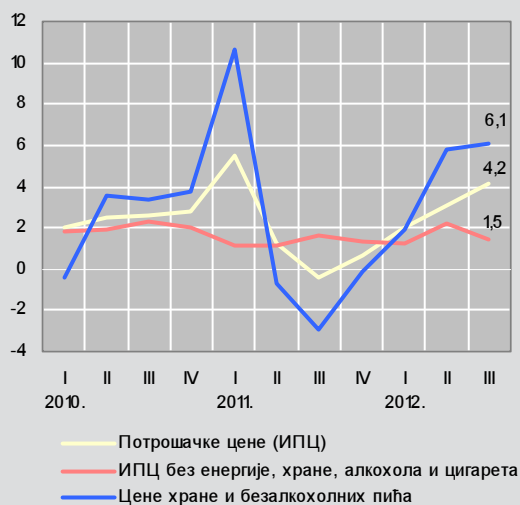
Извор: РЗС и НБС.

Раст мг. инфлације настављен је и током Т3 и од јула она се креће изнад горње границе дозвољеног одступања од циља.

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

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

Извор: РЗС и НБС.

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

Извор: РЗС и НБС.

*Раст цена хране додатно је убрзан током Т3.*Графикон III.0.3. Допринос тримесечној
стопа раста потрошачких цена
(у п. п.)

Извор: РЗС и НБС.

Више од половине раста ИПЦ-а оствареног у Т3 резултат је раста цена хране.

хране (1,3 п.п.), које су повећане за 9,1%. У оквиру ове категорије, највећи допринос расту укупне инфлације дале су цене свежег меса и воћа. Раст цена свежег меса резултат је јачања трошковних притисака због повећања цена сточне хране и повећања увозних цена. Због високих температура и дуготрајне суше, изостао је пад цена сезонског воћа карактеристичан за Т3 (јул и август).

Раст **цена прерађене хране** убрзан је током Т3 на 4,2%, у највећој мери по основу раста цена прерађевина од меса, млека и млечних производа и хлеба и житарица. Такав раст је последица повећаних трошковних притисака због раста цена инпута.

Цене индустријских производа без хране и енергије повећане су за 3,6%. Највећи допринос расту тих цена потиче од цена цигарета, које су порасле за 15,6% углавном због повећања минималне акцизе.

Цене у оквиру групе **енергије** порасле су 3,5%, а највећи раст су имале цене горива и мазива. Као последица раста светске цене нафте и депрецијације динара, цене нафтних деривата су током Т3

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

	XII 2011. XII 2010.	III 2012. III 2011.	VI 2012. VI 2011.	IX 2012. IX 2011.
Потрошачке цене	7,0	3,2	5,5	10,3
Цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште	9,7	5,9	3,4	7,0
Цене произвођача пољопривредних производа	3,0	0,9	15,4	39,0
Цене елемената и материјала за уграђивање у грађевинарству	0,5	0,8	2,3	7,1

Извор: РЗС и НБС.

повећаване у неколико наврата, тако да је њихов раст у Т3 износио 9,0%.

Цене услуга су повећане за 1,4%, и то највише по основу раста цена угоститељских услуга и услуга за одржавање и оправке стана.

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



Извор: РЗС и НБС.

И на м. нивоу раст инфлације је вођен растом цена хране.

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



Извор: НБС и Eurostat.

* Однос просека два узастопна тримесечја.

Раст увозних цена током Т3 био је сличан расту у Т2.

ИПЦ по искључењу цена енергије, хране, алкохола и цигарета, као најчешће коришћена мера базне инфлације, остварио је у Т3 раст од 1,5%. Иако се од јула м. раст овог индикатора успорава, он и даље прелази горњу границу дозвољеног одступања од циља и у септембру је износио 6,4%. Раст цена у оквиру ове категорије одређен је растом цена производа кућне хемије, производа и услуга у области образовања, као и поскупљењем појединих услуга мобилне телефоније и занатских услуга. На раст цена је у највећој мери утицала депрецијација динара из претходног периода.

Регулисане цене су оствариле знатно виши раст (2,9%) него у Т2 и он је готово у целини био резултат раста цена цигарета.

Повећање цена енергије и интермедијарних производа утицао је да раст **цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште** током Т3 достигне 3,7%.¹ Највећи допринос томе дале су цене у производњи прехранбених производа и секторима експлоатације сирове нафте и природног

гаса, производње кокса и деривата нафте. На м. нивоу, раст цена произвођача индустријских производа за домаће тржиште је убрзан и на крају Т3 је износио 7,0%.

Цене произвођача пољопривредних производа² су у Т3 забележиле раст од 16,0%, највише због цена у области ратарства (17,9%) и сточарства (15,0%). По врстама производа, највећи допринос су имале цене кукуруза, пшенице и живих свиња. На м. нивоу раст цена пољопривредних произвођача у септембру је убрзан на 39,0%.

Цене елемената и материјала за уграђивање у грађевинарству повећане су у Т3 за 1,9%. Њихов м. раст је убрзан и у септембру је износио 7,1%.

Према нашој процени, **увозне цене**³ су у Т3 порасле за 4,2%, а томе су највише допринеле цене енергената. Будући да су се ефекти раста увозних цена на домаће цене у највећој мери исцрпили, у Т4 очекујемо мање притиске по овом основу.

¹ Цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште у Т2 забележиле су пад од 0,3%.

² Цене произвођача у области пољопривреде и рибарства.

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

Краткорочна пројекција инфлације

У Т4 2012. очекујемо нижи раст инфлације у поређењу с Т3. Ипак, због ниске базе из претходне године, м.г. инфлација ће бити у порасту.

Међугодишња инфлација ће наставити да расте и до краја године ће се кретати изнад горње границе дозвољеног одступања од циља. Тај раст ће у највећој мери бити резултат даљег раста цена хране и регулисаних цена, повећања ПДВ-а и акциза, као и ефекта ниске базе због ниских месечних стопа инфлације у Т4 2011. године⁴. Посматрано на тромесечном нивоу, очекује се да ће раст цена у Т4 бити нешто нижи него у Т3.

У Т4 се очекује висок раст цена прерађене хране по основу повећаних трошkových притисака услед поскупљења примарних пољопривредних производа. С друге стране, очекујемо да ће цене непрерађене хране, и поред великог раста цена воћа и поврћа, у Т4 деловати дезинфлаторно због пада цена свежег меса изазваног смањењем тражње и већом понудом.

Процењујемо да ће цене индустријских производа без хране и енергије у Т4 порасти нешто више него у претходном тромесечју. На такво кретање највише ће утицати мере фискалне политике (повећање акциза и стопе ПДВ-а) и повећање цена лекова.

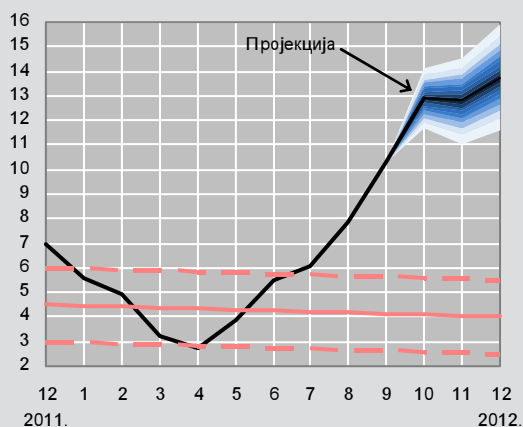
У оквиру групе енергије очекујемо нижи раст цена у поређењу с Т3. Највећи раст очекује се код цена топлотне енергије (грејања), док би цене енергената требало спорије да расту.

Цене услуга ће остварити виши раст него у Т3, пре свега због већег повећања цена саобраћајних и комуналних услуга, као и цена туристичких аранжмана.

Такође, очекује се знатно виши раст регулисаних цена, који би на м.г. нивоу износио око 10,0%. У оквиру те групе највећи раст требало би да имају цене цигарета, лекова и услуга превоза путника у градовима.

Највећа неизвесност пројекције за Т4 повезана је с кретањем цена хране, као и ефектима повећања ПДВ-а.

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



Изв ор: НБС.

Међугодишња инфлација ће наставити да расте током Т4.

Инфлациона очекивања

Упоредо с растом инфлације дошло је до раста инфлационих очекивања и њиховог удаљавања од горње границе дозвољеног одступања од циља. Ипак, тај раст је био знатно мањи од раста инфлације.

Резултати анкете коју спроводи агенција **Блумберг** показују да су инфлациона очекивања **финансијског сектора** годину дана унапред, након стагнације у јулу, наставила у августу да расту на 6,3%, а потом знатније у септембру, на 7,4%. У октобру су она привремено смањена на 7,2%, а затим у новембру повећана на 8,0%.

Према резултатима анкете агенције **Incoc**, раст инфлационих очекивања годину дана унапред настављен је у Т3 код свих сектора. Најизраженији је био код становништва (4,0 п.п.), а затим код синдиката (3,0 п.п.), финансијског сектора и привреде (за по 2,5 п.п.). Представници

⁴ Видети Осврт 4 у Извештају о инфлацији – мај 2011, стр. 40.

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



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

Извор: Галуп, Ипсос и НБС.

У ТЗ је, упоредо с растом текуће инфлације, настављен раст инфлационих очекивања 12 месеци унапред код свих сектора.

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



Извор: Блумберг и НБС.

Поред већих инфлационих очекивања, веће је и неслагање међу испитаницима финансијског сектора о томе колика ће инфлација вероватно бити за 12 месеци.

финансијског сектора су у јулу своја инфлациона очекивања кориговали навише за 1,5 п.п., на 7,0%. Након што су се у августу изјаснили да очекују нешто нижу инфлацију (6,5%), у септембру су је поново повећали за 1,5 п.п., на 8,0%. Инфлациона очекивања становништва су, као и у претходном периоду, била нестабилнија него инфлациона очекивања привреде. У јуну су била нижа за 1,5 п.п. од очекивања привреде, али је њихово кретање у наредним месецима било идентично – повећана су у јулу на 8,0%, а у августу на 10,0%. Инфлациона очекивања оба сектора су у септембру задржана на непромењеном нивоу. Највиша инфлациона очекивања у ТЗ имали су синдикати. Након стагнације у јулу (10,0%), они су инфлациона очекивања повећали у августу на 13,5%, а у септембру смањили на 13,0%.

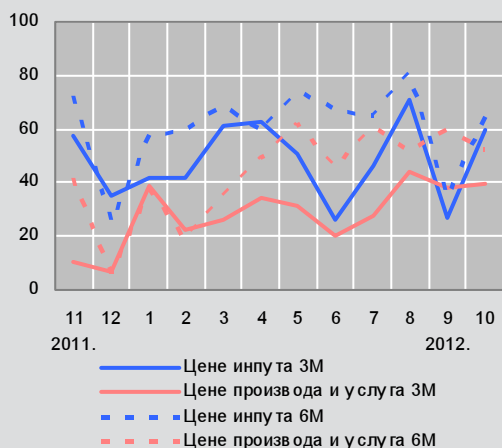
Резултати октобарске анкете агенције Ипсос указују на смиривање инфлационих очекивања, осим код становништва. Инфлациона очекивања финансијског сектора су повећана за свега 0,1 п.п., на 8,1%. Код привреде су и даље непромењена (10,0%), а код синдиката смањена за 1,0 п.п., на 12,0%. Код

становништва је дошло до знатног раста инфлационих очекивања, за 4,0 п.п., на 14,0%.

Упоредо с растом инфлационих очекивања, порасла је и неизвесност економских субјеката у погледу будуће инфлације. На то указује дисперзија одговора испитаника. Према анкети Блумберг, највеће неслагање међу испитаницима финансијског сектора о томе колика ће инфлација за годину дана бити било је у септембру, од када се ова анкета спроводи. У октобру је дисперзија смањена, али је и даље изражена. Према анкети агенције Ипсос, дисперзија одговора повећана је пре свега код становништва. Повећана неизвесност у погледу кретања инфлације годину дана унапред може се довести у везу с нестабилношћу инфлације у претходном периоду због шокова, нарочито у случају цена хране.

Раст инфлације и њено удаљавање од циља праћено је растом инфлационих очекивања, али мањим од раста инфлације. Тако је од априла до септембра ове године повећање инфлационих очекивања финансијског сектора, према анкети агенције Блумберг, износило

Графикон III.0.9. Очекивања предузећа у погледу промене цена њихових инпута и производа и услуга
(нето проценат, "+" = повећање, "-" = смањење)



Извор: Ипсос и НБС.

Раст броја предузећа која очекују да ће повећати цене својих производа и услуга највероватније је пре одређен очекиваним растом цена инпута него инфлационим очекивањима.

цена инпута него инфлационим очекивањима. На исти закључак упућују и резултати анкете о тим очекивањима у наредних шест месеци. Једино су у септембру резултати анкете и за три и за шест месеци били другачији. Наиме, нето проценат предузећа која очекују да ће повећати цене својих производа и услуга био је већи од нето процента предузећа која очекују раст цена инпута, највероватније због најављеног повећања ПДВ-а у октобру.

1,2 п.п., а према анкети агенције Ипсос 3,0 п.п., док је инфлација порасла за 7,6 п.п. Знатно мањи раст инфлационих очекивања од инфлације могао би да указује да економска политика има кредибилитет.

Да ли ће раст инфлационих очекивања утицати на инфлацију тешко је оценити, с обзиром на то да је потребно издвојити утицај инфлационих очекивања на одређивање цена производа и услуга од осталих фактора. Један од начина да се таква оцена изведе јесте сагледавање у којој мери предузећа теже да повећају цене својих производа и услуга у односу на трошкове инпута. Према резултатима анкете агенције Ипсос, нето проценат⁵ предузећа која очекују да ће у наредна три месеца повећати цене својих производа и услуга био је мањи у ТЗ (осим у септембру) од нето процента оних који очекују растуће трошковне притиске по основу цена инпута. Исти резултат анкете је био и у октобру. То би могло да упућује на закључак да је раст броја предузећа која очекују да повећају цене својих производа и услуга одређен пре очекиваним растом

⁵ Разлика између процента предузећа која су се изјаснила за повећање и процента предузећа која су се изјаснила за смањење цена својих инпута и производа и услуга. Ради повећања репрезентативности, подаци су пондерисани пословним приходом.

IV. Детерминанте инфлације

1. Кретања на тржишту новца и капитала и кредити банака

Каматне стопе

Повећања рестриктивности монетарне политике утицала је на раст каматних стопа на тржишту новца. То се одразило и на раст каматних стопа на новоодобрене динарске кредитне.

Повећањем референтне каматне стопе и изменом регулативе о обавезној резерви банака повећана је рестриктивност монетарне политике у ТЗ. Референтна каматна стопа повећана је у јулу и августу за по 25 б.п., на 10,5% на крају ТЗ. У августу је због измењене регулативе о обавезној резерви повећана потреба за динарском ликвидношћу банака. Смањење динарске ликвидности банкарског сектора делимично је ублажено након промене смера главних операција Народне банке Србије⁶ и доспећа раније продатих репо ХоВ.

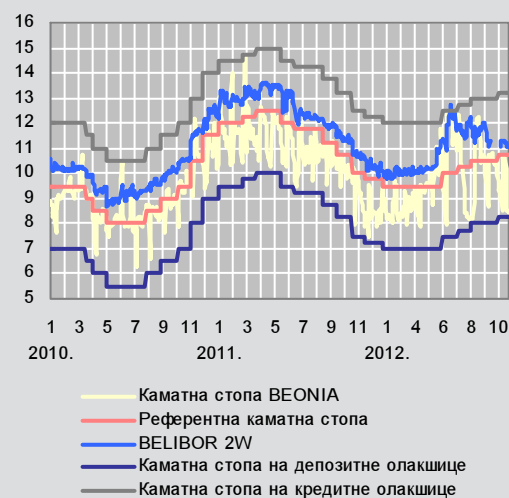
Каматна стопа BEONIA се током ТЗ наизменично кретала око референтне каматне стопе. Почетком ТЗ била је изнад референтне стопе због смањења динарске ликвидности после измене Одлуке о обавезној резерви у јуну. Доспеће раније продатих ХоВ у реверзним репо операцијама утицало је на повећање динарске ликвидности банака крајем јула. У складу с тим, каматна стопа BEONIA је пала испод нивоа референтне стопе.

Ново повлачење динарске ликвидности после измене регулативе о обавезној резерви и мања понуда

динарске ликвидности на почетним аукцијама током августа довели су до поновног раста стопе BEONIA. Од средине септембра BEONIA се кретала испод референтне каматне стопе и на крају ТЗ била је за 0,7 п.п. нижа него на крају Т2.

Краткорочне каматне стопе на тржишту новца углавном су пратиле кретање стопе BEONIA. Међутим, с повећањем рочности та веза је слабила. Каматна стопа BELIBOR 2W у септембру је остала

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



Извор: Томсон Ројтерс и НБС.

Преконоћне каматне стопе на међубанкарском тржишту новца су на крају ТЗ биле ниже него у Т2, док су каматне стопе дужих рочности порасле.

⁶ Народна банка Србије је изменила смер главних операција на отвореном тржишту током јула тако да је последња аукција повлачења ликвидности (реверзне репо операције) одржана 11. јула, а прва аукција креирања ликвидности (директне репо операције) 18. јула.

непромењена у односу на јун, док су просечне вредности каматних стопа BELIBOR дужих рочности у истом периоду оствариле раст: 0,1 п.п. за рочност 1М до 0,6 п.п. за рочност 6М.

Промет на преконоћном међубанкарском тржишту новца постепено је опадао током ТЗ. Просечан дневни промет је до прве репо аукције креирања ликвидности 18. јула износио 14,2 млрд динара, да би до краја септембра пао на 8,2 млрд динара.

Слична кретања била су и у октобру. BEONIA је наставила да пада и за 0,5 п.п. је била нижа него у септембру, док су каматне стопе дужих рочности забележиле мањи пад. Током октобра благо је повећан промет на међубанкарском тржишту новца.

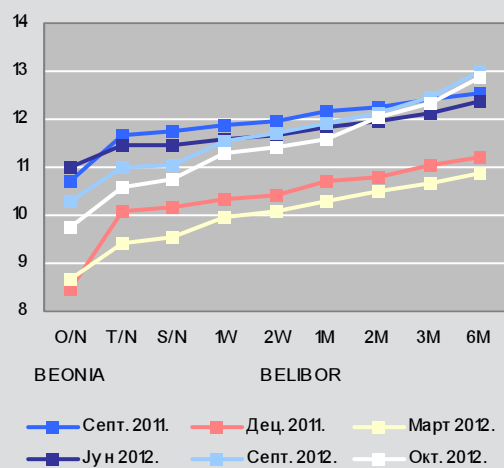
Каматне стопе на примарном тржишту динарских државних ХоВ су у ТЗ оствариле виши раст у односу на раст референтне каматне стопе. Инвеститори су одржали постојећи ниво улагања⁷, али је степен реализације повећан (57,7% у ТЗ наспрам 45,2% у Т2), будући да је држава организовала аукције с мањим номиналним вредностима емисија. Номинални дуг по

основу продатих динарских ХоВ повећан је за 9,0 млрд динара и крајем септембра је износио 328,0 млрд динара.

Држава је у ТЗ поново почела да емитује тромесечне ХоВ, при чему је каматна стопа порасла са 12,7% у јулу на 13,0% у септембру. У августу је одржана и прва аукција двогодишњих обвезница индексираних референтном каматном стопом, уз фиксну маргину од 4,0%⁸. Каматне стопе на ХоВ дужих рочности (12М, 18М и 36М) порасле су за 1,0 п.п.

Током ТЗ организоване су и три аукције ХоВ деноминираних у еврима рочности од једне године и једна аукција рочности од две године на којима су постигнуте извршне стопе од 6,2%. Извршна стопа на ХоВ рочности од једне године порасла је 0,2 п.п. у односу на последњу аукцију из фебруара, док је извршна стопа рочности од две године 0,05 п.п. нижа у односу на аукцију из јуна. Укупно је на тим аукцијама продато 114,2 млн евра, тако да је дуг државе по основу ХоВ деноминираних у еврима крајем септембра износио 821,5 млн евра.

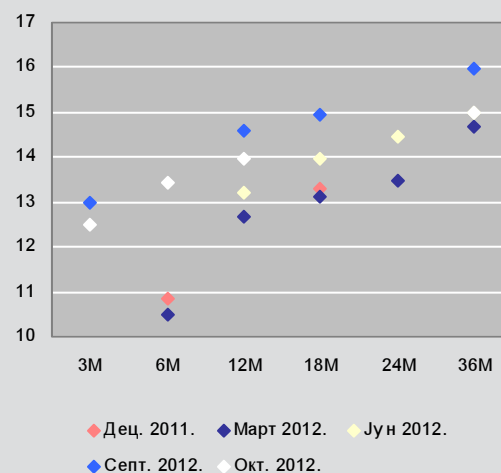
Графикон IV.1.2. Крива приноса на међубанкарском тржишту новца
(просечне вредности, на годишњем нивоу, у %)



Извор: Томсон Ројтерс и НБС.

Током ТЗ повећан је нагиб криве приноса на тржишту новца.

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



Извор: Министарство финансија и привреде.

Каматне стопе на динарске ХоВ свих рочности забележиле су раст у ТЗ.

⁷ Током ТЗ на наплату су доспеле динарске ХоВ у номиналном износу од 81,2 млрд динара, док је у истом периоду држава од продаје ХоВ прикупила 81,0 млрд динара.

⁸ Амортизациона ХоВ с полугодишњом исплатом купона уз варијабилну каматну стопу, тј. референтну стопу увећану за 4 п.п.

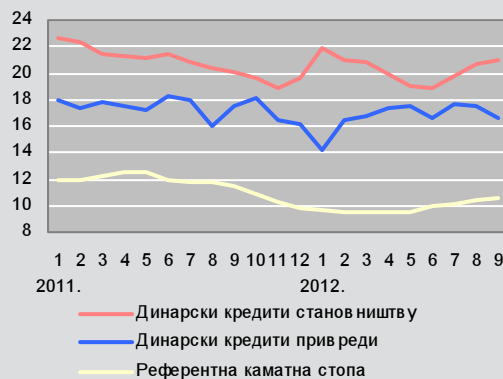
Стопе приноса до доспећа у секундарном трговању пратиле су раст каматних стопа из примарне продаје и кретале су се у распону од 11,5% за рочност од 1М до 14,3% за рочност од 10М. Укупан промет у секундарном трговању у Т3 износио је 52,2 млрд динара. Када се искључе трговања до два радна дана од датума салдирања примарног трговања, промет износи 34,4 млрд динара, што је знатно више него у Т2.

Крајем Т3 држава је прикупила 1,0 млрд долара реотварањем емисије еврообвезница које доспевају 2021. године. Иако је првобитно планирана емисија у номиналном износу од 750,0 млн долара, држава је, због великог интересовања инвеститора и, последично, ниже стопе приноса, повећала обим емисије. Наиме, на овогодишњој аукцији остварена је стопа приноса од 6,6%, или за 0,9 п.п. мање у поређењу са иницијалном емисијом тих обвезница из септембра 2011.

Побољшана ликвидност државе и позитивнија перцепција инвеститора после успешног реотварања емисије еврообвезница утицале су на пад каматних

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

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



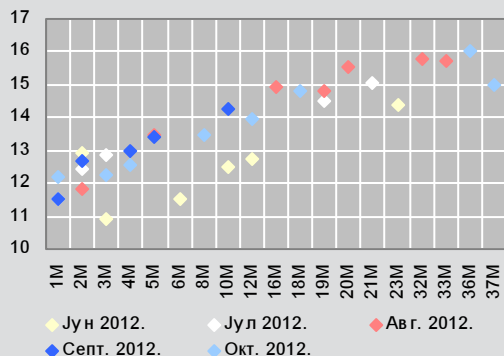
Извор: НБС.

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

Током Т3 пале су каматне стопе на новоодобрене динарске кредите привреди, док су за становништво повећане.

Графикон IV.1.4. Крива приноса на секундарном тржишту државних ХоВ*

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



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

Извор: Министарство финансија и привреде и Централни регистар ХоВ.

Током Т3 порасле су каматне стопе и повећан је промет на секундарном тржишту државних ХоВ.

стопа на примарном тржишту динарских државних ХоВ у октобру.

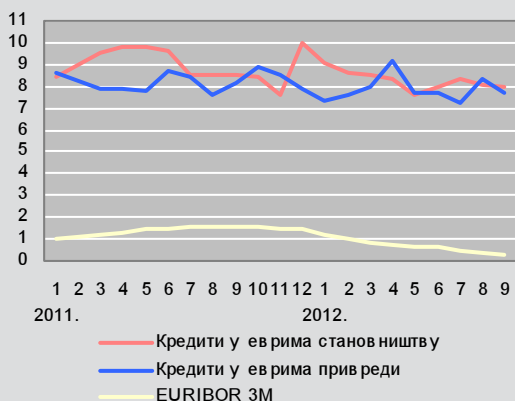
Повећање референтне каматне стопе праћено је растом каматних стопа на динарске кредите. Просечна пондерисана каматна стопа на новоодобрене динарске кредите привреди и становништву у Т3 порасла је за 0,5 п.п., на 17,9%, при чему су раст оствариле каматне стопе на кредите становништву (2,2 п.п.), док су каматне стопе на кредите привреди остале непромењене.

Каматне стопе свих категорија новоодобрених динарских кредита становништву бележе раст у Т3. Највећи раст је забележен код каматних стопа на потрошачке кредите (4,1 п.п.), док је блажи раст остварен у категоријама осталих (2,0 п.п.) и стамбених (0,6 п.п.) кредита. Раст каматних стопа одразио се и на мањи износ новоодобрених динарских кредита становништву.

Наставак програма одобравања субвенционисаних кредита привреди за ликвидност и финансирање трајних обртних средстава одразили су се на смањење

Графикон IV.1.6. Кретање каматних стопа на новоодobreне кредите у еврима и евроиндексиране кредите привреди и становништву*

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



Извор: НБС и Европска банкарска федерација (ЕБФ).

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

На пад каматних стопа на новоодobreне кредите у еврима утицао је пад EURIBOR-а, као и одобравање субвенционисаних кредита.

каматних стопа на новоодobreне динарске кредите привреди за обртна средства и инвестиције (−0,8 п.п. и −1,6 п.п., респективно). То је допринело да, и поред раста каматних стопа на остале кредите (1,2 п.п.), каматне стопе на новоодobreне динарске кредите привреди у Т3 остану непромењене у поређењу с Т2. Уколико се изузму субвенционисани кредити, каматне стопе на динарске кредите привреди биле су за око 1,0 п.п. веће.

Каматне стопе на новоодobreне евроиндексиране кредите и кредите у еврима оствариле су незнатан пад од 0,1 п.п. и у септембру су износиле 7,7%. Пад каматних стопа на кредите у еврима може се довести у везу с наставком одобравања субвенционисаних кредита од септембра, као и нижом вредношћу EURIBOR-а. У структури, каматне стопе на новоодobreне кредите привреди су смањене, док је каматна стопа на кредите становништву остала непромењена.

Просечне пондерисане каматне стопе на новоположене депозите бележе благ раст у Т3. Просечна каматна стопа на новоположену динарску штедњу и привреде и становништва порасла је за по 0,2 п.п. и у септембру је износила 10,3% и 10,1%, респективно. Уколико се посматрају депозити у

Графикон IV.1.7. Кретање каматних стопа на новоположене орочене депозите становништва и привреде

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



Извор: НБС.

Каматне стопе на новоположену штедњу у динарима забележиле су благ раст, а у еврима пад у Т3.

еврима, просечна пондерисана каматна стопа на орочену штедњу привреде је смањена 0,3 п.п., на 2,8%, док је код становништва то смањење било блаже, −0,1 п.п., па је у септембру пондерисана каматна стопа износила 4,1%.

Каматна маржа на динарске изворе средстава банака порасла је у Т3, при чему је већи раст забележен код становништва (2,0 п.п.) него код привреде (0,1 п.п.). Када су у питању девизни извори, каматна маржа је повећана у пословима с привредом за 0,2 п.п., док је у пословима са становништвом остала непромењена.

Кретања на берзи

Стагнација индекса и раст промета акција карактерисали су кретања на Београдској берзи у Т3. На већини берзи у региону забележен је раст индекса.

На Београдској берзи је током Т3 успорен пад цена акција у односу на претходно тромесечје. Тако је крајем Т3 индекс најликвиднијих акција BELEX15 био нижи него у јуну (1,1%) и износио је 431,0 индексних поена. Општи индекс акција BELEXline забележио је нешто већи пад (3,3%) и на крају септембра је износио 858,4 индексна поена.

Изостанак опоравка цена акција, који је карактерисао друге берзе у региону, може се приписати већем паду економске активности од очекиваног и присутној неизвесности око јачине и динамике фискалне консолидације почетком ТЗ.

Промет акција у ТЗ износио је 11,5 млрд динара и знатно је виши него у Т2 (3,4 млрд). Тако висок раст промета дугује се пре свега блок трговању (5,1 млрд динара) и трговању које је раније уговорено због промене власништва (2,2 млрд динара). Ипак, и након искључења тих трговања, промет акција које улазе у састав индекса BELEX15 и BELEXline порастао је за 60,2% и 47,5%, респективно, у поређењу с Т2, када је био изузетно низак.

Блок трговање и трговање које је раније уговорено због промене власништва одразили су се и на повећање учешћа страних инвеститора на берзи. Страни инвеститори су више учествовали у продаји (67,0%) него у куповини акција (55,7%).

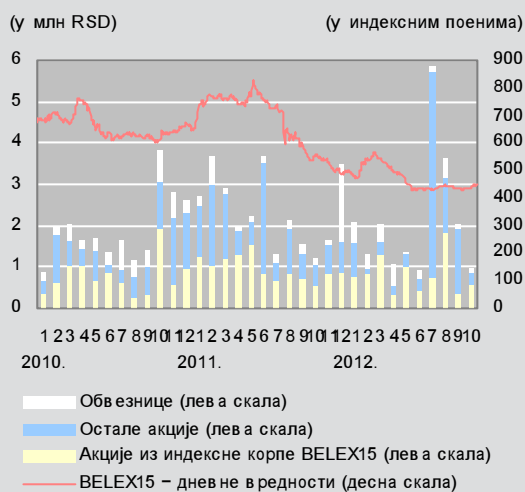
У трговању обвезницама старе девизне штедње забележен је даљи пад, пошто је у ТЗ обим трговања

овим ХоВ износио само 0,7 млрд динара, или 7,6% мање него у претходном тромесечју. Стопе приноса до доспећа оствариле су благ раст и крајем септембра кретале су се у распону од 5,5% за серију која доспева у мају 2013. до 6,6% за серију која доспева 2016. године.

Тржишна капитализација Београдске берзе у ТЗ повећана је за 18,6 млрд динара и на крају септембра је износила 746,3 млрд динара. Посматрано по сегментима, капитализација регулисаног тржишта смањена је за 25,6 млрд динара, на 405,2 млрд динара, што је у складу с благим смањењем цена акција, повећањем приноса на обвезнице и благим јачањем динара. С друге стране, тржишна капитализација МТП тржишта⁹ повећана је за 44,3 млрд динара, на 341,0 млрд динара. Учешће тржишне капитализације у БДП-у у ТЗ забележило је благ раст од 0,4 п.п. (са 22,5% у јуну на 22,9% у септембру).

На већини берзи у региону берзански индекси исказали су раст. Највећи раст у односу на претходно тромесечје регистрован је на Љубљанској берзи, где је индекс SBITOP повећан за 13,6%. Једини изузетак

Графикон IV.1.8. Индекс BELEX15 и промет на Београдској берзи

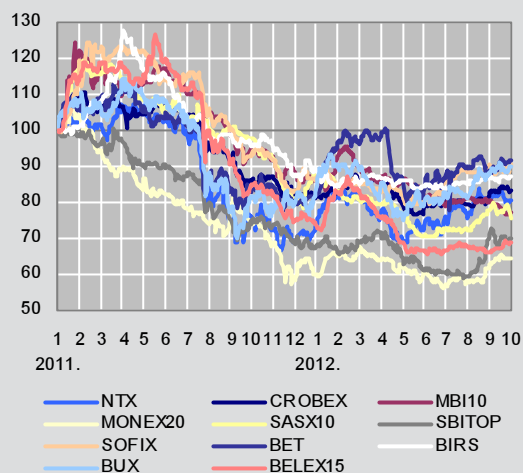


Извор: Београдска берза.

Повећање промета и стагнација берзанских индекса карактерисали су кретања на Београдској берзи током ТЗ.

Графикон IV.1.9. Кретање берзанских индекса у региону

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



Извор: Београдска берза и веб-сајтови берзи у региону.

Већина берзи у региону бележи раст индекса током ТЗ.

⁹ МТП представља тржиште мултилателарне трговачке платформе. Организује га берза и на њему су тренутно листиране акције компанија које не испуњавају услове за листирање на регулисаном тржишту.

представља Скопска берза, где је индекс MBI10 смањен за 1,9%.

Током октобра на Београдској берзи дошло је до пада промета у односу на септембар, уз благ раст индекса BELEX15.

Монетарни агрегати

Монетарни агрегати M1 и M3 током Т3 су успорили реалан м. раст, док је M2 забележио реалан м. пад. На раст M3 највише је утицала повећана кредитна активност банака.

Укупан примарни новац у номиналном износу је у Т3 остао готово непромењен, док је реално смањен за 3,9%. Динарски примарни новац је у истом периоду номинално порастао за 12,1%, а реално за 7,7%.

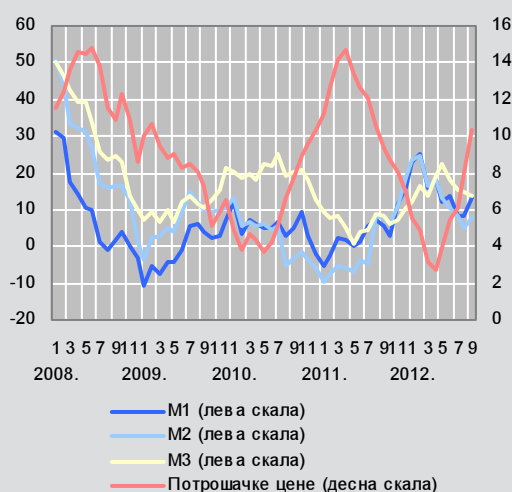
Динарски примарни новац је креиран по основу трошења средстава државе с рачуна код Народне банке Србије и репо операција Народне банке Србије на отвореном тржишту. Народна банка Србије је у јулу променила смер главних операција на отвореном тржишту – од повлачења ка креирању ликвидности и током Т3, путем репо операција, креирала 8,0 млрд динара ликвидности. Истовремено, држава је потрошила средства с рачуна код Народне банке

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

	2011.		2012.		Учешће у M3 Септ. 2012. (у %)
	Дец.	Март	Јун	Септ.	
M3	3,1	10,5	12,0	3,2	100,0
Девизни депозити	-0,4	9,6	15,1	5,7	70,9
M2	11,1	12,7	4,8	-2,3	29,1
Динарски орочени и штедни депозити	15,5	13,4	0,8	-9,9	11,0
M1	8,4	12,2	7,7	2,6	18,1
Депозити по виђењу	3,9	4,0	1,7	0,1	11,1
Готов новац у оптицају	16,3	27,3	18,5	6,9	6,9

Извор: НБС.

Графикон IV.1.10. Монетарни агрегати и потрошачке цене
(м. стопе, у %)



Међугодишњи раст понуде новца је успорен у Т3.

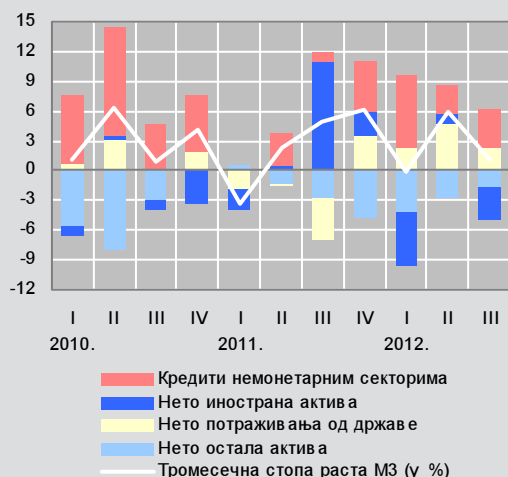
Србије, у укупном износу од 10,8 млрд динара, и тако додатно допринела расту динарског примарног новца.

У структури динарског примарног новца, резерве банака су повећане за 25,6 млрд динара, пре свега по основу промене структуре издвајања девизне обавезне резерве у августу. Готов новац у оптицају је повећан за 5,7 млрд динара.

Динарски монетарни агрегати M1 и M2 су у Т3 на тромесечном нивоу реално порасли 3,6% и 1,0%, респективно, док је због пада девизних депозита исказаних у динарима (изазваног апрецијацијом динара према евр у септембру) најшири монетарни агрегат M3 реално смањен за 2,8%. Посматрано на м. нивоу, агрегати M1 и M3 су успорили реалан раст на 2,6% и 3,2%, док је M2 реално опао за 2,3% због смањења динарске штедне јавних предузећа.

Највећи допринос расту M3 потиче од повећане кредитне активности банака према привреди и становништву. Додатан допринос том расту дала је држава трошећи средства с рачуна код Народне банке Србије. У смеру смањења M3 деловао је пад нето

Графикон IV.1.11. Доприноси расту МЗ (у п.п.)



Извор: НБС.

Кредитна активност је највише утицала на креирање МЗ. Пад нето иностране активе деловао је у супротном смеру.

иностране активе банкарског сектора по основу смањења потраживања банака од иностранства.

У структури новчане масе МЗ, све динарске компоненте оствариле су номиналан раст у Т3, док су девизни депозити благо смањени. Највећи раст забележили су депозити по виђењу (15,5 млрд динара), а у мањој мери је повећан готов новац у оптицају (5,7 млрд динара). Депозити по виђењу привредних друштава су порасли, док су код јавних предузећа опали. Штедни и орочени динарски депозити привреде и становништва су остварили раст, али је он био недовољан да надокнади велик пад штедних депозита јавних предузећа. Укупна девизна штедња исказана у еврима остала је готово непромењена у односу на Т2.

Девизна штедња становништва је повећана за 73,5 млн евра, што представља успоравање раста у поређењу с Т2 (179,1 млн евра). Током Т3 порасла је и динарска штедња становништва за 550,0 млн динара. У структури штедње становништва и даље је знатно веће учешће краткорочне него дугорочне штедње – 90,2% код динарске и 76,7% код девизне штедње.

Вредност монетарног мултипликатора динарских монетарних агрегата М1 и М2 непромењена је у односу на Т2, док је у случају М3 у извесној мери смањена. Брзина оптицаја новца М3 је благо опала у поређењу с Т2, што би могло да се доведе у везу с падом економске активности.

Према прелиминарним подацима, динарски монетарни агрегати су у октобру забележили пад услед пада готовог новца у оптицају. Иако су девизни депозити исказани у еврима у октобру благо порасли, у динарском износу су опали због апрецијације динара према евр, што је утицало и на номинални пад М3 у истом месецу.

Кредити банака

Кредитна активност банака је током Т3 расла бржим темпом него током Т2. Раст је био наглашенији код кредита привреди него код кредита становништву, чему је допринео и почетак одобравања субвенционисаних кредита привреди.

Према композитној мери¹⁰, м.г. раст укупних кредита, искључујући ефекат промене девизног курса, у Т3 је износио 4,3%, што представља знатно убрзање у односу на Т2, када је износио 1,4%. Привреда се и током Т3 задуживала на домаћем тржишту, док је износ враћених кредита иностранству био већи од износа узетих.

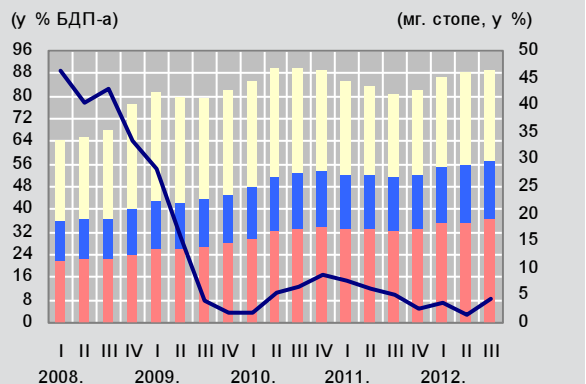
Номинални раст укупних домаћих кредита износио је 59,6 млрд динара, а искључујући ефекат промене девизног курса 71,0 млрд динара. Поменути раст, без ефекта промене девизног курса¹¹, убрзан је у Т3 и у септембру је износио 6,2%, или за 2,6 п.п. више него у јуну. Повећано је и учешће домаћих кредита у БДП-у и на крају септембра износило је 58,9%.

Смањење потраживања банака од иностранства дало је највећи позитиван допринос расту кредите активности у Т3. Кредитна активност делом је финансирана из ослобођених девизних средстава по основу измене Одлуке о обавезној резерви банака код Народне банке Србије, а делом по основу раста домаће штедње.

¹⁰ Као показатељ укупног задуживања, обухвата домаће кредитирање приватног сектора, јавних предузећа и локалних нивоа власти, као и директно задуживање предузећа у иностранству.

¹¹ Обрачунато по курсу динара према евр на дан 31. августа 2008, уз претпоставку да су сви девизни и девизно индексирани кредити одобрени у еврима.

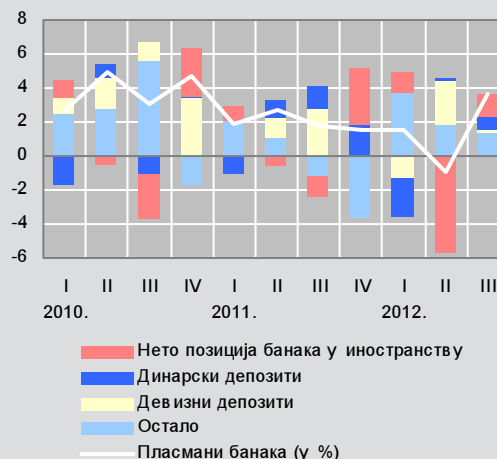
Графикон IV.1.12. Учешће кредита у БДП-у и раст кредитне активности*



* Кредити немонетарним секторима искључујући ефекат промене курса.
Извор: НБС.

Захваљујући програму субвенционисаних кредита, кредити привреди су забележили већи раст од кредита становништву.

Графикон IV.1.13. Доприноси тромесечној стопи раста кредита банака* (у п. п.)



* Кредити немонетарним секторима искључујући ефекат промене курса.

Извор: НБС.

Смањење потраживања банака од иностранства и раст динарских депозита били су главни извор финансирања кредитне активности у ТЗ.

Банке су у ТЗ повећале кредитирање привреде за 54,9 млрд динара. Уколико се искључи ефекат промене девизног курса, раст је износио 62,3 млрд динара. Иако је у јулу забележен висок раст кредита одобрених привреди, највећи утицај на убрзање раста кредитне активности имали су почетак одобравања субвенционисаних кредита за ликвидност, обртна средства и извоз у септембру.

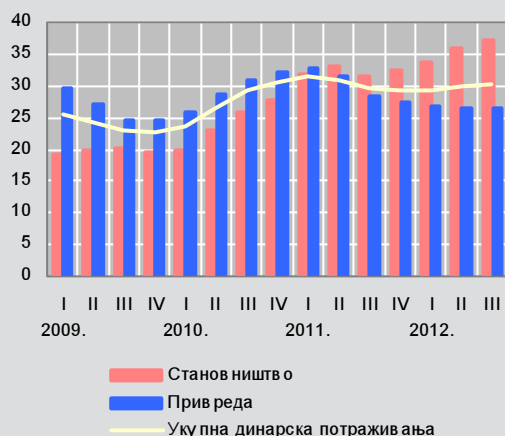
Посматрано по структури кредитирања привреде, кредити пласирани привредним друштвима порасли су више него кредити одобрени јавним предузећима. Као последица почетка одобравања субвенционисаних кредита, највећи раст остварили су кредити за обртна средства и извоз. Инвестициони кредити одобрени су у сличној мери као у Т2. Највиши раст пласмана забележен је у секторима индустрије и трговине, док је у сектору саобраћаја раст пласмана био мањи него у претходном тромесечју.

Кредити одобрени становништву су у Т3 порасли за 4,1 млрд динара, а кориговано за ефекат промене девизног курса тај раст износи 7,8 млрд динара.

Највише је одобрено нових стамбених кредита, а порасло је и задуживање по основу потрошачких кредита. Истовремено је повећано задуживање по основу најскупљих видова кредитирања – кредитних картица и прекорачења на текућим рачунима.

Влада је крајем августа усвојила Уредбу о условима за субвенционисање камата на кредите за одржавање ликвидности и финансирање обртних средстава и извозних послова у 2012. години. Првобитно је за спровођење те уредбе планирано 300 млн динара, а затим је обезбеђена још једна млрд динара. Према тој уредби, субвенционисање каматне стопе спроводи се за кредите одобрене с роком доспећа од 18 месеци, с тим што у првих пет месеци (период почека) корисник плаћа само камату, док остатак дуга исплаћује у 13 једнаких месечних рата. Кредити за финансирање ликвидности и обртних средстава могу се одобравати и у динарима и уз примену валутне клаузуле, док се кредити за извоз одобравају искључиво уз валутну клаузулу. Субвенционисани износ камате износи 5% на годишњем нивоу на износ кредита и исплаћује се преко Фонда за развој Републике Србије. Највиша

Графикон IV.1.14. Учешће динарских потраживања у укупним потраживањима банака од привреде и становништва* (у %)



* Искључујући ефекат промене курса.

Извор: НБС.

Раст учешћа динарских кредита у укупним кредитима у Т3 био је наглашен код становништва, док је код привреде ово учешће остало на сличном нивоу.

каматна стопа коју корисник кредита плаћа износи 3,5% за кредите с девизном клаузулом, док је за динарске кредите та камата једнака референтној каматној стопи.

Програм субвенционисаних кредита Владе утицао је на знатан раст активности на субвенционисаном сегменту тржишта. Током Т3 одобрено је 45,4 млрд динара кредита уз субвенцију државе, од чега се највећи део (41,2 млрд динара) односи на кредите привреди. Највећи део одобрених субвенционисаних кредита привреди (око 80%) јесу кредити индексирани еврима. На кредите за ликвидност и обртна средства односи се око 59%, на кредите за рефинансирање око 29% и на извозне кредите око 12%. Слична структура субвенционисаних кредита задржана је и у октобру.¹² Одобравање субвенционисаних стамбених кредита остварило је благ раст у Т3. Будући да је почетком октобра из буџета обезбеђено још 500 млн динара за наставак реализације тог програма, могуће је да ће у наредном периоду доћи до раста те категорије кредита.

¹² Према подацима Министарства финансија и привреде, у септембру је одобрено 353,5 млн евра субвенционисаних кредита привреди, а у октобру додатних 458,7 млн евра.

Учешће динарских пласмана у укупним пласманима привреди и становништву у односу на јун повећано је за 0,4 п.п. и у септембру је износило 28,2%. Учешће динарских пласмана код становништва је повећано, док је код привреде остало на истом нивоу као у Т2. Када се искључи ефекат промене девизног курса¹³, учешће динарских пласмана у укупним пласманима порасло је за 0,2 п.п. (на 30,1% у септембру).

Учешће *NPL* у укупним кредитима, рачунато по бруто принципу, у септембру је износило 19,9% и у односу на крај Т2 незнатно је повећано (за 0,3 п.п код привреде и 0,1 п.п. код становништва). Учешће *NPL* код привреде у септембру је износило 21,7%, а код становништва 8,6%.¹⁴ Ипак, и поред високог учешћа *NPL* у укупним кредитима, коефицијент адекватности капитала од 16,4% у септембру указује да стабилност домаћег банкарског сектора није нарушена.

2. Кретања на девизном тржишту и курс динара

Кретања на девизном тржишту током Т3 карактерисали су слабљење динара у првој и јачање у другој половини тромесечја, уз знатно мањи обим интервенција Народне банке Србије на МДТ-у. На почетку Т4 преовлађивали су апрецијацијски притисци.

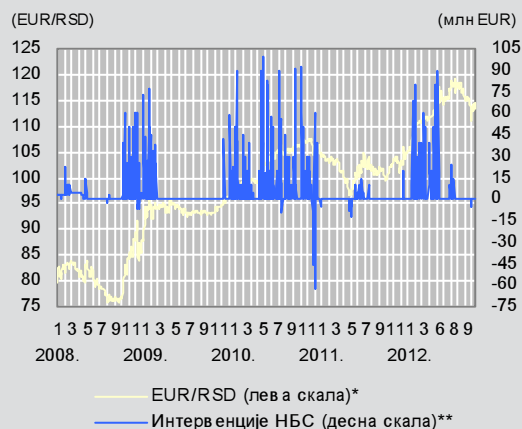
Кретања на девизном тржишту у јулу и првој половини августа обележили су депрецијацијски притисци, а након тога је уследио период јачања динара према еврџу. Просечна депрецијација динара према еврџу у Т3 износила је 2,7%, док је посматрано на крају периода динар апрецирао према еврџу за 0,7%. На крају Т3 динар је према еврџу био слабији 9,0% него на крају претходне године.

Слабљење динара према еврџу, али и слабљење евра према долару допринело је да динар према долару депрецира 5,1% на нивоу просека тромесечја. Ипак, посматрано крајем тромесечја, због јачања динара према еврџу и евра према долару, динар је номинално апрецирао према долару за 3,6% у односу на крај Т2.

¹³ Обрачунато по курсу динара према еврџу на дан 31. децембра 2011.

¹⁴ Уколико се укључе предузетници, кашњење у отплати кредита је повећано за 0,2 п.п. и износи 10,1%.

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



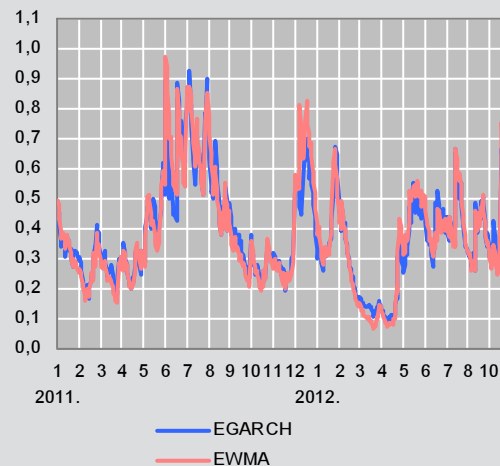
* 1 EUR у RSD.

** + продаја; - куповина.

Извор: НБС.

Током Т3 слабили су депрецијацијски притисци, а крајем тромесечја забележени су апрецијацијски притисци.

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



Извор: НБС.

Дневне осцилације курса динара према евр у су у Т3 биле на вишем нивоу него у Т2, али су у септембру смањене у односу на јун.

У складу с таквим кретањима, номинални ефективни курс динара¹⁵ је током Т3 у просеку депрецирао 3,3%, док је посматрано крајем периода забележена апрецијација од 1,3% у односу на Т2. Реални ефективни курс динара је на нивоу просека тромесечја остао готово непромењен у односу на Т2, али је посматрано крајем периода, због знатно више домаће у односу на страну инфлацију у августу и септембру, забележена реална ефективна апрецијација динара од 4,7%.

Депрецијацијским притисцима у јулу и првој половини августа допринели су смањење кредитног рејтинга Србије од стране агенције *Standard&Poor's*, промена изгледа са стабилних на негативне од стране агенције *Fitch*. У истом правцу су деловали и раст премије ризика и неизвесност у погледу динамике и степена фискалне консолидације. Ти фактори одразили су се на слабије интересовање страних инвеститора за улагања у државне ХоВ и мањи прилив страног капитала. Ипак, депрецијацијски притисци током јула и почетком августа били су слабији у поређењу с првом половином године. Томе је допринела мања тражња домаћих

предузећа за девизама и повећан нето откуп ефикативне од мењача и физичких лица.

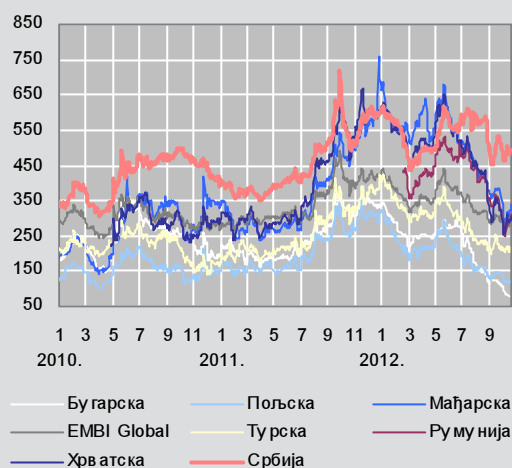
Од почетка септембра приметно је повећано интересовање страних инвеститора за улагања у Србију. Томе је допринела како већа ликвидност на међународном тржишту новца, тако и јасно исказана намера Владе да започне са спровођењем фискалне консолидације. На заустављање депрецијацијских притисака у другој половини августа и јачање динара у септембру утицао је и почетак одобравања субвенционисаних кредита привреди и мере монетарне политике Народне банке Србије. Изменом регулативе о обавезној резерви¹⁶ ослобођен је део девизних средстава банака, а њихова потреба за динарском ликвидношћу је повећана. Такође, током Т3 је у два наврата, за по 25 б.п., повећана референтна каматна стопа на ниво од 10,5%.

Наставак одобравања субвенционисаних кредита привреди индексираних еврима подстакао је апрецијацијске притиске. Наиме, пошто банке за одобравање тих кредита у највећој мери користе

¹⁵ Израчунат као геометријски просек номиналних курсева EUR/RSD и USD/RSD, с пондерима 0,8 и 0,2, односно према формули $(EUR/RSD^{0,8}) * (USD/RSD^{0,2})$.

¹⁶ Измене су подразумевале повећање учешћа динарског дела издвајања девизне обавезне резерве за 5 п.п. (са 27% на 32% за изворе до две године и са 19% на 24% за изворе преко две године). Стопе девизне обавезне резерве остале су непромењене.

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



Извор: JP Morgan.

EMBI код свих посматраних земаља забележио је пад у Т3.

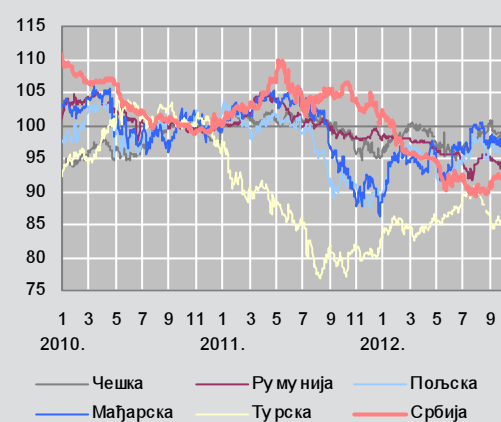
девизне изворе, а кредите исплаћују у динарима, на девизном тржишту су продавале девизе како се не би излагале девизном ризику.

На МДТ-у је у Т3 просечан дневни промет повећан за 9,2% у односу на претходно тромесечје, али је у односу на Т3 2011. био мањи за око 40%. Раст просечног промета у августу и пад у септембру праћен је и растом, односно падом осцилација девизног курса мерено методама *EWMA*¹⁷ и *EGARCH*¹⁸. Осцилирање девизног курса је на тромесечном нивоу повећано у односу на Т2, с тим што је у септембру било ниже у односу на јун.

Народна банка Србије је и током Т3 интервенисала на МДТ-у како би ублажила прекомерне дневне осцилације курса динара и обезбедила несметано функционисање девизног тржишта. Притом је обим интервенција био знатно нижи него у прва два тромесечја (укупно је у четири наврата продато 59,5 млн евра). Ради стимулisaња развоја тржишта инструмената заштите од девизног ризика, Народна банка Србије је наставила са организовањем редовних тромесечних девизних своп аукција. У Т3 је на тим

¹⁷ *EWMA* (Exponentially Weighted Moving Average) – метод пондерисаних покретних просека код кога се процентуалним дневним променама девизног курса додељују различити пондери за различите временске тренутке, при чему ти пондери експоненцијално опадају удаљавањем од садашњег момента.

Графикон IV.2.4. Кретање курса одређених националних валута према евр
(дневни подаци, 30. 9. 2010 = 100)



Извор: НБС и веб-сајтови централних банака.

* Раст представља апрецијацију.

Динар је, као и валуте већине посматраних земаља у региону, ојачао према евр на крају Т3 у односу на крај Т2.

аукцијама за динаре продала 19,0 млн евра, а купила 29,0 млн евра.

У октобру су настављени апрецијацијски притисци на девизном тржишту, тако да је динар према евр ојачао за 1,5% у односу на крај септембра, док је промет на МДТ-у већи за 30,7% него што је био просек у Т3. Народна банка Србије је током октобра интервенисала на девизном тржишту куповином 5,0 млн евра.

За разлику од тенденција у региону, у Србији је у јулу и августу премија ризика порасла као последица снижавања кредитног рејтинга од стране агенције *Standard&Poor's* с ВВ на ВВ– и промене изгледа са стабилних на негативне од стране агенције *Fitch* (највиша вредност EMBI за Србију од 610 б.п. забележена је 24. јула). Као разлози за смањење кредитног рејтинга наведени су погоршање фискалног и спољнотрговинског дефицита у П1 и одлагање усвајања мера фискалне консолидације.

У септембру је дошло до пада премије ризика и у Србији и у региону, што се доводи у везу с повећаном ликвидношћу због почетка примене трећег круга

¹⁸ *EGARCH* (Exponential General Autoregressive Conditional Heteroskedastic) – метод оцено условне варијансе који приказује асиметричан ефекат позитивних и негативних шокова на оцено условне варијансе.

квантитативних олакшица ФЕД-а. Уз то, страни инвеститори су позитивно реаговали на одређеност Владе за спровођење фискалне консолидације. На то указује и реотварање емисије еврообвезница крајем септембра, које је реализовано уз четири пута већу тражњу од продатих средстава и принос од 6,6%, што је за 0,9 п.п. ниже у односу на иницијалну емисију из септембра 2011.

На крају тромесечја, највећи пад *EMBI* у односу на T2 забележен је у Хрватској (202 б.п.), Бугарској (168 б.п.) и Мађарској (152 б.п.), док је у Србији *EMBI* пао за 30 б.п. (на 5236.п.). Пад премије ризика у Србији, као и на регионалном нивоу, настављен је и у октобру.

Већина валута земаља из региона са сличним режимом девизног курса апрецирала је током T3 према евр. На крају периода пољски злот је ојачао 3,6%, чешка круна 3,1%, а мађарска форинта 1,6%, док су румунски леј и турска лира ослабили, 1,8% и 1,5%, респективно.

Прилив капитала из иностранства

За разлику од T2, у T3 је остварен нето прилив капитала из иностранства. Нето прилив капитала забележен је по основу СДИ, а нето одлив по основу портфолио инвестиција и финансијских кредита.

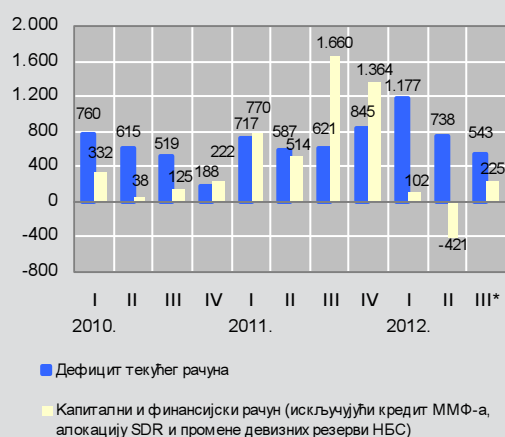
За разлику од T2 када је забележен нето одлив капитала, у T3 је остварен нето прилив капитала од 225,1 млн евра (изузимајући отплату трансхе кредита ММФ-у у износу од 110,8 млн евра). Прилив капитала остварен је по основу СДИ, док је код портфолио инвестиција и финансијских кредита забележен нето одлив. Такође, као прилив капитала забележено је и пребацивање дела средстава банака с рачуна у иностранству. Укупан остварени нето прилив капитала ипак није био довољан да покрије дефицит текућег рачуна, што је током прве половине T3 доприносило депрецијацијским притисцима.

Укупан нето прилив СДИ у T3 био је нижи у односу на T2 и износио је 116,8 млн евра. Тако је с нето приливом СДИ током T2 (укупно 351,3 млн евра) готово неутралисан висок нето одлив СДИ из T1.

Према гранама делатности, највеће директне инвестиције у T3 забележене су у прерађивачкој индустрији (28%), трговини (23%) и грађевинарству (19%). У оквиру прерађивачке индустрије, највећа улагања била су у производњи осталих неметалних минерала (11% укупних СДИ).

У T3 је на нивоу тромесечја забележен нето одлив по основу портфолио инвестиција у износу 68,7 млн евра. Највећи одлив забележен је у јулу (89,8 млн

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

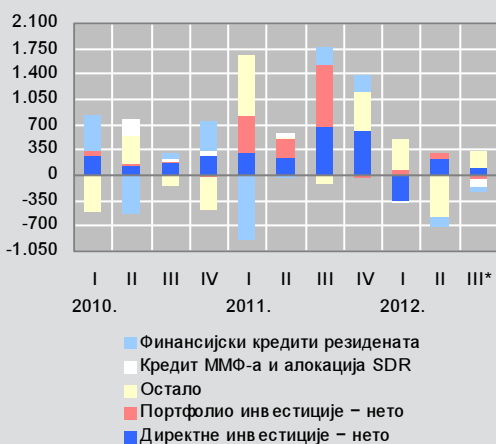


*Прелиминарни подаци.

Извор: РЗС и НБС.

Нето прилив капитала у T3 није био довољан да покрије дефицит текућег рачуна.

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



*Прелиминарни подаци.

Извор: РЗС и НБС.

Током T3 забележен је нето прилив СДИ и нето одлив портфолио инвестиција, док су резиденти наставили да се раздужују према иностранству.

евра) због слабијег интересовања инвеститора за улагања у државне ХоВ изазваног неизвесношћу око јачине и динамике фискалне консолидације. Међутим, касније у Т3, с најавама фискалне консолидације и планова за смањење фискалног дефицита и повећањем ликвидности на међународном тржишту новца, уследило је повећано интересовање инвеститора за улагања у Србију. То је резултирало приливом портфолио инвестиција током августа и септембра (укупно 21,1 млн евра).

Током Т3 резиденти (без Народне банке Србије) нето су се раздужили према иностранству за 30,1 млн евра. Банке су се раздужиле 2,8 млн евра, а у истом периоду је настављено и раздуживање предузећа према иностранству, у износу од 79,7 млн евра. С друге стране, Влада се нето задужила према иностранству за 52,4 млн евра.

Осврт 1: Степен финансијске изложености страних банака према Србији

У периоду пре кризе однос између капитала банака у многим земљама ЕУ и степена њихове финансијске изложености ризику прогресивно је погоршаван. Пораст степена финансијске изложености ризику изнад оптималног у највећој мери је био последица прекомерног улагања тих банака у обвезнице земаља које су погођене кризом јавног дуга (Грчка, Италија, Шпанија), као и њихове неадекватне процене ризичне активе. У условима кризе то је резултирало губицима и знатним повећањем трошкова задуживања (због немогућности да се губици покрију капиталом) и потребом банака да смање финансијску изложеност (енгл. *deleveraging*).

Најпожељнији начин да се капитал и актива банака ускладе јесте брзо прибављање додатног јефтиног капитала (као у случају Јапана почетком 2000-их). Међутим, то подразумева да постоји поверење инвеститора, а оно је у зони евра тренутно ниско, тако да је неминовно да се финансијска изложеност банака прилагоди углавном смањењем активе (смањењем кредитног портфолија или ликвидне активе или продајом ХоВ које поседују). С тим у вези је на седници Управног одбора супервизора Европске банкарске агенције (ЕБА) у децембру 2011, у оквиру мера за јачање капиталних позиција банака и повратак поверења инвеститора, усвојила препоруку банкама о формирању привремених капиталних резерви (енгл. *buffer*). Истовремено је минимална адекватност капитала повећана на 9%, уз обавезу банака да усклађивање с тим изврше до краја јуна 2012. Према извештају ЕБА објављеном у октобру 2012, тест докапитализације који је спровела 61 банка допринео је повећању капитала банкарског сектора ЕУ за око 200 млрд евра.

Са становишта земље према којој су стране банке финансијски изложене, смањење степена финансијске изложености је пожељно у дугом року, јер је то у основи здрав процес. Наиме, раздуживање банака и привреде према иностранству утиче на смањење спољног дуга и дефицита текућег рачуна платног биланса, као и на смањење ризика по финансијску стабилност, а то доприноси повољнијој перцепцији ризика и смањењу трошкова финансирања како за банке, тако и за привреду, државу и грађане. Међутим, смањење финансијске изложености, поред позитивних, има и неке негативне стране, нарочито ако се дешава пребрзо, јер води повећању трошкова финансирања због смањене доступности извора финансирања.

Будући да су банке из земаља ЕУ у периоду пре кризе биле доста изложене региону централне и југоисточне Европе, кроз кредитирање својих супсидијара или директно кредитирање привреде, поставља се питање у којој мери је свака од земаља овог региона погођена смањењем степена финансијске изложености ових банака. То зависи од мноштва фактора, а пре свега од учешћа и степена концентрације банака са страним власништвом у банкарском сектору, степена њиховог ослањања на иностране изворе финансирања, рочне структуре извора финансирања и могућности коришћења алтернативних извора финансирања, њихове профитабилности, стратешких одлука матичних банака, локалне регулативе и др.

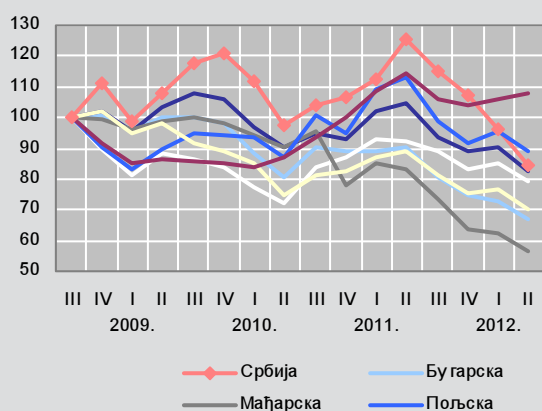
У Србији је присутан ризик смањења финансијске изложености банака из земаља ЕУ, пошто њихови супсидијари у активи банкарског сектора Србије учествују са око 74%. Остали фактори који утичу на то у којој мери је Србија погођена смањењем степена финансијске изложености банака из ЕУ су повољнији. Структура извора средстава банкарског сектора је повољна, будући да доминантан извор финансирања представљају домаћи депозити, који чине преко 70% свих обавеза банака. Ниво покрића укупних кредита укупним депозитима у септембру 2012. износио је 81,5%. Штедња становништва је у односу на крај 2008. повећана за преко три млрд евра. Показатељи профитабилности банака са страним власништвом (принос на капитал и принос на активу) закључно са септембром 2012. релативно су задовољавајући. Нова Одлука о обавезној резерви банака почетком 2011. (искључивањем субординираног дуга и средстава међународних финансијских институција чији су оснивачи стране државе из обавезне резерве и смањењем стопе обавезне резерве на изворе финансирања с рочношћу дужом од две године) допринела је спречавању пребрзог раздуживања банака и продужењу рочности извора финансирања. То је резултирало смањењем учешћа краткорочних обавеза у укупним обавезама банака

према иностранству са 51,0% на крају Т3 2008. на око 21,1% у септембру 2012, као и смањењем учешћа краткорочних обавеза у укупним обавезама банака према матицама са 12,1% на крају 2009. године на 1,9% у септембру 2012. Додатни гарант спречавању пребрзог смањења изложености представља и регулатива Народне банке Србије која онемогућава било каква нагла кретања која би могла да наруше ликвидност и стабилност финансијског система. И потписивање „Бечке иницијативе“ је својевремено допринело одржавању степена изложености банкарских групација према Србији. Тај степен је, штавише, за време важења тог споразума био повећан у односу на договорени ниво (за крај 2008. године).

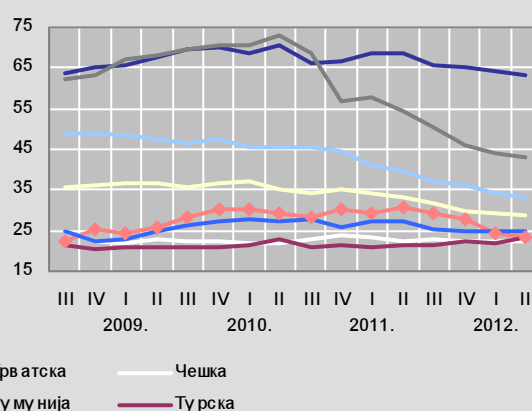
Изложеност страних банака према Србији посматрали смо, с једне стране, праћењем потраживања страних банака чланица BIS-а од Србије и, с друге, праћењем нето обавеза домаћих банака с већинским страним власништвом према иностранству, прилива и одлива по основу узетих финансијских кредита из иностранства банака и предузећа, као и кретања вредности власничких удела банака с већинским страним власништвом.

Изложеност према тржиштима у развоју банака чланица BIS-а оценили смо применом бруто концепта, тј. праћењем искључиво потраживања банака чланица BIS-а према овим тржиштима. Тај концепт омогућава да се сагледа спремност инвеститора да улажу у одређену земљу. У односу на крај 2010. године запажа се смањење изложености страних банака према Србији од 1,3 млрд евра, на 7,1 млрд евра крајем Т2 2012.¹ Пад степена изложености започет је средином 2011. године, када је дошло до продубљивања кризе јавног дуга у зони евра. У односу на период пре кризе у Србији је забележен мањи пад изложености у поређењу с већином посматраних земаља у развоју (Графикон 1). Србија је у односу на остале посматране земље у бољем положају и када се степен изложености мери учешћем ових потраживања у БДП-у. То учешће је за Србију у Т2 2012. износило 23,3%, или за 0,7 п.п. више у односу на период пре кризе (Графикон 2). Међутим, иако већину земаља од почетка 2012. карактерише наставак пада степена изложености, у Србији је он наглашенији, вероватно као последица повећања буџетске и екстерне неравнотеже.

Графикон О.1.1. Бруто изложеност банака чланица BIS-а према тржиштима у развоју, кредити, депозити и дужничке ХоВ (септембар 2008 = 100)



Графикон О.1.2. Бруто изложеност банака чланица BIS-а према тржиштима у развоју, кредити, депозити и дужничке ХоВ (учешће у БДП-у, у %)



Извор: Калкулација НБС на основу података BIS-а и Еуростата.

¹ Према последњим расположивим подацима, смањење је нешто мање (1,2 млрд евра) ако се искључе потраживања по основу улагања у дужничке ХоВ и посматрају само потраживања по основу кредита и положених депозита.

Нето обавезе домаћих банака с већинским страним капиталом према иностранству повећане су са 2,7 млрд евра у септембру 2008. године на 4,2 млрд евра на крају 2010, због већег раста обавеза од раста потраживања. У 2011. години забележено је смањење тих обавеза за 112 млн евра због већег смањења обавеза у односу на потраживања. Одлив средстава према иностранству настављен је у 2012. по основу смањења обавеза, али и по основу раста потраживања од иностранства. Раст потраживања од иностранства је у великој мери резултат раста девизних резерви банака, с обзиром на то да су банке део средстава ослобођених по основу нове Одлуке о обавезној резерви положили на рачуне у иностранству.

За разлику од смањења финансијске изложености страних банака према Србији посматрано кроз однос обавеза и потраживања домаћих банака с већинским страним капиталом према иностранству, вредност власничких удела код већине тих банака је повећана у односу на крај 2010. Томе је допринела и промена регулативе Народне банке Србије током 2011. ради усклађивања са стандардима Базела II.

Банке су се у првих девет месеци 2012. по основу узетих финансијских кредита нето раздужиле према иностранству за 487 млн евра. Притом је по основу дугорочних кредита отплаћено 436 млн евра, а по основу краткорочних 290 млн евра, док је истовремено узето нових кредита 238 млн евра. Од почетка 2011. године банке су се нето раздужиле за 1.198 млн евра, а у односу на ниво пре кризе нето задужиле за 725 млн евра. Током првих девет месеци ове године предузећа су више узела нових кредита у иностранству него што су их отплатила за 168 млн евра, а у односу на крај 2010. више су отплатила за 248 млн евра.

Већина анализираних показатеља указује да ни Србију није заобишло смањење изложености страних банкарских групација. Оно је посебно било изражено током 2012. Ипак, не може се говорити о повлачењу страних банака из Србије. О томе сведочи настављено узимање кредита из иностранства у посматраном периоду. Већи износ кредита банака и предузећа враћених иностранству у односу на износ узетих последица је пре свега чињенице што су средства у иностранству знатно више, и под повољнијим условима, била доступна у периоду пре кризе, а то су банке и предузећа у великој мери користили.

Осврт 2: Знатно побољшање позиције Србије у погледу лакоће пословања

Према најновијем извештају Светске банке и Међународне финансијске корпорације за 2013. годину о лакоћи пословања у 185 земаља света, позиција Србије је побољшана за чак девет места у односу на претходну годину. Србија је сада сврстана на 86. место у свету према лакоћи пословања. Оно што је притом посебно важно јесте чињеница да је Србија на листи првих десет земаља које су у овој години спровеле највећи број реформи, тј. напредовале у најмање три области. У случају Србије то су: 1) започињање послова, 2) решавање питања несолвентности и 3) извршавање уговора.

Србија је тренутно најбоље рангирана према следећим критеријумима: доступност кредита (40. место), регистрација власништва (41. место) и отпочињање нових послова (42 место), а најслабије у погледу: издавања грађевинских дозвола (179. место), плаћања пореза (149. место), извршења уговора (103. место) и решавања питања несолвентности, тј. затварања фирми (103. место).

Према критеријуму отпочињања нових послова, Србија је напредовала за 49 места, и то због смањења броја процедура, смањења трошкова и укидања минималног капитала који се плаћа при регистрацији фирме. Побољшању позиције Србије за 17 места према критеријуму решавања питања несолвентности највише је допринело увођење приватних извршитеља и јавно доступног електронског регистра судских забрана управљања и власништва над покретном и непокретном имовином. Приватни извршитељи су омогућили лакше извршење уговора, али се на само извршење и даље доста дуго чека, па је позиција Србије према овом критеријуму погоршана за једно место у односу на претходну годину.

Табела О.2.1. Позиција Србије према критеријумима лакоће пословања

	Позиција		Промена
	2012.	2013.	
Отпочињање пословања	91	42	49
Добијање грађевинских дозвола	178	179	-1
Снабдевање електричном енергијом	77	76	1
Регистрација власништва	40	41	-1
Добијање кредита	38	40	-2
Заштита инвеститора	79	82	-3
Плаћање пореза	145	149	-4
Прекогранична трговина	92	94	-2
Извршавање уговора	102	103	-1
Решавање питања несолвентности	120	103	17
Лакоћа пословања	95	86	9

Извор: *Doing Business 2013, The World Bank and the International Finance Corporation.*

Повољнију позицију од Србије од земаља у региону имају: Македонија (23. место), Црна Гора (51. место), Мађарска (54. место), Бугарска (66. место), Румунија (72. место), Хрватска (84. место) и Албанија (85. место). Лошију позицију има Босна и Херцеговина (126. место). Македонија је, захваљујући великом броју реформи спроведених од 2005. године које су имале за циљ повећање ефикасности и смањење трошкова пословања, знатно олакшала отпочињање пословања. Највећи напредак је остварен управо код убрзања процедуре за издавање грађевинских дозвола, где Србија бележи најслабије резултате.

Иако има доста простора за даљи напредак, сматрамо да је побољшање услова отпочињања пословања у Србији значајно за привлачење нових инвестиција, што би требало да допринесе и повећању конкурентности Србије на међународном тржишту робе и капитала.

3. Агрегатна тражња

Према нашој процени, агрегатна тражња је у ТЗ забележила пад, на тромесечном и на мг. нивоу, због пада домаће тражње.

У току ТЗ забележен је пад агрегатне тражње, који на мг. нивоу износи 2,2%, а на тромесечном 1,1% дсз. У оба случаја томе је допринео пад домаће тражње. Допринос нето извоза био је позитиван.

Пад домаће тражње на мг. нивоу износи 3,6% (допринос -4,2 п.п.), а на тромесечном нивоу 3,0% дсз. (допринос -3,5 п.п.). При том су у оба посматрана периода пад исказале све компоненте домаће тражње.

Очекујемо да ће пад БДП-а у 2012. години износити 2,0%. На то ће утицати пре свега пад приватних инвестиција (допринос -3,6 п.п.), а у мањој мери и пад приватне потрошње (допринос -0,5 п.п.). Највећи позитиван допринос (1,6 п.п.) очекујемо од државне потрошње и инвестиција због високог раста расхода за куповину добара и услуга, као и капиталних

расхода у П1. На кретање БДП-а позитивно ће утицати и нето извоз (допринос 0,6 п.п.) по основу раста производње у аутомобилској индустрији, чији ће се пуни ефекти испољити у 2013. години.

Домаћа тражња

Све компоненте домаће тражње, потрошња домаћинства, потрошња и инвестиције државе и инвестиције приватног сектора, бележе пад у ТЗ.

Процењујемо да тромесечни пад **потрошње домаћинства** у ТЗ износи 0,8% дсз., а на мг. нивоу 1,7%. На то указује пре свега пад промета у трговини на мало (7,2% дсз. и 5,9% мг.), који је основни индикатор потрошње домаћинства. И други индикатори попут процењеног пада личне потрошње, на основу Анкете о потрошњи домаћинства, и нижих прихода од ПДВ-а указују на таква кретања.

Укупни извори потрошње домаћинства¹⁹ у ТЗ били су нижи за 4,4% дсз., при чему готово све компоненте бележе пад. Највише је смањен прилив од дознака, а паду

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



* Процена НБС.
Извор: РЗС и НБС.

Пад БДП-а у ТЗ резултат је пада домаће тражње.

Табела IV.3.1. Индикатори кретања инвестиција

	2011.		2012.		
	III	IV	I	II	III
Реални показатељи (дсз. подаци, тромесечни раст, у %)					
Грађевинарство	1,7	1,2	-0,2	-0,7	-1,5*
Индустријска производња капиталних производа (физички обим)	-8,9	6,1	13,5	-5,8	1,4
Извоз капиталних производа**	6,6	-0,3	1,9	16,1	20,1
Увоз средстава за рад**	1,9	1,6	1,2	-5,9	-5,7
Залихе капиталних производа	-0,8	-15,2	-5,4	-12,4	1,5
Индустријска производња интермедијарних производа (физички обим)	-0,6	-4,3	-4,3	5,9	-9,1
Извоз интермедијарних производа**	-1,8	0,0	-8,9	3,8	-3,3
Увоз интермедијарних производа**	-3,7	-1,5	10,0	-3,7	-4,3
Залихе интермедијарних производа	-1,8	-3,4	-1,0	3,3	-4,6
Инвестиције државе***	0,5	3,6	21,0	7,0	-14,5

* Процена НБС.

** Извоз и увоз су изражени у еврима.

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

¹⁹ Маса зарада, социјални трансфери, кредити и дознаке.

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

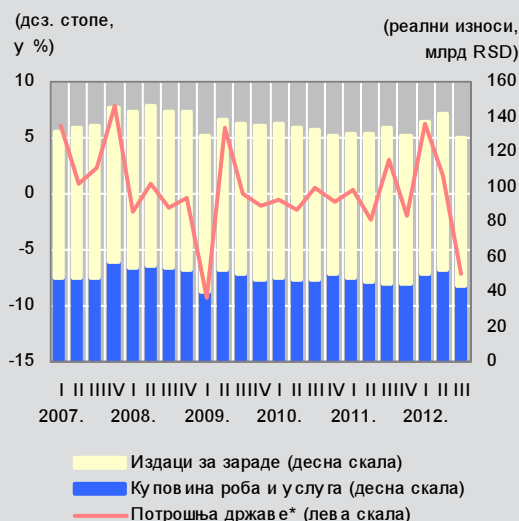


* Процена НБС за Т3 2012. године.

Извор: НБС.

Од почетка 2012. године потрошња домаћинстава бележи пад.

Графикон IV.3.3. Потрошња државе



* Процена НБС за Т3 2012. године.

Извор: НБС.

Потрошња државе је у Т3 забележила реалан пад.

су допринели и смањење социјалних трансфера и масе зарада. Смањени приходи по тим основима делимично су надокнађени задуживањем у виду готовинских кредита и прекорачењима на текућем рачуну.

Инвестиције приватног сектора су, према нашој процени, у Т3 забележиле пад од 3,7% дсз. и негативно утицале на кретање БДП-а са 0,5 п.п. Међугодишњи пад инвестиција приватног сектора је успорен са 21,4% у Т2 на 6,6% у Т3.

На пад инвестиција указују пад увоза средстава за рад, настављени пад активности у грађевинарству, као и низак износ новоодобрених инвестиционих кредита у Т3.

Пад **потрошње и инвестиција државе** негативно је утицао на кретање БДП-а. Та компонента агрегатне тражње у Т3 бележи пад од 8,3% дсз., а на мг. нивоу 7,1%. Таквим кретањима је у нешто већој мери допринео пад потрошње државе.

Процењујемо да је потрошња државе у Т3 смањена за 7,2% дсз., док на мг. нивоу смањење износи 4,2%. На тромесечни пад потрошње државе указује пад расхода за зараде у јавном сектору и пад расхода за куповину добара и услуга.

Инвестиције државе су у Т3 смањене за 14,5% дсз., а на мг. нивоу за 28,4%. На то указују консолидовани капитални расходи државе, који су, након раста у П1, у овом тромесечју имали знатан реални пад.

Нето екстерна тражња

Т3 су обележили први ефекти повећања производње у аутомобилској индустрији – допринос нето извоза кретању БДП-а био је позитиван.

Нето екстерна тражња бележи раст од 13,2% дсз. у Т3 (допринос БДП-у 2,4 п.п.) и резултат је реалног пада увоза робе и услуга.

Међугодишњи раст извоза (2,4%) и пад увоза (–2,5%) у Т3 утицао је на смањење дефицита робе и услуга, што је са 2,0 п.п. позитивно допринело кретању БДП-а.

Робни извоз изражен у еврима је у Т3 стагнирао. У оквиру извоза, највећи раст је остварен у области моторних возила и приколица (53,8% дсз.), на шта је утицао почетак извоза аутомобила у августу. Раст је остварен и код фармацеутских производа. С друге

Графикон IV.3.4. Извоз и увоз робе и услуга
(у сталним ценама 2009)

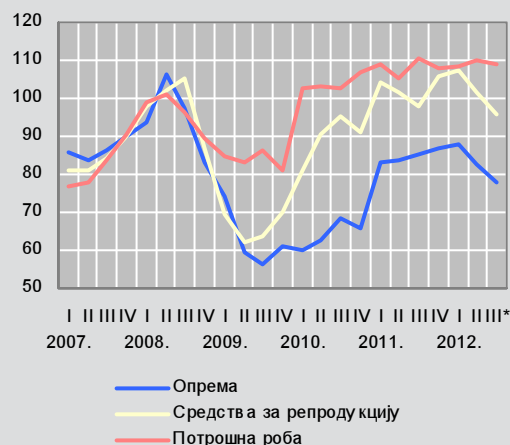


* Процена НБС.

Извор: НБС.

И у Т3 је настављен бржи мг. раст извоза од увоза.

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



Извор: РЗС и НБС.

Увоз средстава за репродукцију смањен је у великој мери због пада увоза инпута за производњу гвожђа и челика.

стране, због обустављања производње у Железари Смедерево у јулу, извоз основних метала, пре свега гвожђа и челика, бележи пад (18,1% дсз.). Дуготрајна суша и смањени приноси пољопривредних производа утицали су да извоз тих производа опадне за 15,3% дсз. Пад извоза забележен је и код хемијских производа за 11,1% дсз.

Пад робног увоза израженог у еврима у Т3 износио је 4,1% дсз. Као и у Т2, највећи пад забележен је код увоза опреме и средстава за репродукцију. Посматрано према економској намени ЕУ, све категорије увоза, осим нетрајних производа за широку потрошњу, бележе пад. Највећи пад је забележен код интермедијарних и капиталних производа. Пад увоза интермедијарних производа, у одређеној мери, последица је смањења, а касније и прекида производње у Железари Смедерево, будући да је увоз инпута који се користе у производњи гвожђа и челика у првих девет месеци 2012. за 53,6% мањи него у истом периоду 2011. Пад увоза капиталних производа указује на недостатак средстава за инвестиције.

Таква кретања утицала су да на крају Т3 извоз буде за 15,5% изнад, а увоз за 20,2% испод свог преткризног нивоа²⁰. Покривеност увоза извозом у последњих 12

Графикон IV.3.6. Кретање цена нафте и бакра
(просечне месечне цене, у USD)



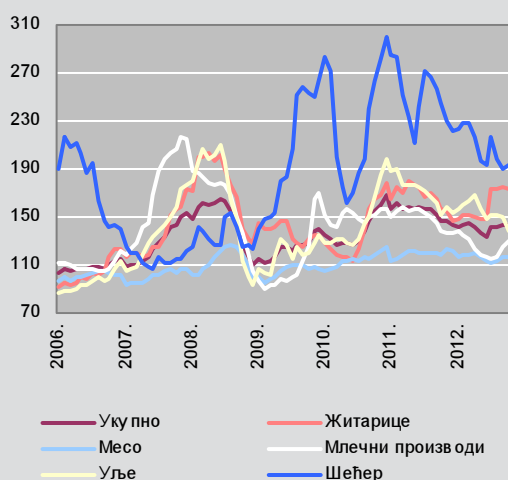
Извор: Блумберг, тржиште фјучерса и НБС.

* Цена нафтних фјучерса за нафту типа "Урал" израчуната је на основу историјских разлика у цени нафте типа "брент" и нафте типа "Урал".

Током Т3 цена нафте на светском тржишту је остварила раст. Ипак, према нафтним фјучерсима очекује се њен пад у наредном периоду.

²⁰ П1 2008. године.

Графикон IV.3.7. Индекс светских цена хране
(реално, 2002 – 2004 = 100)



Извор: ФАО, УН.

Раст светских цена хране током Т3 у највећој мери је био одређен растом цена житарица.

месеци износи у септембру 59,8%, што је за 0,3 п.п. мање него у јуну.

Након пада у Т2, цена сирове нафте је, уз осцилације, током Т3 остварила раст, око 15% на нивоу тромесечја. Кретање цене било је одраз јачања напетости на Блиском истоку и нешто мање производње на глобалном нивоу — у земљама

ОПЕС-а, Северном мору и Мексичком заливу. Такође, очекивање и доношење мера централних банака САД и ЕУ усмерених на подстицање економског раста додатно су подстакли раст цене тог енергента. У октобарском *WEO*, ММФ очекује постепен пад цене нафте, при чему су ризици пројекције асиметрични навише. На очекивани пад цене указују и нафтни фјучерси.

Цена бакра је у односу на крај Т2 повећана за 8,7%. Раст је у највећој мери био подстакнут вестима о мерама усмереним на подстицање привредног раста Кине и САД.

Индекс светских цена хране је у Т3 забележио раст од 7,7%. Раст цена примарних пољопривредних производа, започет крајем јуна, настављен је током целог периода. Неповољне временске прилике утицале су на смањење приноса и повећање цена пшенице, кукуруза и соје код водећих произвођача. Просечне цене тих производа на Чикашкој берзи су у Т3 оствариле раст од 36,1%, 26,5% и 17,8%, респективно. На раст цена утицале су и саме најаве смањења приноса, с обзиром на то да су, иако повећане у односу на кризу хране из 2007, светске резерве хране и даље испод адекватног нивоа. Поред цена житарица, које су забележиле највећи раст, повећане су и цене млечних производа, меса и уља, док је, због повољнијих изгледа производње главних светских извозника, цена шећера пала. Према кретању фјучерса, очекује се пад цена примарних пољопривредних производа у 2013. години.

Осврт 3: Средњорочна фискална консолидација и смањење јавног дуга

Као последица експанзивне фискалне политике, посебно у првој половини године, и измењеног макроекономског оквира, фискална позиција државе је знатно погоршана. Процењује се да би дефицит опште државе, у случају наставка тенденције из прве половине године, на крају 2012. премашио 7%, а јавни дуг 66% БДП-а. Да би се зауставила таква кретања, Влада је, поред ребаланса буџета за ову, припремила и предлог буџета за наредну годину, као и програм фискалне консолидације.¹ Као главни циљ фискалне консолидације истакнуто је враћање јавног дуга опште државе на одржив ниво и стварање простора за додатне инвестиције, имајући у виду пре свега потребе у области инфраструктуре. Фискална консолидација не подразумева само повољнији примарни фискални резултат већ и мере које утичу на смањење дуга преко утицаја на привредни раст.

У наредном трогодишњем периоду (2013–2015) предвиђено је највеће фискално прилагођавање како би се избегла криза јавног дуга и повратила стабилност јавних финансија. Дефицит у 2013. години требало би да буде готово преполовљен (са овогодишњих 6,8% на 3,6% БДП-а) и да се до 2015. године смањи на 1,0% БДП-а. Фискално прилагођавање извршиће се изменама пореске политике и мерама на расходној страни, уз допринос структурних реформи које утичу на смањење јавне потрошње. Измене пореске политике односе се на повећање стопе ПДВ-а (са 18% на 20%), пореза на доходак (са 10% на 15%), пореза на добит (са 10% на 12%) и акциза на дуван и нафтне деривате. Најзначајнија мера на расходној страни је ограничавање раста плата у јавном сектору и пензија, као и повећање ефикасности наплате пореза. Према измењеним правилима, прва индексација плата и пензија у априлу 2013. године биће у висини од 2% (као и у октобру 2012) и неће зависити од кретања инфлације и привредног раста. Од октобра 2013, усклађивање плата и пензија ће се поново вршити у зависности од кретања инфлације и привредног раста, све док се учешће тих расхода не сведе на 8%, односно 10% БДП-а, респективно. Преостало фискално прилагођавање на расходној страни биће спроведено смањењем дискреционих расхода, субвенција (осим за пољопривреду) и буџетских позајмица привреди. Такође, најављене су мере штедње на свим нивоима власти (смањење расхода за куповину робе и услуга), ефикаснији процес јавних набавки, редефинисање мера подршке привреди и одређивање приоритета за јавне инвестиције како би ограничена средства дала максималне ефекте са становишта привредног раста и запослености.

Влада очекује да ће ефекти пореских мера у 2013. години смањити дефицит за око 2,0% БДП-а, а мере на расходној страни за око 1,3% БДП-а. Такође, очекује се да ће фискално прилагођавање на средњи рок бити остварено првенствено по основу смањења учешћа јавне потрошње у БДП-у, уз адекватне промене у пореској политици. Кључну улогу са становишта фискалне одрживости на средњи рок имају и структурне реформе јавног сектора, пре свега унапређење пензионог система, здравства, образовања и јавних предузећа.

У складу с мерама фискалне консолидације, пројектовано је смањење учешћа јавног дуга у БДП-у почев од 2014. године. Као кључна мера смањења јавног дуга у 2014. предвиђена је продаја дела државне имовине у предузећима која су изложена конкуренцији и не спадају у тзв. државне монополе, као и мањинских пакета у појединим предузећима. У плану је и продаја неактивних државних ресурса (зграде, други грађевински објекти, пољопривредно земљиште и др.). Планирано је да један део средства добијених продајом буде искоришћен за отплату обавеза како би се смањило оптерећење по основу камата за наредне буџетске године и побољшао фискални резултат.

Поред пројекције токова фискалних прихода и расхода, план за смањење јавног дуга садржи и пројекцију макроекономских кретања и кретања на финансијском тржишту, с обзиром на то да учешће јавног дуга у БДП-у зависи не само од примарног фискалног резултата већ и од привредног раста, кретања реалних каматних стопа

¹ Видети *Нацрт фискалне стратегије за 2013. годину с пројекцијама за 2014. и 2015. годину*.

(на дуг у динарима и дуг у иностраној валути) и реалног девизног курса. Када је реч о реалном расту БДП-а, Влада очекује да се фискална консолидација неће, у већој мери, одразити на успоравање привредног раста на кратак рок. С друге стране, њени ефекти на побољшање пословне и инвестиционе климе и привредни раст у средњем и дугом року биће значајнији. У структури трошења државе, планиране су знатне уштеде на терет текуће потрошње ради повећања учешћа инвестиција. У складу са остваривањем макроекономске стабилности и одрживог привредног раста, просечна номинална депрецијација динара пројектована је на 2% годишње у посматраном периоду (што означава реалну апрецијацију динара с обзиром на пројектовану стопу инфлације), а кретање каматних стопа без већих негативних ефеката. Стога је важно имати у виду основне ризике пројекције наведене у *Нацрту фискалне стратегије* – пораст потрошње изнад планираних оквира и недовољан прилив иностраног капитала – јер би они могли да наруше претпоставку о кретању девизног курса у наредном периоду и тако доведу у питање остварење плана за смањење дуга.

Сматрамо да објављивање *Нацрта фискалне стратегије* представља важан корак и позитиван сигнал о решености Владе да истраје у њеном спровођењу. Према основном сценарију смањења јавног дуга у *Нацрту фискалне стратегије*, учешће јавног дуга у БДП-у смањује се на 45% БДП-а² у 2022. години. Претпоставка је да су планиране мере фискалне консолидације политички и социјално изводљиве. Истовремено, захтева се спремност државе да у најмање наредних десет година оствари знатно већу штедњу него што је то био случај у претходном периоду. Притом, макроекономске претпоставке и претпоставке о трошковима финансирања могу бити оптимистичне, што још више наглашава неопходност спровођења фискалне консолидације и повећања ефикасности јавног сектора како би се обновила нарушена фискална позиција.

Табела О.3.1. Основни сценарио смањења јавног дуга

	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.
Приходи	43,4	43,8	43,9	43,5	43,5	43,5	43,5	43,5	43,5	43,5	43,5
Расходи	50,2	47,3	45,8	44,5	44,2	44,0	43,8	43,7	43,6	43,6	43,5
- прилагођавање на расходној страни		-2,9	-1,5	-1,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,0
Фискални резултат	-6,8	-3,5	-1,9	-1,0	-0,7	-0,5	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	0,0
Јавни дуг у БДП-у (у %)	65,1	65,2	58,7	58,4	56,2	54,3	52,4	50,5	48,6	46,8	45,0
Реални раст БДП-а	-1,0	2,0	3,5	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0

Извор: Министарство финансија и привреде.

² У складу с принципом фискалне одговорности, уколико општи дуг државе пређе 45% БДП-а, Влада је дужна да предложи мере којима ће се дуг приближити циљаном нивоу, односно вратити у одрживе оквире.

4. Економска активност

Због изузетно лоше пољопривредне сезоне, очекујемо да ће пад БДП-а у 2012. износити 2,0%. Процењујемо да је, након раста у Т2, економска активност у Т3 забележила пад и да је негативни производни јаз продубљен.

Очекујемо да ће пад БДП-а у 2012. години износити 2,0% уместо 0,5%, како смо објавили у августовском Извештају о инфлацији. Већи пад БДП-а биће последица изузетно лоше пољопривредне сезоне. Дуготрајна суша која је погодила све пољопривредне културе осим пшенице одразиће се, према нашој процени, на пад пољопривредне производње за 22% (допринос БДП-у $-2,0$ п.п.)²¹. У прилог тој процени иде и ревизија кретања тромесечног БДП-а за Т1 и Т2. Наиме, према подацима Републичког завода за статистику, реални м.г. пад БДП-а ревидиран је за Т1 на 2,5% (са 1,3%), а за Т2 на 0,8% (са 0,6%).

Будући да ће слаба пољопривредна производња у 2012. години формирати веома ниску базу, у случају просечне сезоне у 2013. години треба очекивати

позитиван допринос пољопривреде расту БДП-а од најмање 1,5 п.п. Позитиван допринос очекујемо и по основу раста производње у аутомобилској и нафтној индустрији.

Процењујемо да је након раста у Т2, у Т3 дошло до пада економске активности и да тромесечни пад БДП-а износи 1,1% дсз., а НДВ-а 0,8% дсз. Економска активност је у Т3 била испод нивоа пре кризе²² – БДП за 3,9%, а НДВ за 2,6%.

Највећи негативан допринос тромесечном паду БДП-а потиче од прерађивачке индустрије и сектора трговине (по $-0,5$ п.п.). На пад активности у сектору трговине указује пад промета у трговини на мало (7,2% дсз.). С друге стране, сектор информисања и комуникација бележи позитиван допринос.

Физички обим индустријске производње у Т3 је забележио пад од 2,1% дсз., а детерминисан је падом обима производње у прерађивачкој индустрији од 3,6% дсз. (допринос $-2,1$ п.п.). Пад је остварен и у сектору рударства (4,7% дсз., допринос $-0,2$ п.п.), док снабдевање електричном енергијом, гасом и паром бележи раст од 1,0% дсз. (допринос 0,2 п.п.).

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



* Процена НБС.

Извор: РЗС и НБС.

На пад БДП-а и НДВ-а у Т3 највише је утицао пад промета у трговини.

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



* Процена НБС.

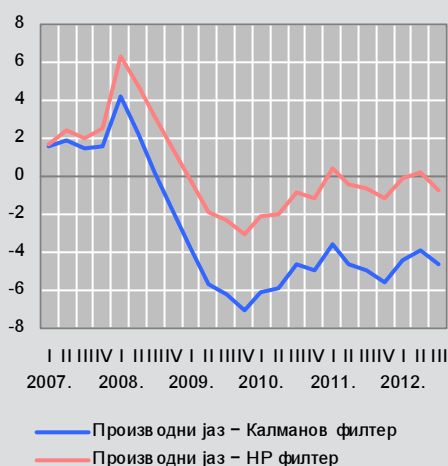
Извор: РЗС и НБС.

На м.г. нивоу највећи негативан допринос кретању БДП-а у Т3 потиче од пољопривреде.

²¹ Видети Осврт 4, стр. 38.

²² Ниво из П1 2008. године.

Графикон IV.4.3. Производни јаз
(процентуално одступање од тренда)



Извор: НБС.

Пад екстерне тражње утицао је на продубљивање негативног производног јаза у Т3.

Највећи негативан допринос паду прерађивачке индустрије дала је производња деривата нафте и основних метала. Највећи позитиван допринос, с друге стране, потиче од производње пића и фармацеутских производа.

Подаци из области индустрије и спољне трговине потврђују прве позитивне ефекте повећања производње у аутомобилској индустрији. Производња моторних возила, приколица и полуприколица забележила је у Т3 раст од 17,4% дсз. у односу на Т2. Истовремено, извоз моторних возила је порастао 53,8% дсз.

Повећање производње у аутомобилској индустрији ће у великој мери одредити кретање економске активности у наредном периоду. Позитиван допринос кретању индустрије и укупне економске активности може се очекивати и од производње основних метала,

уколико се нађе стратешки партнер за Железару Смедерево, као и од производње нафтних деривата.

Бруто додата вредност у сектору грађевинарства је, према нашим проценама, опала за 1,5% дсз., док је у сектору саобраћаја забележен раст од 0,7% дсз.

На мг. нивоу, у Т3 је настављен пад економске активности и, према прелиминарној оцени Републичког завода за статистику, износио је 2,2%. Према проценама Народне банке Србије, он је у највећој мери последица пада пољопривредне производње, који се процењује на 22,0%, и доприноси паду БДП-а са 2,3 п.п. На то указује и раст НДВ-а од 0,7% мг. у Т3.

На мг. нивоу сектор трговине је у Т3 забележио пад од 3,5% (допринос -0,4 п.п.).

Пад индустријске производње на мг. нивоу је убрзан са 3,1% у Т2 на 4,0% у Т3, при чему највећи допринос паду потиче од сектора производње основних метала и деривата нафте. Сектор информисања и комуникација наставља да остварује висок раст (11,7% мг., допринос 0,9 п.п.). Сектор грађевинарства бележи пад (1,0% мг.). Ефекат повећања производње у аутомобилској индустрији је израженији на мг. нивоу. Укупно у грани производње моторних возила, приколица и полуприколица остварен је мг. раст од 33,7%, док је само у области производње моторних возила остварен мг. раст од 312,5%.

Пад економске активности у Т3 одразио се на продубљивање негативног производног јаза, тако да у наредном периоду можемо очекивати нешто јаче дезинфлаторне притиске са стране агрегатне тражње. Међутим, с обзиром на то да у условима кризе потенцијални БДП може бити прецењен (због еродирања производних капацитета и смањења радних способности лица која су дугорочно незапослена), постоји могућност да је стварни производни јаз мањи од процењеног.²³ У том случају би дезинфлаторни притисци са стране агрегатне тражње могли бити слабији од процењених.

²³ На то указује и оцена негативног производног јаза добијена путем HP филтера, која је нижа у поређењу са оценом добијеном путем Калмановог филтера.

Осврт 4: Пад пољопривредне производње и његов утицај на ревизију раста БДП-а за 2012. и 2013. годину

Од почетка 2012. године пољопривредна производња у Србији била је изложена низу негативних шокова, од којих се два посебно истичу. У фебруару је Србију погодио талас хладног времена, који се негативно одразио на развој осетљивих сорти раног воћа (вишње, малине, трешње, кајсије) и утицао да ове културе остваре ниже приносе. Тако је производња вишања забележила пад од око 17%, а малина од око 26% у односу на претходну годину. Фебруарски талас хладног времена утицао је у мањој мери и на ниже приносе озимих житарица — пшенице и јечма. Тако је пшеница, без заштите снежног покривача, изложена ниским температурама имала принос нижи за 7,5% него у 2011. години.

Почев од друге половине јуна наступио је период високих температура и оскудних киша. Смањење влажности земљишта узроковано тиме неповољно се одразило на развој пролећних пољопривредних култура, а потом на њихове приносе. Највећу штету је претрпео кукуруз, а веома ниски приноси забележени су и код индустријског биља и воћа и поврћа. Остварени или очекивани приноси најзначајнијих пољопривредних култура у 2012. знатно су нижи не само у односу на претходну годину него и у поређењу са 10-годишњим просецима, који укључују и лоше пољопривредне сезоне из 2003. и 2007. године (табела О.4.1).

Табела О.4.1. Пројекција производње најзначајнијих пољопривредних култура (1.000 тона)

	2012.*	2011.	10-годишњи просек**	2012/2011. (у %)	2012/10-годишњи просек (у %)
Пшеница	1.921	2.076	1.998	-7,5	-3,9
Кукуруз	3.503	6.480	5.922	-45,9	-40,8
Сунцокрет	332	432	374	-23,1	-11,2
Соја	254	441	357	-42,4	-28,9
Шећерна репа	2.175	3.195	2.739	-31,9	-20,6

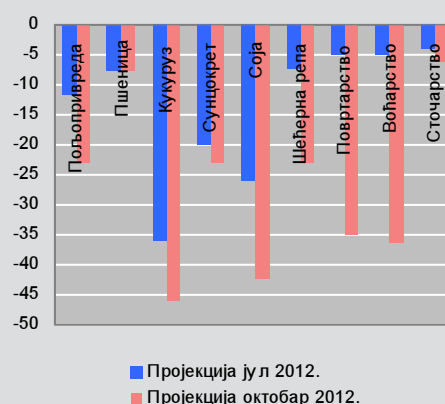
* 2002–2011.

** Пројекција РЗС-а.

Извор: РЗС.

Након што је Републички завод за статистику објавио процене о приносима најзначајнијих пољопривредних култура, Народна банка Србије је кориговала своја очекивања о паду пољопривредне производње у 2012. на 22%, што је око три пута више од до сада највећег забележеног пада у последњих десет година (7,8% у 2007). Тај пад је знатно виши и у односу на претходну пројекцију Народне банке Србије од 11,5%. Великом паду пољопривредне активности доприноси негативна кретања у свим секторима пољопривредне производње. Према последњим проценама, пад у производњи житарица износи 39,4%, а код индустријског биља 29,5% (претходне процене су -31,2% и -18,1%, респективно). Висок пад биће забележен и у повртарству, -35,0%, и воћарству, -36,3%, што је знатно испод претходне пројекције Народне банке Србије од -5,0% у оба сектора. Пад производње житарица и

Графикон О.4.1. Пољопривредна производња у 2012. години (раст у %)



Извор: РЗС.

индустријског биља вероватно ће довести и до раста цена ових култура. То ће утицати на раст трошкова у сточарству, па се и у овој области може очекивати нижа производња.

С обзиром на релативно високо учешће пољопривреде у БДП-у, пад пољопривредне производње од 22% негативно би се одразио на БДП са $-2,0$ п.п., због чега је процена раста БДП-а за 2012. ревидирана на $-2,0\%$. Велики пад пољопривредне производње у 2012. имаће за последицу и знатно снижење базе за израчунавање раста у наредној години. То значи да у 2013. пољопривреда неће допринети привредном расту једино у случају да се и тада понове ниски овогодишњи приноси. Под претпоставком остварења просечних приноса наредне сезоне, допринос пољопривреде привредном расту у 2013. био би око 1,5 п.п.

Поред негативног доприноса економској активности, пад пољопривредне производње оставиће негативне последице и на спољнотрговинску активност. Будући да су неке пољопривредне културе (кукуруз, малине, јабуке) у врху извозних производа, знатно нижи приноси тих култура смањиће извозни потенцијал Србије. Највећи пад ће бити забележен у извозу кукуруза, који је други на листи извозних производа и чији је извоз у маркетиншкој 2011/2012. години¹ износио 2,3 млн тона, односно око 450 млн евра. Према последњој процени Републичког завода за статистику, овосезонска производња кукуруза процењује се на око 3,5 млн тона, а укупно расположива количина заједно с прелазним залихама из претходне године износи око 4 млн тона (за око 3 млн тона мање него претходне године). У таквим условима, за извоз би остало око 200.000 тона – десет пута мање него у претходној години. Под претпоставком да извозна цена током наредног периода буде на нивоу тренутне од око 250 евра по тони, вредност извоза би износила максимално 50 млн евра, што је знатно мање него претходне године. Поред тога, значајни извозни производи Србије су и малине и јабуке. Њихова производња је ове године нижа за 26% и 40%, респективно, што би се могло одразити и на нижи извоз ових производа.

¹ Маркетиншка година у пољопривредној производњи разликује се од календарске године и у случају кукуруза обухвата период од почетка октобра претходне до краја септембра текуће године.

5. Кретања на тржишту рада

Зараде

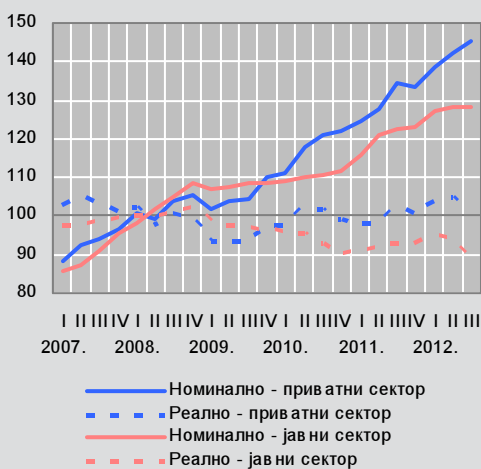
У ТЗ је забележен номинални и реални пад просечне нето зараде у односу на претходно тромесечје. Јединични трошкови рада у индустрији су у благом порасту.

Пад економске активности и раст инфлације негативно су се одразили на кретање просечне зараде и у приватном и у јавном сектору. Према дсз. подацима, просечна нето зарада је у ТЗ номинално пала у односу на претходно тромесечје за 0,3%, а реално за 5,3%. Просечна нето зарада је реално мања за 3,2% у приватном и за 5,8% у јавном сектору.

Реалан дсз. пад забележиле су просечне нето зараде у свим делатностима, пре свега у грађевинарству и информисању и комуникацијама.

У односу на исти период претходне године, просечна нето зарада је номинално порасла, али је њен раст

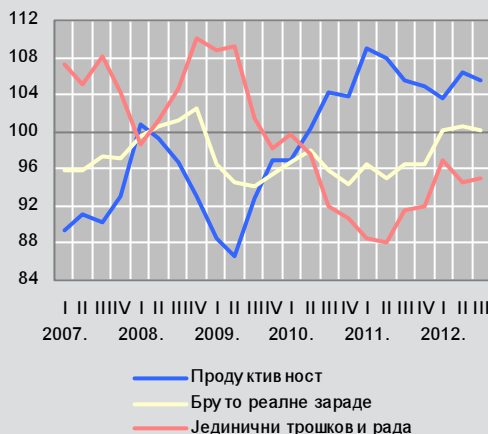
Графикон IV.5.1. Кретање просечних нето зарада
(дсз. подаци, П1 2008 = 100)



Извор: РЗС.

Просечна нето зарада у ТЗ је реално опала и у јавном и у приватном сектору.

Графикон IV.5.2. Кретање продуктивности, бруто реалних зарада и јединичних трошкова рада у индустрији
(дсз. подаци, П1 2008 = 100)



Извор: РЗС.

Нешто бржи пад продуктивности рада од пада бруто реалних зарада утицао је на раст јединичних трошкова рада у индустрији.

успорен у односу на претходно тромесечје (са 9,7% на 6,2%). Реално је просечна нето зарада мања за 1,6%. Притом, реални пад просечне нето зараде био је израженији у јавном (-4,8%) него у приватном сектору (-1,2%).

Просечна нето зарада запослених у Републици Србији у ТЗ износила је 41.181 динара.

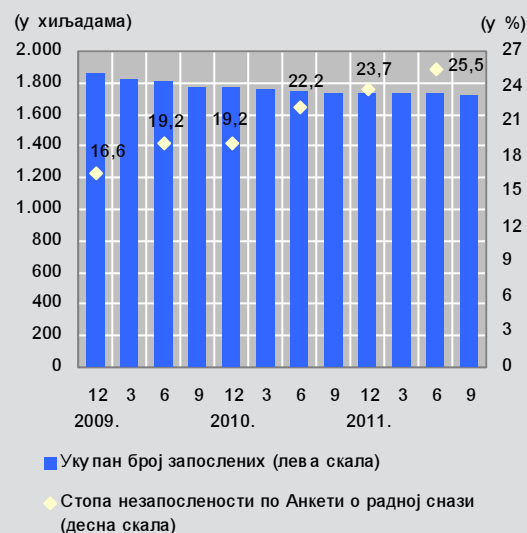
Јединични трошкови рада у индустрији забележили су раст у ТЗ (0,9% дсз.), као резултат нешто бржег пада продуктивности од пада бруто реалних зарада. С друге стране, јединични трошкови рада у прерађивачкој индустрији су знатно мањи (-12,6% дсз.), захваљујући томе што је раст продуктивности био праћен падом бруто реалних зарада.

Запосленост

Као последица пада економске активности, број запослених у ТЗ је мањи него у претходном тромесечју.

²⁴ Запослени који имају заснован радни однос с послодавцем (правна лица и приватни предузетници) на основу уговора о раду. Запосленима се не сматрају лица која раде на основу уговора о делу или уговора о обављању привремених и повремених послова.

Графикон IV.5.3. Запосленост и стопа незапослености



Извор: РЗС.

Пад броја запослених је настављен у ТЗ.

Према подацима истраживања РАД Републичког завода за статистику, број формално запослених²⁴ је током ТЗ смањен за 5.000 лица и износи 1.725.209 лица. Наставак пада броја запослених, након незнатног повећања у претходном тромесечју, могао се очекивати по основу смањења економске активности и неповољних карактеристика тржишта рада.

Број запослених је опао током ТЗ у свим делатностима јавног сектора (2.484 лица) осим у државној управи и обавезном социјалном осигурању. Поред тога, знатније смањење запослености забележено је у индустрији, пре свега у прерађивачкој (1.915 лица). Међутим, у финансијској делатности и осигурању, као и у државној управи и обавезном социјалном осигурању, бележи се, иако скромно, највећи пораст броја запослених (317 лица и 288 лица, респективно).

У односу на исти период прошле године, пад броја формално запослених је у ТЗ успорен на 0,7% (са 1,1 у Т2), због успоравања пада запослености код предузетника.

Резултати новембарске Анкете о радној снази и даље нису расположиви, али се очекује да ће стопа незапослености од 25,5%, коју је забележила априлска Анкета о радној снази, бити повећана.

Да су кретања на тржишту рада неповољна указују и подаци о даљем расту броја корисника новчане накнаде за незапослене.²⁵ Тај број је у ТЗ повећан на 68.240 лица, што је 2.748 лица (август) више него у претходном тромесечју.

6. Међународно окружење

Међународно окружење у ТЗ карактерише неизвесност у погледу решавања кризе јавног дуга и продужетак рецесионих притисака, али и извесан оптимизам због одлучности ЕЦБ-а да очува зону евра.

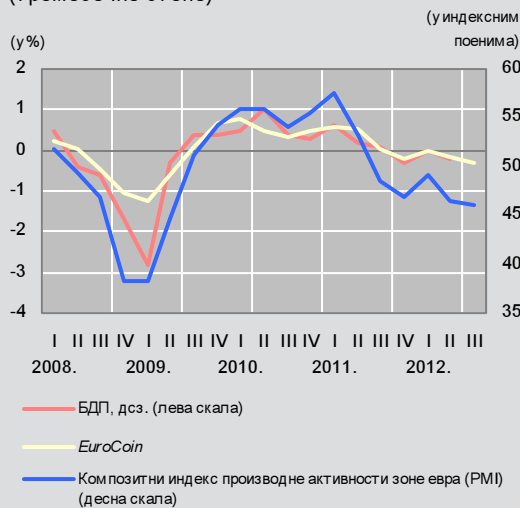
Иако криза у зони евра не јењава, током ТЗ учињени су одређени кораци који уливају додатно поверење да ће она остати јединствена и успети да се избори с кризом. Наиме, постигнут је договор о увођењу јединственог супервизора банака у оквиру зоне евра следеће године, а Европском стабилизационом механизму дата је дозвола за директну докапитализацију банака. Охрабрујуће делују и најаве додатних неконвенционалних мера ЕЦБ-а с циљем да се, путем откупа државних обвезница најугроженијих земаља унутар зоне, утиче на смањење њихових приноса и тиме олакшају услови под којима се те земље задужују²⁶.

И поред позитивне реакције финансијских тржишта на те вести и јачања евра, главни макроекономски показатељи за зону евра се погоршавају. После стагнације у Т1, у Т2 је забележен пад БДП-а од 0,2%. Рани индикатори раста економске активности PMI и Eurocoin указују на вероватан пад у Т3, а тиме и улазак зоне евра у техничку рецесију. Уз фискално прилагођавање, које је означено као основна препрека, и даље рестриктивни услови кредитирања наводе се као снажна сметња привредном расту. Незапосленост је и даље висока и наставља да расте (11,6% у септембру), а за регион се очекује пад економске активности у 2012. и стагнација у 2013. години.

²⁵ Право на новчану накнаду има незапослено лице које је било обавезно осигурано за случај незапослености најмање 12 месеци непрекидно или с прекидима у последњих 18 месеци. Право на новчану накнаду траје од 3 месеца до 12 месеци, у зависности од стажа осигурања.

²⁶ Програм *Outright Monetary Transactions* предвиђа откуп државних обвезница на секундарном тржишту с роком од једне до три године, уз обавезу влада земаља чланица да се строго придржавају преузетих обавеза и да се за помоћ званично обрате путем Европског стабилизационог механизма.

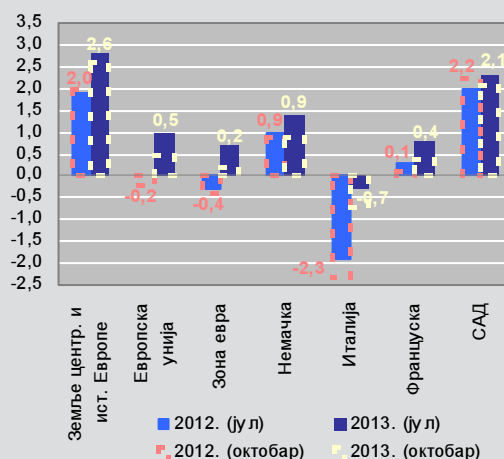
Графикон IV.6.1. Кретање БДП-а и индикатора економске активности зоне евра (тримесечне стопе)



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

Индикатори указују на наставак пада економске активности у ТЗ.

Графикон IV.6.2. Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2012. и 2013. годину ММФ-а* (у %)



* Ревизија у односу на јулски World Economic Outlook Update.

Извор: ММФ WEO (октобар 2012) и ММФ WEO Update (јул 2012).

Прогнозе привредног раста додатно су кориговане надоле.

ММФ је у октобру ревидирао прогнозу привредног раста зоне евра за ову годину са $-0,3\%$ на $-0,4\%$, док је прогноза за 2013. смањена са $0,7\%$ на $0,2\%$. Иако су те прогнозе засноване на претпоставкама да ће бити предузете хитне мере како би се умањила неизвесност на финансијским тржиштима, за већину земаља оне су песимистичније од оних из јула. Тако се за Немачку очекује раст од по $0,9\%$ у 2012. и 2013²⁷, док се за Италију очекује већи пад за $0,4$. п.п., на $-2,3\%$, у 2012. и $-0,7\%$ у 2013.

Према очекивањима *Consensus Forecast*-а из октобра, зону евра очекује пад економске активности од $0,5\%$ у 2012. и раст од $0,2\%$ у наредној години. Притом, највећи пад активности предвиђа се за Грчку, Португал и Италију ($-6,7\%$, $-3,3\%$ и $-2,4\%$, респективно). Пад за те земље очекује се и у 2013, при чему ће за Италију бити блажи. Немачка привреда је успорила раст у Т2 на $0,3\%$. Индикатор раста економске активности Немачке (*PMI Composite*) повољнији је у септембру него у августу, али је индекс пословне климе (*IFO*) у паду шести месец заредом и на најнижем нивоу од фебруара 2010. То указује да ће економска активност у Немачкој највероватније пасти у Т3, док се на нивоу године очекује раст од $0,8\%$.

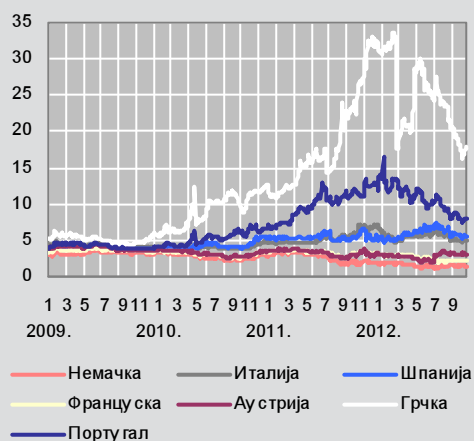
Рејтинг агенција *Moody's* је у јулу смањила кредитни рејтинг Италије и променила изгледе за одржавање рејтинга Немачке, Холандије и Луксембурга, а у септембру и изгледе ЕУ, позивајући се на негативне изгледе ААА чланица, које највећим делом учествују у буџету Уније. *Standard&Poor's* је променио изгледе Грчке на негативне у августу и снижио кредитни рејтинг Шпаније у октобру.

Истовремено, због рецесионих притисака у зони евра, ЕЦБ је почетком јула референтну стопу смањила на $0,75\%$, а могућност пада економске активности у региону у Т4 утицала је да тржишта очекују даље смањење референтне стопе до краја године. Пошто је три месеца била непромењена, стопа инфлације је повећана у августу на $2,6\%$ мг. и на том нивоу је остала и у септембру, да би у октобру била смањена на $2,5\%$. Раст инфлације резултат је пре свега раста цена енергената и повећања ПДВ-а у неким земљама. Према очекивањима ЕЦБ-а, инфлација ће се у 2013. спустити испод 2% .

Током Т3 приноси на државне ХоВ земаља зоне евра, пре свега презадужених, бележе пад. На такав тренд кретања утицале су изјаве званичника ЕЦБ-а да ће

²⁷ Претходне прогнозе износиле су $1,0\%$ и $1,4\%$, респективно.

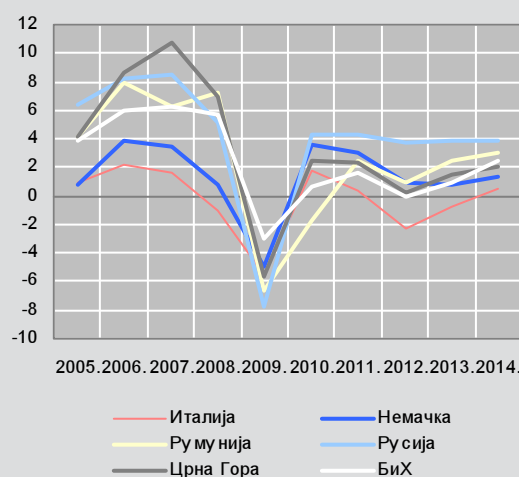
**Графикон IV.6.3. Принос на државне
обвезнице земаља зоне евра**
(дневни подаци, у %)



Изв ор: Блү мберг.

Најаве новог програма помоћи ЕЦБ-а најугроженијим чланицама зоне евра највише су утицале на пад приноса на државне ХоВ.

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



Извор: ММФ WEO (последни расположиви)

Опоравак наших главних спољнотрговинских партнера очекује се тек од 2013. године.

учинити све како би очували евро, најаву новог програма откупа државних обвезница ради смањивања трошкова zadужivanja, као и повољне вести о резултатима финансијских реформи у неким проблематичним земљама зоне.

И у региону централне и источне Европе очекује се успорен, а у неким и негативан привредни раст. Прогнозе раста на средњи рок оптерећене су неизвесношћу због тога што предузете мере штедне отежавају повратак на одржив привредни раст. Од важнијих спољнотрговинских партнера Србије, највећи раст у 2012. предвиђа се за Русију (3,7%). За БиХ се предвиђа стагнација, док се смањење очекује у Словенији, Хрватској, Мађарској и Чешкој. У Пољској, која је до сада одолевала утицају кризе, битно је успорен раст БДП-а у Т2 (0,4%), али се и даље очекује раст од 2,4% у овој години.

У већини земаља централне и источне Европе забележено је повећање инфлаторних притисака у ТЗ највише због раста цене хране и нафте. До краја октобра две централне банке у региону смањиле су референтне стопе – Мађарска у три наврата, на тренутни ниво од 6,25%, и Чешка једанпут, на 0,25%,

zbog ulaska u recesiju. Takođe, u narednom periodu postoje veći izgledi da će se u regionu voditi ekspanzivnija monetarna politika.

Према ревидираној процени, америчка привреда је убрзала мг. раст у Т3 у односу на Т2, са 1,3% на 2,0%. Тај ниво раста је недовољан да би омогућио брже отварање нових радних места, што се и даље сматра највећом препреком опоравка привреде САД. Иако је стопа незапослености у септембру смањена на 7,8%, то не представља сигнал опоравка тржишта рада, будући да смањење потиче од већег прихватања хонорарних послова и одустајања незапослених од тражења посла. У намери да подржи привредни опоравак ФЕД је одлучио да започне нову рунду квантитативних олакшица (*QE3*) путем откупа хипотекарних ХоВ. Према најавама, ФЕД ће откупљивати обвезнице у износу од 40 млрд долара месечно, без унапред одређеног краја операције, све док то економска ситуација буде захтевала. Таквој одлуци иде у прилог и прихватљив ниво инфлације, који је у септембру износио 2,0% мг. Такође, најављено је да ће референтна стопа бити држана на ниском нивоу до средине 2015. Претходна мера откупа државних ХоВ под називом *Operation Twist*

биће завршена крајем године, као што је и планирано. Уз наставак откупа ХоВ, остављена је и могућност увођења додатних мера, ако се стање на тржишту рада не поправи.

Након кретања на релативно стабилном нивоу (око 1,23 долара за евро), курс евра према долару почео је да јача крајем августа, да би у септембру достигао ниво од 1,31 долара за евро. Тржиште валута позитивно је реаговало на договор о новом програму откупа државних обвезница презадужених земаља

зоне евра, а томе је допринела и решеност званичника ЕЦБ-а да се евро сачува. Одлука ФЕД-а о новој рунди квантитативних олакшица такође је утицала на раст вредности евра у односу на долар.

Цена злата је у ТЗ порасла за око 10%, највише као резултат продужетка мера експанзивне монетарне политике централних банака развијених земаља, слабљења долара према еврџ, снижене прогнозе глобалног привредног раста и наставка кризе у зони евра.

V. Пројекција инфлације

Међугодишња инфлација ће у Т4 наставити да расте због трошковних притисака на цене хране, узрокованих лошом пољопривредном сезоном, очекиваног раста регулисаних цена и повећања ПДВ-а и акциза, уз ефекат врло ниске прошлогодишње базе. С доласком нове пољопривредне сезоне, и уз ниску агрегатну тражњу, од Т2 2013. уследиће њен пад, тј. повратак ка границама дозвољеног одступања од циља, у којима ће се наћи до краја 2013. године. Ниска агрегатна тражња остаје главни фактор који ће успоравати раст цена у средњем року. Ризици остварења пројекције инфлације односе се пре свега на кретање цена примарних производа, првенствено пољопривредних, и регулисаних цена, као и развој ситуације у међународном окружењу.

Знатно лошија пољопривредна сезона од очекиване утицала је на ревизију раста БДП-а у 2012. години са –0,5% на –2,0%. У 2013. години БДП би требало да оствари раст од 2,5%, чему ће највише допринети нето извоз.

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

У складу са очекивањима изнетим у августовском Извештају о инфлацији, мг. инфлација је у Т3 наставила да расте и премашила је горњу границу дозвољеног одступања од циља. Раст бржи од пројектованог последица је знатно лошије пољопривредне сезоне него што се првобитно очекивало, тј. релативно већег раста цена хране. У септембру је мг. инфлација износила 10,3%, при чему су расту од 7,6 п.п. (у поређењу са априлским минимумом од 2,7%) цене хране допринеле с више од 80,0% (6,2 п.п.).

Инфлација је у Т3 износила 4,2%. Иако су раст цена забележиле и остале компоненте ИПЦ-а, највећи допринос тромесечној инфлацији потиче од цена хране. Цене свежег меса наставиле су да бележе високе стопе раста, али је раст цена регистрован и код воћа и поврћа иако је то неуобичајено за Т3. У оквиру прерађене хране, највише су поскупеле основне

животне намирнице, услед раста цена сировина за њихову производњу. Поред суше, расту цена примарних пољопривредних производа на домаћем тржишту допринео је и раст тих цена на светском тржишту (према *FAO Food Price Index*).

Инфлациона очекивања финансијског сектора су од јуна у порасту и изнад горње границе дозвољеног одступања од циља за наредну годину. Према последњим анкетама, та очекивања за годину дана унапред налазе се на нивоу од 7,2% (агенција Блумберг), односно 8,0% (агенција Ипсос). Ипак, иако је инфлација од априла до септембра порасла за 7,6 п.п., пораст инфлационих очекивања у истом периоду био је знатно мањи (1,2 п.п. према анкети агенције Блумберг и 3,0 п.п. према анкети агенције Ипсос).

Динар је у Т3 ослабио 2,7% према евр²⁸. Међутим, депрецијацијски притисци карактерисали су само прву половину тромесечја, а били су узроковани смањењем кредитног рејтинга Србије (агенција

²⁸ Просечна депрецијација у периоду.

Standard&Poor's), променом изгледа са стабилних на негативне (агенција *Fitch*), растом премије ризика земље и неизвесношћу у погледу динамике и степена фискалне консолидације. Ти фактори одразили су се на смањење улагања страних инвеститора у државне ХоВ и мањи прилив страног капитала. Од друге половине августа депрецијацијски притисци су заустављени. У септембру је динар и ојачао према евра, на шта је, поред пада премије ризика земље и већег прилива капитала из иностранства, утицао и почетак одобравања субвенционисаних кредита привреди, као и мере Народне банке Србије.

Народна банка Србије је у Т3 наставила с повећањем рестриктивности монетарне политике. Референтна каматна стопа је повећана за по 0,25 п.п. у јулу и августу, а затим и у октобру и новембру за 0,25 п.п. и 0,20 п.п. и сада износи 10,95%. Такође, Народна банка Србије је у августу изменила регулативу о обавезној резерви банака, повећававши проценат динарског издавања девизне обавезне резерве. Иако је и у Т3 интервенисала на МДТ-у ради спречавања прекомерних дневних осцилација курса динара, обим интервенција (59,5 млн евра) био је знатно нижи у поређењу с прва два тромесечја.

Премија ризика земље (мерена *EMBI*) у Т3 је забележила пад за 30 б.п. у односу на Т2, али је он био знатно нижи него код осталих посматраних земаља у региону. За разлику од регионалних тенденција, премија ризика Србије порасла је у јулу и августу због снижавања кредитног рејтинга и промене изгледа рејтинга са стабилних на негативне. Међутим, од септембра је у паду, с једне стране као резултат глобалних фактора (трећи круг квантитативних олакшица ФЕД-а), а с друге захваљујући опредељености Владе да спроведе фискалну консолидацију, која је наишла на позитивну реакцију страних инвеститора. У складу с тим, у септембру је успешно реализована друга емисија државних еврообвезница (1,0 млрд долара) на међународном финансијском тржишту и по нижој стопи него у претходној години. На крају октобра, индекс *EMBI* за Србију износио је 493 б.п.

Фискална политика је у Т3 била мање експанзивна него у Т2. Поред тога, Влада је крајем септембра усвојила ребаланс буџета којим ће консолидовани дефицит у текућој години бити смањен на 6,8% БДП-а. Осим што је повећала општу стопу ПДВ-а (са 18% на 20%), Влада је и изменила посебна фискална правила којима се ограничава раст пензија и зарада у јавном сектору, укинула већи број такси и парафискалних намета, као и поједине агенције и сл.

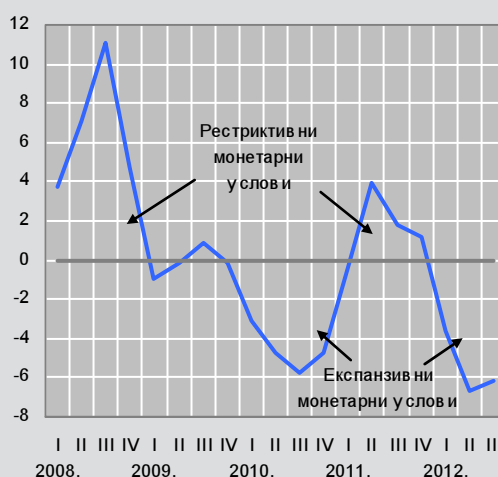
Објавила је такође Нацрт фискалне стратегије, који предвиђа смањење буџетског дефицита на 1,0% БДП-а у 2015. години.

Процењује се да је БДП у Т3 опао за 1,1% дсз., док је на мг. нивоу убрзао пад са 0,8% на 2,2%. Пад БДП-а последица је пада домаће тражње, пре свега државне потрошње, али и приватне потрошње и инвестиција. С друге стране, позитиван допринос БДП-у у Т3 требало би да да нето извоз, захваљујући расту производње у аутомобилској индустрији.

У складу с падом БДП-а и екстерне тражње из зоне евра, негативан производни јаз је у Т3 повећан, што указује да ће дезинфлаторни притисци по основу тражње карактерисати и наредни период.

Међународно окружење у Т3 карактерисала је неизвесност у погледу решења кризе јавног дуга и продужетак рецесионих притисака. Ипак, изјаве званичника ЕЦБ-а да ће учинити све како би се очувао евро, најава новог програма откупа државних обвезница, као и повољне вести о резултатима финансијских реформи у појединим земљама зоне евра, утицале су на то да приноси на ХоВ високозадужених земаља те зоне забележе пад. С друге стране, главни макроекономски показатељи за зону евра су погоршани. Незапосленост наставља да расте, а индикатори економског раста (*PMI* и

Графикон V.0.1. Монетарни услови
(у %)



Извор: НБС.

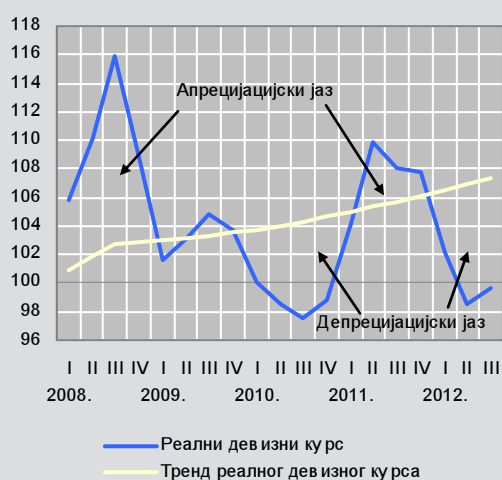
Монетарни услови су и у Т3 били експанзивни, али мање него у претходном тромесечју.

Eurocoin) указују на вероватан пад БДП-а зоне евра у Т3, што би значило улазак те зоне у рецесију. У таквим условима, ЕЦБ је почетком јула наставила са ублажавањем монетарне политике снижавањем референтне каматне стопе на досад најнижи ниво (0,75%), а тржишта очекују наставак смањења те стопе до краја године.

Цена сирове нафте на светским берзама је у Т3 забележила раст, пре свега због нешто мање производње на глобалном нивоу и очекиваних, односно усвојених мера ФЕД-а и ЕЦБ-а усмерених на подстицање економског раста. Инфлаторно дејство тог фактора на цене нафтних деривата на домаћем тржишту појачано је слабљењем динара према долару (5,1% у Т3, у просеку).

Монетарни услови су и у Т3 били експанзивни, али мање него у Т2. На то је утицало одређено сужавање депрецијацијског јаза реалног девизног курса, што би у наредном периоду могло да ослаби притиске на раст маргиналних трошкова нето увозника. Сужавање депрецијацијског јаза резултат је брже реалне апрецијације динара у односу на тренд. Реална каматна стопа се и у Т3 кретала око неутралног нивоа. Иако је каматна стопа на међубанкарском тржишту новца (*1W BELIBOR*) повећана више од инфлационих очекивања, у истој мери је, услед раста премије ризика земље, повећан и тренд реалне каматне стопе.

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



Извор: НБС.

Депрецијацијски јаз реалног девизног курса је смањен у Т3.

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



Извор: НБС.

Реална каматна стопа се у Т3, као и у претходном тромесечју, кретала око неутралног нивоа.

Претпоставке пројекције

Екстерне претпоставке

У текућој средњорочној пројекцији инфлације, претпоставка о расту БДП-а зоне евра у 2012. години остала је непромењена у односу на августовску пројекцију, тј. претпоставља се пад БДП-а од 0,5%. Међутим, очекивани опоравак у 2013. је даље ублажен, са 0,5% на 0,2%. Већина земаља зоне евра имаће обавезу да спроведе фискалну консолидацију, што ће, уз неизвесност у погледу даљег развоја кризе јавног дуга и пооштрене услове кредитирања, у кратком року утицати на пад домаће тражње. Наниже је коригован очекивани раст БДП-а у 2013. години Немачке и Италије, главних спољнотрговинских партнера Србије у зони евра.

Према пројекцији ЕЦБ-а, инфлација би у 2013. години у зони евра требало да падне испод 2,0%, а тржишта (због актуелних рецесионих притисака) очекују да ЕЦБ до краја године референтну каматну стопу снизи на 0,5%. Очекивани скроман раст економске активности и добро усидрена дугорочна инфлациона очекивања требало би да допринесу да у наредном периоду притисци на цене у зони евра не буду изражени.

Након снажног раста у 2012, светске цене примарних пољопривредних производа, према нашој процени,

имаће знатан пад с доласком нове пољопривредне сезоне. На то указују и цене фјучерса на примарне пољопривредне производе.

Због раста цена нафте у Т3, претпоставка о цени уралске нафте на крају године незнатно је коригована навише. С друге стране, с обзиром на очекивано кретање глобалне тражње, очекујемо благ пад цене те нафте до краја 2013. године.

Интерне претпоставке

Текућа средњорочна пројекција инфлације заснива се на претпоставци да ће регулисане цене имати врло висок раст у Т4.²⁹ Посматрано на мг. нивоу, очекује се да регулисане цене највећи раст остваре у Т2 2013. године.

Према нашој пројекцији, раст регулисаних цена у 2013. години (8,4%) требало би да буде спорији у односу на 2012. (10,5%).

Табела V.0.1. Претпоставке пројекције				
(у заградама су дате промене у односу на претходну пројекцију)				
	2012.		2013.	
Екстерне претпоставке				
Инфлација у зони евра (Т4 на Т4)	2,2%	(+0,2)	1,8%	(+0,1)
Референтна каматна стопа ЕЦБ (на крају године)	0,5%	(-)	0,5%	(-)
Раст БДП-а у зони евра	-0,5%	(-)	0,2%	(-0,3)
Цена уралске нафте по барелу (крај године, у USD)	110	(+5)	105	(-)
Интерне претпоставке				
Регулисане цене (дец. на дец.)	10,5%	(+1,2)	8,4%	(+1,2)
Трендови				
Апрецијацијски тренд реалног курса (просек)	1,9%	(-0,1)	2,1%	(-0,1)
Тренд реалне камате (просек)	4,4%	(-0,2)	3,2%	(-0,4)
Извор: НБС.				

Пројекција инфлације

Иако ће месечне стопе инфлације од новембра бити у паду, мг. инфлација ће у наредним месецима наставити да расте. Разлог је ниска база, тј. ниске

месечне стопе инфлације у одговарајућим периодима претходне године.

Међугодишња инфлација би свој максимум требало да достигне у марту или априлу 2013. године и након тога да започне повратак у границе дозвољеног одступања од циља крајем 2013. године.

На раст инфлације у наредним месецима утицаће пре свега цене хране и регулисане цене. Ефекти депрецијације динара из прве половине године у највећој мери су се исцрпили, а након јачања динара последњих месеци не очекујемо инфлаторне притиске по основу девизног курса. Другим речима, у наредном периоду не треба очекивати притиске на инфлацију по основу реалних увозних трошкова, који су до сада били високи због слабљења динара у првој половини године.

Притисци на цене хране узроковани трошковним притисцима у производњи прерађене хране биће присутни до наредне пољопривредне сезоне.

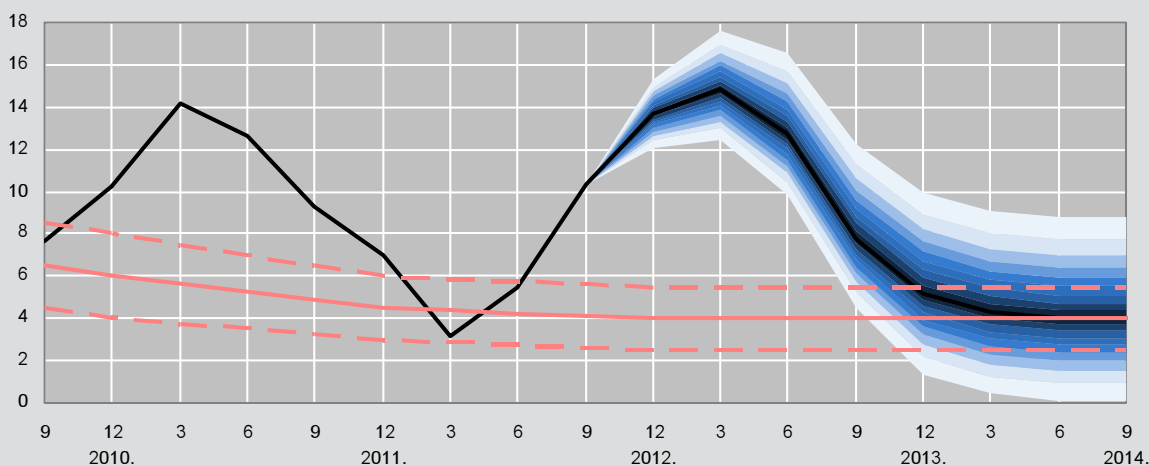
У наредним месецима вероватан је и снажнији раст појединих регулисаних цена, који ће компензовати изостанак раста ових цена у претходном периоду. На раст регулисаних цена у П1 2013. утицаће у највећој мери очекивана корекција цене електричне енергије, а свој максимум мг. регулисана инфлација достићи ће у Т2 2013, као последица ниске базе у истом тромесечју 2012. (раст регулисаних цена од свега 0,1%).

Очекиваном паду мг. инфлације од Т2 2013. допринеће у највећој мери почетак нове пољопривредне сезоне, тј. пад цена пољопривредних производа, које су тренутно на изузетно високом нивоу. У складу са очекиваним падом светских цена примарних пољопривредних производа (пшеница, кукуруз итд.) следеће године, очекујемо да и цене примарних пољопривредних производа на домаћем тржишту почну да падају. На пад инфлације најпре ће директно утицати цене воћа и поврћа (нарочито у мају и јуну), док ће пад цена примарних пољопривредних производа имати постепен утицај кроз пад трошкова производње прерађене хране.

Успоравању раста цена у великој мери допринеће и изузетно ниска агрегатна тражња. Негативни производни јаз, као њен индикатор, смањиваће се тек са опоравком привреде зоне евра, који ће уследити од 2014. године.

²⁹ У пројекцију је укључен октобарски раст цена градског превоза, комуналија и цигарета, као и очекивани раст цене лекова у децембру.

Графикон V.0.4. Пројекција инфлације
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

Међугодишња инфлација је у порасту од Т2 2012. и максимум би требало да достигне у марту или априлу 2013. године. Након тога ће уследити њен постепени пад и повратак у границе дозвољеног одступања од циља до краја 2013. године. Пројекција је асиметрична навише због могућег мањег од очекиваног пада цена примарних производа и већег раста регулисаних цена од очекиваног.

Овај тип графика приказује различите вероватноће остварења пројекције инфлације у наредних осам тромесечја. Централна пројекција је у најтањем делу графика 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%.

Централна пројекција раста БДП-а у 2012. години (пад од 0,5%), објављена у августовском Извештају о инфлацији, ревидирана је наниже (пад од 2,0%) због знатно лошијих резултата овогодишње пољопривредне производње од очекиваних. Према очекивањима Народне банке Србије, пољопривредна производња забележила је у 2012. пад од око 22,0%.³⁰ Посматрано с расходне стране, та пројекција се заснива, као и раније, на споријем привредном опоравку главних спољнотрговинских партнера Србије у односу на очекивани, што ће се одразити на пад извозне тражње и домаћих инвестиција. Упркос томе, нето извоз би у 2012. години требало позитивно да утиче на БДП, као резултат раста производње у аутомобилској индустрији и слабљења динара у претходном периоду. Такође, позитиван допринос овогодишњем БДП-у даће потрошња и инвестиције државе, због фискалне експанзије у ПП. С друге стране, приватне инвестиције и потрошња домаћинстава ће вероватно бити у паду.

Након пада у 2012. години, БДП би у 2013. требало да оствари раст од 2,5%, чему ће највише допринети нето извоз. На раст БДП-а у 2013. снажно ће утицати три фактора с једнократним дејством – ниска база у пољопривредној производњи и раст производње у аутомобилској и у нафтној индустрији.

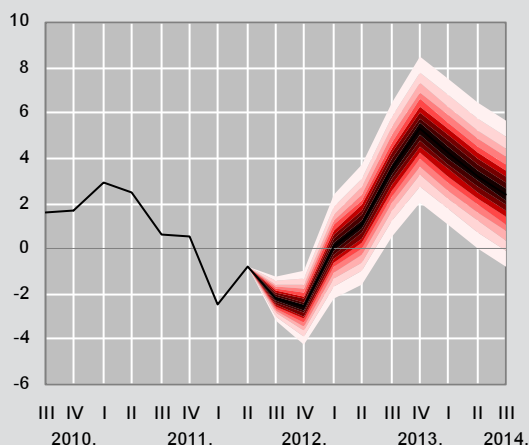
Распон пројекције раста БДП-а је симетричан, тј. вероватноћа одступања навише и наниже је подједнака. Ризици остварења пројекције односе се на брзину опоравка зоне евра и ефекте производње аутомобилске индустрије на БДП, с обзиром на неповољну конјунктуру тржишта ЕУ.

Ризици остварења пројекције

Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације односи се пре свега на кретање светских и домаћих цена примарних пољопривредних производа,

³⁰ Видети Осврт 4, стр. 38.

Графикон V.0.5. Пројекција раста БДП-а
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

Економска активност ће у 2012. забележити пад од 2,0%, док се у 2013. очекује њен опоравак (раст од 2,5%).

цена нафте на светском тржишту и регулисаних цена. У одређеној мери, ризици остварења пројекције односе се и на развој ситуације у међународном окружењу.

Текућа пројекција инфлације заснива се на претпоставци просечне пољопривредне сезоне следеће године и паду домаћих и светских цена примарних пољопривредних производа. Међутим, уколико би следећа пољопривредна сезона била лошија од просечне, притисци на цене хране и даље би били присутни. Такође, евентуално заоштравање геополитичких тензија могло би проузроковати раст цене нафте на светском тржишту следеће године. То би подстакло притиске на раст цена нафтних деривата на домаћем тржишту.

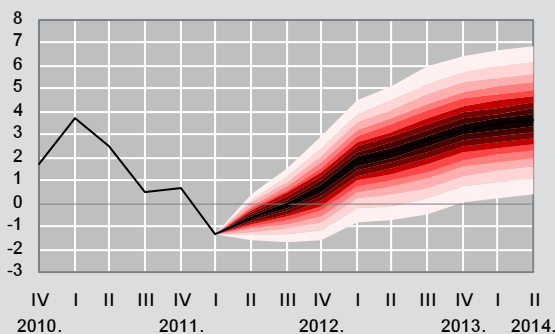
Уколико регулисане цене следеће године остваре већи раст од очекиваног, то би се одразило на спорији пад мг. инфлације.

У случају да се не поврати поверење инвеститора у одрживост јавних финансија појединих чланица зоне евра, могуће је погоршање кризе у тој зони, што би за Србију значило мању могућност извоза и раст премије ризика. Домаћи фискални ризици су, након најављеног програма фискалне консолидације, знатно смањени, а потврду кредибилности програма економске политике дао би и очекивани наставак аранжмана с ММФ-ом.

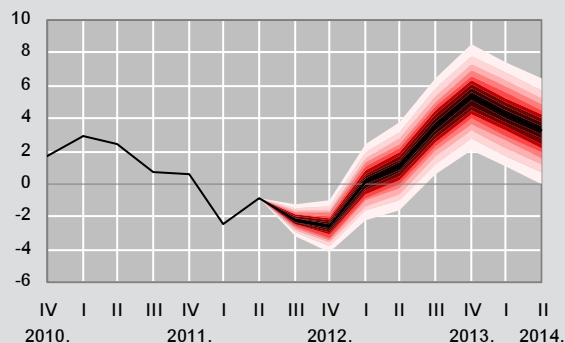
Узимајући у обзир ризике пројекције, наша процена је да су они асиметрични навише.

Графикон V.0.6. Поређење текуће с претходном пројекцијом раста БДП-а

Августовска пројекција
(мг. стопе, у %)



Новембарска пројекција
(мг. стопе, у %)



Нова пројекција мг. раста БДП-а нижа је у 2012. због лошије пољопривредне сезоне од очекиване. На раст БДП-а у 2013. утицаће првенствено ниска база у пољопривредној производњи и раст производње у аутомобилској индустрији.

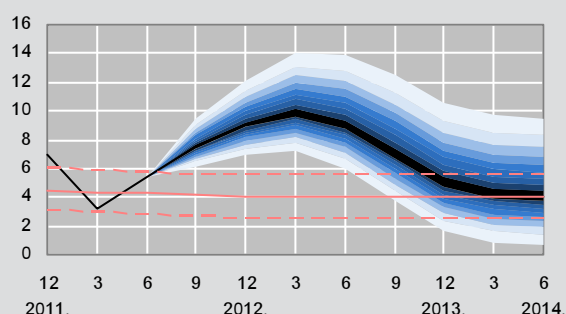
Поређење и остварење пројекција

Нова пројекција инфлације виша је у односу на пројекцију из августовског Извештаја о инфлацији у готово целом периоду пројекције, пре свега због

првенствено од кретања цена примарних производа, пре свега пољопривредних, као и од развоја ситуације у међународном окружењу.

Графикон V.0.7. Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације

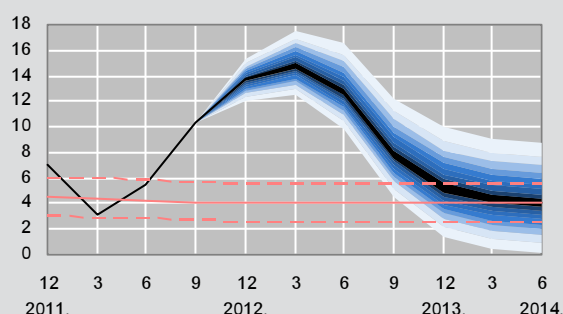
Августовска пројекција
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

Нова пројекција инфлације је у односу на пројекцију из августа 2012. виша у 2013. години.

Новембарска пројекција
(мг. стопе, у %)



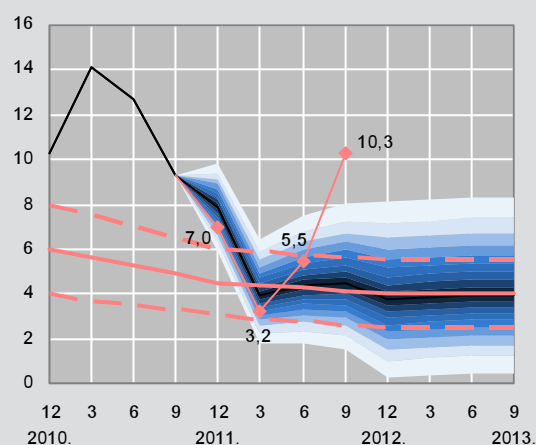
знатно већег раста цена прехранбених производа и изостанка уобичајеног сезонског пада цена воћа и поврћа у Т3, као и очекиваног већег раста регулисаних цена у Т4 2012. Распон пројекције у средњем року је ужи због смањене неизвесности по основу фискалне политике након најаве програма фискалне консолидације.

Међугодишња инфлација се до Т3 2012. кретала унутар граница распона пројекције објављене у Извештају о инфлацији у новембру 2011. године. После тога је, због пољопривредног шока и високог раста цена примарних пољопривредних производа, уследио знатан раста цена хране и, по том основу, раст инфлације изнад горње границе распона пројекције.

Реакција монетарне политике у наредном периоду

Мере монетарне политике које ће Народна банка Србије предузети у наредном периоду зависиће

Графикон V.0.8. Остварење пројекције инфлације из новембра 2011. године (мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

Међугодишња инфлација је у Т3 изашла изван граница распона пројекције из новембра 2011. године.

Табела А

Индикатори екстерне позиције Србије

	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	I 2012.	II 2012.	III 2012.
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ ЛИКВИДНОСТИ (у %)													
Девизне резерве/увоз робе и услуга (у месецима)	4,1	4,7	3,9	6,1	9,0	7,2	5,2	9,4	8,1	8,7	7,9	7,1	6,9
Девизне резерве/краткорочни дуг	360,7	535,6	702,2	519,2	941,7	917,5	380,8	528,8	546,4	1.860,8	1.914,1	2.970,6	2.710,7
Девизне резерве/БДП	13,6	16,4	16,3	24,2	38,7	33,8	25,0	36,6	35,7	38,7	35,6	33,4	33,1
Отплата дуга/БДП	1,4	2,0	3,9	4,7	7,0	10,1	10,6	11,5	12,3	13,1	12,3	14,5	10,6
Отплата дуга/извоз робе и услуга	7,0	9,0	16,4	17,7	23,5	33,2	34,0	39,1	33,8	35,5	33,7	34,3	25,0
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)													
Спољни дуг/БДП	58,7	55,9	49,8	60,1	60,9	60,2	64,6	77,7	84,9	77,5	77,4	79,2	83,7
Краткорочни дуг/БДП	3,8	3,1	2,3	4,7	4,1	3,7	6,6	6,9	6,5	2,1	1,9	1,1	1,2
Спољни дуг/извоз робе и услуга	300,9	251,6	211,5	228,9	204,1	197,3	207,6	265,3	236,2	210,3	211,0	208,5	213,2
ИНДИКАТОРИ ИЗЛОЖЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКОМ РИЗИКУ (у %)													
Девизне резерве/М1	143,3	195,1	220,1	290,3	356,1	306,7	300,4	393,4	416,6	429,6	462,9	437,4	389,8
Девизне резерве/примарни новац	131,9	167,8	165,5	169,8	179,5	173,8	140,7	190,5	196,4	207,6	219,4	192,2	184,7
СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ)/БДП	59,3	63,9	73,7	73,6	81,2	85,8	86,8	73,6	90,3	90,2	94,9	102,3	101,1
МЕМОРАНДУМ: (у млн евра)													
БДП	16.028	17.306	19.026	20.306	23.305	28.468	32.668	28.957	28.006	31.140	6.916	7.188	7.236 ¹⁾
Спољни дуг	9.402	9.678	9.466	12.196	14.182	17.139	21.088	22.487	23.786	24.125	24.068	24.086	24.832
Сервисирање спољног дуга	218	348	736	945	1.635	2.885	3.453	3.314	3.403	4.072	848	1.039	771
Девизне резерве НБС	2.186	2.836	3.104	4.921	9.020	9.634	8.162	10.602	10.002	12.058	11.073	10.161	9.833
Краткорочни дуг	606	529	442	948	958	1.050	2.143	2.005	1.830	648	579	342	363
Биланс текућих трансакција	-671	-1.347	-2.620	-1.778	-2.356	-5.053	-7.054	-2.084	-2.082	-2.770	-1.177	-738	-543
КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ													
		2004. Нов.	2005. Мај	2006. Јул	2007. Феб.	2008. Апр.	2009. Јун	2008. Дец.	2009. Дец.	2010. Нов.	2011. Март	2012. Авг.	
	S&P	B+	BB-	BB-/позитиван	BB-/стабилан	BB-/стабилан	BB-/стабилан	BB-/стабилан	BB-/стабилан	BB-/стабилан	BB-/стабилан	BB-/стабилан	BB-/стабилан
	Fitch		BB-	BB-/стабилан	BB-/стабилан	BB-/стабилан	BB-/стабилан	BB-/стабилан	BB-/стабилан	BB-/стабилан	BB-/стабилан	BB-/стабилан	BB-/стабилан

Методолошка објашњења:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

¹⁾ Процена НБС.

Напомене:

1. Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.

2. У публикацији ММФ-а *International Financial Statistics* од октобра 2006. налази се страница за Републику Србију с подацима из монетарне статистике. За потребе тог извештаја, НБС је своје статистичке извештаје ускладила с међународним статистичким стандардима и методологијом која је, на нивоу ММФ-а, усклађена за све земље. С тим у вези, ускладили смо индикаторе изложености финансијском ризику.

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

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

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

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

7. Од септембра 2010. измењена је методологија статистике спољног дуга тако да се у спољни дуг јавног сектора укључују обавезе по основу алокације SDR (443,5 млн евра), искоришћене у децембру 2009., као и капитализована камата према Париском клубу поверилаца (86,4 млн евра), док су из спољног дуга приватног сектора искључени кредити закључени пре 20. децембра 2000. по којима се не врше плаћања (875,4 млн евра, од чега се 397 млн евра односи на домаће банке, а 478,4 млн евра на домаћа предузећа).

Табела Б
Основни макроекономски индикатори

	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	I 2012.	II 2012.	III 2012.
Реални раст БДП-а (у %) ¹⁾	4,3	2,5	9,3	5,4	3,6	5,4	3,8	-3,5	1,0	1,6	-2,5	-0,8	-2,2
Потрошачке цене (у % у односу на исти месец претходне године) ²⁾	14,8	7,8	13,7	17,7	6,6	11,0	8,6	6,6	10,3	7,0	3,2	5,5	10,3
Девизне резерве НБС (у млн евра)	2.186	2.836	3.104	4.921	9.020	9.634	8.162	10.602	10.002	12.058	11.073	10.161	9.833
Извоз робе и услуга (у млн евра) ³⁾⁸⁾	3.125	3.847	4.475	5.330	6.949	8.686	10.157	8.478	10.070	11.472	2.519	3.031	3.082
- стопа раста у % у односу на претходну годину	16,0	23,1	16,3	19,1	30,4	25,0	16,9	-16,5	18,8	13,9	-2,6	5,2	3,2
Увоз робе и услуга (у млн евра) ³⁾⁸⁾	-6.387	-7.206	-9.543	-9.613	-11.971	-16.016	-18.843	-13.577	-14.838	-16.627	-4.042	-4.323	-4.232
- 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	12,1	5,5	6,3	1,2
Текући рачун платног биланса ⁴⁾⁸⁾ (у млн евра)	-671	-1.347	-2.620	-1.778	-2.356	-5.053	-7.054	-2.084	-2.082	-2.770	-1.177	-738	-543
у % БДП-а	-4,2	-7,8	-13,8	-8,8	-10,1	-17,7	-21,6	-7,2	-7,4	-8,9	-17,0	-10,3	-7,5
Незапосленост по Анкети (у %) ⁵⁾	13,3	14,6	18,5	20,8	20,9	18,1	13,6	16,1	19,2	23,0	25,5	/	/
Зараде (просечне за период, у еврима)	152,1	176,9	194,6	210,4	259,5	347,6	402,42	337,9	330,1	372,5	357,6	363,5	351,8
Републички буџетски дефицит/суфицит (у % БДП-а) ⁶⁾	-4,3	-2,6	-0,3	0,3	-1,9	-1,7	-1,7	-3,4	-3,7	-4,2	-7,1	-7,2	-4,0
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а)	-1,8	-2,4	0,8	0,9	-1,9	-2,0	-2,6	-4,5	-4,7	-5,0	-7,3	-7,0	-4,2
Јавни дуг Републике Србије (спољни + унутрашњи, у % БДП-а) ⁶⁾⁷⁾	72,9	66,9	55,3	52,2	37,7	31,5	29,2	34,7	44,5	48,7	52,1	56,3	55,9
Курс динара према долару (просек у периоду)	64,70	57,56	58,44	66,90	67,01	58,39	55,76	67,47	77,91	73,34	82,38	88,77	93,55
Курс динара према долару (крај периода)	58,98	54,64	57,94	72,22	59,98	53,73	62,90	66,73	79,28	80,87	83,31	92,15	88,94
Курс динара према еврау (просек у периоду)	60,66	65,13	72,70	83,00	84,10	79,96	81,44	93,95	103,04	101,95	108,11	113,73	116,95
Курс динара према еврау (крај периода)	61,52	68,31	78,89	85,50	79,00	79,24	88,60	95,89	105,50	104,64	111,36	115,82	115,03
<i>Меморандум</i>													
БДП (у млн евра)	16.028	17.306	19.026	20.306	23.305	28.468	32.668	28.957	28.006	31.140	6.916	7.188	7.236 ⁹⁾

¹⁾ у сталним ценама претходне године.

²⁾ Цене на мало до 2006. године.

³⁾ Размена с Црном Гором регистрована је према припадајућим трансакцијама од 2003. године.

⁴⁾ у складу с ВРМБ, део процењених дознака пребачен је из финансијског у текући биланс.

⁵⁾ Извор: Анкета о радној снази, Републички завод за статистику.

⁶⁾ Извор: Министарства финансија РС за јавни дуг и НБС за процењени БДП.

⁷⁾ Државне ХоВ по номиналној вредности.

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

⁹⁾ Процена НБС.

Напомене:

1. Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.

Списак графикана и табела

Графикони

III.0.1.	Кретање цена (међугодишње стопе)	7
III.0.2.	Кретање цена (тримесечне стопе)	8
III.0.3.	Допринос тримесечној стопи раста потрошачких цена	8
III.0.4.	Допринос међугодишњој стопи раста потрошачких цена	9
III.0.5.	Домаћа и увозна инфлација	9
III.0.6.	Краткорочна пројекција инфлације	10
III.0.7.	Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред – по секторима	11
III.0.8.	Циљана инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред – финансијски сектор	11
III.0.9.	Очекивања предузећа у погледу промене цена њихових инпута и производа и услуга	12
IV.1.1.	Кретање каматних стопа	13
IV.1.2.	Крива приноса на међубанкарском тржишту новца	14
IV.1.3.	Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ	14
IV.1.4.	Крива приноса на секундарном тржишту државних ХоВ	15
IV.1.5.	Кретање каматних стопа на новоодобрене динарске кредите привреди и становништву	15
IV.1.6.	Кретање каматних стопа на новоодобрене кредите у еврима и евроиндексиране кредите привреди и становништву	16
IV.1.7.	Кретање каматних стопа на новоположене орочене депозите становништва и привреде	16
IV.1.8.	Индекс BELEX15 и промет на Београдској берзи	17
IV.1.9.	Кретање берзанских индекса у земљама у региону	17
IV.1.10.	Монетарни агрегати и потрошачке цене	18
IV.1.11.	Доприноси расту МЗ	19
IV.1.12.	Учешће кредита у БДП-у и раст кредитне активности	20
IV.1.13.	Доприноси тримесечној стопи раста кредита банака	20
IV.1.14.	Учешће динарских потраживања у укупним потраживањима банака од привреде и становништва	21
IV.2.1.	Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту	22
IV.2.2.	Краткорочна волатилност курса динара према евр	22
IV.2.3.	Показатељ премије ризика – EMBI по земљама	23
IV.2.4.	Кретање курсева одређених националних валута према евр	23
IV.2.5.	Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала	24
IV.2.6.	Структура финансијског биланса	24
IV.3.1.	Доприноси тримесечној стопи раста БДП-а – расходна страна	30
IV.3.2.	Потрошња домаћинства	31
IV.3.3.	Потрошња државе	31
IV.3.4.	Извоз и увоз робе и услуга	32
IV.3.5.	Кретање главних компоненти увоза	32
IV.3.6.	Кретање цена нафте и бакра	32
IV.3.7.	Индекс светских цена хране	33
IV.4.1.	Кретање индикатора економске активности	36
IV.4.2.	Доприноси м.г. стопи раста БДП-а – производна страна	36
IV.4.3.	Производни јаз	37
IV.5.1.	Кретање просечних нето зарада	40
IV.5.2.	Кретање продуктивности, бруто реалних зарада и јединичних трошкова рада у индустрији	40
IV.5.3.	Запосленост и стопа незапослености	41

IV.6.1.	Кретање БДП-а и индикатора економске активности зоне евра	42
IV.6.2.	Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2012. и 2013. годину ММФ-а	42
IV.6.3.	Принос на државне обвезнице земаља зоне евра	43
IV.6.4.	Кретање БДП-а главних спољнотрговинских партнера Србије	43
V.0.1.	Индекс монетарних услова	46
V.0.2.	Реални девизни курс и његов тренд	47
V.0.3.	Реална каматна стопа и њен тренд	47
V.0.4.	Пројекција инфлације	49
V.0.5.	Пројекција раста бруто домаћег производа	50
V.0.6.	Поређење текуће с претходном пројекцијом раста БДП-а	50
V.0.7.	Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације	51
V.0.8.	Остварење пројекције инфлације из августа 2011. године	51

Табеле

III.0.1.	Раст потрошачких цена по компонентама	7
III.0.2.	Показатељи раста цена	8
IV.1.1.	Монетарни агрегати	18
IV.3.1.	Индикатори кретања инвестиција	30
V.0.1.	Претпоставке пројекције	48
Табела А.	Индикатори екстерне позиције Србије	52
Табела Б.	Основни макроекономски индикатори	53

Графикони у освртима

O.1.1.	Бруто изложеност банака чланица BIS-а према тржиштима у развоју, кредити, депозити и дужничке ХоВ (септембар 2008 = 100)	27
O.1.2.	Бруто изложеност банака чланица BIS-а према тржиштима у развоју, кредити, депозити и дужничке ХоВ (учешће у БДП-у)	27
O.4.1.	Пољопривредна производња у 2012. години	35

Табеле у освртима

O.2.1.	Позиција Србије према критеријумима лакоће обављања пословања	29
O.3.1.	Основни сценарио смањења јавног дуга	35
O.4.1.	Пројекција производње најзначајнијих пољопривредних култура	38

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

Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе

2011. година

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

2012. година

Датум	Референтна каматна стопа (на годишњем нивоу, у %)	Промена (у базним поенима)
19. јануар	9,50	-25
9. фебруар	9,50	0
8. март	9,50	0
12. април	9,50	0
10. мај	9,50	0
7. јун	10,00	+50
12. јул	10,25	+25
9. август	10,50	+25
6. септембар	10,50	0
9. октобар	10,75	+25
8. новембар	10,95	+20
6. децембар		

2013. година

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

Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије

Саопштење са седнице Извршног одбора, 6. 9. 2012.

Извршни одбор Народне банке Србије је, након разматрања економских кретања, одлучио да референтну каматну стопу задржи на нивоу од 10,50 одсто.

Имајући у виду да се на доминантне факторе који сада утичу на раст инфлације не може ефикасно утицати референтном каматном стопом, Извршни одбор је одлучио да задржи достигнути степен рестриктивности монетарне политике.

Извршни одбор очекује и позитивне ефекте фискалне стабилизације. Мере усмерене на повећање прихода државе имаће једнократан утицај на инфлацију, док ће смањење расхода утицати на пад тражње, а тиме и на смањење инфлаторних притисака и притисака на девизни курс.

По оцени Извршног одбора, раст цена хране на домаћем и страном тржишту као последица лоше пољопривредне године, очекиван раст регулисаних цена у наредном периоду и повећање цена увозних производа, уз исцрпљивање раније депресијације динара, кључни су фактори раста инфлације у Србији.

Извршни одбор истиче да ће степен рестриктивности монетарне политике у наредном периоду зависити од утицаја екстерних фактора, успешности обуздавања инфлаторних очекивања и ефеката фискалне консолидације.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће се донети одлука о референтној каматној стопи одржаће се 18. октобра.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 9. 10. 2012.

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је на данашњој седници да повећа референтну каматну стопу са 10,50% на 10,75%.

Степен рестриктивности монетарне политике у наредном периоду зависиће од успешности обуздавања инфлаторних очекивања, утицаја екстерних фактора и ефеката фискалне консолидације, истакао је Извршни одбор.

Међугодишња инфлација се у августу кретала изнад горње границе дозвољеног одступања од циља и износила је 7,9%. По оцени Извршног одбора, кључни фактори раста инфлације су високи трошковни притисци у производњи хране као последица лоше пољопривредне године, очекиван раст регулисаних цена и једнократни ефекти повећања ПДВ-а и акциза.

Имајући у виду да је раст цена хране и регулисаних цена виши од очекиваног, као и да су инфлациона очекивања повећана, Извршни одбор је одлучио да референтну каматну стопу повећа како би спречио да се ефекти раста тих цена прелију на остале цене.

Извршни одбор оцењује да је утицај поменутих фактора на инфлацију једнократан и привремен, као и да ће у наредном периоду ниска агрегатна тражња деловати изразито дезинфлаторно. Позитивни ефекти се очекују и од фискалне стабилизације на страни расхода, што ће утицати на смањење инфлаторних притисака и притисака на девизни курс. Према пројекцији Народне банке Србије, инфлација ће свој максимум достићи у првој половини 2013. године, а након тога ће уследити њен повратак у циљани распон од $4 \pm 1,5$ одсто.

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

Саопштење са седнице Извршног одбора, 8. 11. 2012.

Извршни одбор Народне банке Србије је на данашњој седници одлучио да референтну каматну стопу повећа за 0,20 процентних поена, тако да она од данас износи 10,95 одсто.

Међугодишња инфлација наставља да расте у складу с пројекцијом Народне банке и њено кретање је и даље изнад горње границе дозвољеног одступања од циља. Повећањем степена рестриктивности монетарна политика реагује на појачане инфлаторне притиске и спречавање преноса ефеката поскупљења, пре свега хране, на друге цене. Виша референтна каматна стопа, уз друге већ предузете мере Народне банке, треба да допринесе паду међугодишње инфлације у наредној години и њеном повратку у границе циља до краја 2013.

На раст инфлације, оценио је Извршни одбор, у највећој мери утиче повећање цена хране изазвано лошом пољопривредном годином, чији ће се ефекти исцрпсти с новом пољопривредном сезоном, а затим повећање ПДВ-а и акциза, као и очекивани раст регулисаних цена.

Дезинфлаторан утицај имаће и даље ниска агрегатна тражња, а објављивање Нацрта фискалне стратегије представља позитиван сигнал о решености Владе да спроведе програм фискалне консолидације.

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