



Народна банка Србије

2010  
фeбpуap

# ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ



2010  
фeбpуap

# ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

**НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ**

**Београд, Краља Петра 12**

**Тел. 011/3027-100**

**Београд, Немањина 17**

**Тел. 011/333-8000**

**[www.nbs.rs](http://www.nbs.rs)**

**Тираж: 300 примерака**

**ISSN 1820-9408**

## Уводна напомена

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

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

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

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

Фебруарски *Извештај о инфлацији* размотрен је и усвојен на седници Монетарног одбора 22. фебруара 2010. године.

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

Монетарни одбор Народне банке Србије:

Радован Јелашић, *гувернер*

Ана Глигоријевић, *вицегувернер*

Бојан Марковић, *вицегувернер*

Мира Ерић-Јовић, *вицегувернер*



# Садржај

<b>I. Резиме</b>	7
<b>II. Монетарна политика у периоду од претходног извештаја</b>	9
<b>III. Кретање инфлације</b>	11
<i>Осврт: Година дана од увођења потпуног циљања инфлације – циљ Народне банке Србије за 2009. годину остварен</i>	15
<b>IV. Детерминанте инфлације</b>	17
1. Кретања на тржишту новца	17
2. Кретања на девизном тржишту и курс динара	22
3. Кретања на тржишту капитала	25
4. Агрегатна тражња	26
<i>Осврт: Фискална политика у 2010. години и начин финансирања дефицита</i>	30
5. Економска активност	34
<i>Осврт: Економска криза и потенцијални БДП</i>	36
6. Кретања на тржишту рада	38
7. Међународно окружење	40
<b>V. Пројекција инфлације</b>	51
Табела А. Индикатори екстерне позиције Србије	48
Табела Б. Основни макроекономски индикатори	49
Списак графикана и табела	50
Седнице Монетарног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе	52
Саопштења са седница Монетарног одбора Народне банке Србије	53



# I. Резиме

*Инфлација се у току 2009 – прве године потпуног циљања инфлације – кретала у границама циљаног распона, изузев у октобру и новембру када је била испод његове доње границе.*

*Кључни дезинфлаторни фактор је била ниска агрегатна тражња, која ће то остати и у наредном периоду.*

*Пад бруто домаћег производа и запослености, у околностима светске економске кризе, био је умерен у поређењу са осталим земљама.*

*Степен експанзивности монетарне политике повећан је у току четвртог тромесечја.*

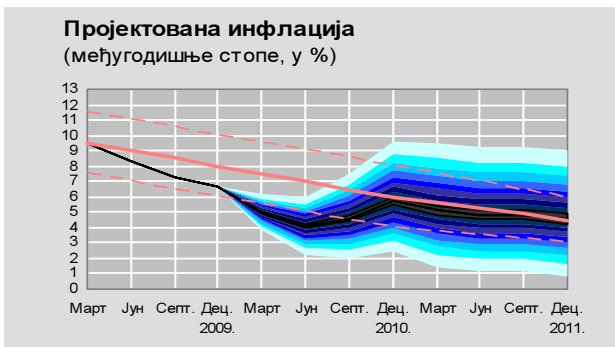
Прва година потпуног циљања инфлације, 2009, протекла је у условима кулминације светске економске кризе. Инфлација се у току године кретала у границама циљаног распона, изузев у октобру и новембру када је била испод доње границе циљаног распона. Потрошачке цене су у четвртом тромесечју имале и даље низак раст, нарочито оне које се формирају слободно, на тржишту. Томе су допринели пре свега ниска агрегатна тражња и пад цена хране захваљујући доброј години у пољопривреди. У децембру се инфлација вратила у циљани распон и износила је 6,6%.

Потрошња домаћинства бележи даљи пад у четвртом тромесечју, иако је пад њених извора успорен. Потрошњи државе која је имала успорен пад највише је допринело замрзавање плата у државној администрацији. Међугодишњи пад инвестиционе потрошње у четвртом тромесечју је успорен, али великим делом због њеног наглог пада крајем 2008. године. Ефекти пада домаће тражње на економску активност делом су компензовани повећањем извоза. Домаћа тражња ће и у наредном периоду бити основни дезинфлаторни фактор, с обзиром на то да се очекује наставак замрзавања зарада у јавном сектору и веома низак реални раст зарада у сектору привреде, као и скроман раст кредитне активности банака.

Пад домаће тражње и ограничене могућности повећања извоза су основни фактори који су определили кретање БДП-а. Процењујемо да је у четвртом тромесечју дошло до успоравања опоравка економске активности. Наставак успоравања међугодишњег пада реалног БДП-а је добрим делом резултат наглог пада економске активности крајем 2008. године.

Као што је то најављено у претходном извештају, а у складу је с пројекцијом инфлације и смањивањем инфлаторних притисака, Народна банка Србије је током четвртог тромесечја наставила с попуштањем монетарне политике – референтна каматна стопа је, након корекције наниже у октобру и новембру за по 100 базних поена, у децембру снижена за додатних 50 базних поена. То је, уз депресијацију динара и спорији раст домаћих цена од цена у зони евра, за последицу имало повећање степена експанзивности монетарне политике у току четвртог тромесечја.

*Процењује се да је слабљење динара крајем 2009. и почетком 2010. године у великој мери сезонског карактера.*



*Инфлација ће се, вероватно, у првој половини 2010. године кретати испод доње границе дозвољеног одступања од циља, а након тога ће се постепено приближавати циљу.*

*Кључни ризици пројекције су преносни ефекат курса на инфлацију у кратком року и брзина економског опоравка у средњем року. Такође, у средњем року је неизвесан раст цена хране, због чега је распон пројекције од трећег тромесечја благо асиметричан навише.*

*Вероватније је да ће референтна каматна стопа у наредном периоду бити снижена него да се неће мењати.*

Крајем претходне и почетком 2010. године динар је, након дужег периода готово непромењене вредности, депресирао. Слабљење динара наступило је због сезонски веће потребе предузећа за девизама, ради измирења доспелих обавеза према иностранству, уобичајено већег спољнотрговинског дефицита и повећаног трошења државе крајем године. И поред слабљења динара, девизна ликвидност банака је била задовољавајућа. Нето прилив капитала из иностранства је био више него довољан за покриће текућег дефицита (који је у 2009. години био рекордно низак, 5,7% БДП-а), али то није у пуној мери имало ефекат на девизно тржиште због повећане склоности банака ка држању већег нивоа девизних ликвидних средстава.

Инфлација ће се у прва три тромесечја 2010. године кретати око доње границе дозвољеног одступања од циља, уз знатан ризик њеног подбацивања у првој половини године, али очекујемо да ће се крајем године и у току 2011. кретати око циља. Иако слабљење динара у последњих неколико месеци ствара извесне инфлаторне притиске, ценовна стабилност – у условима ниске агрегатне тражње, уз замрзавање пензија и зарада у јавном сектору – није угрожена.

У кратком року, највећи ризик пројекције односи се на преносни ефекат од девизног курса ка инфлацији с обзиром на изразито ниску тражњу. На средњи рок, највећи степен неизвесности повезан је с брзином економског опоравка, која ће у великој мери одредити јачину (дез)инфлаторних притисака са стране тражње. Такође, постоји могућност да с постепеним опоравком светске и домаће економије, али и по основу евентуално слабије године у пољопривреди, цене хране осетније порасту. Стога је од трећег тромесечја 2010. године распон пројекције благо асиметричан навише.

На основу текуће пројекције, а узимајући у обзир све ризике, Монетарни одбор Народне банке Србије процењује да је вероватније да ће се референтна каматна стопа у наредном периоду снизити него да се неће мењати са садашњег нивоа (9,5%). Међутим, динамика евентуалног снижавања референтне стопе ће бити знатно спорија него у претходном периоду, а ако се испостави да су инфлаторни притисци јачи него што се очекивало, процес снижења референтне стопе може бити на неко време и заустављен.

## II. Монетарна политика у периоду од претходног извештаја

*Степен експанзивности монетарне политике повећан је у току четвртог тромесечја, као последица даљег снижавања каматних стопа на тржишту новца и отварања депресијацијског јазу реалног девизног курса.*

Монетарни одбор Народне банке Србије се, у четвртом тромесечју 2009, при доношењу одлука о референтној каматној стопи руководио првенствено остваривањем циљане стопе инфлације у другој половини 2010. године. Било је извесно већ у септембру да монетарна политика не треба и не може да реагује на привремено одступање инфлације од циља у октобру и новембру (изазвано нижим растом цена хране од сезонски уобичајеног) и да ће се инфлација у децембру вратити у границе циљаног распона.

Као што је то најављено у претходном извештају, а у складу је с пројекцијом инфлације и смањивањем инфлаторних притисака, Народна банка Србије је током четвртог тромесечја наставила с попуштањем монетарне политике – референтна каматна стопа је, након корекције наниже у октобру и новембру за по 100 базних поена, у децембру снижена за додатних 50 базних поена (на ниво 9,5%).

Одлуку Монетарног одбора да, упркос благом расту инфлаторних очекивања, порасту депресијацијских притисака и усвајању ребаланса буџета за 2009. годину, настави са снижавањем референте каматне стопе у децембру определио је пре свега и даље снажан дезинфлаторни утицај домаће тражње. Домаћа тражња ће и у наредном периоду бити основни дезинфлаторни фактор, с обзиром на најављено замрзавање зарада у јавном сектору и веома низак реални раст зарада у сектору привреде, као и даљи међугодишњи пад промета у трговини на мало.

У прилог таквој одлуци Монетарног одбора ишао је и нижи раст инфлације од очекиваног, који се може одразити на (нижу) међугодишњу инфлацију у 2010. години и повећати вероватноћу да се циљ у тој години подбаци.

У току четвртог тромесечја Народна банка је на девизном тржишту интервенисала у два наврата, и то искључиво да би спречила прекомерне дневне осцилације курса. То је било први пут 4. децембра, због покушаја арбитраже банака, а други 30. децембра, због прекомерне динарске ликвидности у последњих неколико дана децембра. У јануару 2010. је, у условима сезонски веће тражње за девизама, Народна банка на том тржишту интервенисала још неколико пута, искључиво ради спречавања прекомерне дневне осцилације динара и обезбеђења несметаног функционисања девизног тржишта.

Поред тога, промењена је и структура девизне обавезне резерве банака потписница Бечке иницијативе у корист повећања дела који се издваја у девизама (са 70% на 80%).

Другим мерама Монетарни одбор у току последња три месеца није прибегавао – ни ради регулисања ликвидности банака, ни ради остваривања циљане стопе инфлације.

Крајем године је усвојена путања циљаних стопа инфлације до 2012. године, усклађена с потребом да се постигне средњорочна стабилност цена и да се усидре инфлаторна очекивања на нижем нивоу. Раније утврђени нумерички циљеви за инфлацију у 2010. и 2011. години нису мењани, али су сада, ради ефикасније комуникације с јавношћу, ти циљеви дефинисани у виду јединствене вредности (с дозвољеним одступањем) уместо у виду циљаног распона ( $6\pm 2\%$  за 2010. и  $4,5\pm 1,5\%$  за 2011).

Карактер монетарне политике не зависи само од одлука монетарне политике већ и од реакција тржишних учесника. На основу кретања индекса монетарне рестриктивности/експанзивности<sup>1</sup>, може се закључити да је монетарна политика у току четвртог тромесечја поново попримила експанзиван карактер, за разлику од претходног, када је била готово неутрална.

Депресијацијски јаз реалног девизног курса – једна од две компоненте поменутог индекса – отворен је у току

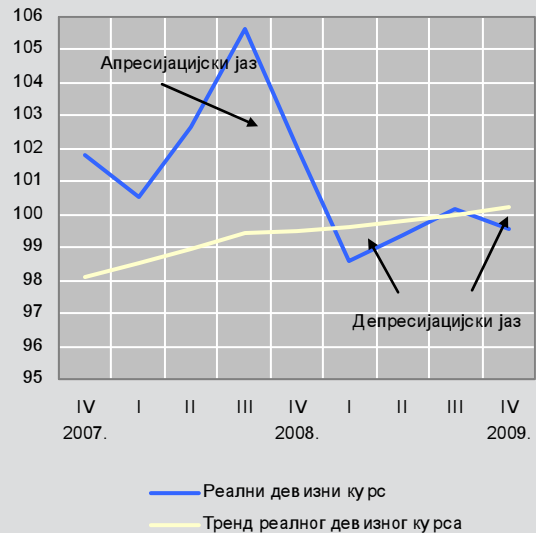
четвртог тромесечја. То је било последица како просечне номиналне депресијације динара од 1,3%, тако и споријег раста домаћих од цена у зони евра.

Друга компонента индекса монетарне рестриктивности/експанзивности – реална каматна стопа на двонедељни BELIBOR – кретала се испод неутралног нивоа. Даљи пад премије ризика земље и рекордно ниске иностране каматне стопе утицали су на смањење тренда реалне каматне стопе у четвртом тромесечју. Смањење тренда је у нешто мањој мери било праћено смањењем реалне каматне стопе, тако да је реална каматна стопа у поређењу с претходим тромесечјем деловала мање инфлаторно. Пад реалне каматне стопе ублажен је наставком пада инфлаторних очекивања и поред тога што су каматне стопе на међубанкарском тржишту новца снижене.

На основу текуће пројекције, а узимајући у обзир све ризике, вероватније је да ће референтна каматна стопа у наредном периоду бити снижена него да се неће мењати (садашњи ниво је 9,5%). Али, динамика евентуалног снижења референтне стопе ће бити знатно спорија него у претходном периоду, а уколико се испостави да су инфлаторни притисци јачи него што смо очекивали, процес снижења референтне стопе може бити на неко време и заустављен. Према

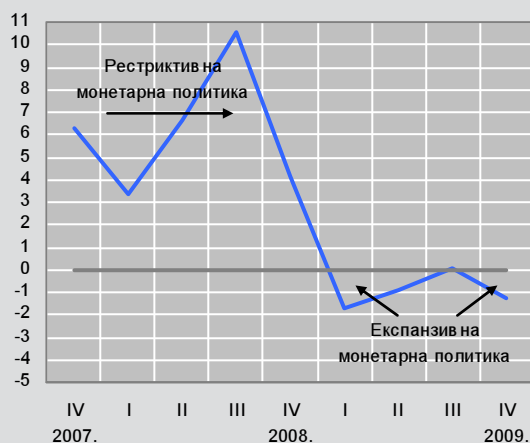
результатима фебруарске анкете агенције Ројтерс, финансијски сектор у просеку очекује да референтна каматна стопа у априлу износи 9,3%.

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



Депресијацијски јаз реалног девизног курса се отворио у току четвртог тромесечја.

Графикон II.0.1. Индекс монетарних услова



Монетарна политика је имала експанзиван карактер.

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



Реална каматна стопа се кретала испод тренда.

<sup>1</sup> Индекс реалних монетарних услова.

### III. Кретање инфлације

Народна банка Србије је остварила циљ дефинисан Програмом монетарне политике за 2009. годину. Инфлација се током 2009. кретала у границама циљаног распона, изузев у октобру и новембру када је била испод доње границе циља. Инфлација је у четвртој тримесечју повећана као резултат раста цена пољопривредних производа, док су цене које се формирају слободно, на тржишту, стагнирале.

Процена је да ће се инфлација у првом тримесечју 2010. кретати испод доње границе дозвољеног одступања од циља.

#### Кретање инфлације у четвртој тримесечју

Инфлација је у четвртој тримесечју забележила знатно нижи раст од очекиваног, пре свега због и даље ниске агрегатне тражње.

Потрошачке цене су оствариле изузетно низак раст за четврто тримесечје (0,4%), углавном по основу пада цена хране и дезинфлаторних ефеката (ниске) агрегатне тражње. У октобру и децембру потрошачке цене су забележиле пад по основу пада цена хране. У новембру су, због нешто већег раста цена пољопривредних производа, потрошачке цене порасле.

Инфлација је у четвртој тримесечју била нижа него што смо очекивали. Томе су допринели пре свега нижи раст цена пољопривредних производа од очекиваног, затим пад цена индустријско-прехранбених производа и успоравање раста регулисаних цена због изостанка очекиваних поскупљења појединих производа.

Међугодишњи раст потрошачких цена у октобру и новембру био је испод доње границе циља, али је у децембру дошло до повратка инфлације у циљани распон (6–10%) и на крају године она је износила 6,6%.

Код све три компоненте укупне инфлације дошло је до одступања надолу у односу на наша очекивања изнета у претходном извештају о инфлацији, с тим што је највеће било код цена пољопривредних производа.

Базна инфлација (раст цена које се формирају на тржишту) у четвртој тримесечју је у поређењу с

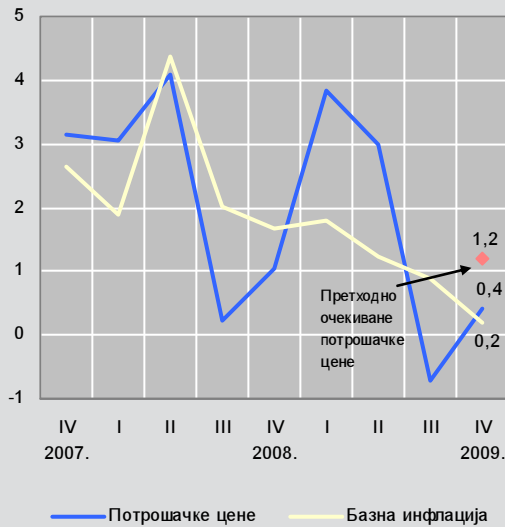
Табела III.0.1. Показатељи раста цена  
(стопе раста, у %)

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

Међугодишњи раст цена на крају четвртог тримесечја је нижи у односу на прва три код већине показатеља цена.

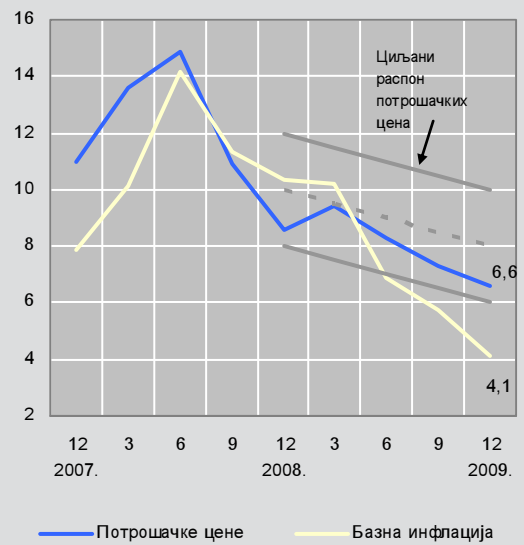
трећим била нижа и износила је 0,2%. Месечне стопе раста базне инфлације су током тримесечја исказале успоравање, тако да је базна инфлација у децембру – први пут у току 2009. године – била негативна (-0,1%). Томе су највише допринеле цене индустријско-прехранбених производа, које су снижене за 1,1%, као последица ниских цена примарних пољопривредних производа. Као најбољу илустрацију тог односа навешћемо цене свежег меса и уља од сунцокрета, код којих је, захваљујући добром роду кукуруза и сунцокрета, забележен највећи пад (заједнички допринос базној инфлацији од -0,5 п.п.). Базна инфлација по искључењу хране је остварила раст од 1,2%, што је нешто ниже у поређењу с претходним тримесечјем. И поред депресијацијских притисака у четвртој тримесечју, базна инфлација без хране је у децембру била на најнижем нивоу од почетка 2009.

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



Укупна инфлација у четвртном тримесечју је остварила раст, док је базна инфлација наставила да се успорава. Раст укупне инфлације резултат је раста цена пољопривредних производа.

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



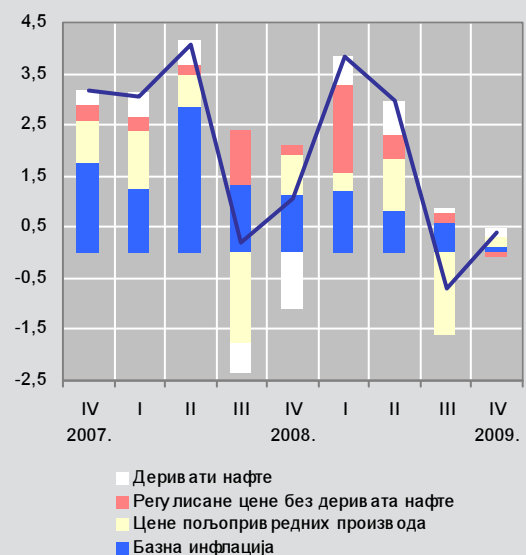
Међугодишњи раст укупне и базне инфлације и даље успорава, с тим што је базна инфлација знатно нижа.

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

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

Највећи раст у четвртном тримесечју забележиле су цене пољопривредних производа, услуга друштвене заштите и нафтних деривата.

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



Допринос свих компонента инфлације укупном расту потрошачких цена у четвртном тримесечју био је приближно исти, с тим што је допринос регулисаних цена без деривата био негативан.

године. Међугодишња базна инфлација на крају 2009. године је износила 4,1%.

Регулисане цене су наставиле са успоравањем тромесечних стопа раста. У четвртом тромесечју раст регулисаних цена је износио 0,5%. Раст цена нафтних деривата, иако нижи од очекиваног, имао је пресудан утицај на кретање регулисаних цена. Насупрот томе, појефтинили су лекови, комуналне услуге и хлеб. Укупан раст регулисаних цена у 2009. години износио је 15,5%, што је незнатно изнад договореног раста ове групе производа за 2009. годину ( $13 \pm 2\%$ ).

Цене пољопривредних производа су, захваљујући доброј години и продуженој сезони, у четвртом тромесечју порасле за 2,7%, што је знатно ниже од првобитно очекиваног (9,4%). У односу на децембар претходне године, цене пољопривредних производа су у децембру 2009. забележиле пад од 1,0% међугодишње.

Укупан раст потрошачких цена у 2009. години (6,6%) највише је био под утицајем раста регулисаних цена и базне инфлације (допринос од 3,9 п.п. и 2,8 п.п. респективно), док су негативан допринос (-0,1 п.п.) имале цене пољопривредних производа. У оквиру регулисаних цена, укупном годишњем расту највише су допринеле цене нафтних деривата, комунално-стамбених услуга, цигарета и лекова. Од укупног доприноса базне инфлације међугодишњем расту потрошачких цена, 2,4 п.п. се дугује расту цена непрехрамбених производа и услуга, а свега 0,4 п.п. расту цена индустријско-прехрамбених производа.

## Инфлациона очекивања

*Инфлациона очекивања за наредну годину дана су нижа у односу на претходно тромесечје, али и даље на вишем нивоу у поређењу с циљаном инфлацијом.*

Према резултатима анкете агенције Стратеџик маркетинг, инфлациона очекивања за наредну годину дана на крају четвртог тромесечја су код већине сектора нижа у односу на крај претходног. У децембру у односу на новембар, инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде бележе благ раст.

Међутим, након објављивања ниске децембарске инфлације, инфлациона очекивања финансијског сектора, према истој анкети, у јануару и фебруару су

поново у паду. До пада је дошло и у сектору привреде и код синдиката, док су очекивања становништва непромењена од септембра 2009. године.

С друге стране, према резултатима анкете агенције Ројтерс, инфлациона очекивања финансијског сектора бележе континуирани пад у периоду септембар-јануар, док су у фебруару повећана.

Инфлациона очекивања финансијског сектора за наредну годину дана, према подацима анкете Стратеџик маркетинг, на горњој су граници дозвољеног одступања и износе 7,8%, док су према подацима анкете агенције Ројтерс изнад циљане стопе инфлације (6,8%).

## Очекивано кретање инфлације у првом тромесечју

*Инфлација ће се током првог тромесечја 2010. највероватније кретати испод доње границе дозвољеног одступања од циља.*

Процењујемо да ће се инфлација у току првог тромесечја 2010. кретати испод доње границе циља и да ће на крају марта износити око 5,0% међугодишње (циљ за март је  $7,5 \pm 2\%$ ). Раст потрошачких цена ће у првом тромесечју износити око 2,2%, пре свега као резултат раста регулисаних цена (допринос 1,6 п.п.). Код цена пољопривредних производа и цена које се формирају слободно очекује се подједнак допринос укупној инфлацији.

Базна инфлација у првом тромесечју требало би да буде нешто виша у односу на претходно. Процена је да ће у овом периоду и даље бити присутни дезинфлаторни ефекти по основу цена хране. С друге стране, раст увозних цена, као последица депресијације динара, вршиће инфлаторне притиске, мада у условима ниске тражње не треба очекивати осетнији скок цена.

Код регулисаних цена очекујемо раст од око 6,0%. Највећи раст очекује се код цена цигарета, електричне енергије, комунално-стамбених услуга и нафтних деривата. Цене цигарета и нафтних деривата биће повећане по основу редовног годишњег усклађивања акциза са инфлацијом, а цене нафтних деривата и по основу кретања цена сирове нафте на светском тржишту. Код комунално-стамбених услуга очекује се раст по основу повећања цена грејања.

Графикон III.0.4. Очекивана\* и остварена инфлација (међугодишњи раст, у %)



\* Очекивања НБС.

Остварена инфлација у четвртном тромесечју нижа је од очекиване, због нижег раста цена пољопривредних производа.

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



Инфлациона очекивања свих сектора за наредну годину се смањују.

Процењујемо да ће цене пољопривредних производа у првом тромесечју ове године имати уобичајени сезонски раст.

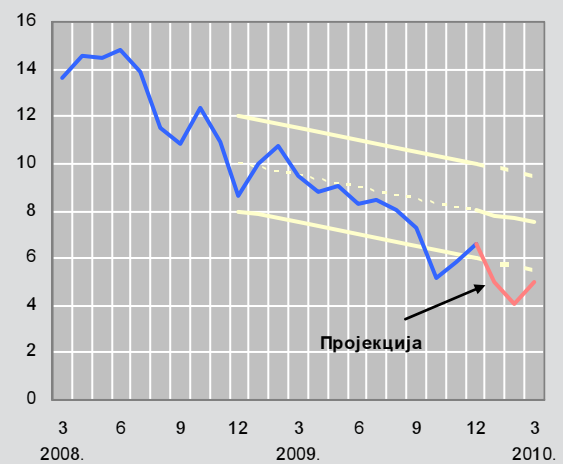
Са изузетком девизног курса, већина фактора инфлације и даље делује дезинфлаторно. Ниска тражња, замрзавање пензија и зарада у јавном сектору, као и пад инфлационих очекивања, требало би да допринесу стабилизацији цена у наредном периоду.

Табела III.0.3. Најзначајније очекиване промене регулисаних цена у првом тромесечју

	Стопа раста (у %)	Доприноси расту цена на мало (п.п.)
Електрична енергија	11,5	0,7
Цигарете	12,2	0,5
Комунално-стамбене услуге	5,3	0,2
Нафтни деривати	2,8	0,1

Очекује се знатно већи раст регулисаних цена у односу на претходно тромесечје.

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



У току првог тромесечја очекује се пад међугодишње инфлације и њено кретање испод доње границе циља.

У кратком року, главна неизвесност односи се на то у коликој мери ће произвођачи и трговци бити у

могућности да, у условима ниске тражње, депресијацију превале на крајњег потрошача.

## Година дана од увођења потпуног циљања инфлације – циљ Народне банке Србије за 2009. остварен

Режим циљања инфлације прихватио је велики број централних банака као прагматичан одговор на неуспех других режима монетарне политике. Широкој употреби циљања инфлације је такође допринело схватање да перманентно високе стопе инфлације воде смањењу економског раста и запослености, што је фокус монетарне политике с краткорочног управљања тражњом (тј. финог подешавања) померило на средњорочну ценовну стабилност, која се налази у основи циљања инфлације. Потпуно циљање инфлације (*fully fledged inflation targeting*) представља монетарну стратегију Народне банке Србије од 2009. године, с тим што су елементи овог режима постепено у праксу увођени још од 2006. године.

Иако је година дана кратак период за оцену нове монетарне стратегије Народне банке Србије, чињеница је да су почетни резултати охрабрујући, посебно имајући у виду да је прва година потпуног циљања инфлације протекла у условима кулминације светске економске кризе. Инфлација се током 2009. године кретала у границама циљаног распона, изузев у октобру и новембру када је била испод доње границе тог распона. Крајем 2009. године инфлација је износила 6,6% и била је у границама циља. При томе, пад бруто домаћег производа и запослености, у околностима светске економске кризе, био је умерен у поређењу са осталим земљама (посебно у поређењу са земљама са фиксним девизним курсом). Показало се да је предност режима циљања инфлације у тако тешким условима управо његова флексибилност, тј. могућност да централна банка комбинује „правила“ и „дискрецију“ у монетарној политици. Режим циљања инфлације је више оквир него скуп ригидних правила монетарне политике: у основи су нумерички циљ за инфлацију на средњи рок и дискреција у реаговању на економске шокове на кратак рок, тј. питање нужности реакције и брзине којом ће централна банка вратити инфлацију на циљану.

Поред остваривања циљева за инфлацију и релативно умереног пада бруто домаћег производа у 2009. години, нова монетарна стратегија Народне банке је допринела да се инфлациона очекивања усидре на нижем нивоу. Ефекти монетарне политике на очекивања финансијског сектора, привреде и становништва представљају један од најважнијих предмета анализе Народне банке. Иако су и даље висока, и изнад циља, инфлациона очекивања су током 2009. године код свих сектора смањена за око два процентна поена. Свесна важности инфлационих очекивања у монетарној политици и чињенице да је њихово смањивање процес који зависи од кредибилитета централне банке, Народна банка инсистира на свом јасном задатку и својој независности. Они су у режиму циљања инфлације законом дефинисани. Такође, режим циљања инфлације доприноси побољшању транспарентности и ефикаснијој комуникацији с јавношћу, што утиче на то да се инфлациона очекивања ефикасније усидре.

Нова монетарна стратегија Народне банке омогућила је да се одговорност за контролу инфлације институционално разграничи између Народне банке и Владе. Поделом одговорности, напори Владе се у већој мери усмеравају ка остварењу циљева за инфлацију. Јасно је да остварење циљева за инфлацију захтева одговорну фискалну политику и придржавање планираног раста регулисаних цена. Под утицајем мера Народне банке налазе се цене производа које се формирају слободно, на тржишту, док ван домета остају регулисане цене, о којима директно или индиректно одлучује Влада. Народна банка је будно пратила, и пратиће, фискалну политику и кретање регулисаних цена, како би на време реаговала и упозорила на евентуална одступања. Планирани раст регулисаних цена у 2009. години је испоштован: он је износио 15,5%, што је незнатно изнад договореног раста ове групе производа за 2009. годину ( $13\% \pm 2$  п.п.).

Предности режима циљања инфлације укључују и пливајући девизни курс, који прати циљање инфлације и представља самкоригујући механизам, који ефикасно апсорбује шокове. Такође, циљање инфлације доприноси извесном смањивању *pass-through* ефекта девизног курса, бољем разумевању трансмисионог механизма монетарне политике и утиче на развој аналитичке основе и процеса предвиђања – који су неопходни за одлучивање о монетарној политици.



## IV. Детерминанте инфлације

### 1. Кретања на тржишту новца

#### Каматне стопе

*Снижавање референтне каматне стопе утицало је на пад свих каматних стопа на тржишту новца. Смањење каматне марже банака на крају периода резултат је већег смањења активних од пасивних каматних стопа.*

Снижавање референтне каматне стопе у четвртном тромесечју одразило се на снижавање свих осталих каматних стопа на тржишту новца.

Каматна стопа BELIBOR је за све рочности забележила готово уједначен пад вредности, тако да се у децембру просечно кретала у распону од

10,5%, за преконоћну рочност, до 11,2%, за шестомесечну рочност. Тренд снижавања каматне стопе BELIBOR настављен је и у јануару 2010.

У четвртном тромесечју је смањена и каматна стопа на преконоћне међубанкарске позајмице BEONIA; она је у децембру износила 9,5% на годишњем нивоу. Повећање ликвидности банака у том периоду утицало је да пад каматне стопе BEONIA буде израженији у односу на смањење референтне стопе. Просечан дневни обим промета у последњем тромесечју је износио 5,9 милијарди динара и био је нижи за 12,5% у односу на претходно тромесечје.

Пад каматне стопе BEONIA је био посебно изражен у првој половини јануара, што се може

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



*Висока ликвидност банака у четвртном тромесечју утицала је да пад каматне стопе BEONIA буде већи од смањења референтне стопе.*

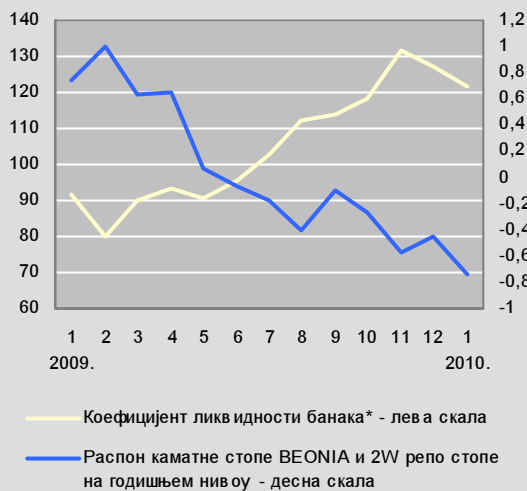
Графикон IV.1.2. Извршне стопе на трезорске записе и стање портфеља



*Смањење извршне стопе на трезорске записе није се одразило на стање портфеља ових хартија од вредности.*

Графикон IV.1.3. Ликвидност банака и распон каматне стопе BEONIA и референтне каматне стопе

(у млрд динара)



\* Ликвидност банака је рачуната као однос просечних ликвидних средстава банака (слободне резерве, стање репо хартија код НБС и нето куповина трезорских записа у текућем месецу) и трансакционих депозита.

Каматна стопа BEONIA је у четвртој тромесечју забележила већи пад од референтне стопе.

Графикон IV.1.4. Референтна каматна стопа НБС и каматне стопе пословних банака\* (пондерисани просек, на год. нивоу, у %)



\* Активне каматне стопе односе се и на индексиране и динарске кредите.

Крајем године је забележен већи пад активних каматних стопа банака од пасивних, што је знатно утицало на смањење каматне марже.

приписати ванредном расту трансакционих депозита код појединих банака, услед исплате новчаних накнада становништву из Приватизационог регистра. Просечна вредност каматне стопе BEONIA у јануару је износила 8,7% на годишњем нивоу.

Висок степен подударности каматних стопа на сигурне хартије од вредности исказан је и у четвртој тромесечју<sup>2</sup>. Каматне стопе на трезорске записе су све више конвергирале ка нивоу референтне стопе, да би на последњим јануарским аукцијама извршна стопа на тромесечне трезорске записе била изједначена с референтном стопом, док су извршне стопе на шестомесечне и једногодишње записе од референтне стопе одступале навише свега 18 б.п. и 59 б.п. респективно. Знатно ниже стопе приноса на државне записе нису се одразиле на смањење

њихове атрактивности. На свим аукцијама од 16. септембра забележена је максимална реализација емитованих записа. У јануару је ипак дошло до промене структуре купаца у правцу повећања учешћа банака.

На кретање извршних стопа утицала је и одлука државе да емисију записа ограничи на пет милијарди динара недељно (вредност емисије тромесечних и шестомесечних записа је по две милијарде, док је вредност једногодишњих записа једна милијарда динара). Висока ликвидност банака и ограничена могућност улагања у трезорске записе указују да ће кретање извршне стопе и у наредном периоду бити доминантно одређено кретањем референтне каматне стопе.

Према прелиминарном плану аукција, држава ће до краја године сваке недеље емитовати записе у

<sup>2</sup> Просечна пондерисана каматна стопа је за реализоване трезорске записе у 2009. години износила 12,92%, а за репо операције које су спроведене од фебруара до децембра 2009. 12,36% на годишњем нивоу.

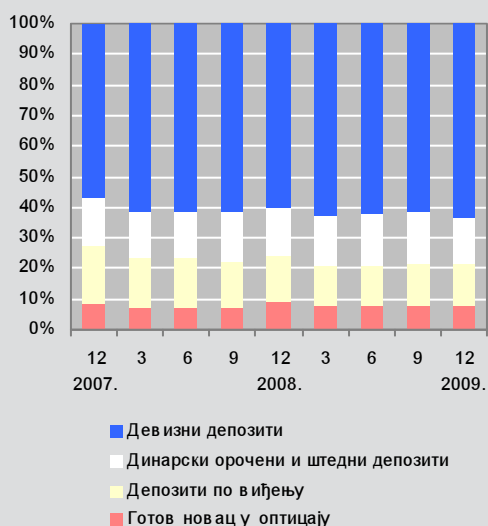
номиналном износу од пет милијарди динара (260 милијарди динара у целој години). Пошто се не очекује знатније смањење премије ризика на пласмане привреди и становништву, банке ће вероватно наставити да пласирају значајна средства у сигурне хартије од вредности.

Пасивне каматне стопе банака су, након раста због Недеље штедње, биле у паду, тако да је у децембру просечна каматна стопа на депозите износила 5,1%. Поскупљење домаћих извора кредитне активности с почетка тромесечја одразило се и на висок ниво активних каматних стопа у октобру и новембру. У децембру је просечна пондерисана каматна стопа на кредите привреди и становништву забележила пад од скоро 300 б.п., који се може приписати одобреним субвенционисаним кредитима, као и смањењу задужености грађана по текућим рачунима. Таква кретања каматних стопа су резултирала смањењем каматне марже, која је на крају децембра износила 10,0%.

## Монетарни агрегати

*Тражња за новцем је повећавана током целе године, а посебно у последњем тромесечју, што представља индикатор благог опоравка привредне активности.*

Графикон IV.1.5. Структура МЗ



*Учешће девизних депозита у МЗ додатно је повећано растом девизне штедње становништва у четвртом тромесечју.*

Након смањења у два претходна тромесечја, примарни новац је у четвртом реално повећан за 10,9%. Креирање примарног новца у току целог периода вршено је путем девизних трансакција, а повлачење динарским каналом.

Девизне резерве Народне банке Србије су, осим редовним приливима, увећане и за средства која је држава добила од домаћих банака за потребе финансирања буџетског дефицита (89,4 милиона евра) и за донације ИПА фондова – инструмената предприступне помоћи (50 милиона евра). Та средства, као и средства добијена у претходном тромесечју по основу алокације специјалних права вучења код ММФ-а (424,6 милиона евра), конвертована су у динаре и највећим делом задржана на рачунима државе код Народне банке Србије, чиме је у великој мери неутралисан ефекат креирања новца девизним каналом. Ипак, знатан део тих средстава држава је потрошила у три последња дана децембра, што је повећало ликвидност банкарског сектора и извршило додатни притисак на депресијацију динара.

И поред тога што је референтна каматна стопа у два наврата смањена, улагање у репо хартије од вредности је и даље било атрактивно. Тако је током октобра и новембра стање репо хартија повећано за 25,4 милијарде динара, чему је допринела и измена структуре издвајања обавезне девизне резерве банака.

Графикон IV.1.6. Доприноси расту МЗ (у процентним поенима)



*Кредитна активност банака највише је допринела расту МЗ.*

У децембру је уследило смањење пласмана банака у репо хартије (за 33,7 милијарди динара), због веће сезонске потребе (крајем године) банака за ликвидним средствима. Највећи део ослобођених средстава банке су задржале на својим на жиро-рачунима.

Монетарни агрегати су у четвртом тромесечју повећани. У односу на претходно тромесечје, монетарни агрегат М3 је повећан за 10,7% (реално 10,3%), чему је највише допринео раст девизних депозита (8,9 п.п.). Знатно мање доприносе имали су готов новац у оптицају и депозити по виђењу (1,4 и 1,2 п.п.), док је смањење орочених динарских депозита било минимално.

Раст монетарних агрегата уочава се и на међугодишњем нивоу. У односу на крај претходне године, М3 и М2 бележе реалан раст од 13,7% и 3,6% респективно, док је новчани агрегат М1, после дужег времена, остварио позитиван међугодишњи раст (0,5%).

На нивоу тромесечја, кредитна активност банака дала је највећи допринос расту М3 (4,8 п.п.). Допринос државе је био негативан – ефекат продаје трезорских записа и задуживања код домаћих банака (2,7 п.п.) поништен је задржавањем динарских средстава државе на рачуну код Народне банке Србије (-3,6 п.п.).

Раст девизне штедње грађана доминантно је утицао на раст девизних депозита код банака (преко 90%). У новембру, када је забележила и највећи раст захваљујући продуженим повољним условима поводом Недеље штедње, девизна штедња становништва је достигла ниво из септембра 2008, да би крајем године порасла на шест милијарди евра.

Исплата новчане накнаде по основу раније обављених приватизација утицала је делом на измену рочне структуре депозита – смањени су орочени депозити (финансијских организација), а повећана средства на текућим рачунима грађана. Предузећа су, уобичајено, пред крај године држала веће износе средстава на текућим рачунима, али су, за разлику од претходне године, на штедне рачуне положила додатна средства.

Од почетка јануара 2010. примарни новац бележи пад. Највећи део динарске ликвидности повучен је интервенцијама на МДТ-у и операцијама на

отвореном тржишту. Смањење готовог новца у оптицају и средстава на текућим рачунима утицало је на пад М1 и М2, док је, због раста девизних депозита, ниво М3 остао непромењен у односу на крај 2009. године.

## Кредити

*Кредитна активност је интензивирана, у складу с благим опоравком економске активности у другој половини године. Предузећа су наставила да се раздужују према иностранству.*

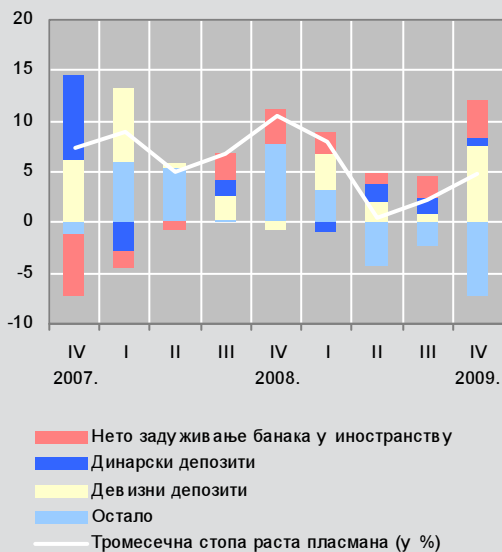
Опоравак кредитне активности банака, започет у трећем тромесечју, настављен је и у четвртом. У последња три месеца 2009. године реални раст кредита привреди износио је 1,8%, а кредита становништву 2,5%.

Успоравање кредитне активности је и на међугодишњем нивоу заустављено, уз почетне знаке опоравка. Позитивна кретања на кредитном тржишту у складу су са успоравањем пада економске активности у претходном тромесечју, с обзиром на чињеницу да циклично кретање економске активности претходи цикличном кретању кредита.

Кредитна активност банака финансирана је у највећој мери из домаћих извора, пре свега по основу пораста девизних депозита (допринос 7,7 п.п.), а мањим делом и задуживањем у иностранству. У четвртом тромесечју девизни депозити су повећани за 704,3 милиона евра, готово у потпуности по основу раста девизне штедње становништва (669,3 милиона евра). Банке су наставиле да се задужују у иностранству у нешто већем обиму (396,8 милиона евра) у односу на претходно тромесечје, али је, вероватно, највећи део повучених средстава из иностранства искоришћен за полагање девизног дела обавезне резерве, који је, изменом структуре издвојене обавезне девизне резерве, повећан.

Банке су интензивирале кредитирање сектора привреде током четвртог тромесечја. Међутим, децембарски отпис дела старих потраживања утицао је да исказивање мањег раста кредита који су одобрени предузећима. Реалан раст кредита привреди (када се искључи ефекат депресијације динара) износи око 18,5 милијарди динара. Кредити за

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



Банке су финансирале кредитну активност пре свега по основу прикупљене девизне штедње.

Графикон IV.1.8. Структура кредита одобрених становништву  
(у млрд динара)



Највећи раст је забележен код стамбених кредита, док су потраживања по основу минусног салда и кредитних картица смањена.

ликвидност и даље доминирају у новоодобреним кредитима. Знатно мања заступљеност кредита за инвестиције, основна средства и опрему указује да је одржавање текуће ликвидности и даље кључни проблем у пословању предузећа.

Као и у претходном периоду, предузећа су наставила да смањују своје обавезе према иностранству. У четвртном тромесечју она су се раздужила у нето износу од 53 милиона евра (око 5 милијарди динара).

Кредити сектору становништва повећани су за 19,6 милијарди динара. Од тога, реални раст кредита износи 10 милијарди динара, док се, због знатне заступљености индексираних кредита (78%), на ефекат депресијације курса динара односи 9,6 милијарди динара. Почетак програма одобравања стамбених кредита уз субвенцију државе утицао је да највећи раст остваре стамбени кредити, док је нижа потрошња становништва резултирала смањењем потраживања по основу минусног салда и кредитних картица.

Банке су у четвртном тромесечју одобриле 215,6 милиона евра (око 20,4 милијарде динара) кредита уз

субвенцију државе, што указује на нешто нижи степен активности на субвенционисаном сегменту кредитног тржишта. Разлог томе је што су средства намењена субвенционисању камате на (најтраженије) кредите за ликвидност средином октобра потрошена. Међутим, одобравање тих кредита је настављено и током новембра и децембра финансирањем средствима која су била намењена другим врстама кредита. Реализација првих кредита из програма субвенционисаних стамбених кредита у октобру допринела је расту кредита у износу од 13 милиона евра (од укупно одобрених 38 милиона). Банке ће наставити да одобравају кредите уз субвенцију државе и у 2010. години, уз нешто измењене услове ради стимулације динарског кредитирања, али и поједностављену процедуру одобравања инвестиционих кредита.

Учешће проблематичних зајмова у укупно одобреним зајмовима се од августа 2009. стабилизовало на нивоу од око 10%, да би се у децембру смањило на 8,6%. Децембарско смањење учешћа највећим делом је резултат чињенице да су предузећа успела да део проблематичних кредита репрограмирају.

## 2. Кретања на девизном тржишту и курс динара

*У четвртном тромесечју вредности динара према еврју је опала. Промет на међубанкарском девизном тржишту и даље је на ниском нивоу. У децембру је, након девет месеци, Народна банка интервенисала на међубанкарском девизном тржишту.*

После готово непромењене вредности динара током другог и трећег тромесечја, у четвртном је динар у просеку ослабио за 1,3% у односу на евро (око 3% крајем периода). Слабљење динара је било најизраженије током децембра. При томе, курс се кретао у распону од 92,9 до 96,6 динар/евро.

Остварена кретања су резултат сезонски веће потребе предузећа за девизама ради измирења њихових доспелих обавеза према иностранству и уобичајено већег спољнотрговинског дефицита крајем године. Такође, у последњем тромесечју је снижена референтна каматна стопа (укупно за 250 б.п.) и промењена структура полагања девизне обавезне

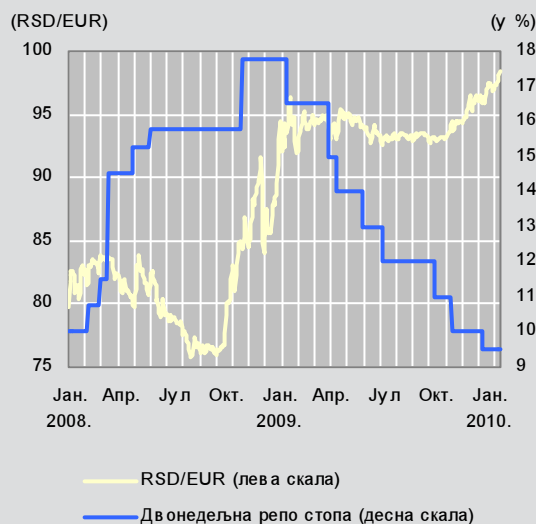
резерве за банке потписнице “Бечке иницијативе” у правцу повећања девизног дела (са 70:30 на 80:20). Трошење средстава буџетске резерве у последњих неколико дана децембра (која потичу од алокације специјалних права вучења и од ИПА фондова) такође је утицало на слабљење динара.

Упркос слабљењу динара, девизна ликвидност банака у посматраном периоду била је задовољавајућа – банке су наставиле да се задужују према иностранству (превасходно краткорочно), да остварују и надаље знатан откуп ефективног страног новца од мењача и да бележе пораст девизне штедне грађана, која је у новембру (Месецу штедне) повећана за готово пола милијарде евра.

Уз слабљење номиналног ефективног курса динара (3,3% крајем периода) и, с друге стране, спорији раст домаћих цена од иностраних, у четвртном тромесечју је остварена реална ефективна депресијација динара од 3,4% (3,2% према еврју и 4,3% према долару).

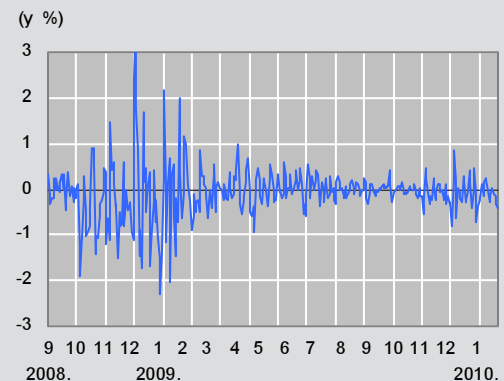
Промет на међубанкарском девизном тржишту (МДТ) у четвртном тромесечју је забележио извесно повећање

Графикон IV.2.1. Кретање курса динара и двонедељне репо стопе



*Поред наставка снижавања референтне каматне стопе, на слабљење динара у четвртном тромесечју утицали су и сезонски фактори.*

Графикон IV.2.2. Дневне промене курса динара према еврју\*



\* Негативне стопе указују на депресијацију, а позитивне на апресијацију динара.

*Дневне осцилације курса динара према еврју су се повећале.*

у односу на треће, али је и даље на врло ниском нивоу – просечно дневно око 30 милиона евра. У децембру је Народна банка на МДТ-у интервенисала два пута, продавши банкама укупно 100,5 милиона евра. Најпре 4. децембра, Народна банка је интервенисала с циљем спречавања прекомерне дневне осцилације до које би дошло услед привременог несклада између понуде и тражње девиза и оштрог раста котација банака. Следећом интервенцијом, 30. децембра, Народна банка је реаговала како би спречила поремећаје у околностима знатног повећања динарске ликвидности банака, које је уследило након усвајања ребаланса буџета за 2009. годину и додатних исплата из буџета по том основу у последња три дана децембра.

Почетком 2010. године настављени су депресијацијски притисци, чији је узрок пре свега већа тражња клијената банака за девизама. Ради спречавања превеликих дневних осцилација курса и обезбеђења несметаног функционисања девизног тржишта, у јануару се Народна банка још неколико пута укључивала у трговину на МДТ-у, интервенишући са укупно 245,5 милиона евра.

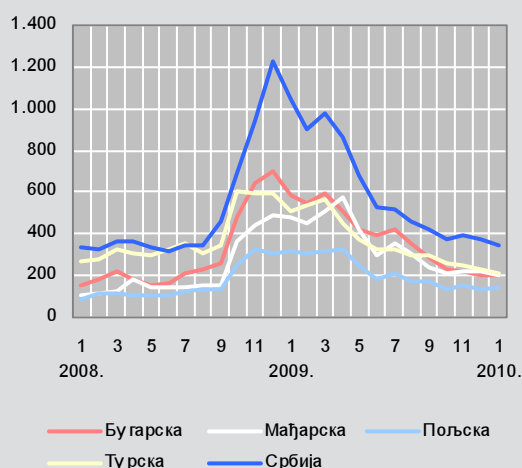
Банке ни у јануару, као ни у четвртом тромесечју, нису показале интересовање за своп

куповину/продају девиза коју је Народна банка увела у мају 2009. године као додатну меру подршке финансијској стабилности земље.

Вредност премије ризика мерена индексом ЕМВИ (*Emerging Markets Bond Index*) наставила је с падом и током четвртог тромесечја, иако знатно спорије него у претходном. Међутим, то је и очекивано будући да се овај индекс вратио на ниво на којем је био пре почетка кризе. Од краја септембра, ЕМВИ је опао са око 380 на око 330 индексних поена. Пад вредности ЕМВИ могао би да допринесе смањењу притисака на домаћу валуту. Успоравање пада индекса ЕМВИ приметно је и код осталих земаља у транзицији. Од друге половине јануара, код свих земаља бележи се изванредан раст премије ризика.

Јануарска анкета агенције Стратеџик маркетинг показује да финансијски сектор за 2011. годину очекује депресијацију динара од око 6,0% (јануар 2011. године: ниво од 103,1 динар/евро). Према фебруарској анкети агенције Ројтерс, финансијски сектор очекује да крајем марта курс динара буде на нивоу од 98,7 динар/евро (депресијација од 1,4% у односу на јануар).

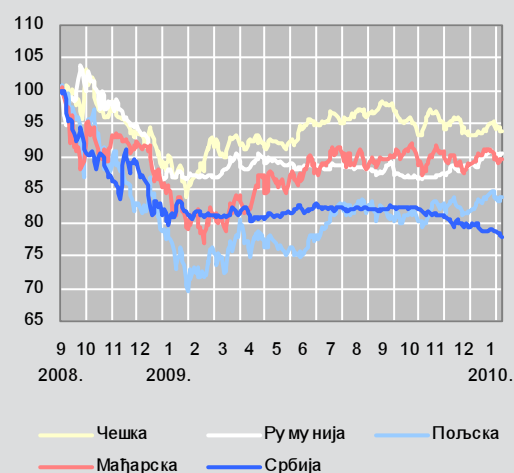
Графикон IV.2.3. Показатељ премије ризика – ЕМВИ по земљама (месечни просеци, у базним поенима)



Извор: JP Morgan.

У четвртом тромесечју, пад премије ризика свих посматраних земаља је успорен.

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



У четвртом тромесечју, јачање је забележио само пољски злот (посматрано крајем периода).

## Прилив капитала из иностранства

*Нето прилив капиталног и финансијског рачуна у четвртој тримесечју био је више него довољан за покриће сезонски већег дефицита текућег рачуна, тако да је девизна ликвидност била задовољавајућа.*

Прилив капитала у четвртој тримесечју потицао је у највећој мери од задуживања банака у иностранству, које је износило 549 милиона евра, од чега краткорочног 409 милиона евра. Оцењени повраћај девизне штедње повучене крајем 2008. године у банкарски сектор износи 560 милиона евра.

Нето прилив страних директних инвестиција у четвртој тримесечју (361 милион евра) остварен је великим делом у децембру, и то по основу улагања у Фијат аутомобиле Србија, Ју-Ес стил и мобилну телефонију.

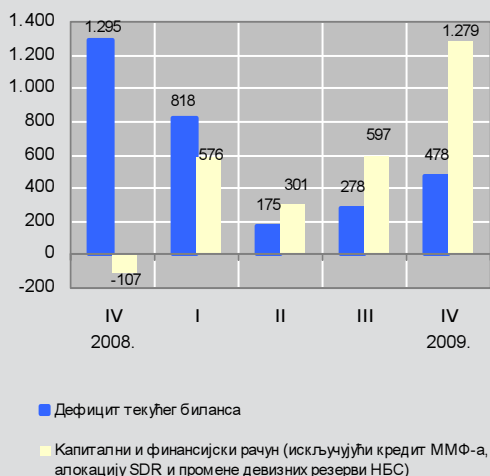
Такође значајан део финансијског прилива чини уплата у резерве Народне банке Србије друге транше по основу актуелног кредитног станд-бај аранжмана с ММФ-ом (349 милиона евра).

С друге стране, предузећа су наставила да се нето раздужују (53 милиона евра), мада у мањем износу у поређењу с претходним тримесечјем.

Иако је нето прилив на финансијском рачуну био знатно изнад потреба финансирања текућег дефицита платног биланса, већи део капиталних прилива није имао утицаја на девизно тржиште. То се односи на приливе по основу краткорочног задуживања банака, кредита ММФ-а и дела штедње грађана који је завршио у обавезној резерви код Народне банке Србије. У том периоду девизне резерве Народне банке Србије су повећане за једну милијарду евра, а евидентна је и повећана опредељеност банака за држање високог нивоа девизних ликвидних средстава (њихове резерве су повећане за 307 милиона евра).

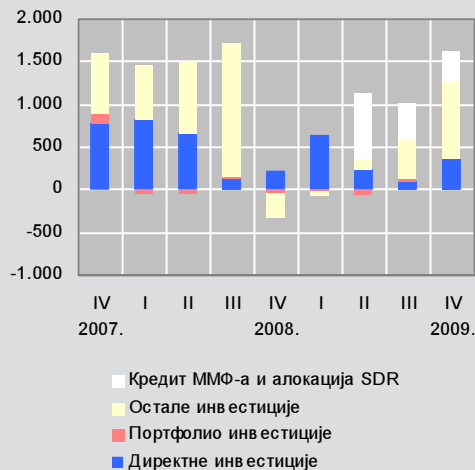
У јануару 2010. предузећа су наставила да се раздужују, али је дошло и до раздуживања банака по основу раније узетих краткорочних кредита. Истовремено је остварен и скроман прилив по основу страних директних и портфолио инвестиција, што се одразило на јачање депресијацијских притисака.

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



*Сезонски већи дефицит текућег рачуна у четвртој тримесечју покривен је знатно већим приливима капитала.*

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



*Већи нето прилив капитала у четвртој тримесечју у великој мери је резултат прилива по основу финансијских кредита.*

### 3. Кретања на тржишту капитала

У четвртој тримесечју је заустављен тренд раста оба индекса на Београдској берзи, а забележени раст промета био је последица два појединачна трговања, а не пораста ликвидности.

Оба индекса Београдске берзе су забележила негативна кретања у последњем тримесечју 2009. године. Вредност индекса BELEX 15 је смањена за 19,6%, а вредност индекса BELEX line за 15,3%.

Цене акција су, након несразмерно великог раста у претходном тримесечју, због нереалних очекивања у погледу бржег опоравка Београдске берзе, у четвртој кориговане наниже. На пад вредности акција на Берзи такође су имали утицаја најављена поновне примене пореза на капиталну добит у 2010. години, као и мањи раст вредности акција од сезонски уобичајеног крајем године.

Смањење вредности акција на Београдској берзи у последњем тримесечју резултирало је смањењем

тржишне капитализације за 32,4 милијарде динара, тако да је на крају године тржишна капитализација износила 932,3 милијарде динара. У јануару је смањена за додатних 57,6 милијарди динара због брисања акција компанија над којима је покренут стечај, односно ликвидација.

Према званичним подацима Београдске берзе, укупан промет акцијама износио је 23,2 милијарде динара, при чему су страни инвеститори били нето продавци у износу од 15,9 милијарди динара. Ако се изузме блок трансакција акцијама Апатинске пиваре<sup>3</sup>, страни инвеститори би били нето купци у износу од 475 милиона динара. У том случају, укупан промет остварен у трговању акцијама износио би 6,9 милијарди динара. Раст промета у односу на претходно тримесечје може се приписати и трговању од 4. новембра, када је реализована куповина акција АИК банке у износу од 1,2 милијарде динара.

Све берзе у региону, изузев Букурештанске (индекс BET је забележио раст од 6,8%), исказале су лошије резултате у последњем тримесечју. Највећи пад индекса у односу на прошло тримесечје забележен је

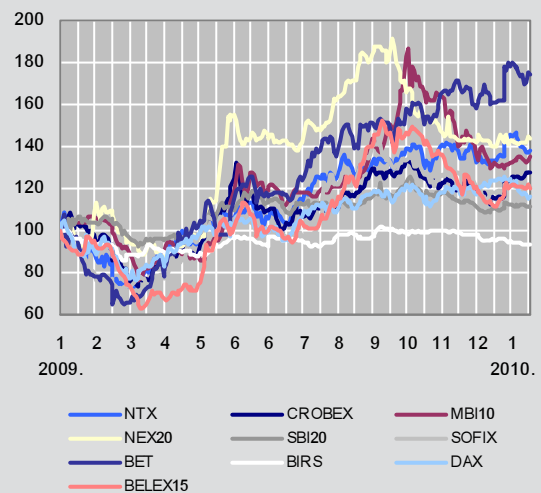
Графикон IV.3.1. Индекс BELEX 15



Извор: Београдска берза.

У последњем тримесечју BELEX 15 је забележио знатан пад. Повећање укупног оствареног промета није последица побољшане ликвидности тржита капитала.

Графикон IV.3.2. Кретање берзанских индекса у земљама у окружењу (у индексним поенима, нормализовано, 31. 12. 2008 = 100)



Вредности регионалних берзанских индекса су смањене у четвртој тримесечју, уз изузетак индекса Букурештанске берзе (BET).

<sup>3</sup> Блок трансакција којом је извршено трговање акцијама Апатинске пиваре категорисана је као продаја домаћем правном лицу, иако је крајњи купац "CVC capital investment" страном правном лице.

на црногорским берзама. Индекс NEX 20 је изгубио на вредности 21,7%, а индекс MOSTE 32,6%.

Вредност промета обвезницама старе девизне штедње смањена је за 40% у четвртом тромесечју у односу на претходно и износила је 0,8 милијарди динара. Највеће учешће у промету имала је серија А2015 (23%). Просечна стопа приноса кретала се у распону од 5,03%, за серију А2016, до 5,63%, за серију А2010.

## 4. Агрегатна тражња

*Четврто тромесечје исказује успоренију пад домаће тражње, који је био праћен успоренијим међугодишњим падом БДП-а. Такво кретање је последица успоренијег пада свих компоненти расподеле БДП-а, осим укупне финалне потрошње, која бележи даљи пад.*

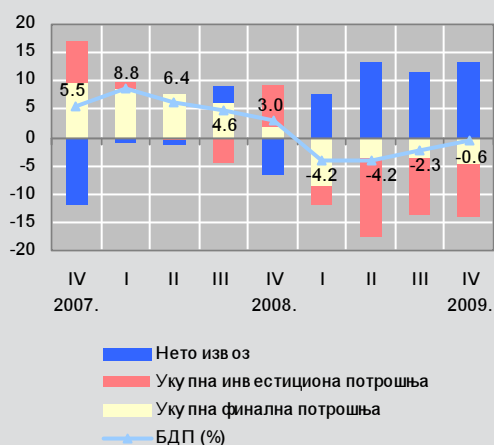
Процењујемо да међугодишњи пад домаће тражње у четвртом тромесечју износи 9,9% и да је она утицала на пад БДП-а са 14,0 п.п. У оквиру ње, највећи пад забележила је укупна инвестициона потрошња (допринос -9,3 п.п.) како због пада бруто инвестиција у основне фондове, тако и због пада државних

инвестиција. Ефекти пада домаће тражње на БДП компензовани су делом повећањем извоза, што је резултирало позитивним доприносом нето извоза међугодишњем расту БДП-а (13,4 п.п.).

Према десезонираним подацима, домаћа тражња у односу на претходно тромесечје је опала за 4,3% (допринос -5,4 п.п.). Међутим, супротно подацима на међугодишњем нивоу, потрошња домаћинстава према десезонираним подацима бележи блажи пад него у претходном тромесечју, а инвестициона потрошња већи. Пад потрошње државе је последица реалног смањења текућих расхода за куповину добара и услуга и издатака за зараде због замрзавања плата у државној администрацији, док су социјални трансфери остали на готово непромењеном нивоу. Дефицит у спољнотрговинској размени је смањен за 24,4%, што је за резултат имало позитиван допринос нето извоза расту БДП-а од 6,1 п.п.

Очекујемо да ће у 2010. години инвестициона потрошња највише допринети расту економске активности (2,4 п.п.), док ће укупна финална потрошња имати мањи пад него у 2009. години (допринос -1,5 п.п.). Такође очекујемо да ће обим извоза робе и услуга расти брже од увоза (6% према 2,5% међугодишње), што ће утицати на раст економске активности (за 0,6 п.п.).

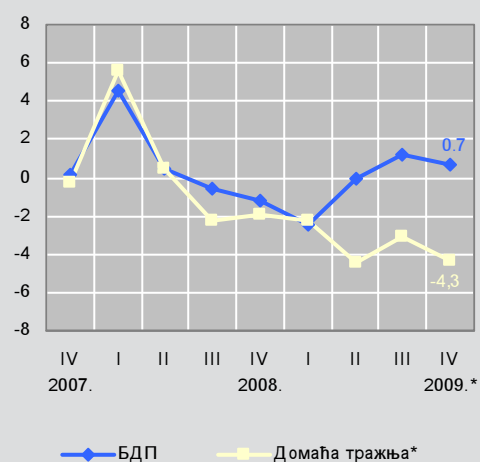
Графикон IV.4.1. Доприноси међугодишњем расту БДП-а\* (у процентним поенима)



\* Процена НБС.

У четвртом тромесечју се очекује блажи међугодишњи пад БДП-а због успоренијег пада укупне инвестиционе потрошње и нето извоза.

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



\* Процена НБС.

Благи раст БДП-а у четвртом тромесечју је последица раста извоза робе и услуга.

## Домаћа тражња

### Индикатори потрошње домаћинства

*Пад домаће тражње је успорен, иако потрошња домаћинства међугодишње бележи убрзање пада у четвртом тромесечју. То потврђују подаци о даљем међугодишњем паду промета у трговини на мало и новчаних прихода домаћинства.*

Новчани приходи као извор потрошње домаћинства су у четвртом тромесечју забележили успоренији међугодишњи пад. Новчани приходи домаћинства посматрани збирно (зараде, пензије и социјална примања) реално су смањени за 4,6% међугодишње, пре свега због реалног пада зарада. Пензије и социјална примања су били на готово непромењеном нивоу.

Смањење новчаних прихода домаћинства било је делимично надокнађено нето приливом девиза по основу дознака, који је у четвртом тромесечју реално повећан за 2,1% међугодишње. Уз то, ниво откупа девиза овлашћених мењача од домаћинства је био готово идентичан као у истом периоду претходне године.

Кредитна активност банака се постепено опоравља и наставља да расте. У структури кредита, највећи раст у четвртом тромесечју забележили су стамбени кредити. Истовремено, бележи се смањење потраживања по основу минусног салда и кредитних картица.

Акција банака Недеља штедње, која је продужена до краја новембра, наишла је на добар одзив код становништва и значајно утицала на раст штедње у четвртом тромесечју, што је такође смањило обим средстава за потрошњу.

Процењујемо да је потрошња домаћинства<sup>4</sup> у четвртом тромесечју даље смањена – за 4,5% међугодишње. Међутим, десезонирани подаци показују да је пад у односу на претходно тромесечје био успоренији (1,3%).

Трговина на мало, реално посматрано, бележи даљи пад и износи 15,5% међугодишње. Разлог високог пада промета у трговини на мало је, између осталог, и преусмеравање тражње домаћинства на пијаце.

Процењујемо да пад потрошње домаћинства у 2009. години износи 4,3%. У 2010. очекујемо њено даље смањење, али блаже него у претходној години.

### Јавна потрошња

*Потрошња државе у четвртом тромесечју бележи међугодишњи пад, али се он делом може приписати и високој потрошњи у истом периоду претходне године.*

Потрошња државе, обрачуната на основу издатака за куповину робе и услуга и издатака за плаћања становништву из буџета реално је смањена за 2,8% међугодишње у четвртом тромесечју.

Укупни расходи на међугодишњем нивоу су били у реалном паду, али то није последица претеране штедљивости у 2009, него пре енормне потрошње крајем 2008. године.

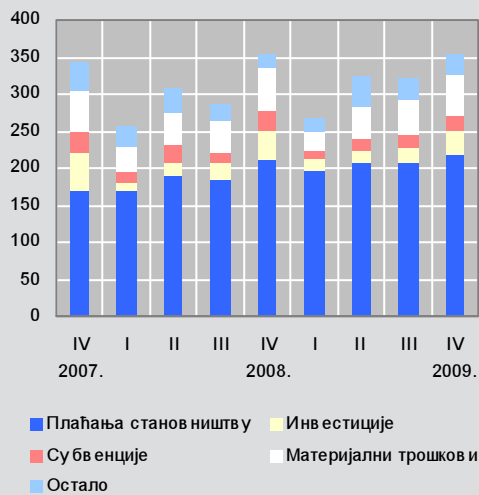
Посматрано на међугодишњем нивоу, једина категорија расхода која је забележила знатан раст је отплата спољног дуга (25,7% номинално), првенствено због слабљења динара. Илустрације ради, у 2009. години је по том основу исплаћено 12,7 милијарди динара, у поређењу са 7,7 милијарди у 2008. (65,9% више). Замрзавањем пензија и плата јавних службеника у 2009. години коначно је постигнуто да се обим плаћања становништву на међугодишњем нивоу реално смањи. Међутим, тенденција преваге текуће над капиталном потрошњом се ни у 2009. није изменила.

Остварени ниво расхода је био омогућен захваљујући солидним приходима у четвртом тромесечју. Известан међугодишњи реални раст остварили су приходи од акциза (26,5% мг.), затим непорески и капитални приходи (на које се буџет у знатној мери ослањао у 2009) и најзначајнија категорија прихода – приходи од ПДВ-а (1,5% мг.). Структура приходне стране буџета се није знатније променила, али су укупни приходи били реално повећани за 9,1%. То би могло да сугерише да опоравак привреде започет у другој половини 2009. године нема привремен карактер.

Дефицит буџета у четвртом тромесечју (обрачунат према методологији ММФ-а) у износу од 40

<sup>4</sup> Укључујући непрофитне институције које услужују домаћинству.

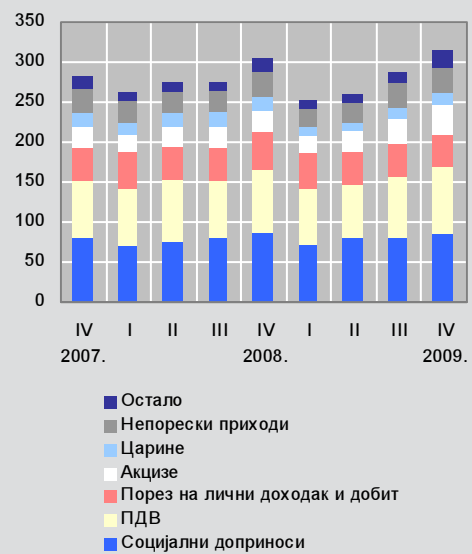
Графикон IV.4.3. Структура јавних расхода (у млрд динара)



Извор: Прерачунао на основу података  
Министарства финансија РС.

*Инвестиције су више, као и увек у четвртој тримесечју, али и даље убедљиво доминирају текући расходи.*

Графикон IV.4.4. Структура јавних прихода (у млрд динара)



Извор: Прерачунао на основу података  
Министарства финансија РС.

*У кризи слаби учешће пореза на добит и доходак, а контролисано расту акцизе, непорески и остали приходи.*

милијарди динара имао је ефекат на тражњу од свега 5,6 милијарди динара. Тај раскорак је био последица финансирања буџета путем домаћег задуживања. Са емисијом у вредности од 63,5 милијарди динара у четвртој тримесечју, стање трезорских записа је, закључно с децембром, порасло на 93,5 милијарди динара. То је било пресудно да буџет у 2009. години буде финансиран претежно из домаћих извора.

Међутим, крајем године држава се и у иностранству знатно задужила (44,3 милијарде динара), али средства прибављена на тај начин највећим делом ће се искористити за финансирање дефицита у 2010. години, са ефектом на тражњу. Захваљујући ниском нивоу задужености пре кризе (26,1% БДП-а на крају 2008),

задуженост јавног сектора још не представља претњу макроекономској стабилности земље (иако брзина задуживања – 8,7%<sup>5</sup> БДП-а у току 2009 – забрињава).

И у 2010. години би требало очекивати сличан буџетски дефицит, али због већег ослањања на страног задуживање вероватно с нешто већим ефектом на тражњу. У првом тримесечју ипак би, у складу са сезонским карактером јавних финансија, требало да буде остварен благи суфицит. Текућа потрошња државе на нивоу године би и даље имала негативне стопе раста (очекивани пад од 6%), што отвара простор да издаци за капиталне инвестиције буду повећани за 20%.

<sup>5</sup> Да би се добила реална слика пораста задуживања, стопа пораста рачуната је укључивањем у стање јавног дуга и износа од 381,2 милиона евра дуга Косова, који је отписан у августу 2009. Такође је узета у обзир и чињеница да је у децембру извршена алокација средстава од ММФ-а у износу од 424,6 милиона евра, која није евидентирана у јавном дугу закључно са 31. децембром 2009.

Табела IV.4.1. Консолидовани јавни расходи  
(по тромесечјима, у млрд динара)

	2008.				2009.				Индекс	Индекс
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	IV 2009/ IV 2008.	IV 2009/ IV 2008.
I. Укупан прилив и донације,	263,58	273,39	275,21	303,32	252,85	258,87	286,03	315,23	103,93	98,15
од тога донације	0,16	0,52	0,30	0,32	0,19	0,45	0,87	5,23	1.625,63	1.535,35
II. Укупан одлив и отплата дуга	262,43	312,29	289,31	356,71	268,69	331,48	379,22	398,76	111,79	105,58
Плаћања становништву:	171,5	188,3	184,6	210,1	198,6	207,5	207,5	218,0	103,76	98,00
Нето зараде	63,9	71,3	68,6	78,9	70,1	72,8	72,3	78,1	99,00	93,50
Социјални трансфери	107,6	117,0	116,0	131,2	128,5	134,7	135,2	139,9	106,63	100,70
Пензије	84,8	91,7	93,8	105,6	106,0	108,9	109,9	111,6	105,68	99,82
Социјална помоћ	19,1	20,7	17,3	20,5	18,1	21,1	19,5	21,8	106,41	100,50
Остали трансфери становништву	3,6	4,6	4,9	5,2	4,4	4,7	5,7	6,6	126,70	119,67
Субвенције	13,3	22,2	13,9	28,3	11,0	14,7	18,7	18,6	65,73	62,08
Материјални трошкови	34,3	43,0	42,5	56,6	26,3	44,6	44,6	55,7	98,48	93,01
Инвестиције	10,6	21,1	24,2	40,8	14,0	17,9	20,2	34,1	83,56	78,92
Трошкови камата	5,3	2,5	4,8	3,3	5,6	4,4	6,6	4,6	141,94	134,05
Отплата дуга	11,3	18,2	9,2	5,6	6,2	27,8	63,7	48,8	875,25	826,64
Отплата дуга по основу старе девизне штедње	0,5	12,7	3,6	1,2	0,4	16,4	4,1	1,1	93,36	88,17
Отплата дуга пензионерима	5,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,00	0,00
Отплата осталог унутрашњег дуга	4,4	3,5	2,8	2,8	2,0	7,5	56,4	45,7	1.627,35	1.536,98
Отплата спољног дуга	1,3	2,0	2,8	1,5	3,8	3,8	3,2	1,9	125,67	118,70
Остало*	16,1	17,0	10,1	12,0	7,1	14,6	17,9	18,9	156,93	148,22
III. Укупан прилив без донација	263,41	272,87	274,91	303,00	252,66	258,42	285,16	310,00	102,31	96,63
IV. Укупан одлив без отплате страног дуга, старе девизне штедње и превремене отплате дуга	256,26	294,12	280,12	351,17	262,51	303,69	315,51	350,01	99,67	94,13
Салдо – методологија ММФ-а (III - IV)	7,15	-21,24	-5,21	-48,17	-9,85	-45,27	-30,35	-40,01	83,06	78,45
БДП	604,77	684,38	713,91	747,94	637,51	713,12	752,85	787,09	105,23	99,39
Салдо – методологија ММФ-а у % БДП-а	1,18	-3,10	-0,73	-6,44	-1,55	-6,35	-4,03	-5,08	78,93	74,55

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

Извор: Прерачунато на основу података Министарства финансија РС.

### Фискална политика у 2010. години и начин финансирања дефицита

Усвојени буџет Републике Србије за 2010. годину предвиђа дефицит од 107 милијарди динара, што ће на консолидованом нивоу (који се, према Закону о буџетском систему, не планира експлицитно), вероватно, за резултат имати дефицит од око 120 милијарди динара, или 4% БДП-а.

Буџет ће у знатно већој мери бити финансиран средствима из страних извора. Планира се да 47,1% дефицита буде финансирано иностраним кредитима и донацијама, а преостали део дефицита и доспелог дуга издавањем обвезница, за које још није утврђено да ли ће бити издате на домаћем или страном тржишту. У сваком случају, то значи да ће монетарни ефекат фискалне политике у односу на претходну годину бити знатно експанзивнији.

Табела 1.  
Финансирање буџета Р. Србије  
(у млрд динара)

	2009.	2010.
Трезорски записи (нето)	92.755,7	26.418,2
Страно задуживање	44.737,7	45.600,0
Задуживање код банака	9.926,8	33.250,0
Обвезнице		47.500,0
Донације	5.955,6	4.750,0
Приватизација	14.191,9	
Неуtroшена средства из претходних година	0,0	21.733,5
Отплата домаћег дуга (осим трезорских записа)	22.108,3	-54.208,8
Отплата страног дуга	12.748,0	-18.042,9
УКУПНО	132.711,4	107.000,0

Табела 2.  
Пројекција дефицита, дуга и капит. расхода за земље Европе у 2010.  
(у % БДП-а)

	Дефицит	Дуг	Капитални расходи	Дефицит	Дуг	Капитални расходи	
Аустрија	5,5	73,9	3,4	Немачка	5,0	76,7	3,2
Белгија	5,8	101,2	3,0	Холандија	6,1	65,6	4,4
Бугарска	1,2	16,2	7,0	Пољска	7,5	57,0	7,3
Грчка	6,6	124,9	4,5	Португал	8,0	84,6	3,6
Данска	4,8	35,3	3,8	Румунија	6,8	27,4	7,1
Естонија	3,2	10,9	7,8	Словачка	6,0	39,2	4,5
Ирска	14,7	82,9	5,9	Словенија	7,0	42,8	6,0
Италија	5,3	116,7	3,9	УК	12,9	80,3	3,6
Кипар	5,7	58,6	4,1	Финска	4,5	47,4	3,1
Летонија	12,3	48,6	5,0	Француска	8,2	82,5	4,3
Литванија	9,2	40,7	6,0	Чешка	5,5	40,6	7,3
Луксембург	4,2	16,4	5,8	Шведска	3,3	43,6	3,6
Мађарска	4,2	79,8	4,0	Шпанија	10,1	66,3	4,9
Малта	4,4	70,9	4,0	Србија	4,0	35,9	3,5

Извор: Европска комисија и процене НБС.

Сам буџет ће и у 2010. години бити првенствено социјалног карактера и, као такав, имаће снажну оријентацију на текуће уместо на капиталне расходе. Капитални расходи буџета планирани су у износу од свега 4,3% укупних расхода. То значи да се на консолидованом нивоу може очекивати њихово учешће у БДП-у од око 3,5%<sup>1</sup>, а колико је то мало можемо видети и поређењем са земљама Европске уније (табела 2).

Високо задуживање за покриће буџетског дефицита, уз ниске капиталне расходе, може бити проблематично са становишта одрживости јавног дуга. При томе, не поставља се само питање могућности отплате дуга у будућности већ и питање будућег задуживања, јер са слабењем поверења у одрживост фискалне политике у дугом року инвеститори захтевају све већу компензацију за перципирани ризик. Иако то не представља проблем само српске привреде (у оквиру европских земаља, Србија је, с нивоом задужености од 32,7% БДП-а на крају 2009, међу средње задуженим), чини се да се полако губи прилика за озбиљно смањење јавних расхода – посебно њихове текуће компоненте, а питање одрживости дуга Србије постаје све више актуелно.

<sup>1</sup> Наведени износ је донекле потцењен из методолошких разлога, јер не укључује део куповине робе и услуга који се могу сматрати капиталним расходима. Ипак, процењујемо да и у том случају капитални расходи не би прешли 4% БДП-а.

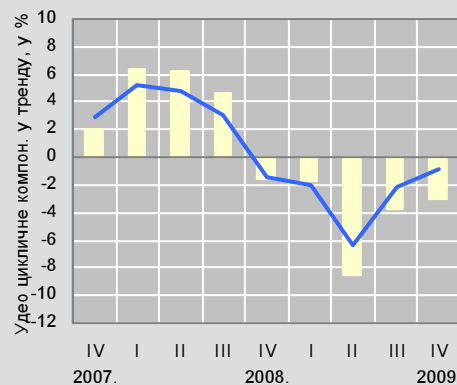
## Инвестициона потрошња

У четвртој тримесечју је забележен успоренији међугодишњи пад инвестиционе потрошње, на шта указује већина расположивих индикатора. Производња интермедијарних производа исказује чак пораст.

Инвестициона потрошња је у четвртој тримесечју међугодишње посматрано забележила успоренији пад, и то великим делом услед њеног наглог пада крајем 2008. године. Остварено убрзање десезонираног пада у односу на претходно тримесечје кључни је фактор успоравања раста економске активности.

Процењујемо да је пад инвестиција у фиксне фондове у односу на претходно тримесечје у извесној мери ублажен (22,9% међугодишње). Пад грађевинске активности је настављен (19,7% међугодишње), на шта указује и пад вредности изведених радова (29,3%). Успоравању пада инвестиција у фиксне фондове највише је допринео пад обима увоза капиталних добара (17,1% међугодишње). Пад инвестиција у фиксне фондове привреде је био успорен (25,5% међугодишње), захваљујући одређеном опоравку кредитне активности. Капитални расходи државе, као основни индикатор њених инвестиција, такође бележе блажи пад (17,6% међугодишње). Међутим, треба имати у виду да је четврто тримесечје ипак период када се врши убрзана реализација капиталних расхода и да је ребаланс буџета за 2009. годину то и омогућио.

Графикон IV.4.5. **Коришћење капацитета у индустрији**  
(на бази десезонираних података)



■ Индустриска производња  
— Оцена коришћења капацитета у индустрији

Оцењено коришћење капацитета у индустрији показује нешто боље резултате у четвртој тримесечју.

Тенденцију успоравања пада показује и производња капиталних производа (12,9% међугодишње), као и инвестиције у обртна средства. Производња и залихе интермедијарних производа у четвртој тримесечју бележе чак међугодишњи раст. Поред тога, међугодишњи пад извоза интермедијарних производа је ублажен, као и пад њиховог увоза.

Табела IV.4.2. **Индикатори кретања инвестиција**  
(стопе раста у %)

	IV 2008. IV 2007.	I 2009. I 2008.	II 2009. II 2008.	III 2009. III 2008.	IV 2009. IV 2008.
<b>Реални показатељи</b>					
Физички обим индустријске производње капиталних производа	-7,3	-29,8	-22,3	-22,1	-12,9
Физички обим индустријске производње интермедијарних производа	-12,8	-34,7	-34,2	-18,6	3,3
Грађевинарство	-1,1	-14,0	-16,6	-18,5	-19,7 *
Увоз интермедијарних производа**	-11,8	-30,4	-30,6	-25,6	-10,5
Извоз интермедијарних производа**	-27,9	-48,2	-52,7	-49,3	-9,7
Залихе интермедијарних производа	-0,3	0,0	-4,2	-5,3	3,4
Увоз капиталних производа**	-17,6	-28,8	-34,3	-27,8	-17,1
Извоз капиталних производа**	6,1	-19,0	-22,8	-37,2	-24,7
Залихе капиталних производа	-8,7	-17,7	-20,5	-17,8	-10,5
Инвестициона потрошња државе**	-27,1	25,9	-19,6	-20,3	-17,6
2009.					
<b>Финансијски показатељи</b>					
Средњорочно и дугорочно задуживање привреде у иностранству (нето), у млрд EUR	379,0	-160,2	-226,0	-114,0	-35,4
Домаћи краткорочни кредити одобрени привреди, у млрд динара	19,8	55,9	2,2	8,7	-1,3
Домаћи дугорочни кредити одобрени становништву, у млрд динара	45,7	12,8	-5,6	4,1	21,0
Домаћи дугорочни кредити одобрени привреди, у млрд динара	39,7	18,6	3,4	10,6	34,7

\* Процена НБС.

\*\* Увоз је дефлациониран индексом цена индустријских произвођача у Немачкој; извоз је дефлациониран са извозним ценама, док је инвестициона потрошња државе дефлационирана индексом цена индустријских произвођача.

Оцењено је да коришћење капацитета у индустрији показује нешто боље резултате у четвртом у односу на претходно тромесечје. На то указује циклична компонента продуктивности рада у индустрији, која представља индикатор искоришћености капацитета.

Очекујемо да инвестициона потрошња, поред извесног побољшања извозне тражње, буде основни фактор опоравка привреде у 2010. години.

## Нето екстерна тражња

*Нето екстерна тражња успорила је међугодишњи пад у четвртом тромесечју у односу на претходно, с тим што је смањен пад увоза, а нарочито извоза. У истом периоду прекинут је пад увозне инфлације, посматрано по тромесечјима од почетка године.*

Рецесија која је у 2009. години захватила већину земаља, па и Србију, утицала је на смањење глобалне спољнотрговинске размене. Тако је дефицит текућег рачуна Србије у 2009. години био рекордно низак и износио 5,7% БДП-а. Смањење домаће потрошње и инвестиција утицало је на смањење реалне вредности увоза у четвртом тромесечју за 21,5% међугодишње. Реална вредност извоза је смањена за 8,2% међугодишње по основу смањења екстерне тражње. У односу на треће тромесечје, међугодишњи пад реалног обима спољнотрговинске размене је смањен, нарочито код извоза. Тиме је допринос нето извоза међугодишњем расту БДП-а, делом умањен, мада је и даље релативно висок.

Вредност увоза у еврима је у четвртом тромесечју наставила да пада брже од вредности извоза, што је резултирало смањењем дефицита робне размене за 29,6% међугодишње.

Вредност увоза у еврима је успорила пад – са 33,2% међугодишње у трећем на 18,6% у четвртом тромесечју 2009. Највећи пад вредности увоза односи се на енергију (–28,2% м.г.), што је конзистентно са смањењем економске активности у индустрији и смањењем обима друмског саобраћаја, уз уважавање

међугодишњег повећања цена нафте. Вредност увоза капиталних производа је такође забележила знатан пад (–22,2% м.г.) због смањеног обима инвестиција у фиксне фондове. Пад вредности увоза осталих група производа је био умеренији.

Успоравање пада вредности увоза и извоза је резултат претежно њиховог смањеног обима, али и мањих увозних и извозних цена.

Процена<sup>6</sup> је да ће увозне цене у четвртом тромесечју бити више у поређењу с трећим и да ће на међугодишњем нивоу њихов пад износити око 8,4%<sup>7</sup>. У прва два месеца последњег тромесечја, просечан пад доларских увозних цена је износио 6,1%, при чему је курс динара апресирао према долару за 2,4%.

Посматрано према степену прераде, само су увозне цене производа високе прераде порасле, док су цене производа обичне прераде и необрађених производа опале у односу на треће тромесечје.

Посматрано по секторима СМТК<sup>8</sup>, код већине сектора остварен је пад увозних цена, али нижи у поређењу с трећим тромесечјем. Највећи пад забележен је код увозних цена сирових материја (осим горива) и цена минералних горива и мазива. С друге стране, највише су порасле увозне цене пића и дувана и разних готових производа.

Увозна инфлација је у четвртом тромесечју порасла у поређењу с трећим, али је на годишњем нивоу износила 0,0%<sup>9</sup>. Промена тренда кретања увозне инфлације у четвртом тромесечју последица је раста номиналног ефективног курса динара од 1,6% (на годишњем нивоу)<sup>10</sup> и раста цена у Европској унији и САД од 1,7% (просечно годишње)<sup>11</sup>.

Раст увозне инфлације није се знатније одразио на кретање базне инфлације, која је у четвртом тромесечју била нижа у поређењу с трећим (посматрано на годишњем нивоу).

Цена нафте типа “урал” није у четвртом тромесечју превише осцилирала – кретала се у распону од 67 до 79 долара по барелу. Она је на почетку тромесечја износила 67 долара по барелу, а раст од готово 10%

<sup>6</sup> На основу података за октобар и новембар.

<sup>7</sup> Процена увозне инфлације је изведена на основу индекса просечних увозних цена по текућем курсу долара. Индекс јединичне вредности је коригован променом курса у периоду посматрања.

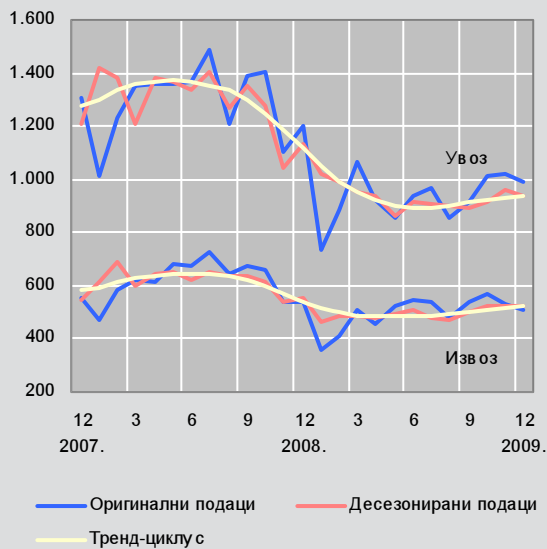
<sup>8</sup> Стандардна међународна трговинска класификација.

<sup>9</sup> Однос просека два узастопна тромесечја подигнут на годишњи ниво.

<sup>10</sup> Евро 80%, долар 20%.

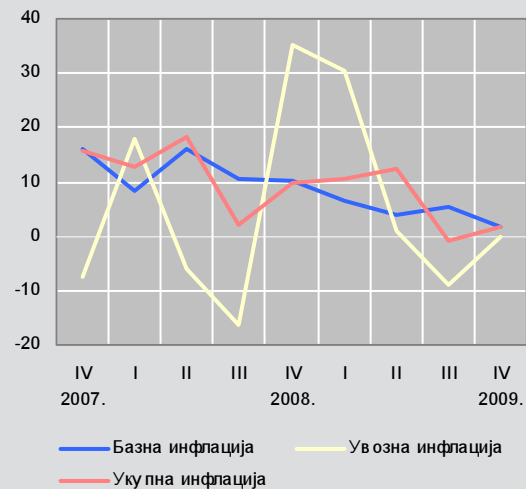
<sup>11</sup> При обрачуна инфлације у свету користи се пондерисани просек инфлације у ЕУ и САД (пондери 80:20).

Графикон IV.4.6. Извоз и увоз робе  
(у млн EUR)



Дефицит робне размене у четвртом тромесечју је благо повећан у односу на претходно – због бржег раста увоза од извоза.

Графикон IV.4.7. Домаћа и увозна инфлација  
(тримесечне стопе раста на годишњем нивоу)



Извор: НБС и Eurostat.

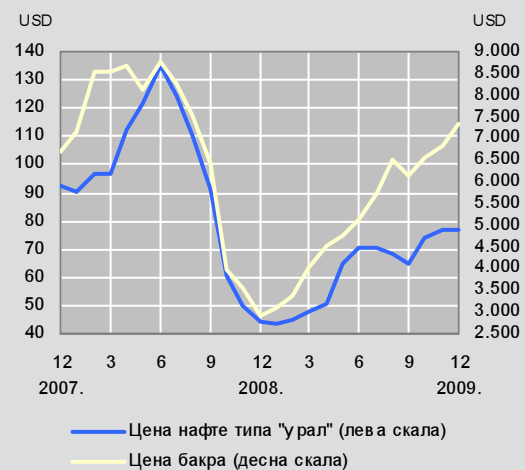
Увозна инфлација је у четвртом тромесечју прекинула пад, посматрано по тромесечјима од почетка године.

забележен је у октобру. Раст цене у том периоду био је резултат повећане тражње из земаља с високим привредним растом (Кина и Индија), као и очекивања инвеститора да следи период брзог опоравка светске привреде. Релативно висок ниво цене нафте одржавао се током друге половине октобра и у новембру. Почетком децембра долази до краткотрајног, али осетног пада од око 10%, понајвише због развејаних нада у брзи опоравак на глобалном нивоу, да би крајем тог месеца и почетком јануара 2010. поново дошло до пораста цене. Узрок том порасту, поред хладног времена, које је изазвало повећану потражњу, јесте и смањење залиха нафте у САД, као и тензије између Русије и Белорусије.

Цена злата као сигурносног уточишта наставила је да расте током четвртог тромесечја и почетком децембра је прешла границу од 1.200 долара за тројунцу. Аверзија инвеститора према ризику донекле је смањена пред крај године, па се стога и цена злата спустила на ниво испод 1.100 долара крајем децембра.

Од осталих важних сировина бакар бележи наставак раста цене, и то 20% у четвртом тромесечју у односу на треће. Крајем 2009. године цена достиже 7.350 долара

Графикон IV.4.8. Кретање цена нафте и бакра



Извор: Bloomberg.

У четвртом тромесечју цена нафте је незнатно осцилирала са благим узлазним трендом. У истом периоду цена бакра је имала континуиран тренд кретања навише.

по тони на Лондонској берзи метала. Основни узрок томе је, као и у претходном тромесечју, велика потражња из Кине, највећег увозника овог обојеног метала, као и куповина подстакнута очекивањима инвеститора да ће се привредни рас брзо опоравити. У наредном периоду очекује се стабилизација цене бабра.

Почетак опоравка светске привреде у највећој мери је допринео успоравању пада српског извоза: са  $-24,6\%$  у трећем на  $-6,7\%$  у четвртном тромесечју. Највећи допринос успоравању пада догује се опоравку извоза интермедијарних производа, пре свега извозу гвожђа и челика који је у четвртном тромесечју по први пут од почетка године забележио међугодишњи раст. Опоравку извоза погодује и повећање цена сировина на међународном тржишту, те се наставак овог тренда може очекивати и у наредном периоду ако се настави глобални економски опоравак.

У 2010. години очекујемо раст обима увоза и извоза –  $2,5\%$  и  $6\%$  међугодишње респективно, а учешће дефицита текућег рачуна процењујемо на око  $8\%$  БДП-а.

Имајући у виду да ће се светска привреда опорављати успореним темпом, не треба очекивати веће повећање тражње за нафтом у наредном периоду. Јачање долара у првом тромесечју биће значајан фактор који ће у 2010. спречавати већи раст цене нафте. Очекујемо да ће се она, у том периоду, одржавати у сличном распону као и у претходном тромесечју, тј. између 70 и 80 долара.

Процењујемо да ће увозна инфлација у првом тромесечју наставити да расте, с обзиром на снажне депресијацијске притиске и раст цена у Европској унији.

## 5. Економска активност

*Према проценама, у четвртном тромесечју је дошло до успоравања опоравка економске активности. Наставак успоравања међугодишњг пада реалног БДП-а то не потврђује, будући да је добрим делом резултат наглог пада економске активности крајем 2008. године. Производни јаз је и даље изразито негативан, мада у нешто мањој мери.*

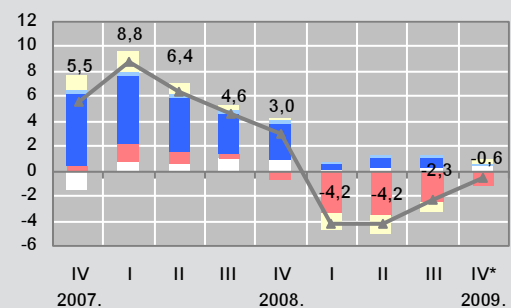
На основу расположивих података о међугодишњим стопама раста реалног БДП-а, могло би се закључити да је у четвртном тромесечју настављен опоравак економске активности. Међутим, успоравање пада реалног БДП-а са  $2,3\%$  у трећем на  $0,6\%$  у четвртном тромесечју добрим делом је резултат наглог пада економске активности крајем 2008. Та чињеница, као и нижа десезонирана тромесечна стопа раста ( $0,7\%$ <sup>12</sup>) у односу на треће тромесечје, указује на успоравање опоравка економске активности.

Ниска домаћа тражња и ограничене могућности повећања извоза су основни фактори који су определили кретање БДП-а.

У четвртном тромесечју индустријска производња бележи знатно спорији међугодишњи пад ( $3,8\%$ ), а према десезонираним подацима бележи успорен раст (као и прерађивачка индустрија у мањој мери).

Залихе готових производа у децембру показују међугодишњи пад од  $3,6\%$ , чему је највише допринео пад залиха трајних производа за широку потрошњу

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



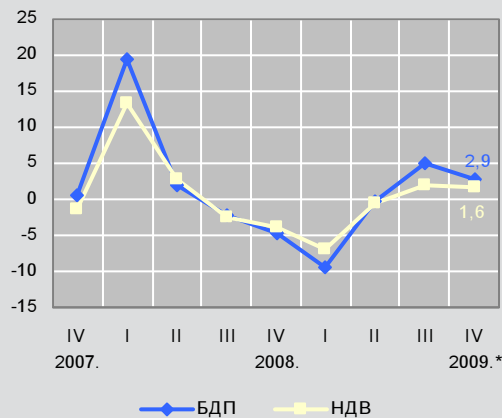
■ Порези минус субвенције  
■ FISIM (услуге фин. посредовања индиректно мерење)  
■ Услуге  
■ Индустрија и грађевинарство  
■ Пољопривреда, рибарство и шумарство  
— БДП (%)

\* Процена НБС.

У четвртном тромесечју се очекује блажи међугодишњи пад БДП-а.

<sup>12</sup> Републички завод за статистику десезонира податке гранских статистика које користи за обрачун тромесечног БДП-а, док НБС десезонира податке укупног БДП-а.

**Графикон IV.5.2. Раст индикатора економске активности**  
(десезониране тром. стопе раста, на год. нивоу)



\* Процена НБС.

*Блажи раст НДВ-а и БДП-а у четвртом тромесечју је последица умеренијег раста индустријске производње.*

**Графикон IV.5.3. Тромесечни покретни просеци индустријске производње и трговине на мало**  
(међугодишње стопе, у %)



*Међугодишњи пад трговине на мало је настављен, док индустријска производња показује знаке опоравка.*

(29,0% мг.). Залихе капиталних производа су у исто време исказале пад од 4,2% међугодишње.

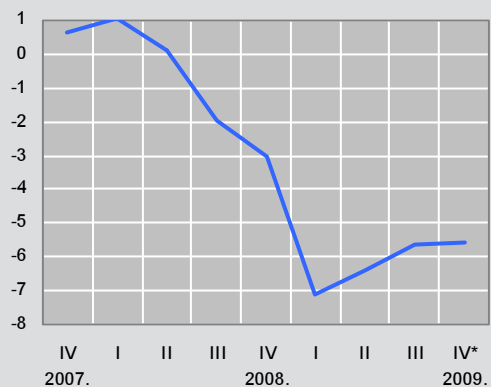
Према нашој процени, грађевинска активност је у четвртом тромесечју забележила пад од 19,7% међугодишње. Такво кретање потврђује и производња неметалних минерала (пад од 23,1% мг.). Исту тенденцију показује и инвестициона потрошња државе (17,6% мг.).

Трговина на мало у децембру бележи пад од 15,7% међугодишње. Према тромесечним десезонираним стопама раста на годишњем нивоу, у четвртом тромесечју је трговина била у стагнацији.

Полазећи од података Републичког завода за статистику о очекиваној производњи пољопривредних култура за 2009. годину, у четвртом тромесечју процењујемо међугодишњи раст у пољопривреди од 4,2%.

На основу података о буџетским приходима, у четвртом тромесечју очекујемо раст пореза (минус субвенције) на производе од 1,8% међугодишње. Такво кретање је у складу с успоравањем међугодишњег пада бруто додатне вредности.

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



\* Процена НБС.

*Иако у четвртом тромесечју показује благо побољшање, производни јаз остаје и даље изразито негативан.*

Економска активност мерена непољопривредном додатном вредношћу (НДВ) и даље је знатно испод дугорочне тенденције.

## Економска криза и потенцијални БДП

У периодима економске кризе, један од највећих изазова за креаторе монетарне политике је процена који је део пада економске активности резултат пада тражње, а који пада (или успоравања раста) производног потенцијала привреде. Оцена производног потенцијала привреде битна је како због оцене дезинфлаторних притисака са стране тражње (производни јаз<sup>1</sup>), што је при доношењу одлука монетарне политике веома важно, тако и због прогнозе економског раста у наредном периоду.

У Народној банци Србије за декомпозицију економске активности на производни потенцијал и производни јаз користимо вишедимензионални “Калманов филтер”, којим се поменуте величине оцењују заједно с трендом и јазом реалног курса и реалне камате. Наша претпоставка је да је с почетком светске економске кризе дошло долома у расту потенцијалног БДП-а, што је резултирало његовим успоравањем са 6,5% на годишњем нивоу у трећем тромесечју 2008. на 0% у првом тромесечју 2009. године. На тај начин смо велики део пада економске активности објаснили падом потенцијалног БДП-а, умањујући процену дезинфлаторних ефеката са стране тражње.

Успоравање раста производног потенцијала привреде последица је деловања више фактора, а пре свега смањеног инвестирања у производне капацитете, отежаног финансирања текуће производне активности предузећа и негативних кретања на тржишту рада.

Најважнији фактор је, свакако, пад инвестиционе потрошње предузећа и државе, који за резултат има знатно успоренији раст, ако не и пад, производних капацитета привреде. Највећи део пада инвестиција повезан је с падом очекивања предузећа у погледу будуће тражње. Растућа неизвесност у кретању агрегатне тражње у будућности може навести предузећа да поједине инвестиционе пројекте одложе или да потпуно одустану од њих. Пад укупне инвестиционе потрошње у Србији за 2009. годину процењен је на 26%. Инвестиције у основне фондове, које су кључни фактор привредног раста, пале су 29%, док су капитални расходи буџета, као индикатор инвестиционе потрошње државе, пали 21%. Када се томе дода и пад увоза капиталних добара за око 35%, може се закључити да је раст производних капацитета привреде Србије у 2009. знатно успорен.

С друге стране, треба имати у виду и факторе који умањују у одређеној мери негативне ефекте пада инвестиција. У условима смањене производне активности, средства за рад се мање “троше”, што им продужава радни век и умањује потребу за улагањем у нове производне капацитете. Такође, могуће је да поједина предузећа, суочена с падом цена својих производа, буду приморана да своје инвестиције концентришу на улагање у продуктивније активности и супституцију увозних добара домаћим, што, са своје стране, у одређеној мери умањује негативне ефекте пада инвестиција.

На пад производног потенцијала привреде негативно утичу и пад ликвидности предузећа и отежано финансирање текуће производње. Значајан разлог неликвидности је ненаплативост међусобних потраживања предузећа. Довољно је да једно предузеће у ланцу престане да измирује обавезе, па да то покрене стварање тзв. ланца неликвидности. То у великој мери угрожава производни потенцијал иначе „здравих“ предузећа, због чега многа од њих имају проблем да задовоље и постојећи (смањени) ниво тражње.

Поред тога, неликвидност додатно повећава и отежани приступ предузећа банкарским кредитима. Раст кредитног ризика и повећање удела ненаплативих потраживања у кредитном портфолију пословних банака приморали су банке да промене начин “размишљања”. Већина пословних банака је, уместо високим профитима, почела да даје предност сигурности својих пласмана, што је за последицу имало прекид великих прилива кредита из иностранства, који су били основа привредног раста у претходним годинама.

<sup>1</sup> Производни јаз је разлика између остварене производње и производног потенцијала (тренда) и користи се као индикатор тражње.

Строжи услови кредитирања пословних банака отежавају приступ неопходном капиталу и утичу на смањење производње и степена искоришћености капацитета. У тим околностима нарочито су погођена мала и средња предузећа која немају одговарајућу имовину којом би гарантовала за потребне кредите. Финансијски систем тако постаје мање ефикасан у алокацији капитала, јер ограничава ризичније и продуктивније инвестиције, чији су носиоци углавном мала и средња предузећа.

Мада у Србији у 2009. није дошло до кредитног слома као у неким другим земљама (реални раст кредитне активности према предузећима износио је око 13%), приметно је да многа предузећа имају проблем да дођу до банкарских кредита којима би финансирала текућу производњу. Пад ликвидности у привреди и раст блокада предузећа додатно су отежали њихов приступ кредитима.

На кретање потенцијалног БДП-а утичу такође и кретања на тржишту рада. Дугорочна незапосленост (која у периодима кризе расте) обесхрабрује људе у потрази за запослењем и доводи до немогућности да овладају новим вештинама које послодавци траже, као и до губљења постојећих. С друге стране, суочени са смањеном потражњом за радном снагом, радници су спремни да раде дуже, што умањује негативне ефекте.<sup>2</sup>

Наведени фактори упућују на закључак да се не може очекивати да ће са изласком из рецесије Србија брзо достићи раст БДП-а који је имала пре њеног почетка. Додуше, на релативно малом тржишту какво је српско долазак једног великог страног инвеститора могао би да доведе до значајног позитивног помака. Уколико би се, на пример, оствариле најаве из Фијата да ће од средине 2011. године производити двеста хиљада аутомобила годишње, и уз (оптимистичку) претпоставку да ће 80% компонената бити домаће производње, то би могло допринети расту потенцијалног БДП-а по 2 п.п. у 2011. и 2012. години. Овај сценарио је можда превише оптимистичан, али показује значај великих инвестиција за привредни потенцијал и што бржи излазак из кризе српске привреде.

<sup>1</sup> Овај фактор је разматран и у новембарском Извештају о инфлацији Банке Енглеске и, по нашем мишљењу, важи и у случају Србије.

## 6. Кретања на тржишту рада

### Зараде

*Зараде су у четвртом тромесечју стагнарале у номиналном изразу, а у реалном су се незнатно смањиле. Захваљујући наставку опоравка индустријске производње, јединични трошкови рада у индустрији су и даље у паду, али нешто нижем него у претходном тромесечју.*

Зараде у четвртом тромесечју у односу на треће готово да се нису мењале, пре свега због њиховог замрзавања у јавном сектору. Десезонирано посматрано, зараде су номинално остале непромењене, док су реално забележиле незнатан пад (0,2%).<sup>13</sup> Међугодишње посматрано, зараде су у поређењу с претходним тромесечјем номинално имале успорен раст, а реално убрзан пад.

Просечна нето зарада у четвртом тромесечју износила је 352 евра, што представља раст од 3,4% у односу на претходно. Томе је допринео пре свега сезонски висок номинални раст зарада у децембру.

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



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

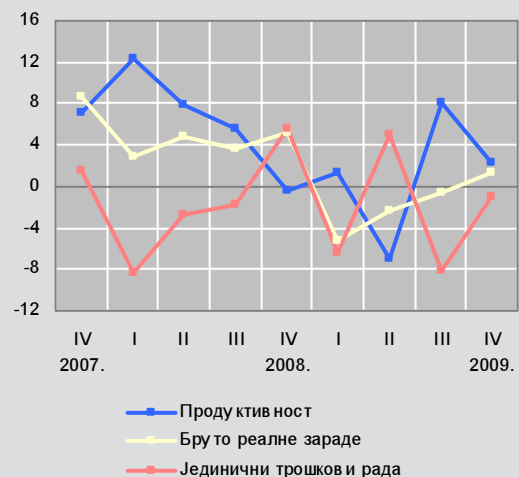
*Укупне зараде су номинално незнатно повећане, док су зараде у јавном сектору чак и номинално смањене.*

Према оригиналним серијама података, већина делатности бележи раст зарада, и то због високог децембарског раста. Највећи номинални раст зарада остварен је у финансијском сектору и пословању с некретнинама. Такође, раст је остварен у прерађивачкој индустрији и трговини, док је пад забележен у грађевинарству и хотелијерству.

Зараде су у јавном сектору оствариле номинални раст од 4,4% (реално 3,9%), чему је пре свега допринео раст децембарских зарада. Али према десезонираним подацима, оне су опале не само реално већ и номинално (1,7%).

Према десезонираним подацима, јединични трошкови рада у индустрији су у односу на претходно тромесечје забележили блажи пад – због споријег раста бруто реалних зарада у индустрији од индустријске производње. Пад јединичних трошкова у прерађивачкој индустрији је нешто већи од просека у укупној индустрији, због већег раста продуктивности насталог као последица смањења броја запослених.

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



*Пад јединичних трошкова рада у индустрији је мањи него у претходном тромесечју, због споријег раста продуктивности и раста бруто реалних зарада.*

<sup>13</sup> Подаци за 2007. годину су кориговани за ефекте промене методологије обрачуна зарада на почетку 2008. године.

С обзиром на досадашње најаве Владе да зараде у јавном сектору у наредном периоду неће расти, не би требало у том периоду очекивати инфлаторне притиске и раст потрошње становништва по том основу.

## Запосленост

*Наставак погоршања свих индикатора кретања на тржишту рада указује на прилагођавање овог тржишта условима економске кризе.*

Ефекти глобалне економске кризе на тржишту рада су све израженији. Према подацима анкете РАД Републичког завода за статистику, формална запосленост је и у четвртном тромесечју смањена и код правних и код физичких лица (предузетника). Смањење запослености код предузетника, за око 15 хиљада лица, у највећој мери је утицало на смањење формалне запослености. Као и у претходном периоду, смањење запослености код предузетника није било само последица економске кризе него и

ажурирања евиденције Републичког завода за здравствено осигурање.

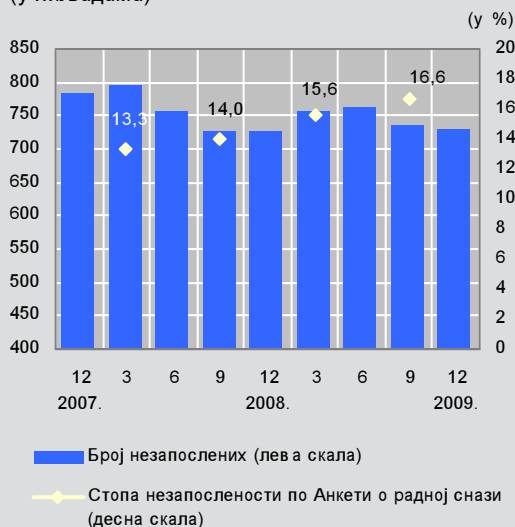
Смањење запослености код правних лица, посматрано по секторима, било је највеће у прерађивачкој индустрији (око четири хиљаде лица) и трговини (око три и по хиљаде). Запосленост није остварила пораст ни у једном сектору, што је с обзиром на рецесију очекивано, изузев у јавном сектору, где је то било последица раста броја запослених у образовању (за око две хиљаде). Најављено смањење запослених у државној администрацији неће знатније утицати на укупан број запослених у јавном сектору, будући да су отпуштања ограничена на државну администрацију, у којој је запослено свега 13,5% свих запослених у том сектору.

Иначе – у супротности с негативним економским кретањима – у периоду од маја до новембра је регистрован тренд смањења броја незапослених лица евидентираних у Националној служби за запошљавање, који је прекинут у децембру. Таква кретања у том периоду била су првенствено последица поштравања критеријума за евидентирање незапослених у Националној служби за запошљавање.<sup>14</sup> Смањењу броја незапослених у том периоду допринели су такође у извесној мери и програми запошљавања младих приправника и програми јавних радова који би требало да буду настављени у и 2010. години.

Број незапослених лица на евиденцији Националне службе за запошљавање повећава се од децембра. Тако је у јануару 2010. регистрована око 751 хиљада незапослених, што је за 2,9% више него претходног месеца, а за 4,8% више него у октобру 2008. године, када је светска економска криза почела да се заоштрава.

Утицај рецесије на тржиште рада одражавају и подаци из Анкете о радној снази из октобра 2009. године, која, поред формалне, прати и неформалну запосленост, као и запосленост у пољопривреди. Економска криза је проузроковала истовремени пад и стопе формалне и стопе неформалне запослености. При том је стопа формалне запослености од априла до октобра смањена за 0,8 процентних поена, а стопа неформалне запослености за 1,6 процентних поена. То указује да је економска криза, очекивано, највише погодила

Графикон IV.6.3. Незапосленост  
(у хиљадама)



Извори: Национална служба за запошљавање и РСЗ.

*Настављен је раст стопе незапослености, док је смањење броја незапослених последица пре свега поштравања критеријума евидентирања, а не позитивних кретања на тржишту рада.*

<sup>14</sup> Поштравање критеријума за евидентирање односи се на брисање са евиденције лица која одбију понуђено запослење или одбију мере подршке запошљавању (обуку, курсеве и сл.) или се на време не јаве саветнику за запошљавање.

угроженије слојеве становништва, који имају мање сигуран вид ангажовања и који раде на „црно“.

Према октобарској Анкети, стопа незапослености и даље расте, али успорено, и износи 16,6%. Она је виша за један процентни поен у односу на април, а за 2,6 процентних поена у односу на октобар 2008. При том, у структури према трајању незапослености<sup>15</sup> нема драстичних промена у односу на претходну Анкету – учешће краткорочне незапослености у укупној износи 34,5%, што је за један процентни поен мање у односу на април. То упућује на закључак да је најјачи ефекат глобалне рецесије на тржиште рада прошао и да је остварен у периоду од октобра 2008. до априла 2009, када је учешће краткорочне незапослености повећано за чак 6,2 процентна поена (са 29,2% на 35,5%).

На исти закључак упућује и Беверицова крива. Рецесија је изазвала драстичан пад броја заснованих радних односа, али је тај пад ублажен од половине 2009. године. Кретање Беверицове криве ка доњем

десном углу графикана, тј. инверзни однос броја заснованих радних односа и броја незапослених, није дошао до пуног изражаја пре свега због поменутих поштрених критеријума евидентирања незапослених лица.

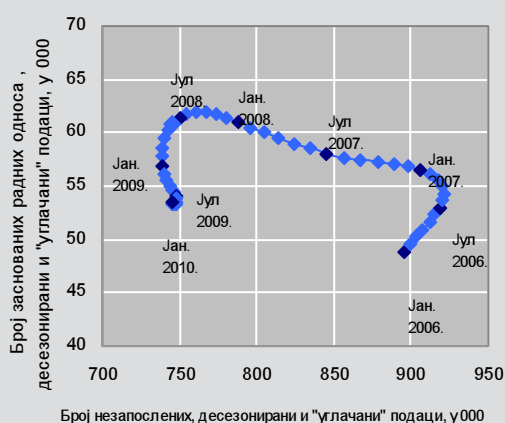
## 7. Међународно окружење

*Светска привреда се опоравља од последица кризе, при чему је започети привредни раст рањив и нестабилан. Монетарна политика најразвијенијих земаља остаће експанзивна, али ће се укинути ванредне мере подршке.*

Економски аналитичари су генерално изнели закључак да се светска привреда опоравља од финансијске кризе темпом бржим од очекиваног. Ипак, ММФ и Светска банка упозоравају да је садашњи привредни раст рањив и нестабилан и још под утицајем ванредних подстицајних фискалних и монетарних мера, нарочито у развијеним привредама. Те институције наводе да је управо због тога неопходно задржати подршку владиних мера све док потрошачка тражња и запосленост не порасту довољно да елиминишу потребу за фискалним подстицајима. ММФ је упозорио да прерано обустављање мера подршке може поново изазвати рецесију у развијеним земљама. Поред тога, треба имати у виду и остале ризике који могу утицати на заустављање започетог привредног раста у свету – пре свега незапосленост која је још у порасту (и у САД и у зони евра достигла је 10%), повећану склоност инвеститора ка ризику и непромењену структуру финансијског система, при чему је он сам претрпео велику штету.

Започети тренд опоравка светске привреде има различиту динамику по земљама и регионима. Предводници опоравка овога пута су земље с тржиштем у успону (пре свега Кина и Индија), али се и развијени региони (САД и западна Европа) опорављају бржим темпом од очекиваног. Тај раст могао би да буде успорен у другој половини 2010, када се буде исцрпео ефекат владиних подстицајних мера. У четвртом тромесечју 2009. повећала се разлика у стопи раста БДП-а између САД и зоне евра. Иако је Немачка, као најјача европска економија, из

Графикон IV.6.4. Беверицова крива \*



\* Због непостојања обавезе за послодавце да пријаве потребе за запошљавањем Националној служби за запошљавање, подаци о слободним радним местима нису адекватни. Уместо њих, коришћени су подаци о запошљавању.

*Пад запошљавања је ублажен, док раст незапослености није дошао до изражаја због поштрених критеријума евидентирања незапослених лица.*

<sup>15</sup> Према трајању незапослености разликујемо краткорочну и дугорочну незапосленост: краткорочна незапосленост се односи на лица која су без посла краће, а дугорочна дуже од годину дана.

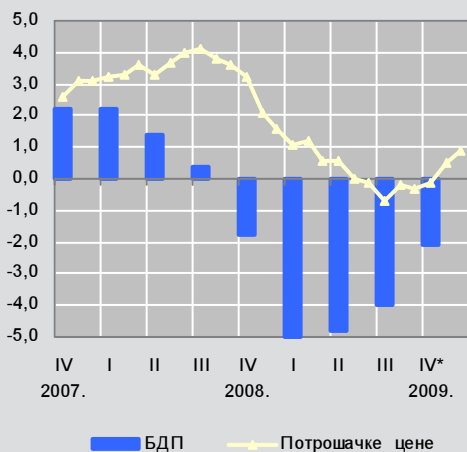
рецесије изашла пре САД, она је у последњем тромесечју остварила тек незнатан привредни раст (0,1%) у односу на треће тромесечје 2009. То свакако није повољна вест за извознике Републике Србије. Ни остале земље које се убрајају у најзначајније спољнотрговинске партнере Србије неће остварити знатнији раст у 2010, али ће ситуација бити повољнија него у 2009, па се може рачунати и с повећаним извозом Србије у те земље.

Различита динамика привредног раста има и своје последице. Бржи опоравак тржишта у успону може имати утицаја на раст цена сировина, док већи раст америчке привреде у односу на (крхки) европски за последицу већ сада има јачање долара у односу на евро. Тако је долар од новембра 2009. до данас ојачао за 6%, а могућ је и његов даљи раст у складу с кретањима економске активности. Ипак, питање је докле ће се тако дивергентне стопе раста привреде наставити и докле заиста досеже ефекат владиних подстицајних мера.

Монетарна политика централних банака најразвијенијих земаља ће највероватније остати експанзивна и током целе 2010. године. Једину извесну промену представља престанак спровођења ванредних мера ЕЦБ за повећање ликвидности и мера тзв. квантитативног попуштања ФЕД-а. Оне ће се укинути најкасније до половине 2010. године зато што се финансијско тржиште донекле стабилизовало, а привредна активност почела да оживљава. Ипак, због крхког и нестабилног опоравка, као и неискоришћених капацитета у привредама развијених земаља, нема опасности од већег раста инфлације. Због тога се очекује да референтне стопе ЕЦБ и ФЕД-а у првом полугодишту остану непромењене.

Централне банке појединих земаља у транзицији окончале су циклус смањења референтних стопа. У наредних неколико месеци референтне стопе централних банака земаља нпр. Чешке, Пољске или Турске не би требало да се мењају. С повећањем привредног раста и инфлације, највероватније у

Графикон IV.7.1. БДП и инфлација у зони евра (међугодишње стопе раста)

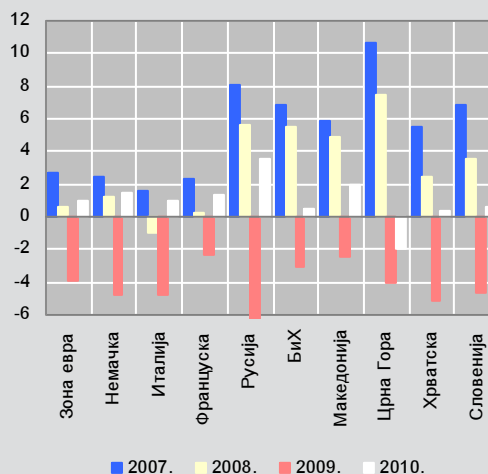


\* Процена.

Извор: EUROSTAT.

Након дефлације у претходна два тромесечја, инфлација је у четвртој била у порасту. Међугодишњи пад привредне активности је успорен.

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



Извор: IMF, WEO, October 2009, Update January 2010.

Благи привредни опоравак започет у другој половини 2009. године биће настављен у 2010.

другој половини 2010. године, централне банке ових земаља требало би да реагују повећањем референтне стопе. Код земаља у транзицији, код којих још увек нема назнака стабилизације привредног раста, може се очекивати даље снижење референтне стопе (Румунија, Мађарска, Русија).

Осим због разлике у стопи привредног раста у корист САД у односу на зону евра, евро је под притиском и због великих фискалних дубиоза неких чланица зоне евра (првенствено Грчке, али и Италије, Шпаније и Ирске) и погоршања перспективе или смањења њихових кредитних рејтинга. Извесно је да инвеститори губе поверење у могућност одрживости фискалне политике у зони евра, која је оптерећена високим буџетским дефицитима и јавним дугом њених чланица. Постоје мишљења економских аналитичара да је евро прецењен у односу на долар и да његова тренутна вредност на девизном тржишту није у складу са основним економским показатељима у зони евра. Тешко је очекивати да ће се код чланица зоне евра, и поред њихових обећања, брзо и ефикасно

успоставити фискална дисциплина, а параметри довести до лимита одређених „мастрихтским“ критеријумима. Што се тиче Србије, по основу заустављања пада привредне активности и наговештаја благог опоравка у земљама нашим најзначајнијим спољнотрговинским партнерима – требало би очекивати извесно побољшање извозне тражње, а отуда и економске активности.

Актуелна фискална криза у Грчкој не би требало да утиче на финансијску стабилност у Србији. Банке у Србији с већинским грчким власништвом, као и све остале банке с већинским страним власништвом, нису филијале него субсидијари. Такође, резултати тзв. стрес тестова, спроведених у октобру 2009. у склопу *Financial Sector Support Program*-а (*FSSP*) и ажурираних у јануару 2010, показали су да је банкарски систем у Србији високо капитализован и отпоран на макроекономске шокове. Учешће банака с већинским грчким власништвом у укупној активи банака које послују у Србији износи 16,25% и сви њихови показатељи пословања високо су изнад прописаних лимита.

## V. Пројекција инфлације

Инфлација ће се у прва три тромесечја 2010. године кретати око доње границе дозвољеног одступања од циља, уз, највероватније, подбацивање у првој половини године, али очекујемо да ће се крајем године и у току 2011. кретати око циља. Иако слабљење динара у последњих неколико месеци ствара извесне инфлаторне притиске, ценовна стабилност – у условима ниске агрегатне тражње, уз замрзавање пензија и зарада у јавном сектору – није угрожена, што ће, вероватно, омогућити да се настави са снижавањем референтне каматне стопе.

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

### Почетни услови

Инфлација је у четвртном тромесечју 2009. године наставила да пада и у децембру се кретала нешто изнад доње границе циљаног распона. Све компоненте инфлације биле су у паду: (а) цене пољопривредних производа имале су нижи раст од сезонски очекиваног, (б) регулисане цене су стагнарале, а (в) базна инфлација је пала близу нуле, као последица појефтињења индустријских прехрамбених производа.

Након затишја у другој половини 2009, држава је почетком 2010. године најавила повећање низа регулисаних цена – електричне енергије, грејања итд. Поред тога, као последица повећања акциза, нафтни деривати и цигарете су поскупели већ у јануару. Та поскупљења су у складу с нашим очекивањима и не угрожавају остварење циља.

Процењујемо да је слабљење динара крајем претходне и почетком 2010. године у великој мери сезонског карактера. Ипак, оно се донекле одразило

Табела V.0.1. Претпоставке пројекције

	2010.	2011.
<b>Екстерне претпоставке</b>		
Инфлација у ЕУ (дец. на дец.)*	1,3%	1,4%
Референтна каматна стопа ЕЦБ (на крају године)*	1,25%	2,0%
Раст БДП-а у зони евра*	1,4%	1,6%
Цена уралске нафте по барелу (крај године, у УСД)	80	88
<b>Интерне претпоставке</b>		
Раст БДП-а	1,5%	3,0%
Регулисане цене без деривата нафте (дец. на дец.)	9,7%	8,0%
Цене пољопривредних производа (дец. на дец.)	10,0%	8,0%
<b>Трендови</b>		
Апресијацијски тренд реалног курса (просек)	2,5%	2,9%
Тренд реалне камате (просек)	4,2%	4,0%

\* Извор: Consensus Forecast.

на раст увозних цена, па и на инфлаторне притиске. Поред тога, у мери у којој се то не одрази одмах на раст цена у земљи, опашће маргинални профити увозника (прошириће се депресијацијски јаз), што би и на средњи рок могло утицати инфлаторно.

С друге стране делује ниска агрегатна тражња, која је на средњи рок и даље кључни дезинфлаторни фактор. Томе увелико доприноси замрзавање пензија и зарада у јавном сектору. Производни јаз, као мера тражње, у четвртном тромесечју је незнатно смањен, али је и даље изразито негативан.

Народна банка Србије је у четвртном тромесечју наставила са снижавањем референтне каматне стопе (са 12% на 9,5%). Као резултат тога, реална двонедељна каматна стопа на међубанкарском тржишту у том периоду кретала се испод неутралног нивоа, што је, уз поновно отварање депресијацијског јаза, допринело да карактер монетарне политике буде благо експанзиван.

## Претпоставке пројекције

У пројекцији инфлације претпостављено је да ће у току 2010. и 2011. године раст регулисаних цена бити у оквиру планираног:  $9\pm 2\%$ , односно  $7\pm 2\%$ , респективно. Претпоставка је да цена електричне енергије, након мартовског повећања, неће бити коригована до краја године.

С обзиром на то да су цене пољопривредних производа тренутно на веома ниском нивоу, у наредне две године очекујемо њихов бржи раст од осталих цена.

Премија ризика би и у наредном периоду требало да буде у умереном паду, што ће, уз пораст апресијацијског тренда реалног курса с јењавањем рецесије, довести до пада тренда реалне камате.

Када је реч о екстерним претпоставкама, привредна активност у зони евра би у наредне две године требало да оствари одређени опоравак, што би, уз раст инфлације, створило услове да Европска централна банка умерено повећа своју основну стопу. Поред тога, очекујемо да ће светске цене нафте умерено расти.

## Пројекција инфлације

Инфлација ће се у прва три тромесечја 2010. године кретати око доње границе дозвољеног одступања од циља, уз, највероватније, подбацивање доње границе у

првој половини године. Очекујемо да ће се крајем 2010. и у току наредне године инфлација кретати око циља.

У првом тромесечју очекујемо да ће потрошачке цене имати убрзанији раст. Главни разлог за то биће најављено повећање низа регулисаних цена почетком године, након њиховог мировања у другој половини 2009. Поред тога, инфлаторне притиске ствараће и раст увозних цена као последица слабљења динара последњих месеци, али то, у условима ниске тражње, не би требало у већој мери да се одрази на домаће цене. С друге стране, цене индустријско-прехрамбених производа, у првом тромесечју би требало и даље да падају, вероватно нешто успореније него у претходном периоду.

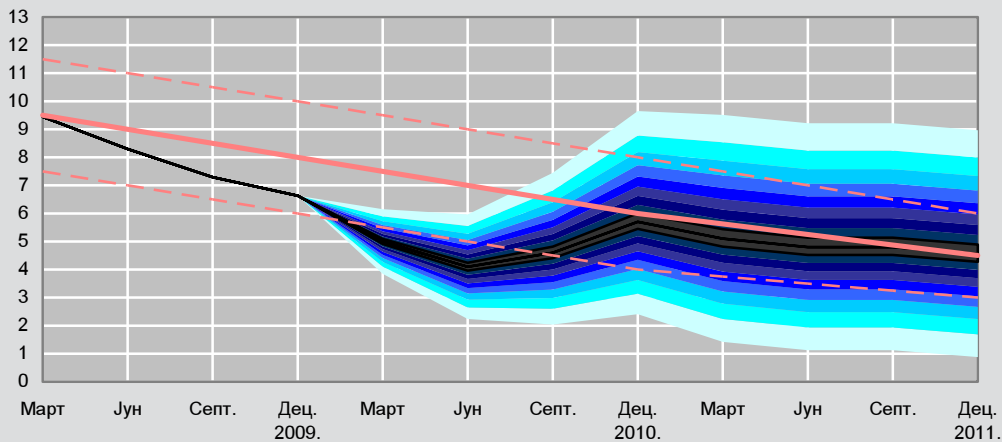
Иако ће се наведени фактори одразити на раст месечних стопа инфлације у првим месецима 2010, стопе ће бити знатно ниже него у истом периоду 2009, па ће међугодишња инфлација почетком године бити испод доње границе дозвољеног одступања од циља.

Од другог тромесечја очекујемо слабљење дезинфлаторних притисака по основу цена хране. Пад цена индустријско-прехрамбених производа по основу добре године у пољопривреди ће се ускоро исцрпсти, нарочито имајући у виду раст цена основних инпута у њиховој производњи (пшеница, кукуруз, сточна храна, сунцокрет) у последњих неколико месеци. Поред тога, с обзиром на то да су цене примарних пољопривредних производа на веома ниском нивоу, у 2010. години се може очекивати њихов бржи раст.

Поред краткорочног притиска на инфлацију, слабљење динара у првом тромесечју 2010. (у мери у којој се не одрази одмах на пораст цена) довршиће до отварања депресијацијског јаза, тј. до пада маргиналних профита нето увозника. Враћање маргиналних профита на претходни ниво ова предузећа ће у средњем року остварити било кроз поскупљење својих производа, када се за то стекну услови (нпр. раст тражње), било тако што на евентуално будуће јачање динара неће одговорити појевљењем својих производа у истој мери. Ипак, пораст маргиналних прихода могао би да се неутралише порастом конкурентности привреде.

Међутим, ниска тражња ће и у наредном периоду онемогућавати већи ценовни раст. Производни јаз, као мера тражње, и даље је изразито негативан. Мада ће висок депресијацијски јаз и опоравак светске економије утицати на његово постепено затварање, са стране тражње и у току ове године треба очекивати

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



Инфлација ће се у прва три тромесечја 2010. кретати око доње границе дозвољеног одступања од циља, уз највероватније подбацивања доње границе у првој половини године. Крајем 2010. и у току 2011. године инфлација би требало да се креће око циља.

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

снажне дезинфлаторне притиске, чему ће, у доброј мери, допринети замрзавање пензија (до априла 2011) и зарада у јавном сектору (до краја 2010).

Та два супротстављена средњорочна фактора (депресијацијски и негативан производни јаз) пресудно ће утицати да се у средњем року инфлација креће око циља.

Кретање међугодишњих стопа инфлације у току 2010. године ће у великој мери зависити и од базе, тј. месечних стопа инфлације из истог периода претходне године<sup>16</sup>. Тако ће висока база условити пад међугодишњих стопа инфлације у првој половини године – уз, највероватније, подбацивање доње границе у овом периоду – док ће ниска база условити пораст међугодишњих стопа у другој половини године. Крајем 2010. и у току 2011. инфлација би требало да се креће око циља.

С приказаном пројекцијом конзистентно је умерено смањење референтне каматне стопе у наредном периоду.

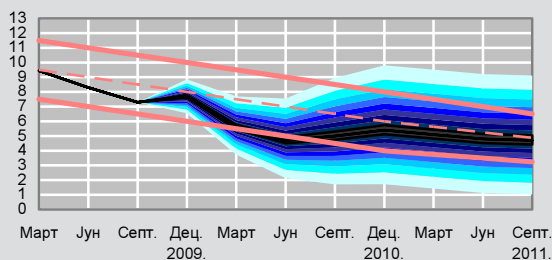
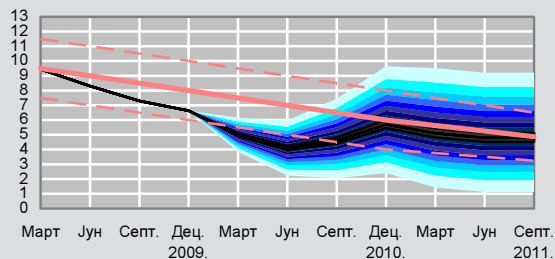
## Ризици остварења пројекције

У кратком року, највећи ризик пројекције тиче се преносног ефекта од девизног курса ка инфлацији у условима ниске тражње. У последњих неколико месеци увозне цене су умерено порасле због слабљења динара, али је, с друге стране, тражња и даље веома ниска, па је неизвесно у коликој мери ће произвођачи и трговци бити у могућности да повећане трошкове пребаце на крајњег потрошача. У том смислу, одступања од наше пројекције могућа су у оба правца.

На средњи рок, највећи степен неизвесности повезан је с брзином економског опоравка, која ће у великој мери одредити јачину (дез)инфлаторних притисака са стране тражње. Наша пројекција се заснива на расту економске активности од 1,5% у 2010. години. Раст би могао бити већи уколико у зони евра буде остварен снажнији раст. Бржи економски опоравак би умањио дезинфлаторне притиске са стране тражње, а спорији их повећао у односу на пројекцију, што би имало импликације како на кретање инфлације, тако и на карактер монетарне политике у наредном периоду.

<sup>16</sup> Међугодишња инфлација је у једном месецу у паду ако је месечна стопа инфлације у том месецу нижа од одговарајуће стопе у истом месецу претходне године.

Графикон V.0.2. Поређење текуће с претходном пројекцијом

**Новембарска пројекција**  
(међугодишње стопе, у %)**Фебруарска пројекција**  
(међугодишње стопе, у %)

Нова централна пројекција инфлације је нешто нижа у прва три тромесечја 2010. године него претходна, док је након тога нешто виша. Распони пројекција су приближно једнаки.

Још један средњорочни ризик односи се на цене хране, које су, након добре године у пољопривреди и услед пада тражње, на веома ниском нивоу. Постоји, међутим, могућност да се с постепеним опоравком светске и домаће економије, али и услед евентуално слабије године у пољопривреди, ситуација преокрене и да цене хране осетније порасту. Стога је од трећег тромесечја 2010. године распон пројекције благо асиметричан навише.

**Поређење и остварење пројекција**

Нова пројекција инфлације за прва три тромесечја 2010. нешто је нижа, а након тога нешто виша у односу на пројекцију објављену у претходном извештају о инфлацији.

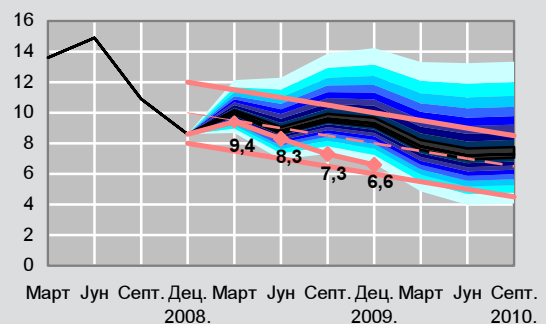
У новој пројекцији инфлаторни притисци по основу депресијације динара већи су него у претходној. Међутим, раст потрошачких цена у четвртном тромесечју 2009, који је био нижи него што смо то у новембру очекивали, директно утиче да и међугодишње стопе инфлације до трећег тромесечја 2010. буду ниже у новој пројекцији (тзв. базни ефекат).

Тек након тога, од краја 2010. године, ефекти слабијег динара надјачавају базни ефекат и утичу да нова пројектована инфлација буде виша у односу на претходну.

Темпо снижавања референтне каматне стопе спорији је у новој пројекцији, с обзиром на нешто јаче инфлаторне притиске на средњи рок по основу депресијацијског јаза.

Графикон V.0.3. Остварење пројекције из фебруара 2009.

(међугодишње стопе, у %)



Инфлација се у највећем делу 2009. године кретала у оквиру распона који смо пројектовали у фебруару 2009, с изузетком децембра, када је била 0,1 п.п. испод пројектованог распона.

Инфлација се у току 2009. године кретала у оквиру распона пројекције из фебруара 2009, с изузетком децембра, када је била за 0,1 п.п. испод пројектованог распона. Остварење инфлације је у целом периоду било испод централне пројекције.

Одступање од централне пројекције је нарочито изражено у другој половини године, када су цене пољопривредних производа забележиле знатно већи сезонски пад од очекиваног, што је за собом повукло надолу и цене индустријско-прехрамбених производа. Поред тога, девизни курс се стабилизовао брже него што смо то очекивали пре годину дана, па су и по том

основу инфлаторни притисци били нижи него што смо тада пројектовали.

### **Очекивано кретање референтне камате стопе у наредном периоду**

На основу текуће пројекције, а узимајући у обзир све ризике, Монетарни одбор Народне банке Србије процењује да је вероватније да ће у наредном периоду референтна каматна стопа бити снижена него да се неће мењати (садашњи ниво је 9,5%). Међутим, динамика евентуалног снижења референтне стопе ће бити знатно спорија него у претходном периоду, а могуће је и да се процес снижења референтне стопе на

неко време заустави ако се испостави да су инфлаторни притисци (по основу слабљења динара, бржег од очекиваног опоравка агрегатне тражње, раста цена хране или других фактора) јачи од очекиваних.

При садашњим претпоставкама, простор за ублажавање монетарне политике постоји с обзиром на то да је агрегатна тражња и даље ниска и да су пензије и зараде у јавном сектору замрзнуте.

Народна банка Србије ће и у наредном периоду пажљиво пратити кретање свих релевантних фактора инфлације и правовремено реаговати ради одржавања инфлације у границама дозвољеног одступања од циља.

Табела А  
Индикатори екстерне позиције Србије

	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	I 2009.	II 2009.	III 2009.	IV 2009.
<b>ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ ЛИКВИДНОСТИ (у %)</b>												
Девизне резерве/увоз робе и услуга (у месецима)	3,2	4,1	4,7	3,9	6,2	9,0	7,4	5,5	7,6	8,4	8,6	9,0
Девизне резерве/краткорочни дуг	114,0	223,5	336,3	425,0	385,9	717,3	729,8	336,4	412,6	516,4	486,0	464,5
Девизне резерве/БДП	10,3	13,6	16,3	16,3	24,2	38,4	32,6	24,2	24,4	27,4	30,5	34,5
Отплата дуга/БДП	0,8	1,4	2,0	3,9	4,6	7,0	9,8	10,5	10,0	12,4	10,2	10,5
Отплата дуга/извоз робе и услуга	3,8	7,0	9,0	16,5	17,7	23,5	33,9	34,8	36,4	44,1	37,1	38,7
<b>ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)</b>												
Спољни дуг/БДП	98,3	67,2	62,3	54,3	64,2	63,3	60,2	64,5	64,5	66,9	69,7	74,1
Краткорочни дуг/БДП	9,1	6,1	4,8	3,8	6,3	5,3	4,5	7,2	5,9	5,3	6,3	7,4
Спољни дуг/извоз робе и услуга	463,9	344,8	281,6	232,3	245,1	214,2	204,8	214,7	221,9	236,0	252,7	269,0
<b>ИНДИКАТОРИ ИЗЛОЖЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКОМ РИЗИКУ (у %)</b>												
Девизне резерве/М1	135,9	143,3	195,3	221,0	291,1	356,5	306,9	300,3	366,2	372,4	383,4	393,3
Девизне резерве/примарни новац	136,3	132,0	168,0	166,2	170,3	177,8	173,9	140,6	160,9	177,1	193,3	190,3
<b>СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ)/БДП</b>												
	60,3	59,4	63,6	73,2	73,4	80,4	82,1	83,4	76,2	71,8	68,3	69,7
<b>МЕМОРАНДУМ: (у милионима евра)</b>												
БДП	12.821	16.034	17.416	19.075	20.358	23.521	29.543	33.779	6.788	7.574	8.075	8.330
Спољни дуг	12.609	10.768	10.857	10.355	13.064	14.884	17.789	21.800	21.445	21.687	21.784	22.787
Сервисирање спољног дуга	102	218	348	736	945	1.635	2.885	3.531	676	941	824	874
Девизне резерве централне банке	1.325	2.186	2.840	3.117	4.935	9.025	9.641	8.160	8.113	8.885	9.523	10.602
Краткорочни дуг	1.163	978	844	733	1.279	1.258	1.321	2.426	1.966	1.721	1.960	2.282
Биланс текућих трансакција	282	-671	-1.347	-2.620	-1.778	-2.356	-4.615	-6.089	-818	-175	-278	-472
				Нов. 2004.	Јул 2005.	Феб. 2006.	Јун 2007.	Март 2008.				Дец. 2009.
<b>КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ</b>												
					Standard & Poor's: B+	Standard & Poor's и Fitch: BB-	Standard & Poor's: BB- /лозитиван, Fitch: BB-/стабилан	Standard & Poor's и Fitch: BB-/стабилан	Standard & Poor's и Fitch: BB-/негативан			Standard & Poor's и Fitch: BB-/стабилан

## Методолошка објашњења:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## Напомене:

- Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.
- У публикацији ММФ-а *International Financial Statistics* од октобра 2006. појављује се страница за Републику Србију с подацима из монетарне статистике. За потребе тог извештаја, НБС је своје статистичке извештаје ускладила с међународним статистичким стандардима и методологијом која је, на нивоу ММФ-а, усклађена за све земље. С тим у вези, ускладили смо индикаторе изложености финансијском ризику.
- Размена са Црном Гором регистрована је према припадајућим трансакцијама од 2003. године.
- Отплата спољног дуга не укључује превремену отплату дуга;
- БДП за 2008. и 2009. годину је процена Народне банке Србије.
- У складу с *ВРМБ*, део процењених дознака пребачен је из финансијског у текући биланс.

Табела Б  
Основни макроекономски индикатори

	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	I 2009.	II 2009.	III 2009.	IV 2009.
Реални раст БДП-а (у %)	5,6	3,9	2,4	8,3	5,6	5,2	6,9	5,5	-4,2	-4,2	-2,3	-0,6 <sup>1)</sup>
Потрошачке цене (у % у односу на исти месец претходне године) <sup>2)</sup>	40,7	14,8	7,8	13,7	17,7	6,6	11,0	8,6	9,4	8,3	7,3	6,6
Базна инфлација (у % у односу на исти месец претходне године) <sup>2)</sup>	20,5	4,4	6,1	11,0	14,5	5,9	7,9	10,3	10,2	6,9	5,7	4,1
Девизне резерве НБС (у млн евра)	1.325,1	2.186,0	2.839,5	3.117,3	4.935,1	9.024,8	9.640,7	8.160,4	8.113	8.885	9.523	10.602
Извоз (у млн евра) <sup>3)</sup>	2.693	3.125	3.847	4.475	5.330	6.949	8.686	10.152	1.859	2.135	2.219	2.266
- стопа раста у % у односу на претходну годину	20,7	16,0	23,1	16,3	19,1	30,4	25,0	16,9	-21,2	-18,2	-20,2	-5,8
Увоз (у млн евра) <sup>3)</sup>	-5.023	-6.387	-7.206	-9.543	-9.613	-11.971	-15.578	-17.956	-3.201	-3.186	-3.312	-3.538
- стопа раста у % у односу на претходну годину	32,3	27,2	12,8	32,4	0,7	24,5	30,1	15,3	-22,5	-31,7	-30,8	-17,6
Текући рачун платног биланса <sup>4)</sup> (у млн евра)	282	-671	-1.347	-2.620	-1.778	-2.356	-4.615	-6.089	-818	-175	-278	-472
у % БДП-а	2,2	-4,2	-7,7	-13,7	-8,7	-10,0	-15,6	-18,0	-12,0	-2,3	-3,4	-5,7
Незапосленост по Анкети (у %) <sup>5)</sup>	12,2	13,3	14,6	18,5	20,8	20,9	18,1	14,0	/	15,6	/	16,6
Зараде (просечне за период, у еврима)	89,9	151,7	176,7	194,4	210,4	260	347	403	321	338	341	352
Републички буџетски дефицит/суфицит (у % БДП-а) <sup>6)</sup>	-0,2	-4,3	-2,6	-0,3	0,3	-1,9	-1,7	-1,8	-1,4	-5,9	-2,5	-3,3
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а)												
- Методологија Министарства финансија	0,0	-1,8	-2,1	1,1	1,2	-1,1	-1,4	-2,2	-1,9	-6,6	-4,1	-5,1
- Методологија ММФ-а	-0,5	-2,6	-2,7	0,7	0,7	-2,0	-2,1	-2,5	-1,5	-6,3	-4,0	-5,1
Јавни дуг Републике Србије (спољни + унутрашњи, у % БДП-а) <sup>6)</sup>	97,6	76,4	69,9	55,4	48,0	39,6	30,6	26,0	27,1	29,4	32,0	32,0
Курс динара према долару (просек у периоду)	66,68	64,46	57,56	58,39	66,70	67,10	58,44	55,76	72,12	69,09	65,24	63,96
Курс динара према долару (крај периода)	67,67	58,98	54,64	57,94	72,22	59,98	53,73	62,90	71,59	66,25	63,60	66,73
Курс динара према евра (просек у периоду)	59,78	60,68	65,05	72,57	82,92	84,16	79,98	81,44	93,93	94,15	93,24	94,50
Курс динара према евра (крај периода)	59,71	61,52	68,31	78,89	85,50	79,00	79,24	88,60	94,78	93,44	93,01	95,89
Меморандум												
БДП (у млн евра) <sup>7)</sup>	12.821	16.034	17.416	19.075	20.358	23.521	29.543	33.779	6.788	7.574	8.075	8.330

<sup>1)</sup> Процена Народне банке Србије.

<sup>2)</sup> Цене на мало до 2006.

<sup>3)</sup> Размена с Црном Гором регистрована је према припадајућим трансакцијама од 2003. године.

<sup>4)</sup> У складу с ВРМС, део процењених дознака пребачен је из финансијског у текући биланс.

<sup>5)</sup> Извор: Анкета о радној снази, Републички завод за статистику.

<sup>6)</sup> Извор: Билтен Министарства финансија РС.

<sup>7)</sup> БДП за 2008. годину је процена Народне банке Србије.

Напомена: Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.

## Списак графикана и табела

### Графикони

II.0.1. Индекс монетарних услова	10
II.0.2. Реални девизни курс и његов тренд	10
II.0.3. Реална каматна стопа и њен тренд	10
III.0.1. Кретање цена (тримесечни раст)	12
III.0.2. Кретање цена (међугодишњи раст)	12
III.0.3. Допринос тримесечној стопи раста потрошачких цена	12
III.0.4. Очекивана и остварена инфлација	14
III.0.5. Очекивана и циљана инфлација за наредну годину	14
III.0.6. Краткорочна пројекција инфлације	14
IV.1.1. Кретање каматних стопа	17
IV.1.2. Извршне стопе на трезорске записе и стање портфеља	17
IV.1.3. Ликвидност банака и распон каматне стопе BEONIA и референтне каматне стопе	18
IV.1.4. Референтна каматна стопа НБС и каматне стопе пословних банака	18
IV.1.5. Структура МЗ	19
IV.1.6. Допринос расту МЗ	19
IV.1.7. Доприноси расту пласмана банака	21
IV.1.8. Структура кредита одобрених становништву	21
IV.2.1. Кретање курса динара и двонедељне репо стопе	22
IV.2.2. Дневне промене курса динара према еврџ	22
IV.2.3. Показатељи премије ризика – ЕМБИ по земљама	23
IV.2.4. Кретање курсева одређених националних валута према еврџ	23
IV.2.4. Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала	24
IV.2.5. Структура финансијског биланса	24
IV.3.1. Индекс BELEX 15	25
IV.3.2. Кретање берзанских индекса у земљама у окружењу	25
IV.4.1. Доприноси међугодишњем расту БДП-а	26
IV.4.2. Раст БДП-а и домаће тражње	26
IV.4.3. Структура јавних расхода	28
IV.4.4. Структура јавних прихода	28
IV.4.5. Коришћење капацитета у индустрији	31
IV.4.6. Извоз и увоз робе	33
IV.4.7. Домаћа и увозна инфлација	33
IV.4.8. Кретање цена нафте и бакра	33
IV.5.1. Допринос међугодишњем расту БДП-а	34
IV.5.2. Раст индикатора економске активности	35
IV.5.3. Тримесечни покретни просеци индустријске производње и трговине на мало	35
IV.5.4. Производни јаз	35

IV.6.1. Кретање просечних нето зарада – укупно и јавни сектор	38
IV.6.2. Кретање продуктивности, бруто реалних зарада и јединичних трошкова рада у индустрији	38
IV.6.3. Незапосленост	39
IV.6.4. Беверицова крива	40
IV.7.1. БДП и инфлација у зони евра	41
IV.7.2. Раст БДП-а најважнијих спољнотрговинских партнера Србије и пројекције	41
V.0.1. Пројектована инфлација	45
V.0.2. Поређење текуће с претходном пројекцијом	46
V.0.3. Остварење пројекције из фебруара 2009.	46

#### Табеле

III.0.1. Показатељи раста цена	11
III.0.2. Раст потрошачких цена по компонентама	12
III.0.3. Најзначајније очекиване промене регулисаних цена у првом тромесечју	14
IV.4.1. Консолидовани јавни расходи	28
IV.4.2. Индикатори кретања инвестиција	29
V.0.1. Претпоставке пројекције за 2010. и 2011. годину	43
Табела А. Индикатори екстерне позиције Србије	48
Табела Б. Основни макроекономски индикатори	49

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

## Седнице Монетарног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе

### 2009. година

Датум	Референтна каматна стопа (на годишњем нивоу, у %)	Промена (у базним поенима)
22. јануар	16,5	-125
29. јануар	16,5	0
12. фебруар	16,5	0
2. март	16,5	0
20. март	16,5	0
6. април	15	-150
22. април	14	-100
5. мај	14	0
22. мај	14	0
8. јун	13	-100
25. јун	13	0
10. јул	12	-100
10. август	12	0
4. септембар	12	0
23. септембар	12	0
8. октобар	11	-100
28. октобар	11	0
5. новембар	10	-100
13. новембар	10	0
14. децембар	10	0
29. децембар	9,5	-50

### 2010. година

Датум	Референтна каматна стопа (на годишњем нивоу, у %)	Промена (у базним поенима)
<b>Одржане седнице</b>		
12. јануар	9,5	0
21. јануар	9,5	0
4. фебруар	9,5	0
<b>Планиране седнице</b>		
22. фебруар		
5. март		
19. март		
6. април		
20. април		
6. мај		
20. мај		
4. јун		
22. јун		
6. јул		
20. јул		
5. август		
19. август		
7. септембар		
21. септембар		
7. октобар		
21. октобар		
5. новембар		
19. новембар		
7. децембар		
21. децембар		

## Саопштења са седница Монетарног одбора Народне банке Србије

### Саопштење са седнице Монетарног одбора, 13. 11. 2009.

Монетарни одбор Народне банке Србије је на данашњој седници, након разматрања актуелних економских кретања, одлучио да референтну каматну стопу задржи на неизмењеном нивоу од 10 одсто.

Такође, Монетарни одбор је усвојио Извештај о инфлацији – новембар 2009. године.

Изменама Одлуке о посебним мерама подршке финансијској стабилности земље, које је Монетарни одбор усвојио, предвиђено је да банке од 18. новембра 2009. могу да 20% динарске противвредности обрачунате обавезне резерве у еврима укључују у обрачунату динарску обавезну резерву и издвајају у динарима, уместо 25%, како је прописано важећом одлуком.

По основу ових измена усмерених на побољшање динарске билансне структуре банкарског сектора, банке би требало да издвоје око 153,4 милиона евра обавезне резерве и да заузврат повуку око 14,5 милијарди динара додатне динарске ликвидности.

Наредна седница Монетарног одбора одржаће се 4. децембра 2009. године.

### Саопштење са седнице Монетарног одбора, 14. 12. 2009.

Монетарни одбор Народне банке Србије је на данашњој седници одлучио да референтну каматну стопу задржи на непромењеном нивоу од 10 одсто. Након разматрања актуелних економских кретања, Монетарни одбор је оценио да монетарна политика постиже резултате који обезбеђују остваривање задатог инфлационог циља.

Програмом монетарне политике Народне банке Србије за 2010. годину, који је Монетарни одбор данас усвојио, остваривање циљане инфлације утврђено је као основни циљ монетарне политике, чиме ће Народна банка допринети одржавању стабилности финансијског система и остваривању одрживог економског раста.

Монетарна политика Народне банке Србије у 2010. години засниваће се на Меморандуму Народне банке Србије о монетарној стратегији, који је Монетарни одбор усвојио 22. децембра 2008, и Меморандуму Народне банке Србије о утврђивању циљане стопе инфлације за период од 2010. до 2012. године, који је усвојен на данашњој седници. Наведеним меморандумима предвиђено је да се циљеви утврђени за инфлацију постигну коришћењем референтне каматне стопе као основног инструмента монетарне политике.

Циљ монетарне политике у 2010. години је да се ниво инфлације с почетка године од  $8\% \pm 2$  процентна поена до краја године сведе на  $6\% \pm 2$  процентна поена. При том је циљ за инфлацију одређен за сваки појединачни месец у години, што омогућава да се у сваком моменту прати остварење циљане инфлације и доприноси одговорности и кредибилитету монетарних власти, а тиме и стабилизацији инфлационих очекивања.

Народна банка Србије настојаће да циљ утврђен за инфлацију оствари помоћу основног инструмента монетарне политике – каматне стопе која се примењује у спровођењу двонедељних репо операција. Висина те стопе мењаће се на одржив, доследан и предвидив начин, зависно од економских кретања и пројекција инфлације. Остали инструменти монетарног регулисања, укључујући и стопу обавезне резерве и интервенције на девизном тржишту, имаће помоћну улогу.

Народна банка Србије наставиће да спроводи режим руковођено пливајућег девизног курса, а интервенције на девизном тржишту биће ограничене на случајеве знатних дневних осцилација курса динара, односно угрожености финансијске и ценовне стабилности. Ако буде потребно да интервенише на девизном тржишту, Народна банка Србије ће то лакше чинити захваљујући високом нивоу девизних резерви.

Меморандумом Народне банке Србије о утврђивању циљане стопе инфлације од 2010. до 2012. године предвиђено је постепено смањивање циљаних стопа инфлације. Циљ је утврђен за неколико година унапред, што одражава одређеност Монетарног одбора за постизање средњорочне стабилности цена и доприноси стабилизацији инфлаторних очекивања.

Наредна седница Монетарног одбора одржаће се 29. децембра 2009. године.

#### **Саопштење са седнице Монетарног одбора, 29. 12. 2009.**

Монетарни одбор Народне банке Србије је на данашњој седници, након разматрања актуелних економских кретања, одлучио да референтну каматну стопу смањи за 0,5 процентних поена. Нова референтна каматна стопа износи 9,5 одсто и примењује се од данас.

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

Наредна седница Монетарног одбора одржаће се 12. јануара 2010. године.

#### **Саопштење са седнице Монетарног одбора, 12. 01. 2010.**

Монетарни одбор Народне банке Србије је на данашњој седници разматрао текућа економска кретања и одлучио да референтну каматну стопу задржи на непромењеном нивоу од 9,5 одсто.

Наредна седница Монетарног одбора одржаће се 21. јануара 2010. године.

#### **Саопштење са седнице Монетарног одбора, 21. 01. 2010.**

Монетарни одбор Народне банке Србије је на данашњој седници разматрао текућа економска кретања и одлучио да референтну каматну стопу задржи на непромењеном нивоу од 9,5%.

Наредна седница Монетарног одбора одржаће се 4. фебруара 2010. године.

#### **Саопштење са седнице Монетарног одбора, 04. 02. 2010.**

Монетарни одбор Народне банке Србије је на данашњој седници разматрао текућа економска кретања и одлучио да референтну каматну стопу задржи на непромењеном нивоу од 9,5 одсто.

Наредна седница Монетарног одбора одржаће се 19. фебруара 2010. године.