



Народна банка Србије

2012
фeбpуap

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

2012
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

Тираж: 100 примерака

ISSN 1820-9408

Уводна напомена

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

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

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

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

Фебруарски *Извештај о инфлацији* размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 9. фебруара 2012. године.

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

Извршни одбор Народне банке Србије:

Дејан Шошкић, гувернер

Ана Глигоријевић, вицегувернер

Бојан Марковић, вицегувернер

Диана Драгутиновић, вицегувернер

Мира Ерић Јовић, вицегувернер

**СКРАЋЕНИЦЕ КОРИШЋЕНЕ
У ОВОМ ИЗВЕШТАЈУ**

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

Не наводе се друге општепознате скраћенице.

Садржај

I. Резиме	1
II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја	3
III. Кретање инфлације	5
<i>Осврт 1: Процена утицаја фактора с привременим дејством на кретање инфлације у првој половини 2012. године</i>	10
<i>Осврт 2: Промена декомпозиције индекса потрошачких цена и нови индикатори базне инфлације</i>	12
IV. Детерминанте инфлације	15
1. Кретања на тржишту новца и капитала и кредити банака	15
<i>Осврт 3: Нето финансијска позиција привреде, становништва и државе према банкама у Србији и иностранству</i>	23
2. Кретања на девизном тржишту и курс динара	25
3. Агрегатна тражња	28
4. Економска активност	32
5. Кретања на тржишту рада	34
6. Међународно окружење	36
<i>Осврт 4: Да ли постојећи ниво девизних резерви Народне банке Србије представља адекватно обезбеђење од потенцијалних ризика?</i>	39
V. Пројекција инфлације	41
Табела А. Индикатори екстерне позиције Србије	46
Табела Б. Основни макроекономски индикатори	47
Додатак 1: Одлука о утврђивању програма монетарне политике Народне банке Србије у 2012. години и Програм монетарне политике Народне банке Србије у 2012. години	48
Списак графикана и табела	51
Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе	53
Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије	54

I. Резиме

Инфлација је наставила да пада.

Инфлација је током четвртог тромесечја 2011. наставила да пада и у децембру се спустила ка горњој граници дозвољеног одступања од циља – износила је 7,0% (циљ $4,5 \pm 1,5\%$). Пад инфлације је био нешто бржи него што је то предвиђала централна пројекција која је објављена у претходном Извештају о инфлацији, пре свега због високог (обрачунатог) пада цена воћа и поврћа у децембру.

Инфлациона очекивања се даље смањују.

Пад инфлационих притисака утицао је на смањење инфлационих очекивања током четвртог тромесечја за два процентна поена. Тиме су се инфлациона очекивања за годину дана унапред приближила горњој граници дозвољеног одступања од циља.

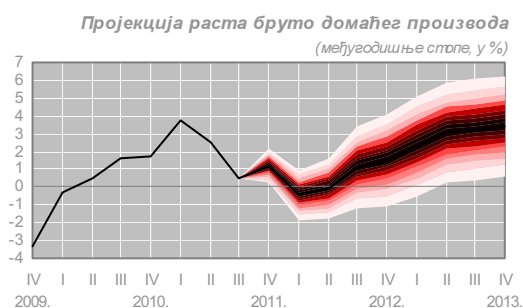
Економска активност је благо порасла.

Процењујемо да је економска активност у четвртном тромесечју остварила скроман раст по основу раста домаће тражње, пре свега инвестиционе активности, док је нето екстерна тражња опала као последица бржег раста увоза од извоза.

Нестабилност на финансијским тржиштима наставила је неповољно да делује на економску активност зоне евра...

Прогнозе економског раста у зони евра ревидиране су наниже. Према пројекцији Међународног монетарног фонда, зона евра ће у 2012. години бити у благој рецесији ($-0,5\%$), што негативно утиче на изгледе раста земаља региона, које су такође наша важна извозна тржишта. Последњи индикатори указују да би пад економске активности у зони евра могао бити умеренији, мада су одступања по овом основу могућа у оба смера.

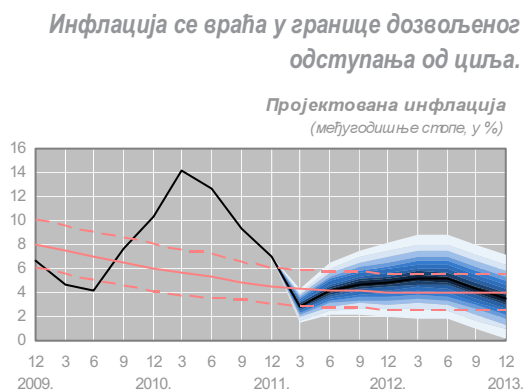
... што ће успорити опоравак економске активности и у Србији у 2012. години.



Девизни курс је био релативно стабилан.

Други талас глобалне кризе утицао је на кретање премије ризика и курсеве валута земаља у региону. У

Спровођење аранжмана с Међународним монетарним фондом допринело би макроекономској стабилности.



Монетарна политика узима у обзир пре свега факторе инфлације који делују на средњи рок.

Кретање референтне каматне стопе у наредном периоду ће и даље зависити од развоја ситуације у међународном окружењу и карактера фискалне политике у земљи.

односу на друге валуте земаља са сличним режимом девизног курса динар је у просеку био стабилнији. Томе је допринео прилив капитала током четвртог тромесечја, пре свега по основу страних директних инвестиција.

Са становишта платног биланса, не постоји потреба за повлачењем средстава по основу стендбај аранжмана из предострожности с Међународним монетарним фондом. Међутим, позитивна ревизија овог аранжмана је изузетно важна јер утиче на ниво премије ризика земље и улагања страних инвеститора.

Враћање инфлације у границе дозвољеног одступања од циља извесно је у првом тромесечју 2012, чиме се потврђују наше пројекције из прошлогодишњих извештаја о инфлацији. На крају тромесечја и почетком следећег инфлација би требало да се креће око доње границе дозвољеног одступања од циља. Након тога, инфлација ће постепено расти и требало би да се креће у границама дозвољеног одступања од циља, при чему ће свој максимум близу горње границе тог одступања достићи у првој половини следеће године.

Највећа неизвесност остварења пројекције односи се и даље на развој ситуације у међународном окружењу и карактер фискалне политике у земљи.

Иако се предвиђа пад инфлације и њено привремено кретање око доње границе дозвољеног одступања од циља, треба имати у виду да Народна банка Србије при доношењу одлука о монетарној политици узима у обзир факторе инфлације који делују на средњи рок. Монетарном политиком се не реагује на факторе с привременим дејством.

Узимајући у обзир пројекцију и ризике њеног остварења, Извршни одбор Народне банке Србије процењује да ће кретање референтне каматне стопе у наредном периоду зависити од фактора инфлације, при чему се највећи ризици и даље односе на развој ситуације у међународном окружењу и карактер фискалне политике у земљи.

II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја

Референтна каматна стопа је снижена у децембру прошле и јануару ове године, за по 25 б.п., док је у фебруару задржана на нивоу од 9,5%.

Пројекција инфлације у новембарском Извештају о инфлацији предвиђала је повратак инфлације у границе дозвољеног одступања од циља у Т1 2012. године, а након тога њено кретање у границама тог одступања. Преовлађујући дезинфлаторни фактор током целог периода пројекције била је ниска агрегатна тражња, а додатан допринос процесу дезинфлације очекивао се од смањења инфлационих очекивања. Поред тога, истакнут је пад трошковних притисака на цене хране. Под истим претпоставкама (међу којима су стагнација економске активности у зони евра у 2012. и њен пад код неких наших значајнијих извозних партнера) пројектовано је и успоравање раста БДП-а у 2012. години на око 1,5%. Кључни ризици остварења пројекције односили су се на развој ситуације у међународном окружењу и експанзивност фискалне политике. Извршни одбор је тада проценио да је у наредном периоду вероватнији наставак смањења референтне каматне стопе него њено повећање или задржавање на садашњем нивоу.

До седнице Извршног одбора почетком децембра услови у међународном окружењу су се погоршали. Изостанак решења за проблем одрживости јавног дуга у појединим земљама зоне евра проузроковао је повећање неизвесности и појачану нестабилност на светском финансијском тржишту. Изгледи у реалном сектору су се погоршали не само у зони евра већ и на глобалном нивоу. У Србији је настављен пад инфлације у складу са очекивањима Народне банке Србије. Међугодишња инфлација је у новембру пала на 8,1%. Инфлациона очекивања су такође била у

паду. Према прелиминарној оцени РЗС-а, реални међугодишњи раст БДП-а у Т3 2011. је био успорен. Премија ризика земље се током новембра повећала, као и депрецијацијски притисци.

Након разматрања актуелних економских кретања и процена за наредни период, Извршни одбор је на децембарској седници одлучио да референтну каматну стопу смањи за 0,25 процентних поена. Као дезинфлаторне факторе истакао је ослабљене трошковне притиске на цене хране, успорен раст регулисаних цена, као и ниску агрегатну тражњу. Такође је навео да процесу дезинфлације доприноси и настављање пада инфлационих очекивања. Висину смањења референтне каматне стопе одредила је и даље наглашена фискална и финансијска неизвесност на глобалном нивоу због кризе јавног дуга у зони евра. У децембру је донета и нова Одлука о класификацији билансне активе и ванбилансних ставки банке¹, која ће допринети смањењу трошкова кредитирања банака.

Инфлација је у децембру износила 7,0% м.г., што је нешто ниже од очекивања Народне банке Србије. Нижа инфлација је углавном била резултат једнократних методолошких ефеката у обрачуна цена воћа и поврћа. Извршни одбор је на јануарској седници нагласио да очекује даљи пад инфлације, уз могућност да се она испод доње границе дозвољеног одступања од циља нађе крајем Т1 ове године. Пад ће једним делом бити привременог карактера и резултат, поред већ поменутог, и других фактора попут административног ограничења трговачких маржи и тзв. базног ефекта високих месечних стопа инфлације с почетка претходне године. С обзиром на то, Извршни одбор је изразио очекивање да ће се

¹ Одлука је ступила на снагу 31. децембра 2011.

инфлација стабилизovati око циља у ТЗ ове године. Имајући у виду такво кретање инфлације, као и појачану фискалну и финансијску неизвесност на глобалном нивоу, пре свега због још увек нерешене кризе у зони евра, Извршни одбор је на јануарској седници донео одлуку да референтну каматну стопу смањи за 25 б.п.

На фебруарској седници Извршни одбор је одлучио да референтну каматну стопу задржи на нивоу од 9,5%. У складу с раније изнетим проценама Извршног одбора, међугодишња инфлација је и даље у паду, пре свега због смањених трошковних притисака на цене хране и ниске агрегатне тражње. У наредним месецима пад међугодишње инфлације наставиће се првенствено због базног ефекта високих месечних стопа инфлације с почетка претходне године.

Извршни одбор је разматрао фебруарску пројекцију инфлације, која предвиђа да ће се инфлација вратити у границе дозвољеног одступања од циља већ у овом тромесечју, а затим привремено спустити до нивоа око

доње границе дозвољеног одступања од циља, али ће се потом стабилизovati око циља средином године. Пад инфлације на ниво око доње границе дозвољеног одступања од циља, до кога би могло доћи у појединим месецима П1, био би привремен и, као такав, није разлог за реакцију монетарне политике. Монетарна политика при доношењу одлука узима пре свега у обзир факторе инфлације који делују на средњи рок.

Према процени Народне банке Србије, успоравање светске привреде, уз вероватну рецесију у зони евра, утицаће на успоравање привредног раста Србије у 2012. години и очекујемо да раст БДП-а износи око 0,5%.

Основни ризици пројекције инфлације долазе из међународног окружења због још увек нерешене кризе у зони евра, као и из области фискалне политике у земљи. Одржавање буџетског дефицита у раније договореним оквирима с ММФ-ом представљало би додатну гаранцију макроекономске стабилности и оставило већи простор за будуће ублажавање монетарне политике.

III. Кретање инфлације

Међугодишња инфлација је наставила свој повратак ка циљу и крајем Т4 се спустила ка горњој граници дозвољеног одступања од циља. На то је највише утицало успоравање међугодишњег раста цена хране.

Према нашој процени, међугодишња инфлација ће се у Т1 2012. вратити у границе дозвољеног одступања од циља. Због фактора с привременим дејством, могуће је да ће се инфлација на крају тромесечја привремено кретати око доње границе дозвољеног одступања од циља.

Кретање инфлације у Т4

У Т4 је остварена инфлација од 0,6%. Раст цена резултат је пре свега наставка раста цена непрехрамбених производа и услуга које се слободно формирају на тржишту.

Инфлација је на међугодишњем нивоу током Т4 наставила да опада и крајем године је износила 7,0% (циљ за децембар $4,5 \pm 1,5\%$). Пад инфлације је крајем тромесечја био нешто бржи у односу на централну пројекцију објављену у претходном

Извештају о инфлацији, због неубичајено високог пада цена воћа и поврћа у децембру.

Потрошачке цене су у Т4 оствариле раст од 0,6%, у највећој мери као последица наставка раста цена непрехрамбених производа и услуга које се слободно формирају на тржишту. Утицај цена хране, који је био дезинфлаторан у претходна два тромесечја, у Т4 је био неутралан (0,0 п.п.).

Инфлација мерена ИПЦ-ом који искључује цене воћа и поврћа, регулисане цене и цене нафтних

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

	2010.		2011.		
	IV	I	II	III	IV
Потрошачке цене	2,8	5,5	1,2	-0,4	0,6
Индустријско-прехранбени производи	3,8	8,0	1,0	0,8	-0,4
Непрехрамбени производи и услуге чије се цене слободно формирају на тржишту	2,6	0,7	1,0	1,7	1,3
Воће и поврће	3,7	25,3	-9,1	-23,4	2,0
Регулисане цене	1,8	4,7	4,1	0,4	0,9
Електрична енергија	0,0	0,0	13,5	0,0	0,0
Гас за домаћинство	0,0	0,0	0,0	0,0	10,3
Комунално-стамбене услуге	9,9	3,3	1,8	0,1	4,6
Услуге друштвене заштите	2,5	0,0	0,3	0,6	0,0
Саобраћајне услуге (регулисане)	0,1	13,1	0,5	0,5	3,4
ПТТ услуге	0,0	0,0	0,0	9,2	0,0
Цигарете	0,0	19,1	-2,6	-1,3	-1,6
Лекови	3,0	3,8	2,5	-2,2	-0,1
Остало	0,2	0,2	0,0	0,1	0,7
Нафтни деривати	1,3	5,1	5,6	2,0	0,1

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



Међугодишња инфлација је наставила да пада и у децембру је износила 7,0%.

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



Цене непрехрамбених производа и услуга су успориле раст у Т4, док су цене индустријско-прехрамбених производа забележиле пад.

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



Највећи допринос расту потрошачких цена у Т4 дали су непрехрамбени производи и услуге чије се цене слободно формирају на тржишту.

деривата у Т4 је успорила раст (0,5%, допринос 0,3 п.п.)², пре свега као резултат пада цена индустријско-прехрамбених производа (0,4%, допринос -0,1 п.п.). Захваљујући слабљењу трошковних притисака, пад цена индустријско-прехрамбених производа регистрован је први пут за последњих годину и по дана и уследио је након континуираног успоравања раста тих цена током прва три тримесечја 2011. Успоравању инфлације мерене ИПЦ-ом који искључује цене воћа и поврћа, регулисане цене и цене нафтних деривата делимично је допринело и успоравање раста цена непрехрамбених производа и услуга које се слободно формирају на тржишту. Међутим, тај раст је остао релативно висок (1,3%), тако да је допринео укупном расту потрошачких цена са 0,5 п.п. Највећи допринос расту цена потиче од кућне хемије, одеће и обуће, алкохолних пића и занатских услуга. На крају године, међугодишња инфлација мерена ИПЦ-ом који искључује цене воћа и поврћа, регулисане цене и цене нафтних деривата износила је 7,0%.

² У Т3 је износила 1,2%.

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

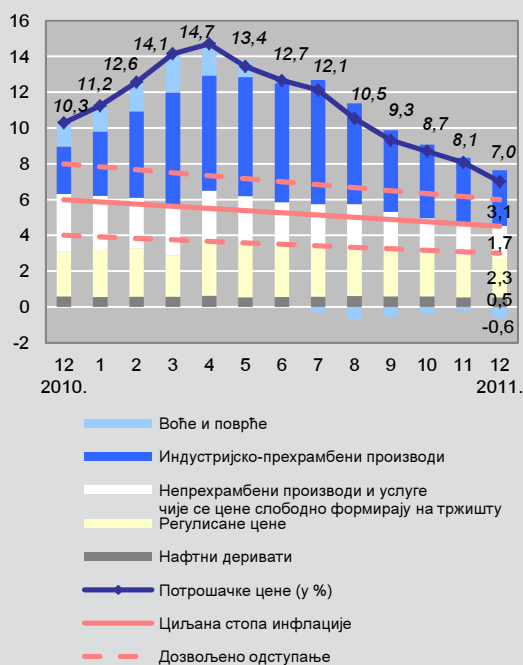
	III 2011. III 2010.	VI 2011. VI 2010.	IX 2011. IX 2010.	XII 2011. XII 2010.
Потрошачке цене	14,1	12,7	9,3	7,0
Цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште	17,1	15,8	12,3	9,7
Цене произвођача пољопривредних производа	39,1	28,6	11,6	8,1*

* Новембар на новембар.

Цене воћа и поврћа су оствариле раст од 2,0% (допринос 0,1 п.п.). Раст је био нижи од очекиваног³ и то је главни разлог одступања инфлације од путање која је објављена у прошлом Извештају о инфлацији, тј. релативно бржег пада међугодишње инфлације

³ Очекивано је да цене воћа и поврћа остваре нешто виши раст у Т4 него што је сезонски уобичајено, због њиховог пада у Т3 већег од сезонски уобичајеног.

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



Паду међугодишње инфлације у Т4 допринео је највише пад цена индустријско-прехранбених производа за домаће тржиште.

крајем Т4. Разлог нижег од очекиваног тромесечног раста цена воћа и поврћа лежи у неубичајено високом паду тих цена у децембру (12,0%). Регистровани пад није био одраз реалних кретања на тржишту, већ пре свега последица специфичног метода обрачуна (тзв. импутације) који се примењује на сезонско воће и поврће у периоду када тих производа нема на тржишту.⁴

Регулисане цене су у Т4 имале скроман раст (0,9%, допринос 0,2 п.п.). Раст цена у оквиру ове групе односи се пре свега на природни гас и комунално-стамбене услуге (раст по 0,1 п.п.). С друге стране, пад цена је забележен код цигарета и лекова. У току 2011. године регулисане цене су порасле за 10,5%, док је раст договорен с Владом РС износио $7\pm 2\%$.

Цене нафтних деривата у Т4 забележиле су најмањи тромесечни раст од почетка године (0,1%, допринос 0,0 п.п.).

Посматрано с трошковне стране, **цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште** у Т4 су убрзале раст на 0,4%⁵, при чему је он, треће тромесечје заредом, био вођен кретањем цена енергије. Посматрано по делатностима, највећи допринос расту цена дале су цене у сектору снабдевања електричном енергијом, гасом и паром, које су порасле 1,3%. Међугодишњи раст цена произвођача индустријских производа за домаће тржиште наставио је да се успорава и на крају године је износио 9,7%.

Цене произвођача пољопривредних производа⁶ су и у периоду октобар–новембар оствариле раст (0,9%). Цене у сточарству, које су порасле за 1,9%, највише су допринеле том расту, а раст су забележиле и цене у сектору ратарства и воћарства и виноградарства. Посматрано на међугодишњем нивоу, раст цена пољопривредних произвођача је у новембру успорен у односу на крај Т3 и износио је 8,1%.

Инфлациона очекивања

Пад инфлационих очекивања, започет у октобру, настављен је.

Сви сектори су у току Т4 кориговали наниже своја очекивања у погледу кретања будуће инфлације, чему је, поред осталог, допринео и континуиран пад и приближавање инфлације циљу. Тиме је разлика између очекиване и циљане стопе инфлације смањена – инфлациона очекивања за наредну годину су веома близу горње границе дозвољеног одступања од циља.

Према анкети агенције Блумберг, инфлациона очекивања финансијског сектора за наредну годину дана су током Т4 смањивана до нивоа од 6,0%, колико су износила у децембру. Након што су у Т4 своја очекивања кориговали наниже за цела 2 п.п., представници финансијског сектора у јануару 2012. године нису мењали своју перцепцију у погледу кретања будуће инфлације, али је дисперзија у њиховим очекивањима у односу на децембарску анкету приметно мања.

Према резултатима анкета агенција Галуп и Ипсос⁷, инфлациона очекивања показују тенденцију опадања.

⁴ Видети Осврт 1, стр. 10.

⁵ Раст цена произвођача индустријских производа за домаће тржиште у Т3 износио је 0,2%.

⁶ Цене произвођача производа пољопривреде и рибарства.

⁷ Од новембра 2011, уместо агенције Галуп, анкету о инфлационим очекивањима за Народну банку Србије спроводи агенција Ипсос. Анкетом су

Графикон III.0.5. Очекивана и циљана инфлација за 12 месеци унапред (међугодишње стопе, у %)



Економски субјекти су смањили своја очекивања упоредо с падом међугодишње инфлације.

Очекивања свих сектора, осим синдиката, према октобарској анкети агенције Галуп била су у паду. Тако су очекивања финансијског сектора у погледу кретања будуће инфлације износила 7,4%, привреде 10,0%, становништва 11,4%, а очекивања синдиката 12,0%. У новембру, када је анкету о очекивањима први пут спровела агенција Ипсос, очекивања финансијског сектора су износила 8,5%, да би у децембру била смањена на 7,6%, а у јануару на 7,0%. Инфлациона очекивања привреде су се такође смањивала, са 9,0% у новембру на 7,6% јануару. Инфлациона очекивања становништва се од новембра нису мењала и износила су 10%. Толико су износила и очекивања синдиката, с тим што су у децембру била нижа (9,2%).

Очекујемо да ће се смањење инфлационих очекивања наставити и да ће се, након повратка инфлације у границе дозвољеног одступања од циља у Т1 2012. године, и инфлациона очекивања вратити у границе дозвољеног одступања од циља.

Очекивано кретање инфлације у Т1

У Т1 2012. међугодишња инфлација ће се вратити у границе дозвољеног одступања од циља. Очекујемо да ће се крајем тромесечја привремено спустити око доње границе тог одступања.

Међугодишња инфлација ће се у Т1 2012. године вратити у границе дозвољеног одступања од циља, уз кретање око доње границе дозвољеног одступања на крају тромесечја. На пад међугодишње инфлације утицаће пре свега ефекат високе прошлогодишње базе (више месечне стопе инфлације у Т1 2011). По компонентама инфлације, највећи допринос снижењу очекује се од цена индустријско-прехрамбених производа.

Тромесечна инфлација, с друге стране, требало би да буде нешто виша него у Т4 2011, на шта ће у највећој мери утицати сезонски раст цена воћа и поврћа и регулисаних цена.

У Т1 се очекује пад цена индустријско-прехрамбених производа. Тај пад биће резултат ишчезавања трошковних притисака због пада цена примарних пољопривредних производа, а допринеће му и уредба Владе РС којом се ограничавају марже у промету основних животних намирница.⁸ Раст цена непрехрамбених производа и услуга које се слободно формирају на тржишту биће умерен и на нивоу сличном претходном тромесечју.

Цене воћа и поврћа у Т1 требало би да остваре уобичајен сезонски раст. Тај раст ће највише допринети укупној тромесечној инфлацији.

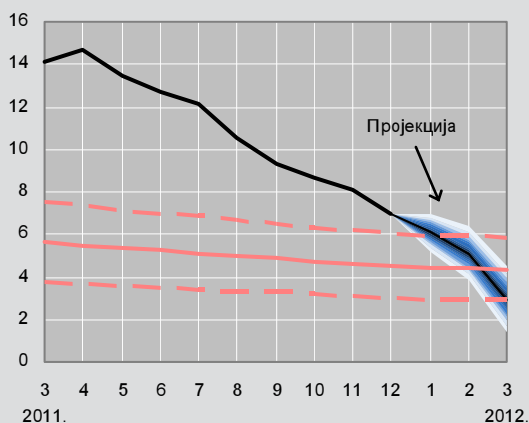
С обзиром на то да веће корекције регулисаних цена у Т1 нису најављене, раст ових цена биће релативно низак. На раст би требало највише да утиче повећање цена цигарета⁹ које се очекује по основу наставка усклађивања акцизне политике Србије с политиком акциза у Европској унији, као и корекције за раст потрошачких цена прошле године. Такође, могућа су поскупљења комуналних услуга и лекова.

и даље обухваћени финансијски сектор, сектор привреде, становништво и синдикати, с тим што финансијски сектор сада, поред представника банака, обухвата и представнике осигуравајућих друштава.

⁸ Крајем децембра, Влада РС је усвојила уредбу о посебним условима промета одређене робе којом се највиша укупна стопа марже у промету основних животних намирница ограничава на 10% у наредних шест месеци.

⁹ Цене цигарета се сврставају у регулисане цене јер њихов велики део чине акцизе.

Графикон III.0.6. **Краткорочна пројекција инфлације**
(међугодишње стопе, у %)



Инфлација ће у Т1 2012. наставити да пада, уз могућност да се привремено спусти до нивоа око доње границе дозвољеног одступања од циља на крају тромесечја.

Према процени, цене нафтних деривата током Т1 требало би незнатно да утичу на тромесечну инфлацију.

На крају тромесечја, очекујемо да ће се међугодишња инфлација кретати око доње границе дозвољеног одступања од циља по основу два фактора: неувобичајено високог пада цена воћа и поврћа у децембру (који је инфлацију снизио за око 0,6 п.п. у односу на стварна кретања на тржишту¹⁰) и Владине уредбе којом је ограничена маржа у промету основних животних намирница. Међутим, будући да је ту реч о факторима с привременим дејством, очекујемо да то одступање инфлације наниже буде краткотрајно (један до два месеца, вероватно у марту и априлу).

Главни ризик остварења краткорочне пројекције инфлације представља неизвесност у погледу ефеката ограничавања маржи у промету на цене хране. Такође, присутан је и потенцијално озбиљан ризик наглог пораста цене нафте у зависности од развоја догађаја у Персијском заливу.

¹⁰ Процена Народне банке Србије (видети Осврт 1, стр. 10).

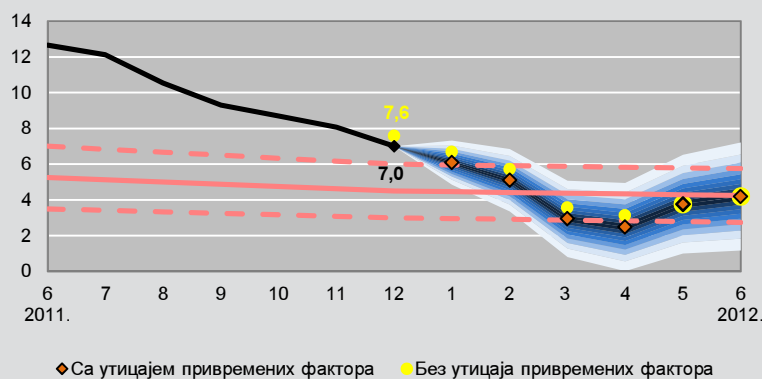
Осврт 1: Процена утицаја фактора с привременим дејством на кретање инфлације у првој половини 2012. године

Примена метода импутације целосезонске процене (*all seasonal estimation*)¹ приликом обрачуна промене цена сезонског воћа и поврћа била је један од кључних узрока због чега је међугодишња инфлација у децембру 2011. године била нижа у односу на централну пројекцију објављену у последњем Извештају о инфлацији и износила 7,0%. Овај метод импутације примењује се од почетка 2011. године, с тим што је за три производа у групи поврћа чија је сезона завршена, а имају знатно учешће у ИПЦ-у (парадајз, паприка и краставац), први пут у децембру за обрачун коришћена тзв. типична цена. Резултат је био (обрачунато) појефтињење тих производа и негативан допринос међугодишњој инфлацији у децембру од 0,6 п.п. Да је за обрачун промене цена поменутог поврћа коришћен метод импутације из 2010. године, који би и у децембру уместо типичне цене користио просечну промену цене групе поврћа, пројектовани пад међугодишње инфлације у периоду између децембра 2011. и априла 2012. године био би умеренији.

Такав третман цена сезонских производа приликом обрачуна инфлације представља разлог који би, уз примену уредбе Владе РС о ограничавању трговачких маржи у промету основних животних намирница, затим изостанак већег раста регулисаних цена до формирања нове републичке и локалне власти и ефекат високе базе из Т1 2011. године, могао утицати да се инфлација у марту и априлу 2012. године привремено спусти до нивоа око доње границе дозвољеног одступања од циља.

Ипак, дејство тих фактора биће привремено, тј. неутралисано до краја прве половине 2012. године (видети графикон О.1.1), с обзиром на то да је Владина уредба донета на рок од шест месеци и да ће ниска база, као последица метода импутације, узроковати да раст цена поменутог сезонског поврћа буде виши када се, с почетком нове сезоне, поново појави на тржишту (у мају и јуну). Имајући то у виду, очекујемо да се инфлација до Т3 врати на ниво око циља.

Графикон О.1.1. Краткорочна пројекција инфлације са утицајем и без утицаја привремених фактора (међугодишње стопе, у %)



¹ При обрачуну цена сезонског воћа и поврћа кога у датом тренутку нема на тржишту, Републички завод за статистику од почетка 2011. године користи метод импутације цена под називом целосезонске процене (*all seasonal estimation*), који је усклађен с препорукама Европске комисије. Тај метод подразумева да се у првом месецу по престанку сезоне одређеног воћа или поврћа користи тзв. типична цена тог производа (која представља пондерисану аритметичку средину цена те врсте воћа или поврћа у месецима када га је било на тржишту, при чему се као пондер користи количински промет у датим месецима), док се од другог месеца па до почетка нове сезоне за промену цене те врсте воћа или поврћа узима промена цена целокупне групе воћа, односно поврћа, које је доступно на тржишту.

Ради постизања ценовне стабилности, монетарна политика треба да узима у обзир факторе инфлације који делују на средњи рок. Због тога при одлучивању о промени референтне каматне стопе и коришћењу других инструмената монетарне политике, Народна банка Србије не реагује на факторе с привременим дејством (у овом случају на последице примене метода импутације и ограничавања трговачких маржи).

Осврт 2: Нови индикатори базне инфлације

Ради даљег унапређења комуникације и међународне упоредивости података, Народна банка Србије је, почев од јануара 2012. године, променила начин на који анализира кретање **индекса потрошачких цена (ИПЦ)**.¹ Овај индекс ће се у будуће приказивати према новим изведеним групама производа и услуга које је дефинисао *EUROSTAT* и које су у складу с међународно прихваћеном Класификацијом личне потрошње по намени, прилагођеној потребама усклађеног индекса потрошачких цена Европске уније и зоне евра (енгл. *COICOP/NICP classification*).² Таква декомпозиција ИПЦ спада међу оне које најчешће користе ЕЦБ и централне банке земаља чланица Европске уније.

У складу с тим, производи и услуге који улазе у ИПЦ разврстани су у пет основних група:

- 1) *непрерађена храна* (свеже воће, поврће, месо, риба и јаја);
- 2) *прерађена храна* (хлеб и житарице, прерађено месо, прерађена риба, млеко и млечне прерађевине, уље и масти, прерађено воће и поврће, шећер, цем, мед, чоколада и посластице, остали прехранбени производи и безалкохолна пића);
- 3) *индустријски производи без хране и енергије* (алкохолна пића, цигарете, одећа, обућа, материјали за одржавање и поправку станова, намештај, опремање домаћинства и одржавање, медицински и фармацеутски производи, транспорт (возила и делови), рекреација и култура и остали производи);
- 4) *енергија* (електрична енергија, гас, централно грејање, чврста горива и течна горива и мазива);
- 5) *услуге* (занатске и личне услуге, закуп стана, услуге за одржавање и оправку стана, медицинске услуге, транспортне услуге, поштанске услуге, телефонске услуге, рекреација и култура, образовање, ресторани и хотели, услуге социјалне заштите и финансијске и остале услуге).

Кретање **регулисаних цена** и даље ће се пратити, али издвојено, с обзиром на то да су производи и услуге чије су цене регулисане, тј. под контролом државе, већ обухваћени у оквиру основних група ИПЦ (тачније, налазе се у три од пет датих група).

Народна банка Србије ће у будуће, уместо досадашње мере, пратити три нова индикатора базне инфлације која су у складу с међународном праксом:

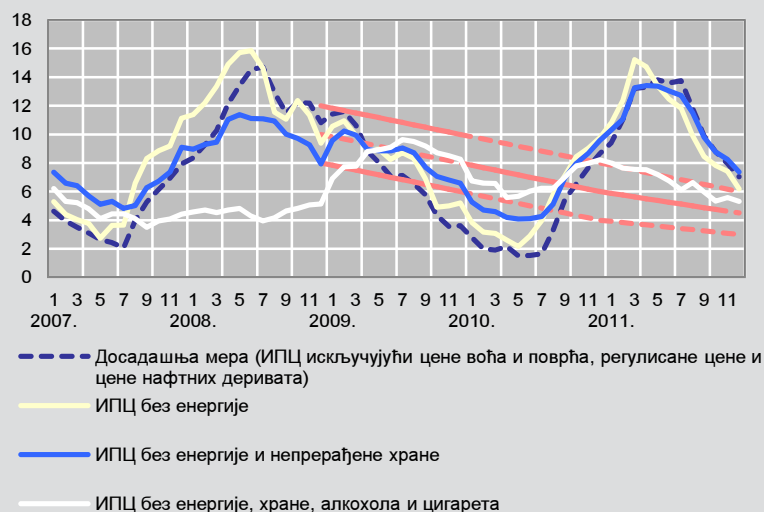
- ИПЦ без енергије,
- ИПЦ без енергије и непрерађене хране, и
- ИПЦ без енергије, хране (непрерађене и прерађене), алкохола и цигарета.

Циљ њиховог увођења је да се добију показатељи кретања цена који могу олакшати доношење одлука о монетарној политици, будући да се код једног броја производа периоди раста и пада цена брзо смењују, доприносећи привременом порасту или паду укупне инфлације. Када из ИПЦ искључимо производе чије цене карактеришу највеће краткорочне осцилације, добијамо стопе инфлације које су независне од таквих привремених кретања, тј. стопе проузроковане монетарним ефектима или трајним променама цена. Због узимања у обзир дејства само трајних фактора, индикатори базне инфлације могу имати другачији тренд кретања у односу на укупну инфлацију. Генерално, највеће осцилације показују цене хране и енергије.

¹ Напомињемо да то неће утицати на висину ИПЦ-а.

² Подаци о кретању цена према новој декомпозицији ИПЦ објављују се на сајту Народне банке Србије од почетка 2012. године, у делу посвећеном статистици (<http://www.nbs.rs/internet/cirilica/80/index.html>).

Графикон О.2.1. Индикатори базне инфлације
(међугодишње стопе, у %)



Ради поређења, кретање досадашњег индикатора и нових индикатора базне инфлације у претходном периоду представљено је на графикону О.2.1. Као што се види, од нових индикатора базне инфлације једино је ИПЦ који искључује енергију, храну, алкохол и цигарете показивао знатно мање осцилације у односу на досадашњи индикатор. Разлог је то што наведени нови индикатор не укључује цене хране, које су у случају Србије врло нестабилне. Истовремено, тај индикатор се у готово целом посматраном периоду кретао у границама дозвољеног одступања од циља. Такво његово кретање не само да је показатељ великог утицаја цена хране на кретање инфлације у Србији него указује и на могућност држања инфлације под контролом. Додатни неопходан услов је смањење нестабилности цена хране.

Учешће сваке од наведених поткомпоненти у оквиру ИПЦ, према пондерима за израду датог индекса у 2011. години, приказано је у следећој табели.

Табела О.2.1. Учешће у ИПЦ
(у %)

Потрошачке цене (ИПЦ)	100,0
Непрерађена храна	12,8
Прерађена храна	25,0
Индустријски производи без хране и енергије	26,6
Енергија	16,7
Услуге	19,0
Индикатори базне инфлације	
ИПЦ без енергије	83,3
ИПЦ без енергије и непрерађене хране	70,6
ИПЦ без енергије, хране, алкохола и цигарета	40,6
Регулисане цене	21,7

IV. Детерминанте инфлације

1. Кретања на тржишту новца и капитала и кредити банака

Каматне стопе

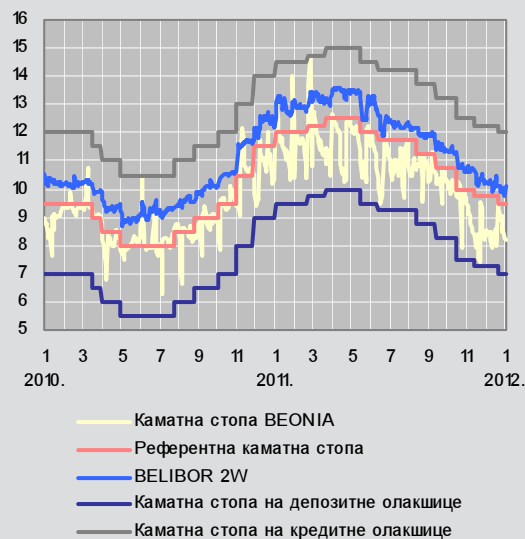
Каматне стопе на међубанкарском тржишту новца и на динарске кредите кретале су се у складу с наставком ублажавања монетарне политике. На тржишту државних ХоВ смањене су само извршне стопе за краће рочности.

Каматна стопа BEONIA је у Т4 забележила већи пад од референтне каматне стопе, који је био посебно

наглашен у децембру.¹¹ Томе је у великој мери допринео додатни раст ликвидности банкарског сектора због монетизације средстава с девизних рачуна државе. Повољно стање ликвидности банкарског сектора одразило се и на пад промета на преконоћном међубанкарском тржишту новца.

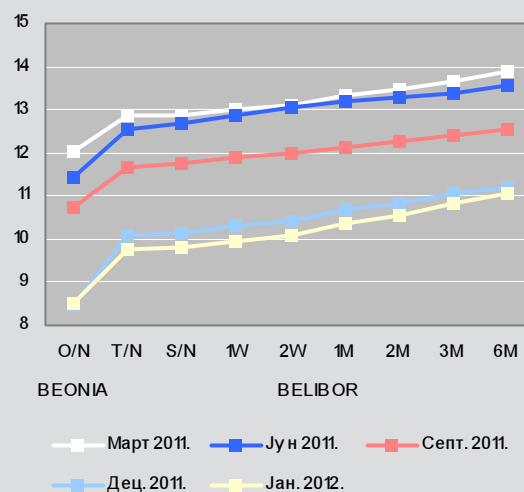
Каматне стопе BELIBOR пратиле су кретање референтне стопе и крајем децембра су биле у распону од 9,8%, за најкраћу, до 11,4%, за најдужу рочност. Ако се посматрају просечне месечне вредности на крају тромесечја, стопе су смањене у распону од 1,3 до 1,6 п.п. Већи пад је остварен за краће рочности, тако да је нагиб криве приноса на овом тржишту благо повећан.

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



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

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



Повољно стање ликвидности банкарског сектора одразило се на кретање каматних стопа на тржишту новца.

¹¹ Крајем 2011. године каматна стопа BEONIA кретала се на нивоу од 8,45%, док је референтна каматна стопа била 9,75%.

Стопе BELIBOR су у јануару пратиле кретање референтне каматне стопе и у просеку су смањене у распону од 0,1 до 0,4 п.п., а каматна стопа BEONIA је повећана за 0,1 п.п.

У октобру и новембру на примарном тржишту државних ХоВ извршне стопе за краће рочности кретале су се у складу с кретањем референтне стопе. Инвеститори су исказали већу спремност за краткорочна улагања, па је на скоро свим аукцијама за краће рочности остварена максимална реализација. Тако је извршна стопа за рочност од шест месеци смањена за 100 б.п. и у новембру је износила 10,9%.

Неизвесност на светском финансијском тржишту одразила се на мању спремност инвеститора да учествују на аукцијама за рочности дуже од једне године. Мањи степен реализације одредио је кретање извршних стопа на дуже рочности у прва два месеца Т4 и био је један од основних узрока због којих су стопе за рочност од једне и три године непромењене, а стопе за рочност од 18 месеци и две године благо повећане.

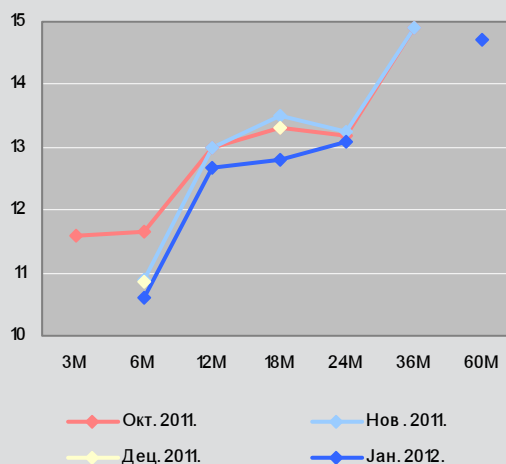
У децембру су одржане две аукције за рочност од шест и 18 месеци, на којима су извршне стопе смањене за 5 б.п. и 20 б.п., респективно.

На аукцијама у јануару смањене су извршне стопе за све рочности и повећано је учешће страних инвеститора на аукцијама за дуже рочности. Први пут је организована аукција за рочност од пет година. Извршна стопа на те обвезнице с купонском каматом од 10,0% и полугодишњом исплатом купона износила је 14,7%.

Прва аукција државних ХоВ (рочности од три месеца) одржана је у фебруару 2009. године. Од тада, континуирано су емитоване ХоВ све дужих рочности (од шест месеци до три године). Тако је с развојем тржишта државних ХоВ временом формирана референтна динарска крива приноса за рочност до пет година, која ће позитивно утицати на даљи процес динарзације.

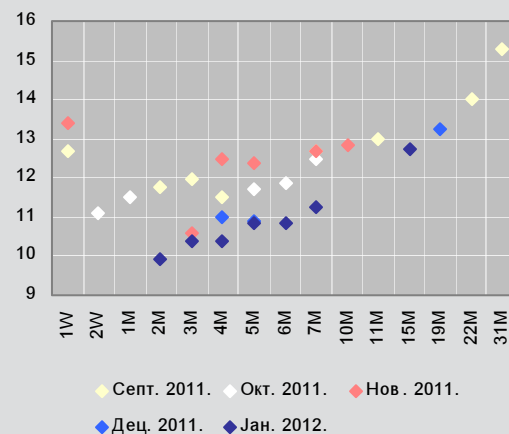
Почетком године донете су измене Закона о порезу на добит правних лица којима се укида плаћање пореза на приходе од камата по основу дужничких ХоВ које су остварили нерезиденти. То би, уз раније извршене

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



Током Т4 смањене су само стопе за краће рочности, док у јануару 2012. све стопе бележе пад.

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



* Приказана сва трговања већа од 5 млн динара на "чистом" секундарном тржишту државних ХоВ.

Током Т4 кретања на секундарном тржишту била су слична кретањима на примарном тржишту.

измене у начину спровођења аукција државних ХоВ (продужење времена пријема понуда, укидање другог круга понуде), требало да допринесе повећању интересовања страних инвеститора.

Стање државних ХоВ деноминираних у инострану валути није промењено током Т4 (552,9 млн евра), с обзиром на то да није било аукција и доспећа ових ХоВ. Стање динарских ХоВ смањено је за 6,1 млрд динара, будући да је износ који је доспео на наплату био виши од износа продатих ХоВ (у децембру су одржане само две аукције).

Стопе приноса до доспећа на „чистом“ секундарном тржишту државних ХоВ¹² биле су у паду крајем године и у децембра су се кретале у распону од 10,9%, за рачун од пет месеци, до 13,2%, за рачун од 19 месеци. У Т4 је на овом тржишту остварен промет од 7,1 млрд динара, што је за 1,1% више од промета у Т3.

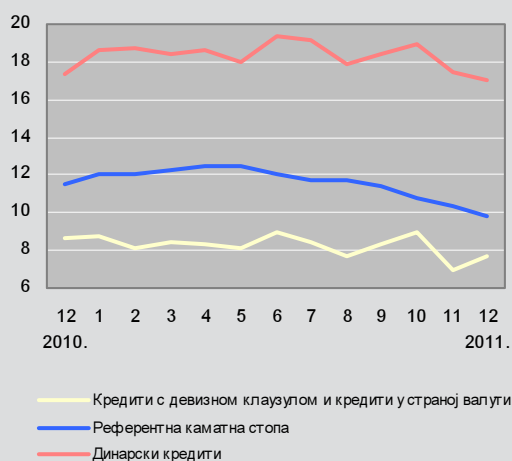
Каматне стопе на новоодобрене динарске кредите су у Т4 пратиле кретање референтне каматне стопе. Тако

је просечна пондерисана каматна стопа на ове кредите износила 17,1% и била је мања за 1,4 п.п. у односу на крај Т3. Веће смањење забележено је код кредита намењених привреди, где су највише смањене стопе за инвестиционе кредите и кредите за обртна средства.

Каматне стопе на новоодобрене кредите у инострану валути или у динарима с девизном клаузулом такође су смањене. Код привреде су смањене каматне стопе на скоро све врсте кредита. У сектору становништва највише су смањене каматне стопе на стамбене кредите, што је директна последица почетка примене новог Закона о заштити корисника финансијских услуга. Смањене су каматне стопе на већину раније одобрених кредита, а највећи допринос овом смањењу потиче од измене услова кредита индексираних у швајцарским францима.

Просечна пондерисана пасивна каматна стопа на нове послове је на нивоу тромесечја забележила пад од 0,2 п.п., на 2,9%.

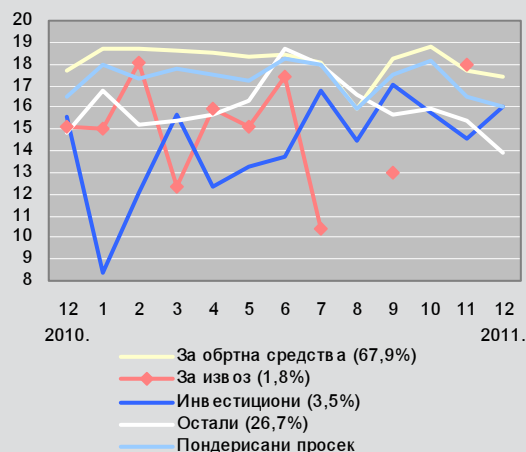
Графикон IV.1.5. Кретање каматних стопа на новоодобрене кредите привреди и становништву* (просечне пондерисане вредности, на годишњем нивоу, у %)



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

Каматне стопе динарских кредита пратиле су кретање референтне стопе.

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



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

Напомена: У заградама су дата учешћа врсте кредита у укупним новоодобреним кредитима у 2011. години.

Каматне стопе свих динарских кредита привреди смањене су у односу на крај Т3.

¹² Искључено је трговање до датума салдирања на примарном тржишту, које се не сматра секундарним трговањем у правом смислу речи.

Каматне стопе на орочене депозите становништва су у односу на крај Т3 биле веће за 1 п.п. Највише каматне стопе банке су нудиле у новембру. У децембру су нудиле ниже каматне стопе, које су биле изнад стопа с краја Т3. Тако је каматна стопа на најзаступљенији вид штедње – у еврима за рочност до једне године – у новембру износила 5,2%¹³, да би у децембру била смањена на 4,7%. Са изузетком кретања у новембру, каматне стопе на орочене динарске депозите су опадале током Т4.

Кретања на берзи

Кретања на Београдској, али и берзама у региону, и даље одражавају повећану неизвесност на светском финансијском тржишту и аверзију инвеститора према ризику.

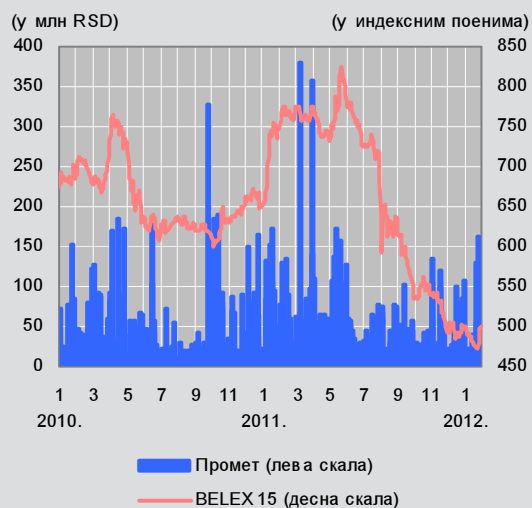
Тренд пада цена акција компанија листираних на Београдској берзи је настављен. Оба индекса Београдске берзе су током Т4 забележила пад од 9,7%. Главни узрок њиховог даљег пада је повећана

финансијска неизвесност на глобалном нивоу, пре свега због још увек нерешене кризе у зони евра. Последично, међу инвеститорима и даље влада наглашена аверзија према ризику. На годишњем нивоу, вредност индекса BELEX 15 је смањена за 23,4%, а индекса BELEXline за 23,8%.¹⁴

Уз пад цена акција, и промет на Београдској берзи је додатно смањен. Укупан промет акцијама је износио 4,2 млрд динара, што је за 4,1% мање у односу на Т3. Пад промета је последица смањеног учешћа иностраних инвеститора. Инострани инвеститори су нешто више учествовали у укупној продаји (44,7%) него у укупној куповини акција (43,9%), с нето ефектом од –32,7млн динара.

Промет обвезницама старе девизне штедње у Т4 (2,15 млрд динара) био је већи него у првих девет месеци 2011. године (2,04 млрд динара). Највише се трговало обвезницама које доспевају 2016. године. Тако висок промет није резултат повећања ликвидности овог тржишта, већ натпросечног промета оствареног у три дана децембра (у свим

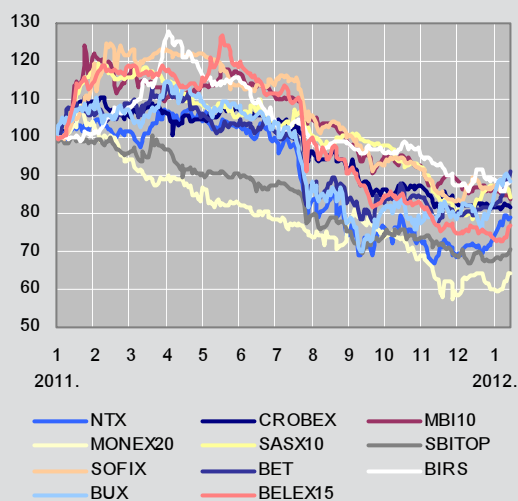
Графикон IV.1.7. Индекс BELEX 15



Пад цена акција и промета на Београдској берзи настављен је и у Т4.

Графикон IV.1.8. Кретање берзанских индекса у региону

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



Негативна кретања забележена су на већини берзи у региону у Т4.

¹³ У односу на новембар претходне године ова каматна стопа је била нижа за 0,8 п.п.

¹⁴ До краја маја 2011. ови индекси су порасли 26,6% и 16,6%, респективно, да би након тога изгубили 39,5% и 34,7% своје вредности до краја године.

осталим данима промет је био на нивоу просека Т3). Стопе приноса до доспећа на крају године кретале су се у распону од 4,45% до 5,75%.¹⁵

Због пада цена акција, укупна тржишна капитализација Београдске берзе је у односу на крај Т3 смањена за 36,1 млрд динара и последњег дана 2011. је износила 817,5 млрд динара.

Повећана неизвесност у Т4 на глобалном нивоу утицала је на кретања на већини тржишта капитала у региону, тако да су скоро сви берзански индекси у региону забележили пад (од 4,7% за SBITOP до 18,5% за MONEX 20). Благ раст индекса остварен је само на берзама у Букурешту и Будимпешти (0,2% BET и 7,6% BUX).

Известан опоравак берзи у региону забележен је почетком 2012. године, а на Београдској берзи крајем јануара.

Монетарни агрегати

Током Т4 понуда новца је додатно повећана. На међугодишњем нивоу сви монетарни агрегати бележе реалан раст.

Укупан примарни новац је на крају Т4 у односу на крај Т3 повећан (номинално за 21,6%, односно реално за 19,1%). Динарски примарни новац је номинално повећан за 24,6%, а реално за 23,8%.

На раст динарског примарног новца (44,8 млрд динара) утицале су и нето страна и нето домаћа актива Народне банке Србије. Држава је, монетизујући средства с девизних рачуна код Народне банке Србије, у највећој мери допринела креирању примарног новца (58,1 млрд динара). Повлачење новца је вршено операцијама на отвореном тржишту, а у истом смеру је деловала и нето продаја девиза банкама по основу своп трансакција. И поред тога што је репо стопа у Т4 снижена за 150 б.п., банке су наставиле да повећавају своја улагања у репо ХоВ, тако да је стање тих ХоВ на крају 2011. године износило 120,6 млрд динара, или 19,6 млрд динара више него на крају Т3.

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

	2011.				Учешће у М3 Дец. 2011. (у %)
	Март	Јун	Септ.	Дец.	
М3	5,4	5,2	11,8	10,8	100,0
Девизни депозити	10,3	9,2	13,5	7,3	67,5
М2	-17,0	-14,7	-1,5	10,8	32,5
Динарски орочени и штедни депозити	-25,2	-20,4	1,4	14,8	12,9
М1	-10,4	-10,2	-3,4	8,2	19,6
Депозити по виђењу	-6,3	-7,5	-3,1	3,7	12,0
Готов новац у оптицају	-17,0	-14,7	-4,0	16,1	7,6

У структури динарског примарног новца готов новац у оптицају је повећан за 19,8 млрд динара, што је уобичајено за крај године. Банкарске резерве су повећане за 23,1 млрд динара, највише због повећања слободних резерви које банке држе код Народне банке Србије, док је обрачуната обавезна резерва повећана за 2,0 млрд динара.

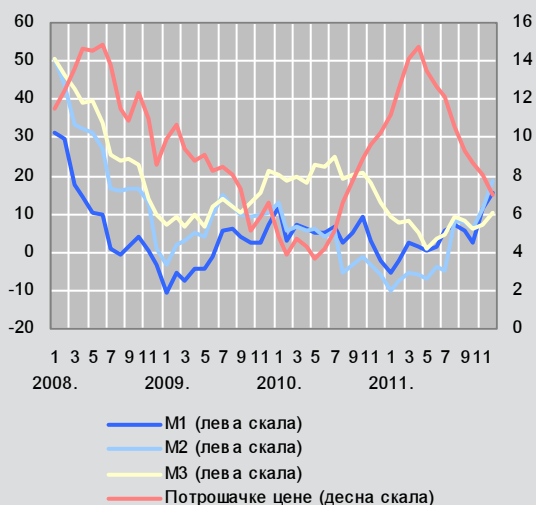
Понуда новца додатно је повећана у односу на крај Т3. Динарски монетарни агрегати М1 и М2 реално су повећани за 13,7% и 11,4%, респективно, а реалан раст М3 је износио 3,7%. На међугодишњем нивоу је заустављен пад динарских монетарних агрегата. На то је утицала и чињеница што је до краја Т3 добрим делом исцрпљен ефекат почетка примене новог Закона о стечају¹⁶, у складу с којим су средства субјеката у стечају издвојена на посебне рачуне. На крају 2011. у односу на крај 2010. године, агрегат М1 остварио је реални раст од 8,2%, а М2 и М3 од 10,8%.

Повећање нето иностране aktive Народне банке Србије позитивно се одразило на раст М3. Задужење државе током Т4 није промењено, али је зато повећано трошење средстава државе с рачуна (пре свега девизних) код Народне банке Србије, што је утицало на раст овог монетарног агрегата. Пораст кредита привреди и становништву, иако све спорији, дао је позитиван допринос расту М3.

¹⁵ Принос на серију А2016 крајем године је износио 5,33%, а за три дана највећег промета у просеку 5,57%.

¹⁶ Закон прописује аутоматско покретање стечаја над субјектима који су у блокади. Стечај је аутоматски покретан у 2010. години над субјектима који су у блокади дуже од три године, а у 2011. над субјектима који су у блокади дуже од две године.

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



Номинални м. раст понуде новца и опадајућа м. инфлација утицали су да понуда новца од средине Т4 почне да бележи реални међугодишњи раст.

Раст динарске компоненте понуде новца у Т4 резултат је повећања готовог новца у оптицају и раста краткорочних депозита, и то нешто већег трансакционих него штедних депозита. Повећана су пре свега средства на рачунима привредних друштава¹⁷ и становништва. Посматрано у еврима, укупан ниво девизних депозита није промењен у односу на крај Т3.

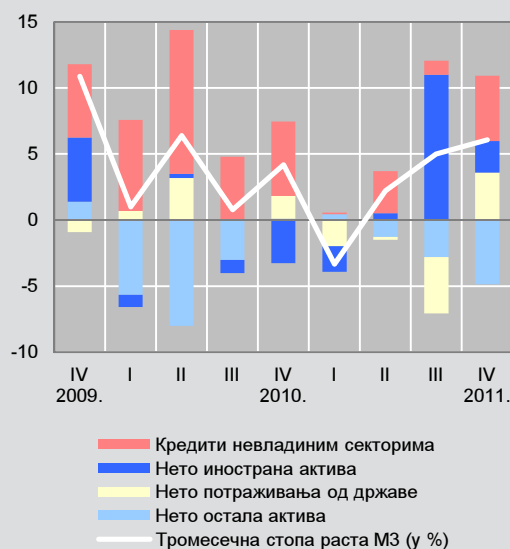
Поводом Светског дана штедње (31. октобра) банке су у новембру у понуди имале нешто више каматне стопе на штедњу, мада испод оних из ранијих година. Клијенти су предност давали штедњи у динарима на краatak рок (до шест месеци и годину дана), а на дуги рок штедњи у девизама (до две и пет година). Динарска штедња је у новембру повећана за 1,9 млрд динара, а девизна за 101,1 млн евра.¹⁸ Динарска штедња је наставила да расте и у децембру (2,0 млрд динара), и то највише депозити орочени на период од три месеца и шест месеци.

Вредност монетарног мултипликатора је благо смањена у односу на крај Т3, с обзиром на бржи раст примарног новца од раста понуде новца.

¹⁷ Привредна друштва обухватају приватна и државна предузећа која се не финансирају из буџета.

¹⁸ У новембру 2010. године овај раст је износио 2,9 млрд динара и 391,3 млн евра, респективно.

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



Држава је Т4 први пут у 2011. години на нивоу тромесечја допринела креирању М3.

Спорији раст економске активности и бржи раст понуде новца одразили су се на даље смањење брзине оптицаја новца у Т4.

У јануару сви монетарни агрегати бележе пад, што је уобичајено за почетак године. На пад примарног новца у највећој мери је утицала нето домаћа актива Народне банке Србије по основу операција на отвореном тржишту. Смањење готовог новца у оптицају и свих категорија депозита утицало је да сви шири монетарни агрегати забележе пад.

Кредити банака

Кредитна активност банака наставила је да расте током Т4, али споријим темпом него у Т3. Успоравање раста настављено је и на међугодишњем нивоу.

Према композитној мери¹⁹, кредити привреди и становништву и даље расту, мада успореним темпом, захваљујући расту домаћих кредита.

¹⁹ Као показатељ укупног задуживања, обухвата домаће кредитирање (тј. задуживање привреди и становништву код домаћих банака) и директно задуживање предузећа у иностранству.

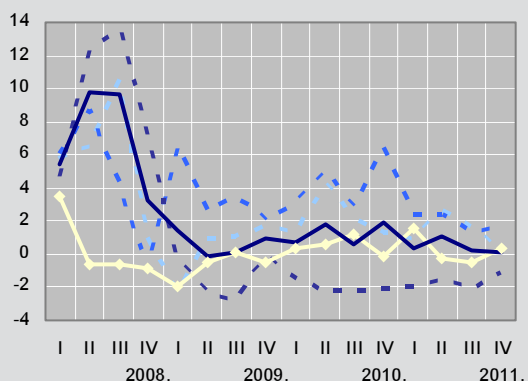
Реални раст домаћих кредита привреди и становништву у Т4 је износио 1,1%, што је за 0,4 п.п. ниже од раста оствареног у Т3. Кредити привреди су реално већи за 1,6%, а кредити становништву само за 0,2%. Номинално, укупни кредити банака су повећани за 63,7 млрд динара. Када се искључи ефекат промене девизног курса, повећање кредита је износило 21,8 млрд динара. Таква кретања одредила су да успоравање раста кредитне активности на међугодишњем нивоу буде наглашеније него у Т3. Реална међугодишња стопа раста кредита у децембру је износила 7,2%, или за 3,7 п.п. ниже од стопе забележене у септембру.

За финансирање кредитне активности банке су наставиле да користе домаће изворе. Највећи део средстава обезбеђен је по основу раста динарских депозита, пре свега привреде. Девизни депозити овог пута нису утицали на раст кредитне активности. Смањење потраживања банака од иностранства позитивно је утицало на раст кредита. С друге стране, део расположивих средстава банке су наставиле да усмеравају у сигурније пласмане – репо и државне ХоВ.

Потраживања банака по основу кредита привреди повећана су 43,7 млрд динара, или 17,1 млрд динара када се искључи ефекат промене девизног курса. За разлику од Т3, више кредита је одобрено привредним друштвима него јавним предузећима. Износ новоодобрених кредита је нижи него у претходним тромесечјима, а највише су коришћени кредити за обртна средства. Банке су у Т4 одобриле више нових инвестиционих кредита него у Т3. Предузећа су у већој мери користила кредите за увоз него у Т3, док је одобравање кредита за извоз било симболично. Иако секторска структура потраживања није промењена, предузећа из области трговине и индустрије су кредитирана у нешто мањој, а предузећа из области саобраћаја у нешто већој мери у односу на Т3.

Имајући у виду коришћење кредита код домаћих банака и директно задуживање према инокредиторима, укупно задуживање привреде већ друго тромесечје заредом стагнира, док се на међугодишњем нивоу раст задуживања успорава. Предузећа су, међутим, у Т4 користила трговинске кредите из иностранства у износу од 317,3 млн евра).²⁰

Графикон IV.1.11. Кредити и БДП
(тримесечне стопе, у %)

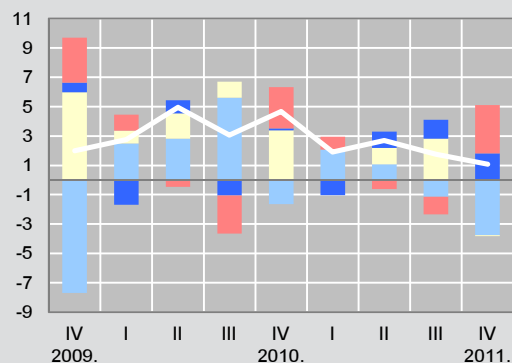


— — — — — Кредити становништву*
 — — — — — Домаћи кредити привреди*
 — — — — — Директно задуживање предузећа у иностранству
 — — — — — БДП дсз.
 — — — — — Композитна мера кредитне активности*

* Дефлационирано инфлацијом, по искључењу ефекта промене курса.

Успорени раст укупних кредита привреди и становништву настављен је и у Т4.

Графикон IV.1.12. Доприноси тримесечној стопи раста пласмана банака*
(у процентним поенима)



— Нето позиција банака у иностранству
 — Динарски депозити
 — Девизни депозити
 — Остало
 — Пласмани банака (у %)

* Искључен ефекат промене курса.

Раст динарских депозита и смањење потраживања према иностранству дали су највећи допринос расту кредитне активности.

²⁰ Имајући у виду специфичност трговинских кредита, они нису обухваћени композитном мером кредитне активности.

Кредити становништву бележе повећање од 14,6 млрд динара, а по искључењу ефекта промене курса свега 0,9 млрд динара. Највише је одобрено стамбених кредита. Смањено је задуживање по основу кредитних картица и потрошачких кредита, износи прекорачења на текућим рачунима су слични као у Т3, а коришћење готовинских кредита је повећано. У складу с почетком примене новог Закона о заштити корисника финансисјких услуга (децембар 2011), измењени су услови коришћења једног дела раније одобрених стамбених кредита. У понуди банака су се појавили и стамбени кредити без валутне клаузуле с дужим роковима отплате.

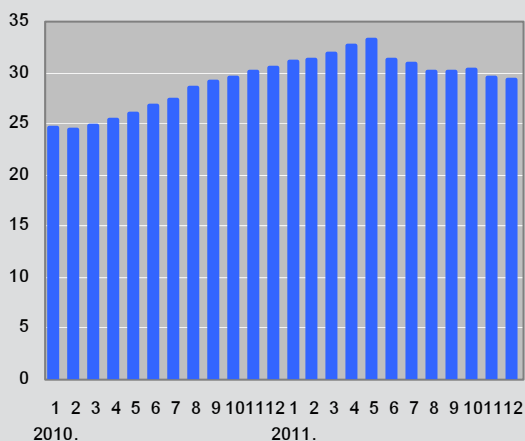
И на субвенционисаном сегменту активност је додатно смањена током Т4. Укупно је реализовано 6,3 млрд динара тих кредита, од чега се највећи део односи на кредите за пољопривреднике (3,7 млрд динара). Буџетом за 2012. годину нису предвиђена средства за субвенционисање камате на кредите у оквиру највећег програма субвенционисаних кредита²¹, док ће стамбено кредитирање уз подршку државе бити настављено и у овој години. Због тога ће у наредном периоду утицај овог сегмента кредитног

тржишта бити осетно мањи него у претходним годинама.

Учешће динарских кредита у укупним кредитима је у току Т4 смањено за 0,9 п.п. и у децембру је износило 29,3%. Смањење учешћа динарских кредита наглашеније је код привреде, док је учешће код сектора становништва остало готово непромењено.

Способност отплате кредита, мерена учешћем проблематичних кредита у укупним кредитима (NPL), нешто је лошија у односу на крај Т3. Укупно учешће NPL, рачунато по бруто принципу, у децембру је износило 19,2% (по нето принципу 10,5%), што је за 0,4 п.п. више него у септембру. Учешће кредита привреди који су у доцњи дужој од 90 дана смањено је за 0,1 п.п. и износило је 24,6%.²² Кашњење становништва у отплати кредита је смањено за 0,4 п.п. и у децембру је износило 8,0%.²³ И поред високог учешћа NPL, други релевантни показатељи указују на стабилност банкарског сектора – коефицијент адекватности капитала износио је у септембру 19,7%, а покриће обрачуном резервом за процењене губитке по билансним ставкама у децембру 119,6%.

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



Учешће динарских потраживања благо је опало у Т4.

Табела IV.1.2. Субвенционисани кредити (у млрд RSD)

	2010.		2011.		
	T4	T1	T2	T3	T4
Програм мера Владе РС за ублажавање негативних ефеката светске финансијске кризе					
Укупно реализовано	37,6	27,0	59,0	7,9	-
Ликвидност	22,7	24,3	50,9	-1,1	-
Инвестиције	9,8	1,8	6,6	8,4	-
Потрошачки	1,7	0,9	1,5	0,6	-
Динарски готовински	3,4	-	-	-	-
Субвенционисани стамбени кредити					
	2,0	0,9	1,3	2,0	2,0
Субвенционисани кредити за војску					
	0,3	n.a.	0,2	0,5	0,5
Субвенционисани кредити за пољопривреднике					
	2,4	n.a.	n.a.	2,7	3,7

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

²¹ Програм мера Владе РС за ублажавање негативних ефеката светске финансијске кризе који је спровођен у периоду 2009–2011.

²² Један од разлога високог учешћа NPL је неповољан порески третман директног отписа ненаплативних потраживања, због чега банке врше директни отпис тек након окончања свих претходних правних радњи на наплати потраживања

(уновчавање средстава обезбеђења, окончање стечајних поступака и сл.). Судски поступци често трају по неколико година, уз неизвесан исход и присуство пратећих трошкова спора.

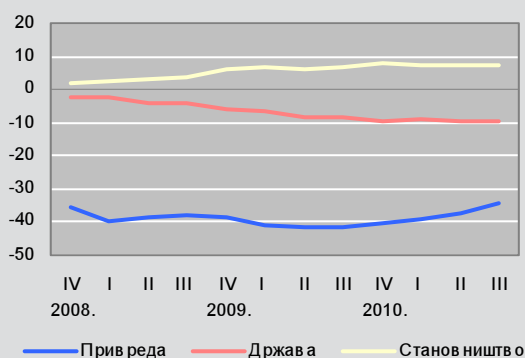
²³ Ако се укључе предузетници, кашњење у отплати кредита је смањено за 0,3 п.п. и износило је 9,5%.

Осврт 3: Нето финансијска позиција привреде, становништва и државе према банкама у Србији и иностранству

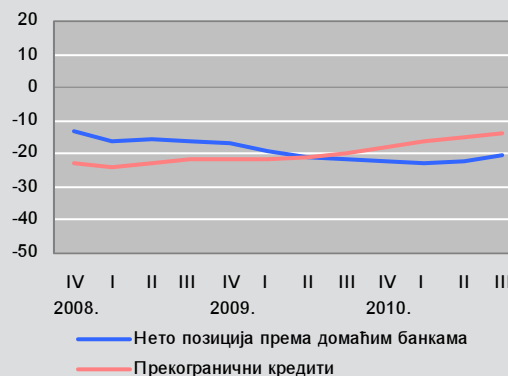
Економска криза одразила се на промену нето позиције свих сектора према банкама у Србији и иностранству у правцу већег нето задуживања државе, благог смањења нето дуга привреде и повећања нето штедње становништва (која у знатној мери компензује веће нето задуживање државе). Истовремено је дошло и до измене валутне структуре нето дуга државе и привреде тако што је повећано учешће нето дуга деноминаног у динарима. Код сектора становништва валутна структура нето штедње није претрпела веће измене.

Од избијања економске кризе 2008. године држава је знатно повећала нето обавезе према банкама (крајем Т3 2011. нето обавезе државе према банкама у Србији и иностранству износиле су 307,0 млрд динара, или око 9% БДП-а, од чега се 186,5 млрд динара односи на банке у Србији). Привреда је пак, након привременог повећања, смањила нето задуженост према домаћим и страним банкама. Од Т3 2010. године сектор привреде се континуирано раздужује (крајем Т3 2011. године нето обавезе привреде износиле су 1.105,6 млрд динара, или око 34% БДП-а, од чега се 666,0 млрд динара односи на банке у Србији). С друге стране, нето потраживања становништва од банака у Србији су у овом периоду знатно порасла, тако да су на крају Т3 износила 235,2 милијарде динара (око 7% БДП-а).

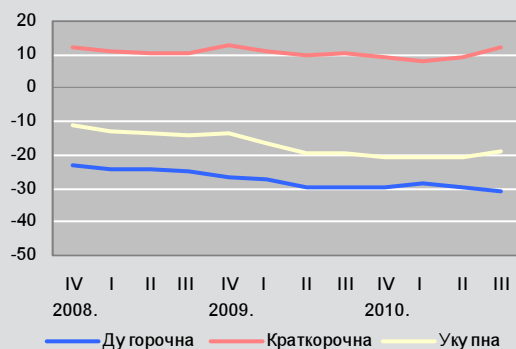
Графикон О.3.1. Нето позиција сектора према банкама у Србији и у иностранству (у % БДП-а)



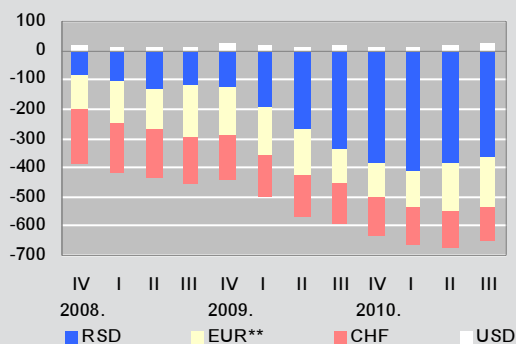
Графикон О.3.2. Нето позиција привреде према банкама у Србији и у иностранству (у % БДП-а)



Графикон О.3.3. Рочна структура нето позиције свих сектора према банкама у Србији (у % БДП-а)



Графикон О.3.4. Валутна структура нето позиције свих сектора према банкама у Србији* (у млрд RSD, дец. 2010 = 100)



Напомена:

Нето износ <0: дужник у односу на банкарски сектор;

Нето износ >0: поверилац у односу на банкарски сектор.

* Искључен ефекат промене курса динара.

** Укључује и остале валуте.

Због дужничке и банкарске кризе у зони евра смањене су и обавезе сектора привреде и државе према банкама у иностранству – са 688,7 млрд динара (око 25% БДП-а) на крају Т2 2010. године на 560,1 млрд динара (око 17% БДП-а) на крају Т3 2011. То смањење је већим делом компензовано додатним задужевањем код домаћих банака.

Од Т4 2008. године до краја Т3 2011. дугорочне нето обавезе сва три сектора заједно према домаћим банкама су расле и крајем Т3 2011. године су износиле око 31% БДП-а. Краткорочно, сектори заједно нето потражују од домаћих банака. Од Т4 2008. године до краја Т4 2010. њихова краткорочна нето потраживања су се смањивала. Међутим, током 2011. године дошло је до раста тих потраживања сва три сектора према домаћим банкама, која су на крају Т3 2011. износила око 12% БДП-а.

Валутна структура нето позиције свих сектора у посматраном периоду изменила се у правцу повећања удела нето дуга деноминаног у динарима. Највећи део укупних нето обавеза свих сектора према банкама у Србији чине динарске нето обавезе (око 56%), следе нето обавезе деноминане и индексирани у еврима (око 26%) и у швајцарским францима (око 18%). Претежни део нето дуга привреде према банкама у Србији деноминан је или индексиран у еврима и чини око 77% укупних нето обавеза. Следе нето обавезе у динарима и у швајцарским францима (око 20% и 3% укупних нето обавеза, респективно). Нето обавезе државе према домаћим банкама су највећим делом динарске, око 61%, с тенденцијом раста, а евро и евроиндексирани нето обавезе су око 38% укупних нето обавеза. Сектор становништва и даље своју позитивну финансијску позицију заснива углавном на страниј валути и крајем Т3 2011. године је од домаћих банака нето потраживао евре (око 96% укупних нето потраживања) и доларе (око 4% укупних нето потраживања), а банкама нето дуговао динаре и швајцарске франке.

2. Кретања на девизном тржишту и курс динара

Други талас глобалне кризе утицао је на кретање свих валута у региону. У односу на друге валуте земаља са сличним режимом девизног курса динар је у просеку најмање ослабио.

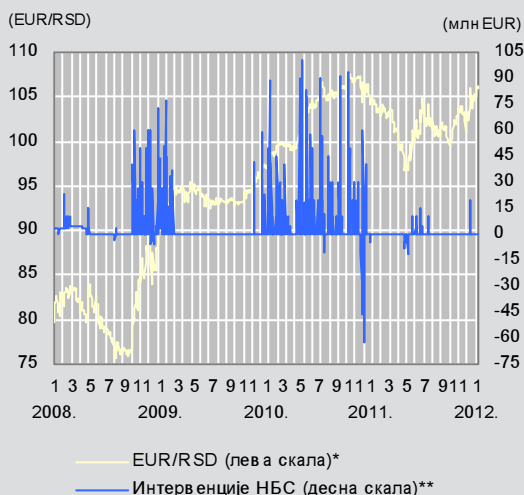
Наставак тензија на светском финансијском тржишту утицао је на слабљење свих валута у региону, па и динара. Ипак, динар је у просеку био једна од стабилнијих валута у региону. У току Т4 динар је у односу на евро у просеку депрецирао за 0,1%. Нешто јачи депрецијацијски притисци у другој половини децембра утицали су да на крају године динар у односу на крај Т3 буде слабији за 3,3%. Осцилације курса динара су у децембру повећане, а на нивоу тромесечја су биле мање изражене него у Т3. Вредности курса кретале су се током Т4 у распону од 99,5 до 104,6 динара за евро. Слабљење динара према долару било је израженије, у просеку за 4,8% у Т4 (7,7% посматрано крајем периода). Номинални ефективни курс динара²⁴ је просечно депрецирао 1,1%, а толико је износила и

депрецијација реалног ефективног курса (0,3% према еврџу и 3,8% према долару).

Кретање курса динара одређивали су пре свега повећана динарска ликвидност и тражња резидената за девизама, али и прилив по основу СДИ и дознака. Држава је у новембру, а нарочито у децембру, монетизовала средства с девизних рачуна код Народне банке Србије, што је утицало на раст динарске ликвидности. Повећана тражња резидената за девизама у другој половини децембра делом је била и сезонског карактера, тј. проузрокована потребом да се обезбеде девизе за увоз енергената. Раст премје ризика земље такође је допринео слабљењу динара. Прилив капитала по основу СДИ, већа понуда девиза од нерезидената и откуп ефикативне по основу мењачких послова ублажили су депрецијацијске притиске током Т4.

Тренд смањења обима трговине на међубанкарском девизном тржишту, који је започет у августу, прекинут је у децембру, када је просечни дневни промет износио 96,8 млн евра.²⁵ На нивоу тромесечја, просечан дневни промет је износио 70,0 млн евра,

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

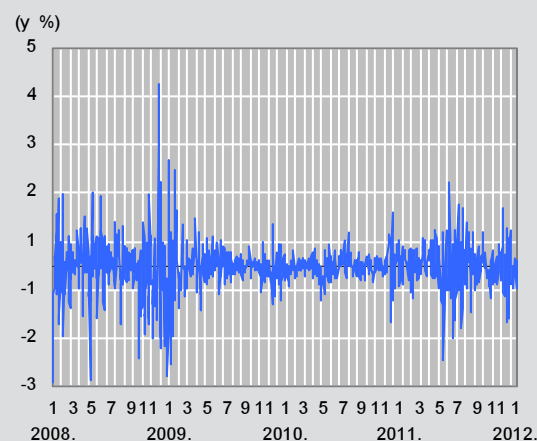


* 1 EUR у RSD.

** + продаја; - куповина.

Током Т4 Народна банка Србије је интервенисала два пута продајом девиза на МДТ-у.

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



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

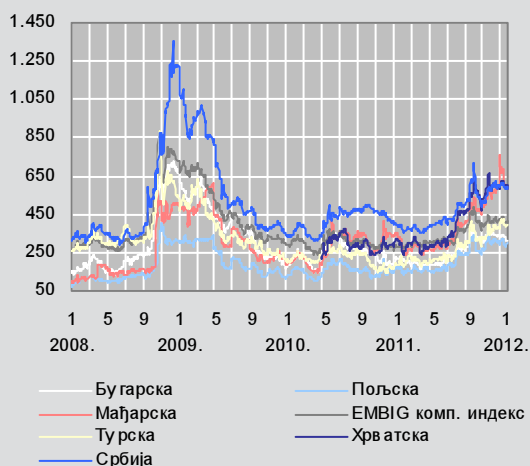
Дневне осцилације курса динара у Т4 су мање у односу на претходно тромесечје, али су биле израженије из месеца у месец.

²⁴ Коришћени пондери 0,8 за евро и 0,2 за долар.

²⁵ Укључујући НБС.

Графикон IV.2.3. Показатељ премије ризика – ЕМВИ по земљама

(дневни подаци, у базним поенима)

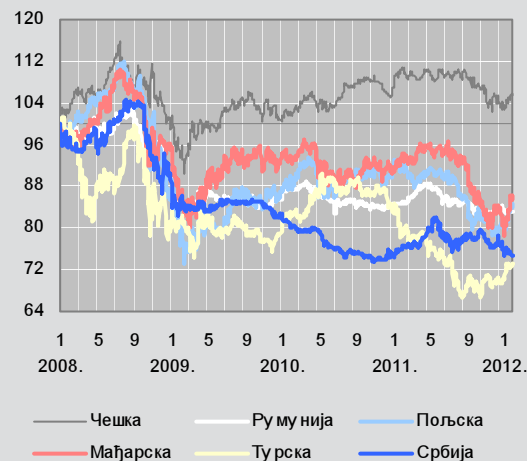


Извор: JP Morgan.

Током Т4, вредност индекса ЕМВИ за Србију је смањена, док је за већину посматраних земаља повећана.

Графикон IV.2.4. Кретање курсева одређених националних валута према евра

(дневни подаци, 31. 12. 2007 = 100)



* Раст представља апрецијацију.

Динар је у просеку најмање депрецирао током Т4 од валута земаља са сличним режимом девизног курса.

што је за 34,0% мање него у Т3. Крајем децембра Народна банка Србије је на међубанкарском девизном тржишту продала 30,0 млн евра, како би ублажила прекомерне дневне осцилације курса.²⁶ У оквиру своп трансакција, Народна банка Србије је у Т4 купила 49 млн евра, а продала 111 млн евра.

Након смањења у октобру, премија ризика за Србију и већину земаља у региону је у новембру повећана, да би се након тога стабилизовала. Вредност индекса ЕМВИ (*Emerging Markets Bond Index*) за Србију је крајем године износила 601 б.п., што је за 24 б.п. мање него на крају Т3. За разлику од Србије, у већини земаља региона је у Т4 дошло до повећања ризика земље. Потврђивање рејтинга Србије од стране агенције *Fitch* било је један од фактора који су утицали на позитивнију перцепцију у погледу ризика Србије у поређењу са земљама региона.

Вредност индекса ЕМВИ је у јануару додатно смањена – 31. јануара је износила 593 б.п. У односу на друге земље у региону, вредност овог индекса за Србију била је мање нестабилна у претходном периоду.

Прилив капитала из иностранства

Прилив капитала, пре свега по основу СДИ, допринео је ублажавању депрецијацијских притисака.

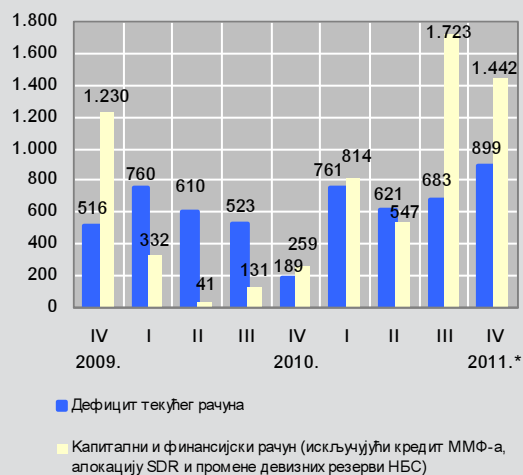
Прилив капитала у Т4, иако нижи него у Т3, био је довољан да обезбеди финансирање дефицита текућег рачуна.

СДИ биле су доминантан облик улагања нерезидената (599,7 млн евра). У октобру је највише улагано у трговину на мало, док су децембар обележила улагања у финансијски сектор (докапитализација банака), као и улагања у производњу саобраћајних средстава. Током Т4 улагано је и у пословање некретнинама и грађевински сектор.

За разлику од претходних тромесечја, када су портфолио инвестиције надмашивале СДИ, у Т4 је по основу портфолио инвестиција остварен нето одлив у износу од 17,6 млн евра. Таквим кретањима је допринела већа аверзија инвеститора према ризику за улагања у регион, као и смањен обим емисија

²⁶ У 2011. години, Народна банка Србије је на МДТ-у продала 90,0 млн евра, а купила 45,0 млн евра.

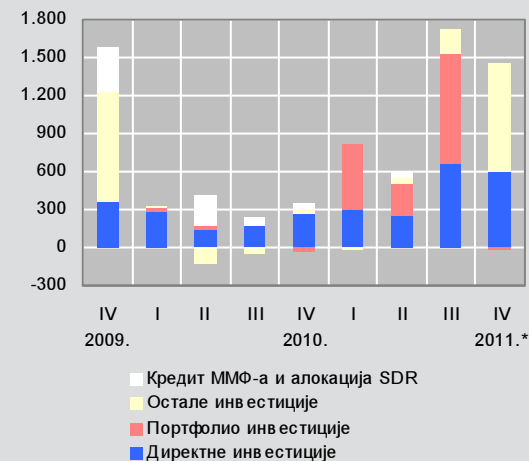
Графикон IV.2.5. Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала (у млн EUR)



* Прелиминарни подаци.

Прилив капитала у Т4 био је довољан да покрије дефицит текућег рачуна.

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



* Прелиминарни подаци.

С приливом остареним у Т4, укупан прилив по основу СДИ у 2011. години износио је 1,8 млрд евра.

државних ХоВ дужих рочности. Већ у јануару 2012. године нерезиденти поново почињу да купују државне ХоВ.

Банке су у већој мери користиле кредите него што су их враћале, тако да је њихова нето задуженост током Т4 повећана за 104,2 млн евра. Током Т4 забележен је прилив од 16,1 млн евра по основу нето задуживања предузећа у иностранству. Нето задужење државе повећано је за 86,0 млн евра (део се односи на кредите Светске банке и ЕИБ).

Крајем Т4 банке су смањивале пласмане у иностранству, а средства преносила на девизне рачуне Народне банке Србије ради издвајања обавезне резерве. Да би испуниле захтев да изложеност банке према повезаном лицу не сме прећи 5% капитала²⁷, банке су у последњим данима децембра пренеле више од 400 млн евра на рачуне Народне банке Србије. Већ почетком 2012. године, уочен је супротан процес. Та кретања, привременог карактера, у највећој мери су утицала да по основу осталих инвестиција у Т4 буде остварен прилив у износу од 860,8 млн евра.

У Т4, са становишта платног биланса, није постојала потреба за повлачењем средстава по основу стендбај аранжмана с ММФ-ом, али је позитивна ревизија овог аранжмана пожељна. Спровођење аранжмана би допринело макроекономској стабилности земље, јер утиче на ниво премије ризика земље и улагања страних инвеститора, као и на услове задуживања у иностранству.

У јануару 2012. године започети су разговори у оквиру Бечке иницијативе 2 у другачијим околностима у односу на оне у којима је иницирана прва Бечка иницијатива. Циљ је унапређење координације свих релевантних учесника на међународном нивоу како би се избегле негативне последице кретања капитала у светлу текућег раздуживања у развијеним земљама и пружила подршка преласку на одрживији банкарски модел у европским земљама у успону, у коме би се банке у већој мери ослањале на домаће изворе финансирања.

²⁷ Одлука о управљању ризицима банке.

3. Агрегатна тражња

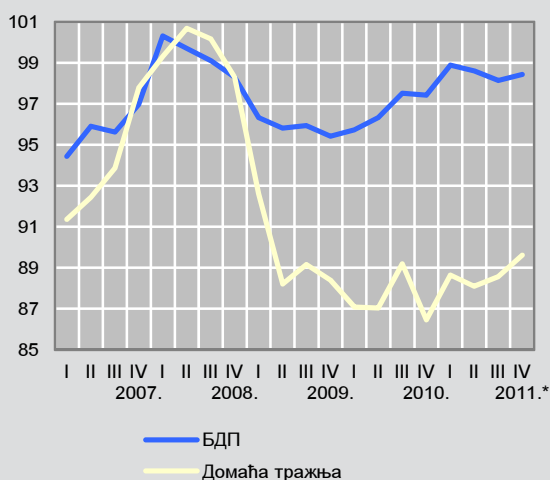
Према нашој процени, скроман раст агрегатне тражње у Т4 резултат је раста домаће тражње.

Након смањења у Т3, агрегатна тражња у Т4 је, према нашој процени, повећана за 0,3%. Процењујемо да је у оквиру агрегатне тражње домаћа тражња порасла, а да је нето екстерна тражња опала, на шта указује бржи раст увоза од извоза. Раст домаће тражње резултат је пораста инвестиција, као и финалне потрошње државе и домаћинства.

Посматрано на међугодишњем нивоу, БДП је у Т4 убрзао раст на 0,8% са 0,5% у Т3. Процењујемо да је убрзавање тог раста резултат раста инвестиционе активности.

Према процени РЗС-а, раст БДП-а у 2011. години је износио 1,9%. Раст се, према нашој процени, заснивао на расту инвестиционе активности, док је допринос нето извоза био неутралан, а финалне потрошње негативан.

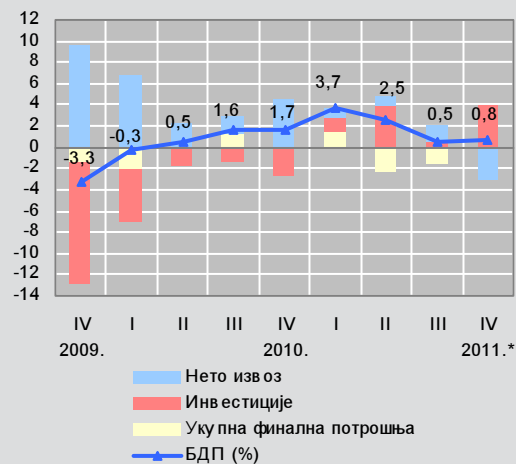
Графикон IV.3.1. БДП и домаћа тражња (десезонирани подаци, П1 2008 = 100)



* Процена НБС.

Раст БДП-а у Т4 био је заснован на расту домаће тражње.

Графикон IV.3.2. Доприноси међугодишњој стопи раста БДП-а (у процентним поенима)



* Процена НБС.

Међугодишњи раст БДП-а у Т4 резултат је раста инвестиција.

Домаћа тражња

Потрошња домаћинства

Потрошња домаћинства је благо порасла у Т4.

Процењујемо да је потрошња домаћинства у Т4 порасла 0,2% дсз. и тиме позитивно утицала на економску активност (допринос 0,2 п.п.). На раст потрошње указује пре свега оцењени раст промета у трговини на мало, али и промета у угоститељству, и раст активности у области мобилне телефоније и путничког саобраћаја. Такође, приходи од ПДВ-а, као још један показатељ потрошње домаћинства, успорили су међугодишњи пад у Т4.

Према нашој процени, промет у трговини на мало, који представља основни индикатор потрошње домаћинства, у Т4 је порастао (1,9% дсз.) у односу на претходно тромесечје. Међутим, он је и даље на ниском нивоу – 27,5% ниже у односу на период пре кризе.

С друге стране, реални приходи домаћинстава по основу зарада, пензија и социјалних примања, као основни извор финансирања потрошње, забележили су пад у Т4 (1,3% дсз.). Тај пад је био ублажен захваљујући благом расту одобрених потрошачких и осталих кредита становништву који су намењени финансирању потрошње.

Потрошња државе

Потрошња државе је у Т4 порасла.

Потрошња државе у Т4 била је реално већа за 1,2% дсз., на шта указује кретање издатака за куповину робе и услуга у јавном сектору. Потрошња државе је остварила раст и у односу на исти период претходне године (1,2%).

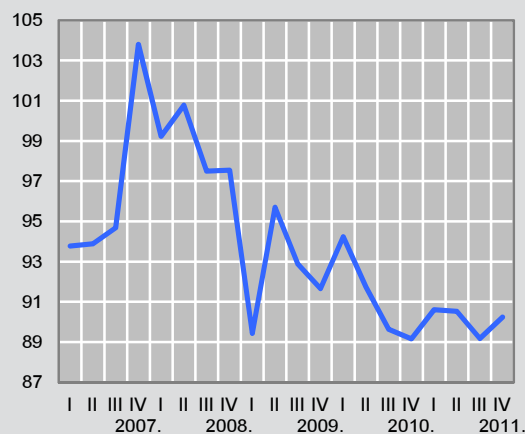
Крајем децембра је усвојен буџет Републике Србије за 2012. годину, који предвиђа дефицит од 124,4 млрд динара.²⁸ Буџетом је пројектован раст издатака за зараде у јавном сектору које се исплаћују на терет буџета, док би издаци за куповину робе и услуга требало да буду нижи него у 2011. години.

Инвестициона активност

Инвестиције у основне и обртне фондове су повећане у Т4.

Процењује се да је у Т4 дошло до пораста инвестиционе активности у приватном сектору. Инвестиције приватног сектора у основне фондове повећане су 5,1% дсз. С друге стране, кретање капиталних издатака државе указује да је инвестициона активност у јавном сектору била нижа за 0,2% дсз.

Графикон IV.3.3. Потрошња државе
(десезонирани подаци, П1 2008=100)



Потрошња државе је у Т4 забележила реалан раст.

Показатељи раста инвестиција у основне фондове су пораст увоза капиталних добара и пораст броја издатих грађевинских дозвола. Такође, у Т4 су и инвестициони кредити одобрени у већем износу него у Т3, а после дужег времена забележено је и нето задуживање предузећа у иностранству.

Поред инвестиција у основне фондове, раст су забележиле и инвестиције у обртне фондове (залихе). У оквиру готових производа индустрије, порасле су залихе нетрајних производа широке потрошње.

Као резултат таквих кретања, допринос инвестиција у основне и обртне фондове расту БДП-а у Т4 износио је 0,9 п.п.

²⁸ Процењујемо да ће дефицит консолидованог буџета износити око 150 млрд динара.

Табела IV.3.1. Индикатори кретања инвестиција

	2005-2008. (просек)	2010.		2011.		
		IV	I	II	III	IV
Реални показатељи						
<i>(десезонирани подаци, тромесечни раст, у %)</i>						
Грађевинарство	2,2	1,9	1,2	4,1	1,7	1,5 *
Индустријска производња капиталних производа (физички обим)	-6,5	8,9	21,5	-21,3	-9,9	7,2
Извоз капиталних производа**	29,3	22,8	-10,1	-4,4	8,8	5,8
Увоз капиталних производа**	11,2	0,7	13,8	-13,0	5,4	5,1
Залихе капиталних производа	-1,6	-7,3	48,0	1,7	-2,7	-14,2
Индустријска производња интермедијарних производа (физички обим)	3,9	-2,4	6,9	-1,2	-2,9	-3,2
Извоз интермедијарних производа**	17,6	7,8	7,4	-7,7	-3,4	5,7
Увоз интермедијарних производа**	15,4	3,1	2,9	-3,4	-4,4	-0,3
Залихе интермедијарних производа	0,5	-2,5	2,1	-3,0	-2,7	-4,2
Инвестиције државе**	16,2	-2,9	-6,3	-3,6	-2,5	-0,2
Финансијски показатељи						
Средњорочно и дугорочно задуживање привреде у иностранству (нето, у млн EUR)	528,8	-228,4	-213,2	-169,0	-58,5	11,8
Домаћи дугорочни кредити одобрени привреди (у млрд RSD)	43,3	27,1	8,9	43,6	35,3	44,6
од тога: инвестициони кредити	n.a.	19,4	-6,4	7,0	11,0	19,4
Домаћи дугорочни кредити одобрени становништву (у млрд RSD)	78,9	12,8	-9,1	19,9	5,2	16,2

* Процена НБС.

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

Нето екстерна тражња

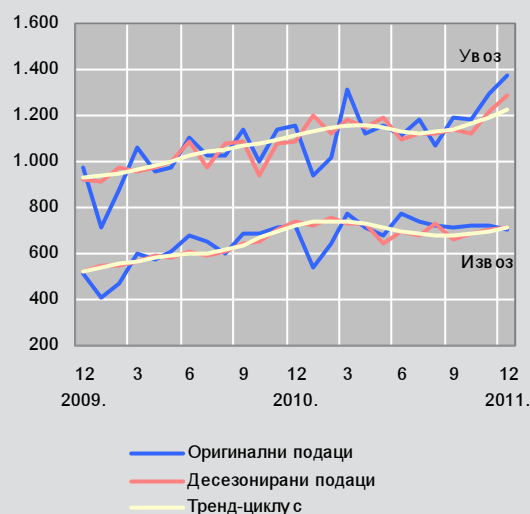
Процењујемо да је нето екстерна тражња негативно утицала на кретање економске активности у Т4.

У Т4 је остварен бржи реални десезонирани раст увоза робе и услуга од извоза, због чега је спољнотрговинска размена негативно утицала на кретање БДП-а (допринос нето извоза $-1,0$ п.п.).

Спољнотрговинска размена је и међугодишње посматрано имала негативан утицај на БДП у Т4 (допринос нето извоза $-3,0$ п.п.), због бржег раста робног увоза од извоза (16,6% наспрам 1,0% мг.).

У оквиру извоза, раст је забележен код индустријско-прехранбених и хемијских производа, а пад код извоза пољопривредних производа, електричне опреме и металских производа. У оквиру увоза, порастао је увоз и средстава за производњу (опреме и репроматеријала) и робе широке потрошње.

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



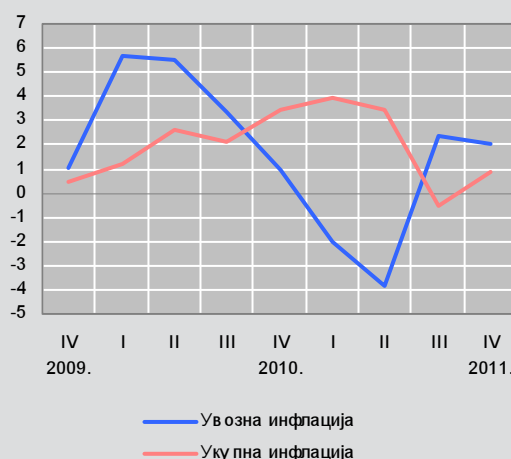
Нето извоз је негативно утицао на кретање БДП-а у Т4 због бржег раста увоза од извоза.

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



Све компоненте увоза забележиле су раст у Т4.

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



Извор: НБС и Eurostat.

* Однос просека два узастопна тримесечја.

Увозна инфлација у Т4 износила је 2,0%.

Крајем Т4 извоз робе је, десезонирано посматрано, био за 11,6% виши од свог просечног нивоа у преткризном периоду²⁹, док је увоз био 6,6% испод тог нивоа.

У Т4, друго тримесечје заредом, забележена је увозна инфлација (2,0%³⁰). Она је резултат раста цена у Европској унији и САД (у просеку 0,8%) и депрецијације номиналног ефективног курса динара (1,2%) у односу на Т3. Ипак, процењени раст увозних цена није се у већој мери одразио на кретање укупне инфлације у Т4.

Цена нафте типа „урал“ порасла је за 4,6%, уз благе осцилације у току тримесечја. У очекивању конкретног договора чланица зоне евра око разрешења дужничке кризе, цена нафте је почетком тримесечја расла и највиши ниво достигла на почетку новембра. Погоршање економских изгледа зоне евра и мања тражња за нафтом због благе зиме утицали су на пад цене нафте до краја Т4. У јануару је нафта поново поскупела због ескалације иранске кризе, као и вести о повољнијим кретањима на тржишту рада САД. Глобално успоравање економског раста имаће утицаја

на мању тражњу и нижу просечну цену нафте у 2012. години у односу на 2011.

Цена бакра такође је у Т4 остварила раст (5,9%). Слично цени нафте, тај раст је највећим делом остварен у октобру (око 10,8%), да би у новембру цена бакра опала и задржала се и у децембру на приближно истом нивоу. На пад је утицало погоршање економске активности водећих светских економија, као и успоренији привредни раст Кине, највећег светског потрошача бакра. Међутим, услед очекивања да ће се тражња из Кине знатније повећати, као и опадања залиха на складиштима лондонске берзе метала³¹, цена бакра је у јануару порасла за 12,3% у односу на крај децембра.

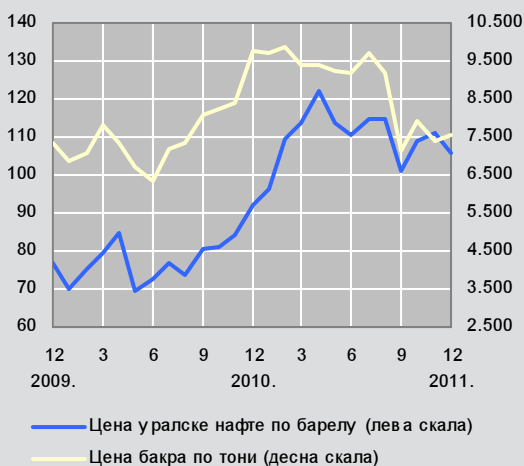
Цене хране на светском тржишту, мерене индексом светских цена хране (*FAO Food Price Index*), наставиле су у Т4 да падају (6,3%). Пад је био највећи у октобру (4,1%), када су пале цене житарица, уља, шећера и млечних производа. Цене хране су у новембру стагнирале, да би у децембру наставиле да падају и у овом месецу су забележиле 13-месечни минимум. Као главни разлози пада цена наводе се

²⁹ Јануар-септембар 2008.

³⁰ Однос просека два узастопна тримесечја.

³¹ London Metal Exchange (LME).

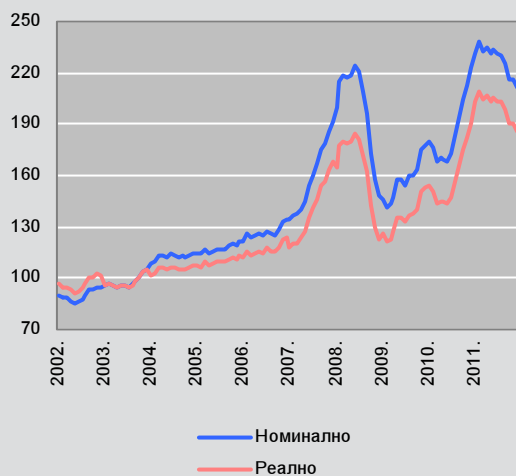
Графикон IV.3.7. Кретање цена нафте и бакра (у USD)



Извор: Блумберг.

Цене нафте и бакра порасле су у Т4 у односу на крај Т3. Њихов раст настављен је и у јануару.

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



Извор: ФАО, УН.

Цене хране на светском тржишту наставиле су да падају и у Т4.

добар род, успоравање тражње и јачање америчког долара. Иако су цене хране на светском тржишту последњих месеци биле у паду, њихово кретање у наредном периоду тешко је предвидети.

4. Економска активност

Процењујемо да је у Т4 дошло до благог раста економске активности и до продубљивања негативног производног јаза.

Према нашој процени, БДП је у Т3 забележио пад од 0,5% дсз., услед пада активности у индустрији и сектору трговине. Таква кретања резултирала су и падом НДВ-а за 0,6% дсз.³²

Процењујемо да је у Т4 економска активност благо повећана (раст БДП-а од 0,3% дсз. и стагнација НДВ-а). Посматрано на међугодишњем нивоу, БДП и НДВ су убрзали раст на 0,8% и 0,4%, респективно. Економска активност се и даље налази испод нивоа на коме је била пре кризе.³³

Процењени раст економске активности у Т4 резултат је раста производње пре свега у секторима рударства, снабдевања електричном енергијом, гасом и паром³⁴ и грађевинарства. Истовремено, у прерађивачкој индустрији је забележен пад производње.

Иако је производња прерађивачке индустрије опала, укупна индустријска производња је у Т4 остварила раст (0,8% дсз.) захваљујући расту у сектору рударства и снабдевања електричном енергијом, гасом и паром (6,7%, односно 7,1% дсз.).³⁵ На раст производње у сектору рударства утицала је неповољна хидролошка ситуација³⁶ у Т4, због које су производња електричне енергије у термоелектранама и производња угља биле рекордно високе.

Пад физичког обима производње прерађивачке индустрије у Т4 (1,8% дсз.) последица је пре свега мање производње фармацеутских производа, пића и електричне опреме. С друге стране, највећи раст у оквиру прерађивачке индустрије забележен је у

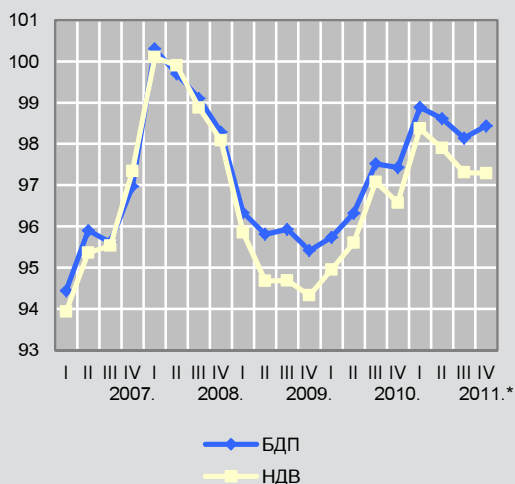
³² На међугодишњем нивоу, БДП и НДВ су у Т3 успорили раст на 0,5% и 0,2%, респективно.

³³ БДП је у Т4 био нижи за 1,6% у односу на преткризни период, а НДВ за 2,7%. Преткризним периодом сматрамо П1 2008. године.

³⁴ Према новој класификацији делатности, то је Сектор Д – Снабдевање електричном енергијом, гасом, паром и климатизација.

³⁵ Стопе раста физичког обима производње.

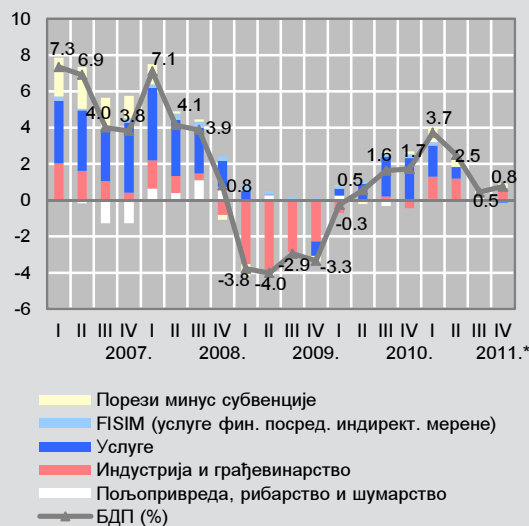
Графикон IV.4.1. Кретање индикатора економске активности
(десезонирани подаци, П1 2008 = 100)



* Процена НБС.

БДП је благо повећан у Т4, док је НДВ стагнирао.

Графикон IV.4.2. Доприноси међугодишњој стопи раста БДП-а
(у процентним поенима)



* Процена НБС.

Индустрија и грађевинарство позитивно су утицали на међугодишњи раст БДП-а у Т4.

производњи осталих саобраћајних средстава, рачунара, електронских и оптичких производа, као и у штампању и умножавању видео-записа.

У сектору грађевинарства је, према нашој процени, и у Т4 настављен раст активности (1,5% дес.). На таква кретања указује повећање процењене вредности изведених радова и броја издатих грађевинских дозвола.

Према процени, раст активности остварен је и у сектору саобраћаја и складиштења и сектору трговине на велико и мало. С друге стране, пад је, осим у прерађивачкој индустрији, забележен и у секторима снабдевања водом и управљања отпадним водама, услугама смештаја и исхране и у стручним, научним и иновационим делатностима.

Посматрано на међугодишњем нивоу, на раст БДП-а у Т4 највише је утицао раст активности у сектору информисања и комуникација, пре свега у областима телекомуникација и програмирања и израде софтвера.

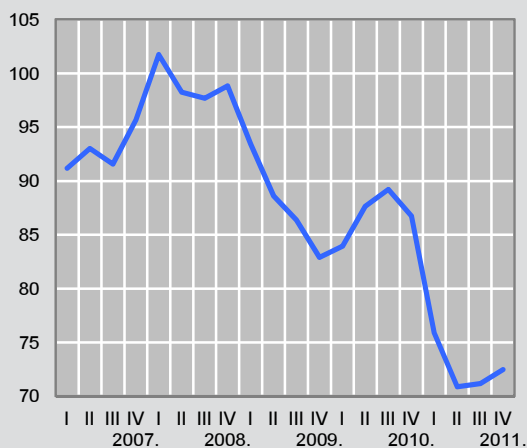
Графикон IV.4.3. Кретање индустријске производње
(десезонирани подаци, П1 2008 = 100)



Иако је укупна индустријска производња у Т4 порасла, прерађивачка индустрија забележила је пад.

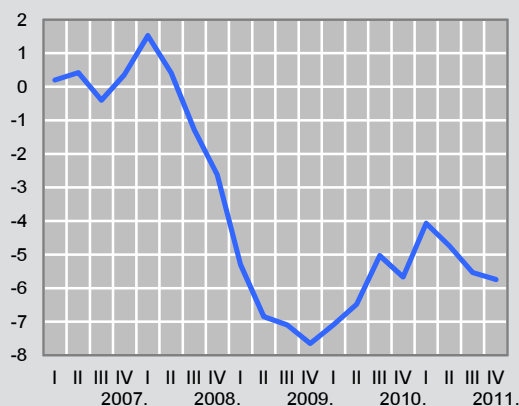
³⁶ Низак водостај река у Србији, као и у целом региону, због сушног периода у другој половини 2011. године.

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



Промет у трговини на мало је повећан у Т4.

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



* Процена НБС коришћењем Калмановог филтера.

Негативни производни јаз је продубљен у Т4.

Према процени Републичког завода за статистику, раст БДП-а у 2011. години износио је 1,9%. Процењујемо да су највећи позитиван допринос том расту дали индустријска производња и информисање

и комуникације, а највећи негативан допринос трговина на велико и мало.

Процењујемо да је у Т4 негативни производни јаз у извесној мери продубљен, тако да дезинфлаторни притисци по основу агрегатне тражње и даље остају снажни. Производни јаз је оцењен коришћењем Калмановог филтера. Међутим, у условима кризе, процена потенцијалног БДП-а може бити прецењена због еродирања производних капацитета и смањења радних вештина дугорочно незапослених лица. Као последица, могуће је да је стварни негативни производни јаз мањи од процењеног, што би указивало на слабије дезинфлаторне притиске по основу агрегатне тражње.

5. Кретања на тржишту рада

Зараде

Реалне нето зараде су у Т4 смањене у односу на претходно тромесечје. Јединични трошкови рада у индустрији су благо пали.

Према десезонираним подацима, номиналне нето зараде су у Т4 биле готово непромењене у односу на претходно тромесечје (смањене су за 0,4%). У реалном изразу нето зараде су мање за 1,1%. Смањење реалних нето зарада је веће у приватном (2,4% дсз.) него у јавном сектору (1,0% дсз.).

Реално смањење нето зарада је забележено у већини делатности. Највећи пад забележен је у сектору пословања некретнинама, финансијском сектору и трговини на велико и мало, док су реални раст оствариле зараде у пољопривреди.

Међугодишње посматрано, номиналне зараде су успориле раст (10,9%), пре свега као последица успоравања раста зарада у приватном сектору. Посматрано у реалном изразу, зараде су убрзале међугодишњи раст на 3,0%. На то је утицао раст зарада и у приватном и у јавном сектору (2,6% и 2,3% мг., респективно).

Просечна нето зарада Републици Србији у Т4 износила је 40.098 динара.

Јединични трошкови рада у индустрији благо су пали у Т4 (0,4% дсз.), због бржег пада бруто реалних

Графикон IV.5.1. Кретање просечних нето зарада

(десезонирани подаци, П1 2008=100)



Реални пад зарада у Т4 забележен је и у приватном и у јавном сектору.

продуктивности у овим секторима (висок раст физичког обима производње уз релативно непромењен број запослених). С друге стране, јединични трошкови рада у прерађивачкој индустрији су повећани, превасходно због пада продуктивности. Пад продуктивности последица је оштријег пада физичког обима производње у односу на запосленост.

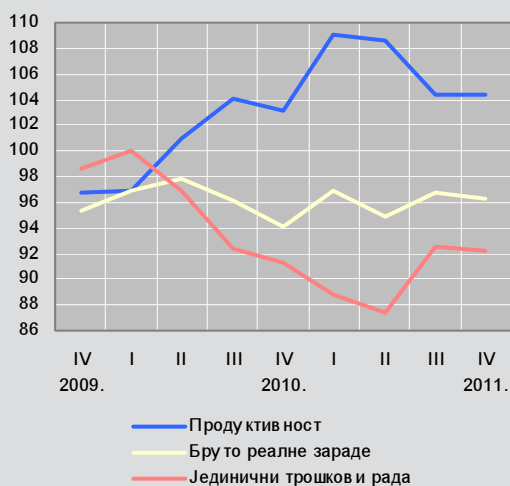
Запосленост

Стопа незапослености је, према Анкети о радној снази, у новембру 2011. била виша у односу на април исте године.

Према новембарској Анкети о радној снази, стопа незапослености је у новембру повећана на 23,7% (са 22,2% у априлу). Број незапослених лица порастао је за око 41.000. Према образовању, највише је повећана незапосленост особа средњег образовног нивоа (за око 23.000). Такође, погоршана је структура незапослених лица према дужини тражења посла, тј.

Графикон IV.5.2. Кретање продуктивности, бруто реалних зарада и јединичних трошкова рада у индустрији

(десезонирани подаци, П1 2008=100)



Јединични трошкови рада у индустрији благо су пали у Т4.

Графикон IV.5.3. Запосленост и стопа незапослености



Извор: РЗС.

Број запослених остао је непромењен у Т4, док је стопа незапослености забележила повећање у односу на април 2011.

зарада од продуктивности рада у индустрији. Посматрано по секторима, тај пад је резултат пада јединичних трошкова рада у рударству и снабдевању електричном енергијом, пре свега по основу раста

стопа дугорочне незапослености повећана је за 1,3 п.п. (са 16,3% на 17,6%).

Према истој анкети, стопа запослености је у односу на април смањена за 0,9 п.п. и у новембру је износила 35,3%. Тај пад је последица пре свега смањења броја запослених у секторима пољопривреде и трговине. Тиме је настављен тренд пада запослености започет у октобру 2008. Иако и даље релативно висока, неформална запосленост је у посматраном периоду такође забележила пад за 2,1 п.п. (са 19,9% на 17,8%).

Према процени РЗС-а, незнатне промене у броју запослених у већини делатности на крају Т4 резултирале су стагнацијом броја запослених у односу на крај Т3 (пад од 0,1%). Пад запослености регистрован у индустрији, пре свега прерађивачкој (допринос укупној запослености -0,2 п.п.), био је у знатној мери компензован растом броја запослених у јавном сектору.

У оквиру јавног сектора раст запослености забележен је пре свега у образовању, али и у административним

делатностима, државној управи и обавезном социјалном осигурању, док је у сектору здравствене и социјалне заштите запосленост смањена.

У односу на исти период претходне године, број запослених у Т4 је донекле убрзао пад (са 2,1% на 2,3%). Такво кретање резултат је пре свега убрзаног међугодишњег пада броја запослених у прерађивачкој индустрији.

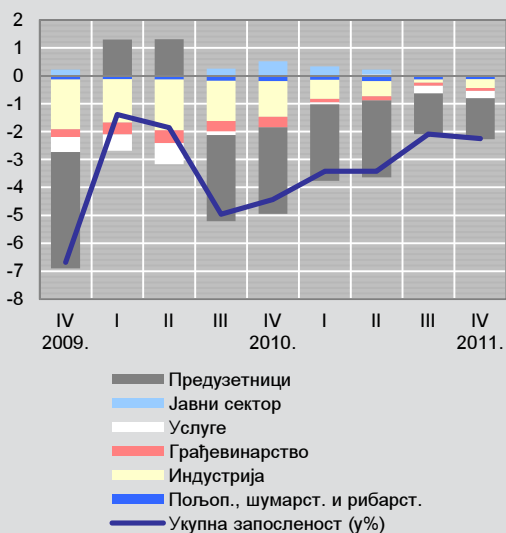
6. Међународно окружење

Међународно окружење у Т4 обележио је наставак кризе јавног дуга у зони евра. Ипак, крајем јануара постигнут је договор о блиској координацији фискалне политике у оквиру Европске уније.

Криза јавног дуга у појединим чланицама зоне евра показује знаке смиривања. Међутим, постепеност у проналажењу одговарајућег системског решења које би умирило инвеститоре и зауставило ширење кризе на друге чланице зоне повећало је нестабилност финансијских тржишта и прети да одложи опоравак у реалном сектору не само у зони евра већ и на глобалном нивоу.

Мере штедње које предузимају владе европских земаља ради смањења нивоа јавног дуга не одражавају се повољно на економски раст тих земаља. Индикатори кретања економске активности указују на пад БДП-а зоне евра у Т4. Очекује се да ће се таква кретања наставити и у Т1 2012, чиме би регион формално ушао у рецесију. У складу с тим, многе институције ревидирале су даље наниже своје прогнозе економског раста у 2012. години. Према најновијој пројекцији ММФ-а³⁷, која је објављена крајем јануара, зона евра би у 2012. години требало да буде у благој рецесији (пад БДП-а 0,5%). Ревизија стопе раста наниже је извршена због пораста приноса на државне обвезнице, ефекта продаје активе банака на реалну економију и најављене додатне фискалне консолидације. Немачка, највећа економија зоне евра, требало би да оствари раст од свега 0,3%, док се економији Италије предвиђа пад БДП-а од 2,2%.

Графикон IV.5.4. Доприноси међугодишњој стопи раста запослености (у процентним поенима)



Извор: РЗС.

Међугодишњи пад запослености благо је убрзан у Т4.

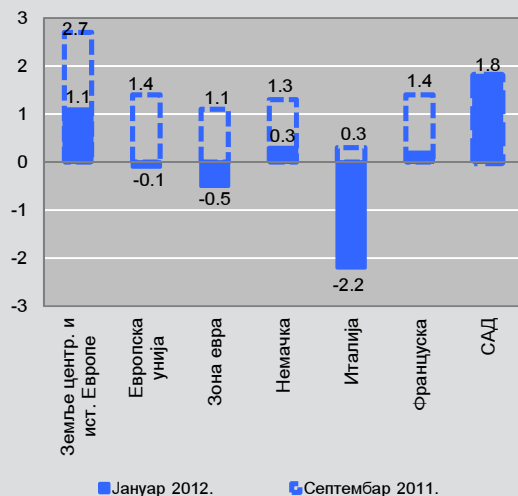
³⁷ WEO Update, јануар 2012.

Ревизије економског раста у зони евра негативно утичу и на изгледе раста земаља које су са овим регионом повезане трговински и финансијски везама, а то су пре свега земље централне и источне Европе. Према најновијој пројекцији ММФ-а, тај регион ће у 2012. години забележити раст од 1,1%, што представља смањење за 1,6 п.п. у односу на септембарску пројекцију.

За разлику од већине европских економија, америчка економија показује позитивније тенденције. У јануару је број новозапослених у непољопривредним секторима повећан за 243.000, док је према анкети агенције Блумберг очекиван пораст од 155.000 лица. Стопа незапослености наставља да се смањује и у овом месецу је износила 8,3%. Према прелиминарној процени, раст БДП-а је у Т4 убрзан на 2,8% (дсз. на годишњем нивоу), са 1,8% у Т3. Према пројекцији ФЕД-а, економија САД ће у 2012. остварити раст од око 2%, што је приближно прогнози ММФ-а (1,8%).

Ризик одрживости јавног дуга појединих земаља зоне евра одразио се на повећање разлике између приноса на њихове државне обвезнице и приноса на немачке обвезнице нарочито током новембра.³⁸ Шестомесечне обвезнице Немачке, као једно од „сигурносних уточишта“ за инвеститоре, забележиле су пад приноса у Т4, а почетком јануара 2012. и негативан принос. С друге стране, приноси на десетогодишње обвезнице Италије су и у јануару 2012. прелазили 7%, што је ниво на ком су Грчка, Португал и Ирска били приморани да потраже помоћ. Ситуацију додатно компликује то што су најпознатије светске рејтинг агенције снизиле кредитне рејтинге за поједине велике банкарске групе, као и за више од половине земаља чланица зоне евра. Агенција *Standard & Poor's* снизила је средином јануара и рејтинг Европског фонда за финансијску стабилност, што би могло додатно да повећа трошкове задуживања појединих земаља зоне евра. Ипак, крајем јануара постигнут је договор о ближој координацији фискалне политике у

Графикон IV.6.1. Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2012. годину ММФ-а* (у %)

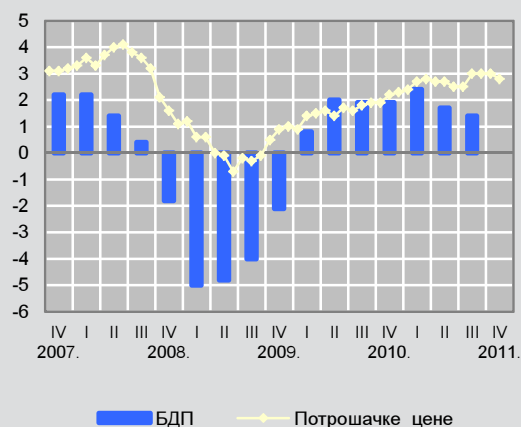


* Ревизија у односу на септембарски *World Economic Outlook*.

Извор: *IMF WEO* (септембар 2011) и *WEO Update* (јануар 2012).

Криза у зони евра условила је ревидирање наниже пројекција раста БДП-а европских земаља у 2012. години.

Графикон IV.6.2. БДП и инфлација у зони евра (међугодишње стопе, у %)



Извор: *Eurostat*.

Међугодишња инфлација у зони евра је пала на 2,8% у децембру 2011. У Т3 је настављено успоравање међугодишњег раста БДП-а зоне евра.

³⁸ Разлика у приносима је почетком децембра смањена у очекивању самита Европске уније 9. децембра и под утицајем координисане акције ФЕД-а и пет других централних банака крајем новембра да повећају способност обезбеђења ликвидности у глобалном финансијском систему.

³⁹ Тзв. дугорочна операција рефинансирања (LTRO).

оквиру Европске уније како би се ојачала буџетска дисциплина земаља потписница.

ЕЦБ је током Т4 ублажила монетарну политику. Због постепене материјализације ризика наниже у погледу инфлације и економског раста у средњем року, ЕЦБ је снизила референтну каматну стопу у два наврата (по 25 б.п.), тако да она сада износи 1,0%. Следеће снижавање стопе очекује се у Т1 2012. Истовремено, да би кредитној активности, као и тржишту новца, пружила подршку, ЕЦБ је изменила захтеве у погледу колатерала и обавезне резерве и почела банкама да одобрава трогодишње зајмове у неограниченом износу по фиксној (референтној) каматној стопи⁴⁰. У децембру 2011. банке су по овом основу повукле око 500 млрд евра. Следећа таква операција предвиђена је за фебруар 2012.

Инфлаторни притисци слабе и у САД. Међугодишња инфлација бележила је смањење током Т4 и крајем године је износила 3,0%. ФЕД до даљег неће мењати смер монетарне политике и наставља с програмом продужавања просечне рочности хартија од вредности у свом портфељу. Такође, ради повећања транспарентности монетарне политике и побољшања комуникације, ФЕД је од јануара 2012. почео да објављује и пројекције нивоа референтне каматне стопе за наредних неколико година. Према тим пројекцијама, референтна стопа ФЕД-а требало би бар до пред крај 2014. године да буде на врло ниском нивоу.

У већини земаља централне и источне Европе забележено је повећање међугодишњих стопа инфлације у Т4. Депрецијација националних валута према еврџу током Т4 могла би утицати на повећање

инфлаторних притисака у наредном периоду. Слабљење домаће валуте последњих месеци је посебно било изражено у случају мађарске форинте. Централна банка Мађарске повећала је рестриктивност монетарне политике подигавши референтну стопу у два наврата за по 50 б.п., тако да је она тренутно највиша референтна каматна стопа у Европској унији (7,0%).

Наставак неизвесности у погледу решавања кризе у зони евра, као и ублажавања монетарне политике ЕЦБ-а, повећали су потражњу за доларима, што је за резултат имало даље јачање долара према еврџу у Т4. Повећано интересовање инвеститора за долар утицало је да се доларска ликвидност на европским тржиштима погорша, што је навело главне централне банке света (ФЕД, ЕЦБ и централне банке Швајцарске, Велике Британије, Канаде и Јапана) да се на крају новембра договоре око снижавања цене постојећег привременог своп аранжмана за доларску ликвидност. Швајцарски франак у току Т4 није јачао у односу на евро изнад нивоа који је централна банка Швајцарске саопштила да ће бранити (1,20 EUR/CHF). Одређивање горње границе кретања вредности швајцарског франка према еврџу повећало је интересовање инвеститора за јапански јен као валуту „сигурносног уточишта“. Од краја октобра јен је према еврџу номинално ојачао око 8%.

Јачање долара и продаја злата ради обезбеђења готовине утицали су на пад цене злата у Т4. Тренутно је она око 15% нижа од максималне цене забележене почетком септембра 2011. (1.895 долара за тројунцу). Међутим, због наставка кризе у зони евра, злато се и даље сматра једним од „сигурносних уточишта“.

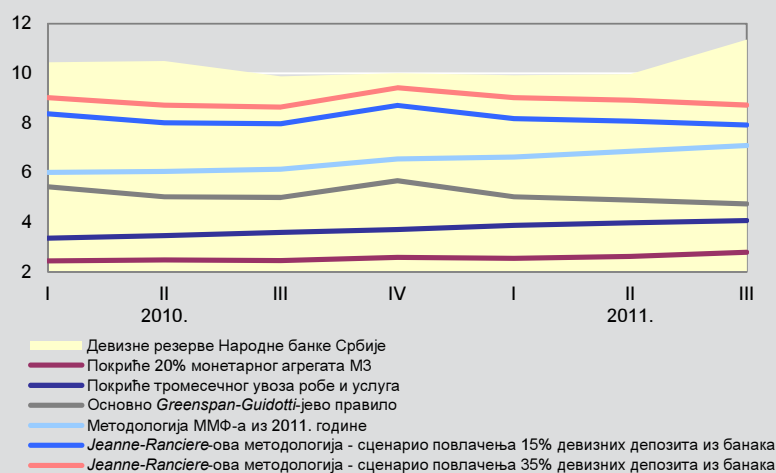
⁴⁰ Тзв. дугорочна операција рефинансирања (LTRO).

Осврт 4: Да ли постојећи ниво девизних резерви Народне банке Србије представља адекватно обезбеђење од потенцијалних ризика?¹

Једна од главних улога девизних резерви централне банке је обезбеђење несметаног обављања спољнотрговинске размене у случају изостанка девизног прилива. Сматра се да су девизне резерве на адекватном нивоу ако обезбеђују покривеност тромесечне вредности увоза робе и услуга, што у је случају Србије у септембру 2011. године износило око 4,1 млрд евра. Овај критеријум, међутим, занемарује финансијске токове, који могу бити важнији од спољнотрговинских токова. Због тога се као комплементаран показатељ користи показатељ потпуног покрића краткорочног спољног дуга² девизним резервама, према коме је адекватан ниво девизних резерви у септембру 2011. износио 4,7 млрд евра. Уколико се у обзир узме ризик одлива депозита из домаћих банака, адекватан ниво девизних резерви треба да обезбеди покриће 20% најширег монетарног агрегата М3, што је у случају Србије у септембру 2011. године износило 2,8 млрд евра. Имајући у виду да је тадашњи ниво девизних резерви Народне банке Србије износио 11,4 млрд евра, девизне резерве су биле довољне за покриће свих наведених појединачних ризика.

С обзиром на то да наведени показатељи имају своје недостатке, развијен је модел који укључује сценарио истовремене реализације већег броја макроекономских ризика. На том концепту се засива нова методологија ММФ-а.³ Њеном применом се дошло до закључка да је ниво девизних резерви Народне банке Србије на крају Т3 претходне године био већи од резерви које су потребне за покриће евентуалног девизног одлива у наредном тромесечју (7,1 млрд евра) који је процењен под претпоставком да је дошло до понављања до сада најнеповољнијих забележених сценарија – смањења иностране тражње и прилива дознака из иностранства, одлива депозита из банака и немогућности задуживања у иностранству.

Графикон О.4.1 Девизне резерве Народне банке Србије и показатељи њиховог адекватног нивоа (у млрд EUR)



¹ С обзиром на расположиве податке, анализа је урађена закључно са септембром 2011. године.

² Према преосталом доспећу.

³ IMF Policy Paper: Assessing Reserve Adequacy, фебруар 2011.

На сличан закључак наводи и процена адекватног нивоа девизних резерви добијена применом *Jeanne-Ranciere*-ове методологије⁴¹ прилагођене специфичним условима у Србији. Према овој методологији, износ од 7,9 млрд евра би био довољан за елиминисање негативних ефеката евентуалног застоја у приливу капитала у кратком року, укључујући и понављање сценарија повлачења девизних депозита из банака из Т4 2008. године. Уколико би одлив депозита из банака био више него двоструко већи него у Т4 2008. године, адекватан ниво девизних резерви за покриће свих поменутих ризика износио би 8,7 млрд евра, што је и даље ниже од стања девизних резерви на крају Т3 2011. године.

Девизне резерве централне банке су, поред макроекономске и пруденцијалне политике, од кључне важности за ублажавање екстерних финансијских шокова. Може се закључити да је постојећи ниво девизних резерви задовољавајући за обезбђење од потенцијалних ризика.

Табела О.4.1. Адекватан ниво девизних резерви Народне банке Србије на крају Т3 2011. израчунат према различитим методама и сценаријима

(у млрд EUR)

Метод процене адекватног нивоа девизних резерви и сценарија	Адекватан ниво
Појединачни показатељи адекватног нивоа девизних резерви	
Покриће тромесечног увоза робе и услуга	4,1
Основни облик <i>Greenspan-Guidotti</i> -јевог правила - покриће 100% краткорочног дуга (према преосталом доспећу)	4,7
Покриће 20% монетарног агрегата М3	2,8
Композитни показатељи адекватног нивоа девизних резерви	
Методологија ММФ-а из 2011. године	7,1
<i>Jeanne-Ranciere</i> -ова методологија	
Сценарио повлачења 15% девизних депозита из банака, уз повећану вероватноћу наглог застоја прилива капитала	7,9
Сценарио повлачења 35% девизних депозита из банака, уз повећану вероватноћу наглог застоја прилива капитала	8,7
Стање девизних резерви	11,4

⁴¹ *Jeanne, O., Ranciere, R.: The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: Formulas and Applications, IMF Working Paper WP/06/229, IMF.*

V. Пројекција инфлације

Крајем Т1 2012. године инфлација би се могла наћи око доње границе дозвољеног одступања од циља. Почев од Т2 2012. инфлација би постепено расла и током П1 2013. достигла свој максимум близу горње границе дозвољеног одступања од циља. Највећи ризици остварења пројекције и даље се односе на развој ситуације у међународном окружењу и фискална кретања у Србији. Економска активност ће успорити раст у 2012. судећи по ревизијама наниже прогноза глобалног економског раста и паду извозне тражње по том основу.

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

Почетни услови

Последње тромесечје 2011. године обележио је наставак пада међугодишњих стопа инфлације – са 9,3% у септембру на 7,0% у децембру, што представља бржи пад од пада прогнозираног у новембарском Извештају о инфлацији. Највеће одступање у односу на централну вредност пројекције изнете у новембарском Извештају забележено је код цена воћа и поврћа, које су на тромесечном нивоу оствариле мањи раст од очекиваног.

На нивоу тромесечја инфлација је порасла 0,6%, чему су највећи допринос дале цене непрехрамбених производа и услуга које се формирају слободно на тржишту. На тромесечни раст инфлације у мањој мери утицале су и регулисане цене (природни гас и централно грејање), док су цене индустријско-прехрамбених производа биле у паду. Цене нафтних деривата забележиле су незнатан раст.

На светском финансијском тржишту је продужена неизвесност током Т4, у ишчекивању одговарајућег системског решења за кризу јавног дуга у појединим чланицама зоне евра које би улило поверење инвеститорима и зауставило ширење кризе на друге чланице зоне. Неповеће између учесника на финансијским тржиштима се почело преливати и на реални сектор, због чега су прогнозе глобалног економског раста за 2012. годину ревидиране наниже.

Очекивани пад тражње на глобалном нивоу утицао је на ублажавање инфлаторних притисака преко пада цена основних метала и индустријских сировина (памук, вуна, гума, кожа) у Т4 у односу на Т3 2011. Опадајући тренд забележен је и код цена примарних пољопривредних производа, што је довело и до пада светског индекса цена хране (FAO Food Price Index) за 6,3% у Т4. Једино су цене нафте у току Т4 забележиле раст од 4,6%.

Нестабилност на светском финансијском тржишту је утицала и на раст премије ризика Србије мерене индексом ЕМБИ, који је у просеку порастао у Т4 у односу на Т3 (за око 80 б.п.), али у мањој мери него код појединих земаља у региону. Такође, потврђивање кредитног рејтинга Србије од стране агенције Fitch имало је позитиван ефекат на перцепције инвеститора за улагања у Србију.

Пораст премије ризика одразио се и на кретање номиналног курса динара. Курс динара према еврју је у Т4 у односу на Т3 у просеку стагнирао, али је крајем тромесечја дошло до номиналне депрецијације због повећане тражње резидената за девизама и пораста динарске ликвидности по основу повећаног трошења динарских средстава с рачуна државе. Ипак, захваљујући пре свега високим приливима по основу СДИ динар је имао стабилније кретање у односу на регионалне валуте.

Табела V.0.1. Претпоставке пројекције

	2012.	2013.
Екстерне претпоставке		
Инфлација у ЕУ (Т4 на Т4)	1,5%	1,7%
Референтна каматна стопа ЕЦБ (на крају године)	0,5%	1,0%
Раст БДП-а у зони евра	-0,5%	0,9%
Цена уралске нафте по барелу (крај године, у USD)	115	120
Интерне претпоставке		
Регулисане цене (дец. на дец.)	8,1%	7,0%
Цене воћа и поврћа (дец. на дец.)	11,9%	4,0%
Трендови		
Апрецијацијски тренд реалног курса (просек)	2,3%	2,4%
Тренд реалне камате (просек)	4,7%	3,4%

Инфлациона очекивања финансијског сектора су пала за 2,0 п.п. у току Т4 у највећој мери као последица наставка пада међугодишњих стопа инфлације.

Процењује се да је економска активност након пада у Т2 и Т3 забележила раст у Т4 од 0,3%, што је на годишњем нивоу у 2011. довело до раста од 1,9%.

Процењујемо да је агрегатна тражња и даље на ниском нивоу, на шта указује и пораст стопе незапослености у периоду април–новембар 2011. са 22,2% на 23,7%.

На задржавање агрегатне тражње на ниском нивоу утицаће и могућа рецесија у зони евра. Неповећење у банкарском сектору зоне евра и фискалне консолидације које су предузеле земље чланице могле би да одложе опоравак у реалном сектору. Поред тога, спорији привредни раст у региону СЕФТЕ утицаће и на пад извозне тражње Србије.

Референтна каматна стопа је у последњих девет месеци смањена за 300 б.п. због слабљења инфлаторних притисака и сада износи 9,5%.

Претпоставке пројекције

Очекује се да раст регулисаних цена у току 2012. буде спорији него у претходној години, при чему би већи део раста требало да буде остварен у другој половини године.

Цене воћа и поврћа би у току 2012. могле да убрзају раст будући да се, због већег пада током 2011, налазе на ниском нивоу у односу на остале тржишне цене.

Ризик од поновног уласка у рецесију зоне евра утицао је на промену монетарне политике ЕЦБ-а у правцу њеног ублажавања. Уз очекивани повратак инфлације близу циља током 2012, вероватан је наставак ублажавања монетарне политике у зони евра.

Пројекција инфлације

Инфлација би се крајем Т1 2012. могла наћи око доње границе дозвољеног одступања од циља. Почев од Т2 2012. инфлација би постепено расла и током П1 2013. достигла свој максимум близу горње границе дозвољеног одступања од циља.

Крајем Т1 и почетком Т2 2012. инфлација би требало да се креће око доње границе дозвољеног одступања од циља.⁴¹ Главни разлози могућег одступања били би пад цена хране због лимитирања маржи у промету основним животним намирницама и третман цена сезонских производа при обрачуна инфлације. Такође, на пад међугодишње инфлације утицаће и искључивање високих стопа инфлације из Т1 2011.

У другој половини 2012. и током П1 2013. инфлација би се могла кретати око горње границе дозвољеног

⁴⁰ Видети Осврт 1, стр. 10.

одступања од циља. С престанком важења уредбе о лимитирању маржи у јулу 2012. цене индустријско-прехранбених производа би могле генерисати благе инфлаторне притиске. У П2 2012. могло би доћи и до прекрета у кретању цена воћа и поврћа, које су у претходном периоду деловале дезинфлаторно.

Већи део раста регулисаних цена, који је иначе карактеристичан за прву половину године, могао би, због изборне године и формирања нове владе, бити одложен за другу половину 2012.

Нафтни деривати би у периоду пројекције требало да остваре благ раст, без већих инфлаторних утицаја, под условом да не дође до заштравања тензија у Персијском заливу и раста цена сирове нафте на светском нивоу.

Дезинфлаторни притисци ће током целог периода пројекције у највећој мери потицати од ниске агрегатне тражње. Неизвесност у погледу опоравка

привреде зоне евра утиче на успоравање опоравка тражње у Србији.

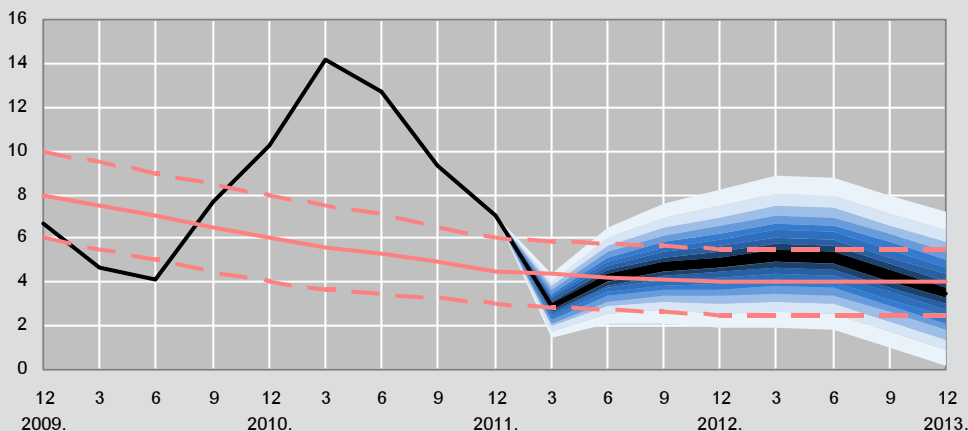
Успешна пољопривредна сезона одразила се на ниже трошкове производње хране и изостанак инфлаторних притисака по том основу.

Инфлациона очекивања ће, са смањењем инфлаторних притисака и падом међугодишње инфлације, наставити да опадају и подстицаће процес дезинфлације.

Притисци с девизног тржишта с краја 2011. могли би да се одразе на раст увозних цена, а доћи ће и до пораста маргиналних трошкова нето увозника.

Ниска агрегатна тражња, пад инфлационих очекивања и изостанак инфлаторних притисака са стране цена индустријско-прехранбених производа ће у периоду пројекције деловати дезинфлаторно. Међутим, бржи раст цена воћа и поврћа с доласком нове

Графикон V.0.1. Пројекција инфлације
(међугодишње стопе, у %)



Инфлација би се крајем Т1 2012. могла наћи око доње границе дозвољеног одступања од циља. Почев од Т2 2012, инфлација би постепено расла и током П1 2013. достигла свој максимум близу горње границе дозвољеног одступања од циља. Пројекција је благо асиметрична навише због ризика по основу неизвесности у међународном окружењу и фискалних кретања.

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

пољопривредне сезоне, бржи раст регулисаних цена у П2 2012, пораст увозних цена и повећање реалних маргиналних трошкова нето увозника изазваће инфлаторне притиске.

Процењујемо да ће раст БДП-а у 2012. бити успорен на око 0,5%. Процену заснивамо на нижим прогнозама привредног раста главних спољнотрговинских партнера Србије, које ће се одразити на пад извозне тражње и инвестиција код нас.

И поред тога, највећи допринос расту у 2012. даће нето извоз, због реализације инвестиција из претходног периода у аутомобилској индустрији. С друге стране, инвестиције у основне фондове и финална потрошња ће у 2012. дати негативан допринос расту економске активности.

Подсећамо да смо у претходном Извештају о инфлацији пројекцију раста БДП-а базирали на

оба смера, па су ризици наше нове пројекције раста БДП-а избалансирани.

Ризици остварења пројекције

Неизвесност у погледу остварења пројекције и даље се односи на развој ситуације у међународном окружењу, наставак процеса приближавања Европској унији и придржавање планираних фискалних оквира.

Постепеност у проналажењу решења кризе јавног дуга у појединим чланицама зоне евра и кретање економске активности у зони евра би, осим на тражњу за нашим извозним производима, имало утицаја и на кретање премије ризика земље. Према последњим индикаторима, пад економске активности у зони евра би у 2012. могао бити блажи од претпостављених 0,5%, мада су одступања по овом основу могућа у оба смера.

Застој у приближавању Европској унији могао би да утиче на негативну перцепцију потенцијалних инвеститора. Смањење прилива инвестиција по том основу и успоравање привредне активности деловало би дезинфлаторно, док би раст премије ризика и депрецијацијски притисци који би могли настати деловали инфлаторно.

У периоду када је светско финансијско тржиште осетљиво на показатеље одрживости јавног дуга битно је држати се предвиђених фискалних оквира. Евентуално знатније одступање буџета за 2012. годину од раније договорених оквира с ММФ-ом могло би имати инфлаторне последице кроз раст премије ризика, депрецијацијске притиске и раст тражње.

Наша процена је да су ризици пројекције благо асиметрични навише.

Поређење и остварење пројекција

Нова пројекција инфлације је у односу на новембарску пројекцију нижа у првој половини 2012, због нижег раста цена хране од очекиваног.

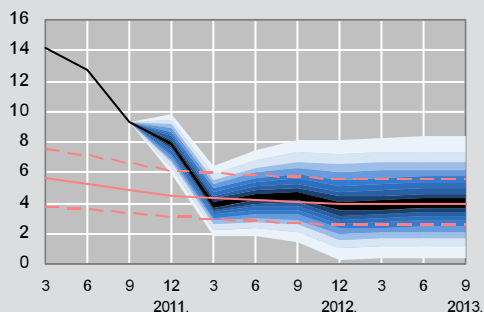
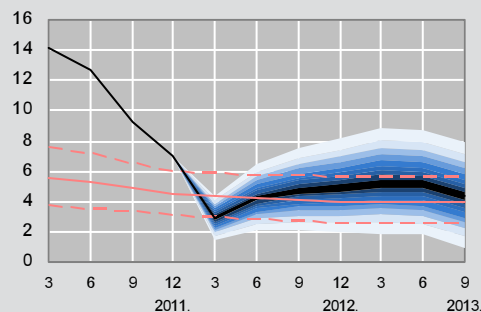
Током друге половине 2012, према новој пројекцији, очекује се виша инфлација због бржег раста регулисаних цена у П2 2012, могућих инфлаторнијих притисака по основу цена хране након престанка важења уредбе о лимитирању маржи у промету



претпоставци да ће економска активност у зони евра стагнирати у 2012. години, али је, због процене да постоји знатан ризик рецесије у зони евра, приказана пројекција раста БДП-а имала веће ризике наниже.

Нова пројекција базира се на претпоставци пада економске активности у зони евра од 0,5%, с тим што овај пут процењујемо да до одступања може доћи у

Графикон V.0.3. Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације

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

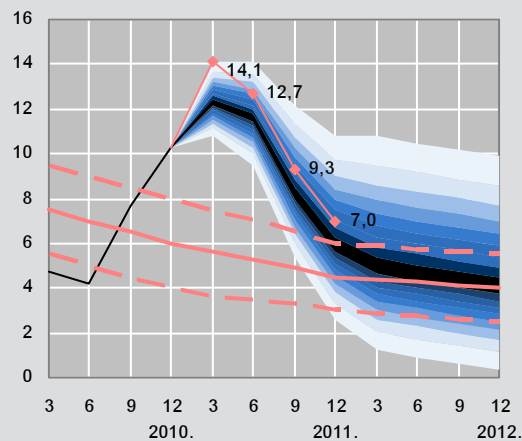
Нова пројекција инфлације је у односу на пројекцију из новембра 2011. нижа у првој половини 2012, а виша у каснијем периоду пројекције.

основним животним намирницама и бржег раста цена воћа и поврћа с доласком нове пољопривредне сезоне.

У првој половини 2011. инфлација се кретала близу горње границе распона пројекције из фебруара 2011, да би се током друге половине 2011. приближила централној вредности пројекције. Висок раст цена хране почетком 2011. утицао је на одступање од пројектоване путање инфлације у првој половини 2011. Додатни подстицај одступању у том периоду, у благој мери, потицао је и од вишег раста регулисаних цена од очекиваног.

Очекивано кретање референтне каматне стопе у наредном периоду

Кретање референтне каматне стопе у наредном периоду зависиће од фактора инфлације, при чему се највећи ризици и даље односе на развој ситуације у међународном окружењу и карактер фискалне политике у земљи.

Графикон V.0.4. Остварење пројекције инфлације из фебруара 2011.
(међугодишње стопе, у %)

У првој половини 2011. инфлација се кретала близу горње границе пројекције из фебруара 2011, а током друге половине 2011. приближила се централној вредности.

Табела А

Индикатори екстерне позиције Србије

	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	I 2011.	II 2011.	III 2011.	IV 2011.
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ ЛИКВИДНОСТИ (у %)													
Девизне резерве/увоз робе и услуга (у месецима)	4,1	4,7	3,9	6,1	9,0	7,2	5,2	9,4	8,1	7,7	7,5	8,4	8,6
Девизне резерве/краткорочни дуг	360,7	535,6	702,2	519,2	941,7	917,5	380,8	528,8	546,4	888,8	1.031,6	1.323,9	1.860,8
Девизне резерве/БДП	13,6	16,4	16,3	24,2	38,7	33,8	25,0	36,7	34,5	33,6	32,6	36,2	37,2
Отплата дуга/БДП	1,4	2,0	3,9	4,7	7,0	10,1	10,6	11,5	11,8	14,4	11,1	12,3	12,6
Отплата дуга/извоз робе и услуга	7,0	9,0	16,4	17,7	23,5	33,2	34,0	39,1	34,0	39,7	31,1	34,3	37,3
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)													
Спољни дуг/БДП	58,7	55,9	49,8	60,1	60,9	60,2	64,6	77,9	82,1	76,7	74,4	76,0	74,5
Краткорочни дуг/БДП	3,8	3,1	2,3	4,7	4,1	3,7	6,6	6,9	6,3	3,8	3,2	2,7	2,0
Спољни дуг/извоз робе и услуга	300,9	251,6	211,5	228,9	204,1	197,3	207,6	265,3	236,2	212,9	206,2	210,4	210,5
ИНДИКАТОРИ ИЗЛОЖЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКОМ РИЗИКУ (у %)													
Девизне резерве/М1	143,3	195,1	220,1	290,3	356,1	306,7	300,4	393,4	416,6	446,7	431,1	448,2	430,1
Девизне резерве/примарни новац	131,9	167,8	165,5	169,8	179,5	173,8	140,7	190,5	196,4	202,5	209,4	228,1	205,9
СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ)/БДП	59,3	63,9	73,7	73,6	81,2	85,8	86,8	73,6	86,4	90,6	86,4	87,0	85,6
МЕМОРАНДУМ: (у милионима евра)													
БДП	16.028	17.306	19.026	20.306	23.305	28.468	32.668	28.883	28.984	7.129	8.081	8.307	8.886 ¹⁾
Спољни дуг	9.402	9.678	9.466	12.196	14.182	17.139	21.088	22.487	23.786	22.672	22.734	23.860	24.125
Сервисирање спољног дуга	218	348	736	945	1.635	2.885	3.453	3.314	3.403	1.026	898	1.025	1.123
Девизне резерве НБС	2.186	2.836	3.104	4.921	9.020	9.634	8.162	10.602	10.002	9.919	9.967	11.359	12.058
Краткорочни дуг	606	529	442	948	958	1.050	2.143	2.005	1.830	1.116	966	858	648
Биланс текућих трансакција	-671	-1.347	-2.620	-1.778	-2.356	-5.053	-7.054	-2.084	-2.082	-761	-621	-683	-899
КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ													
			2004. Нов.	2005. Мај	2006. Јул	2007. Феб.	2008. Апр.	2009. Јун	2010. Дец.	2011. Дец.	2011. Нов.	2011. Март	
	S&P		B+		BB-	BB-	BB-	BB-	BB-	BB-	BB-	BB	
	Fitch		BB-		BB-	BB-	BB-	BB-	BB-	BB-	BB-	BB	

Методолошка објашњења:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

¹⁾ Процена НБС.

Напомене:

1. Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.

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

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

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

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

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

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

Табела Б
Основни макроекономски индикатори

	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	I 2011.	II 2011.	III 2011.	IV 2011.
Реални раст БДП-а (у %)¹	4,3	2,5	9,3	5,4	3,6	5,4	3,8	-3,5	1,0	3,7	2,5	0,5	0,8 ⁹⁾
Потрошачке цене (у % у односу на исти месец претходне године)²	14,8	7,8	13,7	17,7	6,6	11,0	8,6	6,6	10,3	14,1	12,7	9,3	7,0
Базна инфлација (у % у односу на исти месец претходне године)²	4,4	6,1	11,0	14,5	5,9	7,9	10,8	3,6	8,6	13,2	13,6	9,9	7,0
Девизне резерве НБС (у млн евра)	2.186	2.836	3.104	4.921	9.020	9.634	8.162	10.602	10.002	9.919	9.967	11.359	12.058
Извоз (у млн евра)³ ⁸⁾	3.125	3.847	4.475	5.330	6.949	8.686	10.157	8.478	10.070	2.586	2.883	2.985	3.010
- стопа раста у % у односу на претходну годину	16,0	23,1	16,3	19,1	30,4	25,0	16,9	-16,5	18,8	28,7	15,5	11,5	4,2
Увоз (у млн евра)³ ⁸⁾	-6.387	-7.206	-9.543	-9.613	-11.971	-16.016	-18.843	-13.577	-14.838	-3.873	-4.100	-4.243	-4.598
- стопа раста у % у односу на претходну годину	27,2	12,8	32,4	0,7	24,5	33,8	17,7	-28,0	9,3	20,5	12,0	8,2	13,8
Текући рачун платног биланса ⁴⁾													
(у млн евра)	-671	-1.347	-2.620	-1.778	-2.356	-5.053	-7.054	-2.084	-2.082	-761	-621	-683	-899
у % БДП-а	-4,2	-7,8	-13,8	-8,8	-10,1	-17,7	-21,6	-7,2	-7,2	-10,7	-7,7	-8,2	-10,1
Незапосленост по Анкети (у %)⁵	13,3	14,6	18,5	20,8	20,9	18,1	13,6	16,1	19,2	/	22,2	/	23,7
Зараде (просечне за период, у еврима)	152,1	176,9	194,6	210,4	259,5	347,6	358,4	337,9	330,1	338,3	380,9	381,4	389,4
Републички буџетски дефицит/суфицит (у % БДП-а)⁶	-4,3	-2,6	-0,3	0,3	-1,9	-1,7	-1,7	-3,3	-3,6	-3,7	-4,9	-3,5	n.a.
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а)	-1,8	-2,4	0,8	0,9	-1,9	-2,0	-2,5	-4,6	-4,6	-3,1	-3,8	-3,8	n.a.
Јавни дуг Републике Србије, државне ХоВ по номиналној вредности (спољни + унутрашњи, у % БДП-а)⁶	71,9	63,7	50,9	50,6	40,1	31,8	26,9	34,1	41,9	43,0	43,5	47,0	n.a.
Јавни дуг Републике Србије, државне ХоВ по тржишној вредности (спољни + унутрашњи, у % БДП-а)⁷	71,9	63,7	50,9	50,6	40,1	31,8	26,9	33,9	41,5	42,2	42,5	45,9	n.a.
Курс динара према долару (просек у периоду)	64,70	57,56	58,44	66,90	67,01	58,39	55,76	67,47	77,91	75,92	69,41	72,15	75,80
Курс динара према долару (крај периода)	58,98	54,64	57,94	72,22	59,98	53,73	62,90	66,73	79,28	73,22	70,64	74,68	80,87
Курс динара према еврџу (просек у периоду)	60,66	65,13	72,70	83,00	84,10	79,96	81,44	93,95	103,04	103,95	99,80	101,95	102,09
Курс динара према еврџу (крај периода)	61,52	68,31	78,89	85,50	79,00	79,24	88,60	95,89	105,50	103,60	102,46	101,17	104,64
<i>Меморандум</i>													
БДП (у млн евра)	16.028	17.306	19.026	20.306	23.305	28.468	32.668	28.883	28.984	7.129	8.081	8.307	8.886 ⁹⁾

¹) У сталним ценама претходне године.

²) Цене на мало до 2006. године.

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

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

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

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

⁷) Статистика јавног дуга евидентира државне ХоВ по тржишној вредности од новембра 2011. У складу с таквом изменом методологије, Народна банка Србије је оценила стање јавног дуга за период уназад.

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

⁹) Процена НБС.

Напомене:

1. Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.

Додатак 1: Одлука о утврђивању програма монетарне политике Народне банке Србије у 2012. години и Програм монетарне политике Народне банке Србије у 2012. години

На основу члана 14. став 1. тачка 1. Закона о Народној банци Србије ("Службени гласник РС", бр. 72/2003, 55/2004 и 44/2010), Извршни одбор Народне банке Србије доноси

**О Д Л У К У
О УТВРЂИВАЊУ ПРОГРАМА МОНЕТАРНЕ ПОЛИТИКЕ
НАРОДНЕ БАНКЕ СРБИЈЕ У 2012. ГОДИНИ**

1. Утврђује се Програм монетарне политике Народне банке Србије у 2012. години, који је саставни део ове одлуке.

2. Ова одлука објављује се у "Службеном гласнику РС" и ступа на снагу 1. јануара 2012. године.

ИО НБС бр. 87
8. децембра 2011. године
Београд

Председавајући
Извршног одбора Народне банке Србије
Г у в е р н е р
Народне банке Србије

Дејан Шошкић, с.р.

ПРОГРАМ

МОНЕТАРНЕ ПОЛИТИКЕ НАРОДНЕ БАНКЕ СРБИЈЕ У 2012. ГОДИНИ

1. Основни циљ монетарне политике Народне банке Србије је постизање циљане инфлације, чиме се доприноси одржавању стабилности финансијског система и остваривању одрживог економског раста.

2. Монетарна политика Народне банке Србије у 2012. години засниваће се на Меморандуму Народне банке Србије о монетарној стратегији¹ и Меморандуму Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације од 2010. до 2012. године².

3. Циљ монетарне политике Народне банке Србије у 2012. години изражен је нумерички – као годишња процентуална промена индекса потрошачких цена: циљана инфлација постепено се смањује са $4,5\% \pm 1,5$ п.п. с краја претходне године на $4,0\% \pm 1,5$ п.п. на крају 2012. године. Будући да је утврђен у виду континуирано опадајуће вредности (с дозвољеним одступањем) годишњих промена потрошачких цена – циљ за инфлацију одређен је за сваки месец, што доприноси одговорности и кредибилитету монетарних власти, а тиме и стабилизацији инфлационих очекивања.

4. Током 2012. године Извршни одбор Народне банке Србије доносиће одлуке о монетарној политици које ће бити усмерене на постизање ниске и стабилне инфлације у средњем року. Циљ за инфлацију се постепено смањује са $4,5\% \pm 1,5$ п.п. на $4,0\% \pm 1,5$ п.п. до краја 2012. године. Утврђена путања циљева за инфлацију до 2012. године усклађена је с потребом постизања средњорочне стабилности цена и одражава намеру да се та стабилност постигне постепеним смањењем инфлације, без изазивања макроекономских поремећаја.

5. Народна банка Србије настојаће да циљ утврђен за инфлацију оствари помоћу основног инструмента монетарне политике – каматне стопе, која се примењује у спровођењу главних операција на отвореном тржишту. Висина те стопе ће се мењати на доследан и предвидив начин, зависно од економских кретања и пројекције инфлације. Поред тога, Народна банка Србије ће користити све друге инструменте из своје надлежности да би се циљ утврђен за инфлацију на средњи рок остварио.

6. Делујући транспарентно и одговорно према јавности, Народна банка Србије се обавезала на комуникацију с јавношћу на следећи начин: а) саопштењима за јавност, б) конференцијама за штампу, в) извештајем о инфлацији и г) другим публикацијама.

7. Народна банка Србије наставиће да спроводи режим руковођено пливајућег девизног курса. Интервенције на девизном тржишту Народна банка Србије спроводиће ради смањења прекомерних дневних осцилација курса и/или стимулисања обима промета с циљем несметаног функционисања девизног тржишта, као и ради очувања стабилности финансијског система и цена на домаћем тржишту.

8. Народна банка Србије ће у 2012. години наставити да развија и јача тржишне инструменте монетарног регулисања и да, у сарадњи с банкама, ствара услове за даље унапређење међубанкарског тржишта новца.

¹ Меморандум Народне банке Србије о монетарној стратегији усвојен је на седници Монетарног одбора Народне банке Србије 22. децембра 2008. године.

² Меморандум Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације од 2010. до 2012. године усвојен је на седници Монетарног одбора Народне банке Србије 14. децембра 2009. године.

9. Народна банка Србије наставиће да спроводи стратегију динаризации која се заснива на три стуба: на очувању макроекономске стабилности, на развоју динарског новчаног тржишта и тржишта капитала и на развоју инструмената заштите од девизног ризика. Повећање степена динаризации допринеће већој ефикасности трансмисионог механизма монетарне политике, као и смањењу осетљивости привреде и становништва на промене курса динара.

10. У случају потребе, Народна банка Србије ће самостално, као и у сарадњи с Владом РС, предузимати неопходне мере ради очувања стабилности финансијског система.

11. У режиму циљања инфлације значајна је координација монетарне и фискалне политике. Народна банка Србије ће и у 2012. години сарађивати с Владом РС. Влада РС се Споразумом о циљању (таргетирању) инфлације³ обавезала да ће спроводити одрживу и предвидиву фискалну политику у складу с циљаном инфлацијом.

12. У случају да одступање инфлације од утврђеног циља траје дуже од шест узастопних месеци – Народна банка Србије ће Владу РС писмено обавестити о разлозима тог одступања, мерама које се морају предузети и времену потребном да се инфлација врати на утврђени циљ.

³ Споразум Народне банке Србије и Владе Републике Србије о циљању (таргетирању) инфлације усвојен је на седници Владе 19. децембра 2008. године.

Списак графикана и табела

Графикони

III.0.1. Кретање цена (међугодишње стопе)	5
III.0.2. Кретање цена (тримесечне стопе)	6
III.0.3. Допринос тримесечној стопи раста потрошачких цена	6
III.0.4. Допринос међугодишњој стопи раста потрошачких цена	7
III.0.5. Очекивана и циљана инфлација за 12 месеци унапред	8
III.0.6. Краткорочна пројекција инфлације	9
IV.1.1. Кретање каматних стопа	15
IV.1.2. Крива приноса на међубанкарском тржишту новца	15
IV.1.3. Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ	16
IV.1.4. Крива приноса на секундарном тржишту државних ХоВ	16
IV.1.5. Кретање каматних стопа на новоодобрене кредите привреди и становништву	17
IV.1.6. Кретање каматних стопа на новоодобрене динарске кредите привреди	17
IV.1.7. Индекс BELEX 15	18
IV.1.8. Кретање берзанских индекса у земљама у региону	18
IV.1.9. Монетарни агрегати и потрошачке цене	20
IV.1.10. Доприноси расту МЗ	20
IV.1.11. Кредити и БДП	21
IV.1.12. Доприноси тримесечној стопи раста пласмана банака	21
IV.1.13. Учешће динарских потраживања у укупним потраживањима банака од привреде и становништва	22
IV.2.1. Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту	25
IV.2.2. Дневне промене курса динара према евр	25
IV.2.3. Показатељ премије ризика – ЕМВІ по земљама (дневни подаци)	26
IV.2.4. Кретање курсева одређених националних валута према евр	26
IV.2.5. Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала	27
IV.2.6. Структура финансијског биланса	27
IV.3.1. БДП и домаћа тражња	28
IV.3.2. Доприноси међугодишњој стопи раста БДП-а	28
IV.3.3. Потрошња државе	29
IV.3.4. Извоз и увоз робе	30
IV.3.5. Кретање главних компоненти увоза	31
IV.3.6. Домаћа и увозна инфлација	31
IV.3.7. Кретање цена нафте и бакра	32
IV.3.8. Индекс светских цена хране	32
IV.4.1. Кретање индикатора економске активности	33
IV.4.2. Доприноси међугодишњој стопи раста БДП-а	33
IV.4.3. Кретање индустријске производње	33
IV.4.4. Кретање трговине на мало	34
IV.4.5. Производни јаз	34
IV.5.1. Кретање просечних нето зарада	35
IV.5.2. Кретање продуктивности, бруто реалних зарада и јединичних трошкова рада у индустрији	35
IV.5.3. Запосленост и стопа незапослености	35
IV.5.4. Доприноси међугодишњој стопи раста запослености	36

IV.6.1.	Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2012. годину ММФ-а	37
IV.6.2.	БДП и инфлација у зони евра	37
V.0.1.	Пројекција инфлације	43
V.0.2.	Пројекција раста бруто домаћег производа	44
V.0.3.	Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације	45
V.0.4.	Остварење пројекције инфлације из фебруара 2011.	45

Табеле

III.0.1.	Раст потрошачких цена по компонентама	5
III.0.2.	Показатељи раста цена	6
IV.1.1.	Монетарни агрегати	19
IV.1.2.	Субвенционисани кредити	22
IV.3.1.	Индикатори кретања инвестиција	30
V.0.1.	Претпоставке пројекције	42
Табела А.	Индикатори екстерне позиције Србије	46
Табела Б.	Основни макроекономски индикатори	47

Графикони у освртима

О 1.1.	Краткорочна пројекција инфлације са утицајем и без утицаја привремених фактора	10
О 2.1.	Индикатори базне инфлације	13
О 3.1.	Нето позиција сектора према банкама у Србији и у иностранству	23
О.3.2	Нето позиција привреде према банкама у Србији и у иностранству	23
О.3.3	Рочна структура нето позиције свих сектора према банкама у Србији	23
О.3.4	Валутна структура нето позиције сектора према банкама у Србији	23
О.4.1	Девизне резерве Народне банке Србије и показатељи њиховог адекватног нивоа	39

Табеле у освртима

О.2.1	Учешће у ИПЦ	13
О.4.1.	Адекватан ниво девизних резерви Народне банке Србије на крају Т3 2011, израчунат према различитим методама и сценаријима	40

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

Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе

2011. година

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

2012. година

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

Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије

Саопштење са седнице Извршног одбора, 8. 12. 2011.

Након разматрања актуелних економских кретања, Извршни одбор Народне банке Србије је на данашњој седници одлучио да референтну каматну стопу смањи за 0,25 процентних поена, тако да она од данас износи 9,75 одсто.

Кључни дезинфлаторни фактори су у овом, а биће и у наредном периоду ослабљени трошковни притисци по основу регулисаних цена и цена хране, као и ниска агрегатна тражња. Процесу дезинфлације, такође, доприноси настављање пада инфлационих очекивања. Повратак инфлације у границе дозвољеног одступања од циља очекује се у првом тромесечју наредне године.

На глобалном нивоу, фискална и финансијска неизвесност су и даље наглашене, пре свега због кризе јавног дуга у зони евра. У таквим околностима очекујемо да ће подршку очувању макроекономске и финансијске стабилности у Србији дати и усвајање буџета у складу с фискалним правилима и закљученим стандардним аранжманом из предострожности с ММФ-ом.

Даље кретање референтне каматне стопе зависиће од остваривања ризика, пре свега у међународном окружењу и у области фискалне политике, и њиховог утицаја на инфлацију.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће се донети одлука о референтној каматној стопи одржаће се 19. јануара 2012.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 19. 1. 2012.

Након разматрања актуелних економских кретања и процена за наредни период, Извршни одбор Народне банке Србије је на данашњој седници одлучио да референтну каматну стопу смањи за 0,25 процентних поена, тако да она од данас износи 9,5 одсто.

Инфлација је наставила да пада и крајем 2011. године је била нешто нижа од очекивања Народне банке Србије, углавном због једнократних методолошких ефеката у обрачуна цена воћа и поврћа. Очекујемо даљи пад инфлације, уз могућност да се она испод доње границе дозвољеног одступања од циља нађе крајем првог тромесечја ове године. Део овог пада биће привременог карактера и резултат, поред већ поменутог, и других ефеката попут административног ограничења трговачких маржи и такозваног базног ефекта високих месечних стопа инфлације с почетка претходне године. С обзиром на то, очекујемо да ће се инфлација стабилизovati око циља у трећем тромесечју ове године.

Имајући у виду такво кретање инфлације, као и појачану фискалну и финансијску неизвесност на глобалном нивоу, пре свега због још увек нерешене кризе у зони евра, Извршни одбор је донео одлуку да даље смањи референтну каматну стопу.

Кретање референтне каматне стопе у наредном периоду и даље ће зависити у највећој мери од остваривања ризика у међународном окружењу и у области фискалне политике, као и од њиховог утицаја на инфлацију.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће се донети одлука о референтној каматној стопи одржаће се 9. фебруара.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 9. 2. 2012.

Извршни одбор Народне банке Србије задржао је референтну каматну стопу на нивоу од 9,5%.

Међугодишња инфлација је и даље у паду, пре свега, услед смањених трошковних притисака на цене хране и ниске агрегатне тражње. У наредним месецима пад међугодишње инфлације наставиће се првенствено због базног ефекта високих месечних стопа инфлације са почетка претходне године.

Очекујемо да ће се инфлација вратити у границе дозвољеног одступања од циља већ у овом тромесечју, а затим привремено спустити до нивоа око доње границе дозвољеног одступања од циља, али ће се потом стабилизovati око циља средином године. Монетарна политика при доношењу одлука, пре свега, узима у обзир факторе инфлације који делују на средњи рок.

Према процени НБС, успоравање светске привреде, уз вероватну рецесију у еврозони, утицаће на успоравање привредног раста Србије у 2012. години, у којој очекујемо раст БДП-а од око 0,5%.

Основни ризици пројекције инфлације долазе из међународног окружења због још увек нерешене кризе у зони евра, као и из домена фискалне политике. Одржавање буџетског дефицита у раније договореним оквирима са ММФ-ом представљало би додатну гаранцију макроекономске стабилности и оставило већи простор за будућу релаксацију монетарне политике.

На данашњој седници, Извршни одбор усвојио је и фебруарски Извештај о инфлацији који ће бити објављен 13. фебруара, када је заказана и његова јавна презентација.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће се донети одлука о референтној каматној стопи одржаће се 8. марта 2012. године.

CIP - Каталогизација у публикацији
Народна библиотека Србије, Београд

33

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

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