



Народна банка Србије

2013  
фeбpуap

# ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ



2013  
фeбpуap

# ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

**НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ**

**Београд, Краља Петра 12**

**Тел. 011/3027-100**

**Београд, Немањина 17**

**Тел. 011/333-8000**

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

**Тираж: 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 5. фебруара 2013. године.

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

Извршни одбор Народне банке Србије:

Јоргованка Табаковић, гувернер

Ана Глигоријевић, вицегувернер

Веселин Пјешчић, вицегувернер

Диана Драгутиновић, вицегувернер

Ђорђе Јевтић, директор Управе за надзор над финансијским институцијама

**СКРАЋЕНИЦЕ КОРИШЋЕНЕ  
У ОВОМ ИЗВЕШТАЈУ**

**БДП** – бруто домаћи производ  
**ВИС** – Банка за међународне обрачуне  
**б.п.** – базни поен  
**СЕГТА** – 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

<b>I. Резиме</b>	1
<b>II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији</b>	5
<b>III. Кретање инфлације</b>	7
<i>Осврт 1: Измене у обрачуна индекса потрошачких цена у 2013. години</i>	11
<b>IV. Детерминанте инфлације</b>	15
1. Кретања на тржишту новца и капитала и кредити банака	15
<i>Осврт 2: Кретање NPL и нове мере Народне банке Србије усмерене на њихово смањење</i>	24
2. Кретања на девизном тржишту и курс динара	26
<i>Осврт 3: Детерминанте текућег рачуна платног биланса</i>	30
3. Агрегатна тражња	32
4. Економска активност	35
5. Кретања на тржишту рада	38
6. Међународно окружење	40
<b>V. Пројекција инфлације</b>	43
Табела А. Индикатори екстерне позиције Србије	50
Табела Б. Основни макроекономски индикатори	51
Додатак 1. Писмо Народне банке Србије Влади Републике Србије због одступања инфлације од утврђеног циља	52
Списак графикана и табела	54
Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе	56
Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије	57



## I. Резиме

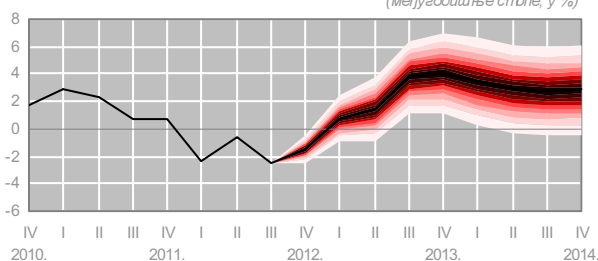
*Раст мг. инфлације изнад горње границе дозвољеног одступања од циља настављен је у Т4, али споријим темпом.*

*Инфлациона очекивања су у Т4 била стабилна, док је у јануару забележен њихов пад.*

*Према најновијим очекивањима Consensus Forecast-а и ММФ-а, економска активност у зони евра ће у 2013. години бити у паду.*

*Пројекција раста БДП-а за 2013. годину задржана је на око 2,5%, и поред очекивања да ће ове године изостати опоравак зоне евра.*

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



Међугодишња инфлација је у Т4 наставила да расте, али споријим темпом, и у децембру је износила 12,2%. Инфлација је у Т4 била нижа у односу на Т3 и износила је 2,3%. Након октобарског раста од 2,8%, праћеног једнократним поскупљењем великог броја производа и услуга због повећања стопе ПДВ-а и акциза, раст потрошачких цена у новембру је изостао, док је у децембру по основу појефтињења свежег меса, воћа и поврћа и нафтних деривата забележен пад цена. С друге стране, снажан раст регулисаних цена обележио је Т4.

Упркос расту мг. инфлације, у Т4 је заустављен раст инфлационих очекивања. У јануару је забележен њихов пад за наредну годину дана, што би могло да указује на повећање кредибилитета економске политике. Процент предузећа која у наредна три, односно шест месеци очекују раст цена инпута и својих производа и услуга мањи је него у претходном периоду.

Зону евра у Т4 карактерисали су наставак рецесионих притисака и раст стопе незапослености. Према најновијим очекивањима Consensus Forecast-а и ММФ-а, економска активност у зони евра ће у 2013. години бити у паду. Ипак, позитивни сигнали стижу с финансијских тржишта. Мере ЕЦБ-а усмерене на откуп државних обвезница најугроженијих чланица, кораци у правцу снажније фискалне интеграције и конкретизација договора о јединственом надзору банака у оквиру зоне евра деловали су стабилизујуће на финансијска тржишта и утицали на пад приноса на обвезнице презадужених земаља зоне евра. Наставак експанзивне политике ФЕД-а допринеће да се висока ликвидност на међународном тржишту новца задржи и у 2013. години.

Неповољни трендови у зони евра прелили су се на регион централне и југоисточне Европе и одразили на погоршавање извозних могућности и успоравање привредног раста. Међутим, и поред наговештаја да ће раст економске активности у зони евра бити коригован наниже (са 0,2% на -0,1%), пројекцију раста БДП-а Србије за 2013. годину, изнету у новембарском Извештају о инфлацији, задржали смо на око 2,5%. Проценили смо да ће негативни ефекти по основу погоршања економске активности главних спољнотрговинских партнера Србије бити неутралисани позитивним доприносом

пољопривреде, аутомобилске и нафтне индустрије после повећања капацитета у рафинерији Панчево.

Позитиван допринос расту БДП-а у 2013. години може се очекивати по основу нето извоза и приватних инвестиција, док ће потрошња државе и домаћинства бити у паду.

*Пад економске активности у Т4 успорен је на мг., док је на тромесечном нивоу остварен благ раст.*

Економска активност у Србији је у Т4 показивала извесне сигнале опоравка – процењени мг. пад реалног БДП-а био је знатно мањи него у претходним тромесечјима, а на тромесечном нивоу је остварен раст. Позитивни резултати забележени су у прерађивачкој индустрији, пре свега у производњи моторних возила и нафтних деривата. Снажан раст у аутомобилској производњи прелио се и на извоз, чиме су моторна возила заузела место водећег извозног производа Србије.

*Све компоненте домаће тражње, осим потрошње државе, дале су негативан допринос економској активности у Т4.*

Дезинфлаторни притисци по основу агрегатне тражње задржани су на нивоу из претходног тромесечја. Домаћа тражња дала је негативан допринос економској активности. Највећи негативан допринос потиче од потрошње домаћинства због додатних притисака по основу повећања стопе ПДВ-а и акциза на ионако ниску куповну моћ грађана. Проблеми с ликвидношћу и неизвесност око брзине будућег опоравка привреде и даље су фактори који коче бржи опоравак приватних инвестиција.

*Јачање динара, започето у септембру, настављено је у Т4.*

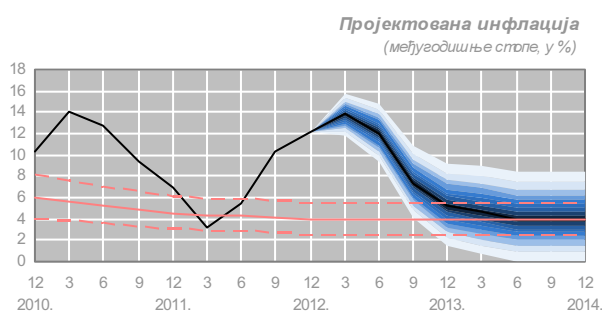
На ублажавање инфлаторних притисака у последњем тромесечју 2012. године утицало је и кретање девизног курса. Динар је према еврџу номинално ојачао за 3,2%. Томе су допринели пре свега повећање рестриктивности монетарне политике Народне банке Србије, већа ликвидност на међународном тржишту новца, мере Владе у правцу фискалне консолидације и одобравање субвенционисаних кредита. Прилив капитала из иностранства био је знатно виши него у претходним тромесечјима, док је истовремено дефицит текућих плаћања знатно смањен у новембру. Нетипично за крај године, тражња предузећа за девизама у децембру је била ниска.

*Фискални дефицит у 2012. години био је нижи од дефицита предвиђеног ребалансом буџета.*

Држава се у Т4 у великој мери финансирала монетизацијом својих девизних депозита и тако утицала на повећање динарске ликвидности банкарског сектора. Фискални дефицит у 2012. години износио је око 6,4% БДП-а, што је ниже од дефицита предвиђеног ребалансом буџета.

**Народна банка Србије је наставила да повећава степен рестриктивности монетарне политике. Истовремено, променом смера главних операција на отвореном тржишту обезбедила је повлачење вишка динарске ликвидности.**

**Очекиван раст регулисаних цена ће у највећој мери одредити раст потрошачких цена у Т1 2013. године.**



**Од Т2 уследиће пад мг. инфлације и њен повратак у границе циља очекује се до краја године.**

**Извршни одбор Народне банке Србије ће у наредним месецима размотрити могућност ублажавања монетарне политике.**

Ради спречавања преливања раста цена хране и очекиваног раста регулисаних цена на остале цене, Народна банка Србије је у протекла три месеца наставила да повећава степен рестриктивности монетарне политике. Мере централне банке требало би да обезбеде да се инфлација у средњем року стабилизује око циља и тиме допринесе макроекономској стабилности. У условима повећане динарске ликвидности, Народна банка Србије је променила смер главних операција ка повлачењу ликвидности, што је додатно допринело стабилизацији кретања на девизном тржишту.

Међугодишња инфлација ће највероватније наставити да расте још у Т1 2013. године. Томе ће, поред ефеката ниске базе због ниских месечних стопа инфлације у истом периоду претходне године, допринети у највећој мери и очекиван раст регулисаних цена. Посматрано на тромесечном нивоу, у Т1 очекује се виши раст инфлације него у претходном тромесечју. Раст ће претежно бити одређен растом регулисаних цена, пре свега енергената, цигарета и комуналних услуга, као и очекиваним растом цена воћа и поврћа, чему ће допринети и то што поједини пољопривредни производи губе третман сезонских производа.

Инфлација ће од Т2 постепено почети да пада и у границама дозвољеног одступања од циља наћи ће се до краја 2013. године. Поред до сада предузетих мера монетарне политике, на пад ће утицати очекивано смањење цена хране с доласком нове пољопривредне сезоне и ниска агрегатна тражња. У средњем року, инфлација би требало да се креће у границама циља. Одступања од пројекције подједнако су вероватна навише и наниже, а односе се првенствено на кретања цена примарних производа на домаћем и светском тржишту, као и на дешавања у реалном сектору и финансијским тржиштима у међународном окружењу. Фискални ризици су, према нашем мишљењу, након доношења програма фискалне консолидације знатно смањени, а потврду кредибилности програма економске политике дао би и очекивани наставак аранжмана с ММФ-ом.

Са ишчезавањем инфлационог шока по основу цена хране и регулисаних цена, Извршни одбор Народне банке Србије ће у наредним месецима размотрити могућност ублажавања монетарне политике. Међутим, због могуће неочекиване промене утицаја појединих фактора на наведену пројекцију инфлације, изнето очекивање у погледу карактера мера монетарне политике у наредном периоду није обавезујуће за Народну банку Србије.



## II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији

*Народна банка Србије је наставила да повећава степен рестриктивности монетарне политике. Истовремено, променом смера главних операција на отвореном тржишту обезбедила је повлачење вишка динарске ликвидности.*

У периоду од претходног Извештаја о инфлацији, Извршни одбор Народне банке Србије наставио је да повећава референтну каматну стопу. С обзиром на природу фактора који утичу на раст инфлације (шокови на страни понуде), референтна каматна стопа је повећавана ради спречавања њихових секундарних ефеката, тј. преливања раста цена хране и најављеног раста регулисаних цена на остале цене.

Референтна каматна стопа је у децембру и јануару повећана за **30 б.п. и 25 б.п., респективно, на 11,5%**. Иако су инфлаторни притисци били слабији у односу на пројекцију инфлације објављену у новембарском Извештају о инфлацији, Извршни одбор је оценио да су они и даље изражени и да захтевају реакцију монетарне политике. Било је извесно да ће се раст мг. инфлације, који је у новембру привремено успорен, наставити у наредним месецима и да ће се инфлација кретати знатно изнад горње границе дозвољеног одступања од циља. Истовремено, најављен је раст регулисаних цена у наредном периоду.

С друге стране, висину повећања референтне каматне стопе ограничила је чињеница да су инфлаторни притисци ублажени захваљујући паду премије ризика, релативно стабилном курсу динара и смањењу цена нафтних деривата. Такође, претходно предузете рестриктивне мере монетарне политике и доношење плана фискалне консолидације допринели су

заустављању раста инфлационих очекивања у Т4. Инфлаторни притисци су били умањени и чињеницом да ће ниска агрегатна тражња и убудуће остати кључни дезинфлаторни фактор, као и да ће храна појефтинити с предстојећом пољопривредном сезоном. Поред тога, Извршни одбор очекује да ће програм фискалне консолидације у овој години показати видније резултате и пружити пун допринос смањивању мг. инфлације у наредном периоду.

Поред повећања референтне каматне стопе, Извршни одбор је у децембру одлучио да **промени смер главних операција на отвореном тржишту** како би спречио да повећана динарска ликвидност утиче на стварање инфлаторних притисака и притисака на девизно тржиште.

Будући да се инфлација у периоду јул–децембар кретала изнад горње границе дозвољеног одступања од циља, Народна банка Србије је, у складу са Споразумом о циљању (таргетирању) инфлације, упутила **писмо Влади**. Када је реч о разлозима одступања инфлације од циља, истакнуто је да је пораст инфлације у протеклих шест месеци у највећој мери био последица поскупљења хране, ефеката депрецијације и повећања стопе пореза на додатну вредност и акциза. Да би обуздала инфлаторне притиске и обезбедила стабилност цена у средњем року, Народна банка Србије је реаговала повећањем степена рестриктивности монетарне политике. Пуни ефекти до сада преузетих рестриктивних мера монетарне политике на инфлацију тек се очекују. С друге стране, Народна банка Србије сматра да је потребно утврдити и реализовати системске мере које би допринеле стабилизацији тржишта хране, као и да Влада дефинише средњорочни оквир корекције

регулисаних цена, уз одржавање планиране политике зарада у јавном сектору и пензија.<sup>1</sup>

Одлука Извршног одбора у фебруару да референтну каматну стопу повећа за 25 б.п., на 11,75%, усмерена је на спречавање преношења ефеката повећања регулисаних цена на остале цене. Истакнут је значај усвајања годишње динамике корекција

регулисаних цена, као и доследног спровођења програма фискалне консолидације. С друге стране, постигнута је стабилност девизног тржишта, смањена су инфлаторна очекивања, а агрегатна тражња ће и у наредном периоду имати снажан дезинфлаторни утицај. Забележен је и благ опоравак економске активности, чији су се први ефекти већ испољили током последњег тромесечја претходне године.

---

<sup>1</sup> Видети Додатак 1 на стр. 52.

### III. Кретање инфлације

Раст мг. инфлације настављен је и у Т4. Од јула се мг. инфлација креће изнад горње границе дозвољеног одступања од циља.

Очекујемо да ће инфлација у Т1 наставити да расте, чему ће највише допринети очекивани раст регулисаних цена.

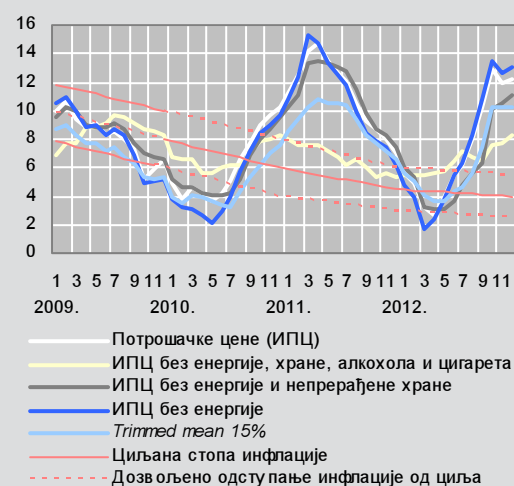
#### Кретање инфлације у Т4

У Т4 је, као последица пада цена непрерађене хране, остварена нижа инфлација него у претходном тромесечју.

У складу са очекивањима изнетим у новембарском Извештају о инфлацији, мг. инфлација је у Т4 наставила да расте и у децембру је износила 12,2%. Раст је био одређен трошковним притисцима на

цене хране, слабљењем динара из претходног периода, ефектима повећања ПДВ-а и акциза, као и растом регулисаних цена. Будући да се мг. инфлација шест узастопних месеци (јул–децембар) кретала изнад горње границе дозвољеног одступања од циља, Народна банка Србије је у јануару писмом обавестила Владу о разлозима тог одступања, мерама које су предузете и које треба предузети да би се обезбедила ниска и стабилна инфлација у средњем року, као и када се очекује повратак инфлације у оквиру циља.<sup>2</sup>

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



Извор: РЗС и НБС.

Међугодишња инфлација је и у Т4 наставила да расте и од јула креће се изнад горње границе дозвољеног одступања од циља.

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

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

Извор: РЗС и НБС.

<sup>2</sup> Видети Додатак 1 на стр. 52.

**Потрошачке цене** су у Т4 повећане за 2,3%. Након октобарског раста од 2,8%, праћеног једнократним поскуплењем великог броја производа и услуга због повећања стопе ПДВ-а и акциза, раст потрошачких цена у новембру је изостао, док је у децембру по основу појевтињења свежег меса, воћа и поврћа, као и нафтних деривата, забележен пад. Управо због већег пада цена непрерађене хране од очекиваног, м.г. инфлација се током Т4 кретала на доњој граници краткорочне пројекције инфлације објављене у новембарском Извештају о инфлацији.

**Цене хране и безалкохолних пића** оствариле су знатно нижи раст (0,9%) него у Т3. **Цене непрерађене хране** су пале 7,8%, што је допринело успоравању инфлације са 1,2 п.п. Највећи допринос томе дало је смањење цена свежег меса и воћа. Цене свих категорија свежег меса снижене су током новембра и децембра. Појевтињење свежег меса делимично је последица веће понуде меса због раста цена сточне хране у претходном периоду, а делом и прилагођавања ниској тражњи и смањеној куповној моћи грађана. Међутим, пад цена свежег меса још се није одразио на смањење цена месних прерађевина. Због повољних временских прилика и добре понуде на пијацама, изостао је сезонски уобичајени раст цена поврћа. У децембру је забележен

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

	III 2012. III 2011.	VI 2012. VI 2011.	IX 2012. IX 2011.	XII 2012. XII 2011.
Потрошачке цене	3,2	5,5	10,3	12,2
Цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште	5,9	3,4	7,0	6,4
Цене произвођача пољопривредних производа	0,9	15,4	39,0	35,0*
Цене елемената и материјала за уграђивање у грађевинарству	0,8	2,3	7,1	5,1

\* Новембар на новембар.  
Извор: РЗС и НБС.

њихов пад, пре свега захваљујући производима код којих се примењује метод импутације (паприка, краставац и парадајз). Цене воћа су пале више него што се очекивало. С друге стране, раст **цена прерађене хране** је настављен. Допринос те групе производа укупној инфлацији износио је 1,5 п.п. Притом, највећи допринос потиче од цена млека и млечних производа, хлеба и житарица и безалкохолних пића.

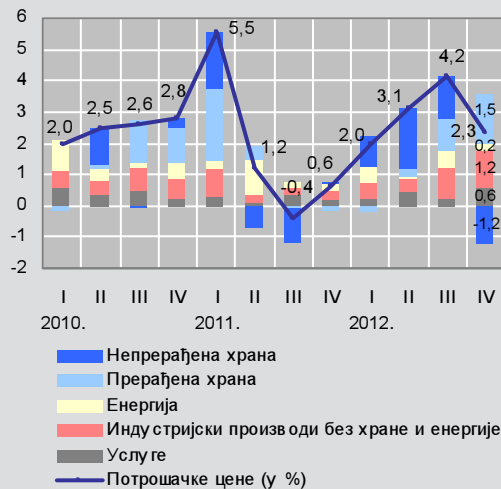
Графикон III.0.2. Кретање цена (тримесечне стопе, у %)



Извор: РЗС и НБС.

*Раст цена хране у Т4 био је нижи у односу на Т3, као последица пада цена непрерађене хране.*

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



Извор: РЗС и НБС.

*Највећи допринос расту ИПЦ-а потиче од прерађене хране.*

**Цене индустријских производа без хране и енергије** повећане су за 4,8%. Највећи допринос расту тих цена (2,4 п.п.) дале су цене цигарета, које су повећане за 14,2% због повећања акциза.

Цене у оквиру групе **енергије** знатно су мање порасле него у Т3 и у највећој мери су резултат поскупљења грејања (15,7%). Због јачања динара према долару, цене нафтних деривата су опале 4,3% и дале негативан допринос укупној инфлацији у Т4 од 0,2 п.п.

Цене **услуга** су повећане за 3,3%, и то највише по основу раста цена појединих услуга мобилне телефоније, кабловске телевизије, туристичких аранжмана, као и градског превоза од око 16% (0,1 п.п.).

**Базна инфлација** (ИПЦ по искључењу цена енергије, хране, алкохола и цигарета), остварила је у Т4 раст од 3,1%. Највећи раст је остварен у октобру као последица повећања стопе ПДВ-а и ефеката депрецијације динара из претходног периода, који су током тромесечја ослабили. Посматрано по категоријама, највише су поскупели производи кућне хемије и лекови, градски превоз, поједине услуге мобилне телефоније и туристички аранжмани.

**Регулисане цене** су порасле знатно више (5,2%) него у Т3, што је било последица раста цена цигарета, у већој, и комуналних и саобраћајних услуга, у мањој мери. На нивоу године раст је износио 9,7%, чиме је, и поред изостанка корекција цена електричне енергије и природног гаса, премашен планиран раст за 2012. (6%±2 п.п.).

**Цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште** су у Т4 забележиле благ пад (0,1%). И на мг. нивоу уочава се слабљење инфлаторних притисака по том основу – раст цена произвођача индустријских производа за домаће тржиште је у децембру смањен на 6,4% мг. Највећи допринос паду потиче од смањења цена у производњи нафтних деривата због јачања динара. Пад цена забележен је и у производњи хемикалија и хемијских производа. С друге стране, због лоше пољопривредне сезоне и раста цена примарних пољопривредних производа на светском тржишту у претходном периоду, цене у производњи прерађене хране и даље расту (12,8% мг.).

**Цене произвођача пољопривредних производа**<sup>3</sup> су у новембру пале 1,4% у односу на септембар, као последица пада цена у области сточарства од 4,2%.

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



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



<sup>3</sup> Цене произвођача у области пољопривреде и рибарства.

Највећи пад цена забележен је код живих свиња и говеда. Сезонски пад цена забележен је код кукуруза, али знатно мањи у поређењу са истим периодом претходне године због лоше пољопривредне сезоне.

**Цене елемената и материјала за уграђивање у грађевинарству** смањене су у Т4 за 1,0%. Њихов мг. раст је успорен и у децембру је износио 5,1%.

У Т4 је, према нашој процени, забележен тромесечни пад **увозних цена**<sup>4</sup> од 3,8%<sup>5</sup>, што је утицало да увозна инфлација на мг. нивоу успори раст на 11,9%. Пад увозних цена је у највећој мери последица пада светских цена хране и средстава за репродукцију, док је раст увозних цена потрошних добара деловао у супротном смеру. Кретање увозних цена указује да у наредном периоду по том основу не би требало очекивати инфлаторне притиске.

<sup>4</sup> Као индикатор увозних цена коришћен је пондерисани просек индекса светских цена нафте и хране, извозних и потрошачких цена Немачке, као нашег најзначајнијег спољнотрговинског партнера.

<sup>5</sup> Однос просека два узастопна тромесечја.

## Осврт 1: Измене у обрачуну индекса потрошачких цена у 2013. години

Републички завод за статистику планира да од почетка 2013, у складу с препорукама *Eurostat*-а, измени пондере за обрачун ИПЦ-а. Највећа методолошка разлика у обрачуну ИПЦ-а у Србији према обрачуну у осталим европским земљама огледа се у извору података на основу којих се рачунају пондери појединих група производа и услуга. Обрачун пондера за ИПЦ до сада се код нас заснивао на подацима из Анкете о потрошњи домаћинства (АПД), док је пракса у већини европских земаља била да се за израчунавање пондера користе подаци националних рачуна, пре свега подаци о финалној монетарној потрошњи домаћинства. Преласком на нову методологију рачунање домаћег ИПЦ-а ускладиће се, према извору података, са обрачуном хармонизованог индекса потрошачких цена (ХИПЦ) Европске уније. Усклађивање методологије обезбедиће и поузданију упоредивост нивоа и динамике инфлације у Србији са осталим европским земљама.

Подаци националних рачуна пружају потпунији увид у потрошњу домаћинства. За потребе обрачуна ИПЦ пондера, према међународним стандардима, у оквиру националних рачуна, укупна лична потрошња раздваја се на финалну монетарну и немонетарну потрошњу. Финална монетарна потрошња домаћинства добија се када се од укупне потрошње одузму импутирана рента<sup>1</sup>, потрошња из сопствене производње и природна потрошња (коришћење службених аутомобила, мобилних телефона и сл.). Подаци националних рачуна пружају потпунији увид у потрошњу домаћинства у односу на АПД, јер боље обухватају поједине категорије потрошње (алкохол и цигарете, транспорт, рекреација и култура). Како се АПД ради на узорку, подаци добијени из овог извора знатно потцењују личну потрошњу. Такође, подаци националних рачуна и АПД разликују се и по концепту обухвата података о потрошњи. АПД садржи податке о потрошњи резидената у земљи и иностранству (национални концепт), док подаци садржани у финалној монетарној потрошњи домаћинства укључују потрошњу резидената и нерезидената у земљи (домаћи концепт).

Кроз процес усклађивања својих националних индекса цена с препорукама и методологијом *Eurostat*-а прошле су и земље из окружења које су приступиле Европској унији или су у процесу пријема. Усклађивање је донело промену структуре пондера и промену учешћа појединих група производа у ИПЦ-у. Код већине земаља, најзначајнија промена односи се на пад учешћа цена хране и пића у ИПЦ-у (Табела О.1.1). Смањено учешће те групе производа највероватније

Табела О.1.1. Учешћа група производа и услуга у индексу потрошачких цена по земљама (у %)

Групе производа и услуга	Хрватска		Црна Гора		Словенија		Бугарска		Турска		Србија	
	ипц	хипц	ипц	хипц	ипц	хипц	ипц	хипц	ипц	хипц	ипц	хипц
Храна и безалкохолна пића	29,3	25,2	37,6	31,3	16,6	17,1	37,2	22,5	26,2	26,2	38,8	
Алкохолна пића, дуван и наркотици	5,0	7,5	3,7	4,5	5,2	5,6	5,3	8,0	5,2	5,2	5,4	
Одећа и обућа	7,1	5,0	7,6	4,8	7,5	6,2	3,6	3,3	6,9	6,9	5,1	
Становање, вода, струја, гас и друга горива	15,7	13,2	12,9	7,0	14,0	10,6	17,1	8,4	16,4	16,4	16,5	
Намештај, опрема за стан и одржавање	5,3	6,3	4,9	11,4	7,7	6,5	3,4	6,6	7,5	7,5	4,4	
Здравље	3,6	3,6	2,8	2,3	4,9	4,4	6,9	6,1	2,3	2,3	4,3	
Транспорт	12,8	13,4	12,2	13,4	15,8	17,9	7,5	19,3	16,7	16,7	10,5	
Комуникације	4,8	3,7	5,6	5,7	4,8	3,5	5,6	6,7	4,6	4,6	4,1	
Рекреација и култура	5,4	7,5	3,2	5,1	10,0	8,4	3,7	6,2	3,0	3,0	4,0	
Образовање	0,9	1,0	2,2	1,0	1,3	1,6	0,5	0,8	2,2	2,2	1,0	
Ресторани и хотели	3,0	4,8	3,0	11,0	5,1	7,2	4,9	5,0	5,6	5,1	2,0	
Остала добра и услуге	7,3	6,2	4,4	2,5	7,1	8,9	4,2	5,1	3,4	3,4	4,0	

Извор: *Eurostat*, РЗС и национални статистички заводи.

је последица већег обухвата укупне потрошње у оквиру националних рачуна у односу на АПД, тако да, иако се у апсолутним износима потрошња хране и пића не разликује у већој мери, само учешће хране и пића у укупној потрошњи знатно је мање у подацима из финалне монетарне потрошње домаћинства.

У складу с променама структуре пондера, очекујемо да ће примена нове методологије утицати и на смањење учешћа цена хране у ИПЦ-у и у Србији. Таква промена представља ризик остварења пројекције инфлације, имајући у виду да цене хране имају велике осцилације и да највише доприносе осцилирању укупне инфлације.

<sup>1</sup> У складу с међународним стандардима, процењена рента за део станова у којима станују домаћинства која су и власници тих станова.

## Краткорочна пројекција инфлације

*Процењујемо да ће инфлација у Т1 2013. остварити виши раст него у претходном тромесечју, пре свега по основу корекције регулисаних цена и раста цена воћа и поврћа.*

Међугодишња инфлација ће највероватније наставити да расте још у Т1 2013. Томе ће, поред ефекта ниске базе због ниских месечних стопа инфлације у Т1 2012. године, у највећој мери допринети и очекиван раст регулисаних цена. Посматрано на тромесечном нивоу, очекује се да ће раст цена у Т1 бити нешто виши него у претходном тромесечју.

У Т1 се очекује релативно снажан раст регулисаних цена. Највећи допринос инфлацији очекује се по основу повећања цена енергената (електричне енергије и природног гаса), као и цигарета, лекова и комуналних услуга.

Позитиван допринос инфлацији потицаће и од цена хране, при чему ће непрерађена храна забележити

знатно већи раст због раста цена воћа и поврћа, али и због тога што ће поједини пољопривредни производи (парадајз, краставац) изгубити третман сезонских производа.<sup>6</sup>

Процењујемо да ће цене индустријских производа без хране и енергије у Т1 порастати по основу раста цена лекова, као и цигарета и алкохола због повећања акциза. Раст цена те групе производа требало би ипак да буде нижи него у претходном тромесечју, будући да су ефекти депрецијације из претходног периода углавном исцрпљени и да динар последњих месеци јача.

У оквиру групе енергије очекујемо висок раст цена у поређењу с Т4. На такво кретање највише ће утицати повећање цена гаса и очекивано повећање цена електричне енергије.

Такође, очекује се раст цена услуга, пре свега по основу раста цена комуналних услуга, пакет-аранжмана и друштвене заштите деце у вртићима.

Највећа неизвесност пројекције за Т1 повезана је с кретањем цена хране и светске цене нафте. С обзиром на то да ће се променити структура пондера за обрачун ИПЦ и да ће се они израчунавати на основу података националних рачуна, а не као до сада на основу Анкете о потрошњи домаћинстава, могуће је да ће доћи до одступања од наведене пројекције.<sup>7</sup>

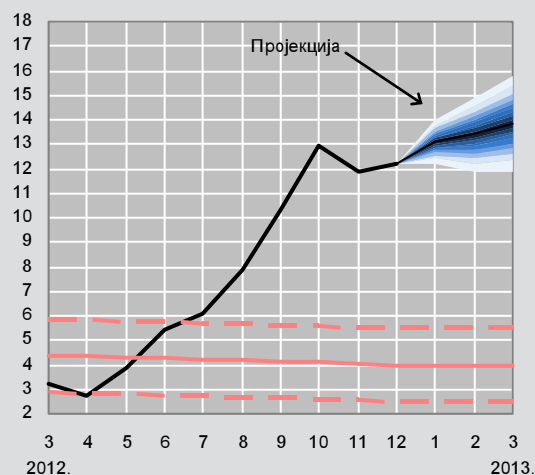
## Инфлациона очекивања

*У Т4 је заустављен раст инфлационих очекивања годину дана унапред, док је у јануару дошло до њиховог пада, упркос даљем расту м.г. инфлације.*

Према резултатима анкете коју спроводи агенција **Блумберг**, инфлациона очекивања **финансијског сектора** су, после новембарског раста на 8,0%, у децембру задржана на истом нивоу. У јануару и фебруару су опала за по 0,5 п.п., на 7,0%. То је за 1,5 п.п. изнад горње границе дозвољеног одступања од циља.

И према резултатима децембарске анкете агенције **Ипсос**, инфлациона очекивања **финансијског сектора** за годину дана унапред износила су 8,0% и

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



Извор: НБС.

*Међугодишња инфлација ће наставити да расте још у Т1.*

<sup>6</sup> На ове производе неће се примењивати метод импутације као што је до сада био случај.

<sup>7</sup> Видети Осврт на стр. 11.

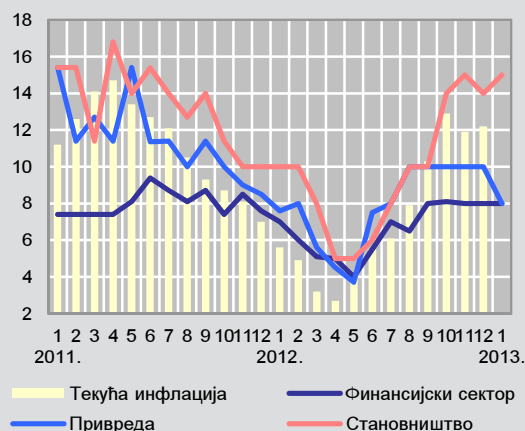
нису се мењала од септембра 2012. Непромењена су остала и у јануару. Очекивања **привреде** су у децембру, пети месец заредом, износила 10,0%, а у јануару су смањена на 8,0%. Највиша су инфлациона очекивања **становништва**. У току Т4 била су изнад текуће инфлације у већој мери него у претходном тромесечју, али су се, након раста у новембру на 15,0%, у децембру вратила на октобарски ниво од 14,0%. У јануару су поново повећана на 15,0%.

Иако су инфлациона очекивања стабилизована, и даље је изражена дисперзија одговора испитаника, што говори о њиховој неизвесности у погледу будуће инфлације. Дисперзија је највише била изражена код становништва. Она је на високом нивоу од августа прошле године, што се може довести у везу с пољопривредним шоком и растом цена хране. Неслагање међу испитаницима из сектора привреде о томе колика ће инфлација за годину дана бити такође је високо, а у јануарској анкети агенције Ипсос било је највеће од када се та анкета спроводи. Најмање неслагање је међу испитаницима

финансијског сектора, али је и оно у јануару било највеће до сада. Према анкети агенције Блумберг, дисперзија инфлационих очекивања финансијског сектора од почетка ове године се смањује, али је и даље висока.

Резултати анкете агенције Ипсос указују да је нето проценат предузећа<sup>8</sup> која у наредних три и шест месеци очекују растуће трошковне притиске по основу цена инпута, као и нето проценат предузећа која очекују да ће повећати цене својих производа и услуга, од октобра до децембра био у оштром паду. Штавише, у децембру је учешће предузећа која очекују да ће у наредна три месеца смањити цене својих производа и услуга било веће од учешћа оних који очекују да ће их повећати. У јануару је порастао нето проценат предузећа која очекују раст цена инпута и раст цена својих производа и услуга, али је он нижи него у претходном периоду. Позитивно кретање представља и то што је од новембра највеће учешће оних предузећа која очекују да ће цене инпута бити стабилне, као и да цене својих производа неће мењати у наредна три месеца.

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



Извор: Галуп, Ипсос и НБС.

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

Упркос расту инфлације, у Т4 је дошло до стабилизације инфлационих очекивања.

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



Извор: Блумберг и НБС.

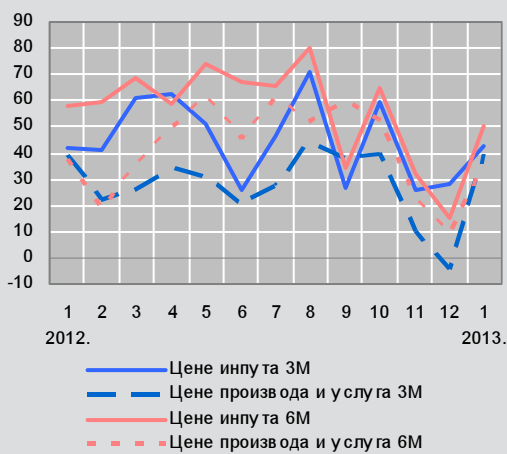
Неслагање међу испитаницима финансијског сектора о томе колика ће инфлација вероватно бити за 12 месеци и даље је високо.

<sup>8</sup> Разлика између процента предузећа која су се изјаснила да очекују повећање и процента предузећа која су се изјаснила да очекују смањење цена својих

инпута и производа и услуга. Ради повећања репрезентативности, подаци су пондерисани пословним приходом.

Према подацима Анкете, могао би се потврдити закључак изнет у претходном Извештају о инфлацији да су очекивања предузећа о повећању цена производа и услуга одређена пре очекиваним растом трошковних притисака по основу цена инпута него очекивањима у погледу будуће инфлације. Наиме, нето проценат предузећа која очекују да ће у наредна три месеца повећати цене својих производа и услуга био је мањи од нето процента предузећа која очекују раст цена инпута. Исто се односи и за очекивања у наредних шест месеци.

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



Извор: Ипсос и НБС.

Нето проценат предузећа која у наредних три и шест месеци очекују раст цена инпута и раст цена производа и услуга нижи је него у претходном периоду.

## IV. Детерминанте инфлације

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

#### Каматне стопе

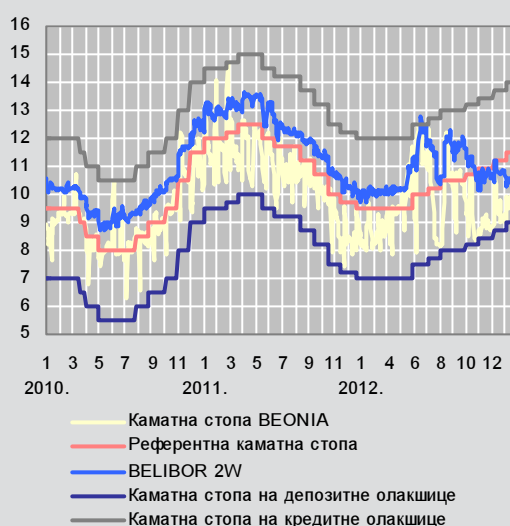
*Вишак ликвидности банкарског сектора и пад премије ризика утицали су на пад каматних стопа у већем делу Т4. Са изменом смера главних операција на отвореном тржишту вишак ликвидности је смањен, а каматне стопе на тржишту новца благо повећане.*

Повећање рестриктивности монетарне политике је настављено и од октобра 2012. до јануара 2013. референтна каматна стопа је повећана четири пута, за

укупно 100 б.п., на 11,5%. Народна банка Србије је у децембру изменила смер главних операција на отвореном тржишту, с креирања ка повлачењу ликвидности. Понуда ХоВ Народне банке Србије је ограничена, а аукција се обавља по варијабилним, вишеструким каматним стопама.

У већем делу Т4 каматне стопе на тржишту новца нису пратиле кретање референтне стопе због високе ликвидности банака, која је повећана пре свега по основу монетизације девизних депозита државе. Последице тражња банака на репо аукцијама обезбеђења ликвидности Народне банке Србије била је драстично смањена. Банке су све више користиле депозитне олакшице, па су се и каматне стопе на тржишту новца кретале знатно ближе

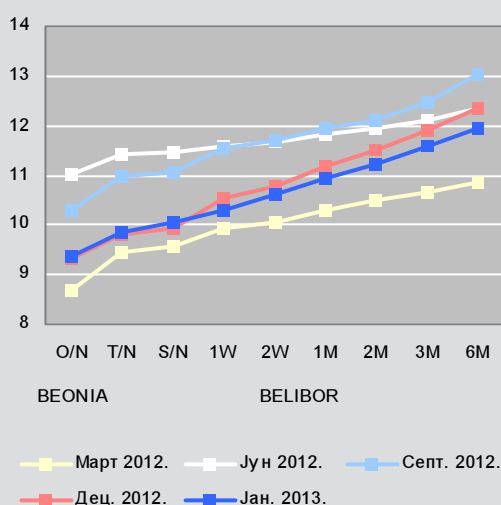
Графикон IV.1.1. Кретање каматних стопа (дневни подаци, на годишњем нивоу, у %)



Извор: Томсон Ројтерс и НБС.

*Повећана ликвидност банкарског сектора утицала је да се каматне стопе у већем делу Т4 крећу испод референтне стопе.*

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



Извор: Томсон Ројтерс и НБС.

*Пад каматних стопа на тржишту новца био је израженији за краће рочности.*

стопа на депозитне олакшице. Изменом смера главних операција ка повлачењу ликвидности, каматне стопе на тржишту новца приближавају се просечној пондерисаној каматној стопи која је постигнута на репо аукцији. На крају године та стопа је износила 9,8%.

Просечна месечна вредност каматне стопе *BEONIA* смањена је са 10,3% у септембру на 8,8% у новембру, да би са изменом смера главних операција и повећањем референтне стопе у децембру била повећана на 9,3%. Истовремено, просечан дневни промет на преконоћном међубанкарском тржишту смањен је са 9,1 млрд динара у Т3 на 6,5 млрд динара у Т4, при чему је промет био посебно низак у првој половини децембра.

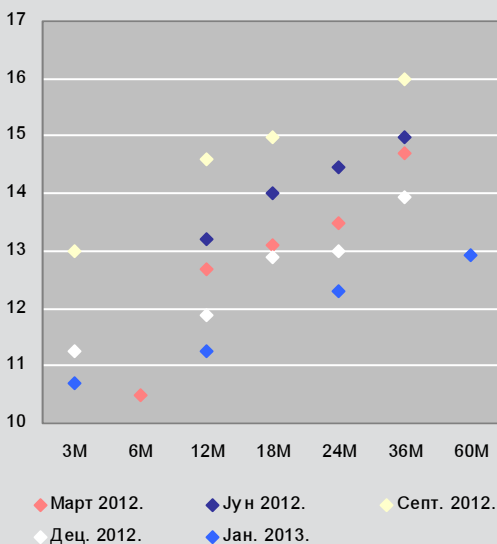
И краткорочне каматне стопе на тржишту новца бележиле су пад у току Т4, који је израженији за краће рочности. Највише је смањена просечна месечна вредност стопе за најкраћу рочност, *BELIBOR T/N*, са

11,0% у септембру на 9,4% у новембру, док је најмањи пад у истом периоду забележен за рочност од три месеца, са 12,5% на 11,9%. Просечне месечне вредности стопа за скоро све рочности су, после промене смера главних операција на отвореном тржишту, повећане, при чему је повећање израженије за краће рочности.

У јануару скоро све каматне стопе на тржишту новца бележе благ пад. Промет на преконоћном тржишту новца је смањен.

Каматне стопе на примарном тржишту динарских државних ХоВ такође су биле у паду и крајем године кретале су се у распону од 11,25% за рочност од три месеца до 13,95% за рочност од три године. Највише су смањене стопе за рочност од годину дана (2,7 п.п.), а најмање за рочност од шест месеци (0,6 п.п.). Пад каматних стопа резултат је повећане тражње инвеститора. По доношењу плана фискалне консолидације,

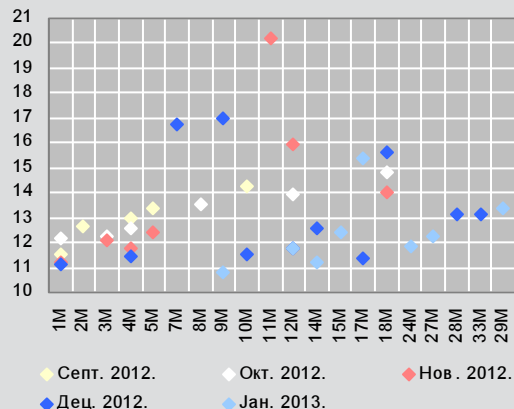
Графикон IV.1.3. Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ (на годишњем нивоу, у %)



Извор: Министарство финансија и привреде.

*Држава се у току Т4 задуживала под повољнијим условима на тржишту ХоВ.*

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



Извор: Министарство финансија и привреде и Централни регистар ХоВ.

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

*Стопе приноса на секундарном тржишту такође су биле у паду.*

повећано је интересовање инвеститора за улагање у државне ХоВ, посебно оне дугорочне. Паду каматних стопа допринела је и продаја еврообвезница на међународном тржишту, када је прикупљен већи износ средстава од планираног. У току Т4 продате су ХоВ номиналне вредности 77,1 млрд динара, док су на наплату доспеле ХоВ у износу од 50,4 млрд динара. Укупан дуг по том основу повећан је за 26,6 млрд динара, на 354,6 млрд динара колико је износио крајем године.

Током Т4 организоване су и четири аукције ХоВ деноминираних у еврима на којима су постигнуте ниже извршне стопе у односу на претходни период. Тако су на аукцијама у децембру стопе износиле 5,05% за рочност 18 месеци и 4,88% за рочност две године. И стопа постигнута на аукцији једногодишњих записа (5,75%), која је одржана почетком Т4, смањена је у односу на раније аукције. На тим аукцијама укупно је по номиналној вредности продато 193,2 млн евра.

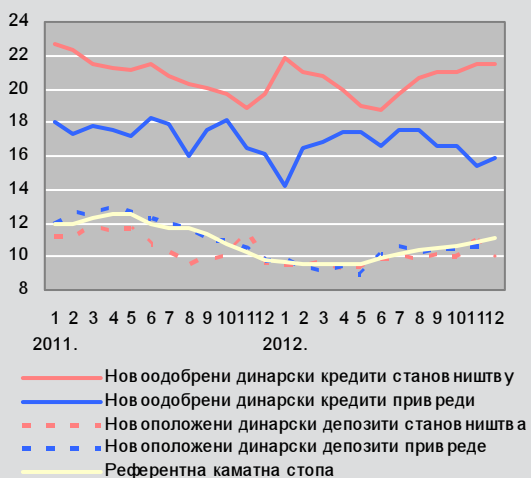
Кретања на секундарном тржишту карактеришу пад стопа и смањење промета. Стопе приноса до доспећа су се у децембру<sup>9</sup> кретале у распону од 11,1% за рочност од једног месеца до 13,1% за рочност од 29 месеци. Укупан промет у Т4 износио је 39,9 млрд динара. Када се искључе трговања до два радна дана од датума салдирања примарног трговања, промет износи 12,6 млрд динара, или 63,3% мање него у Т3.

Након септембарске, у новембру је одржана још једна успешна аукција државних ХоВ на међународном тржишту, овог пута петогодишњих еврообвезница. Због великог интересовања инвеститора, уместо провобитно планираних 500 млн долара, продато је 750 млн долара, а стопа од 5,45% која је постигнута на аукцији сматра се повољном.

Пад каматних стопа на државне ХоВ настављен је у јануару и запажа се и на примарном и на секундарном тржишту.

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

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



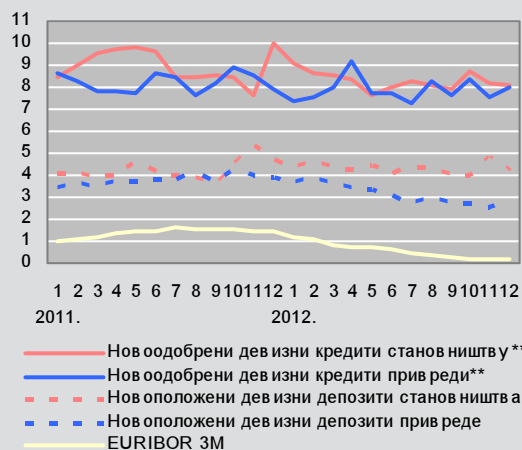
Извор: НБС.

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

*Цена динарских кредита привреди наставила је да пада и у Т4, док су каматне стопе на кредите становништву повећане.*

Графикон IV.1.6. Кретање каматних стопа на девизне кредите и депозите привреди и становништву\*

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



Извор: НБС и Европска банкарска федерација (ЕБФ).

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

\*\* У еврима и евроиндексирани.

*Каматне стопе на девизну штедњу становништва у новембру 2012. повећане су у мањој мери него у ранијим годинама.*

<sup>9</sup> За 97,4% трансакција.

Просечна пондерисана каматна стопа на новоодобрене динарске кредите привреди и становништву у Т4 смањена је за 0,5 п.п., на 17,4%, по основу пада каматних стопа на кредите привреди.

Каматне стопе на све врсте динарских кредита становништву су у Т4 повећане за 0,5 п.п. Каматна стопа на најзаступљеније готовинске кредите повећана је за 0,5 п.п., док су каматне стопе на потрошачке кредите повећане за 0,1 п.п. Цена динарских стамбених кредита повећана је за 1,1 п.п., али с обзиром на минимално учешће ових кредита у укупним кредитима, оно није имало већег утицаја на цену кредитирања становништва у динарима. Раст каматних стопа вероватно је допринео и мањој тражњи за тим кредитима у Т4.

У посматраном периоду, цена динарских кредита привреди је смањена за 0,7 п.п., на 15,9% колико је износила у децембру и може се довести у везу с падом каматних стопа на тржишту новца. Каматне стопе на најтраженије кредите, кредите за обртна средства, смањене су 1,1 п.п., на 15,5%. Највећи пад (2,1 п.п.) имале су каматне стопе на извозне кредите, али је њихово учешће у новоодобреним кредитима минимално. Стопа на инвестиционе кредите смањена је за 0,5 п.п., док је стопа на остале кредите повећана за 0,1 п.п.

Каматне стопе на кредите у еврима и динарске евроиндексиране кредите повећане су за 0,3 п.п. и крећу се на нивоу од 8,0%. Каматне стопе на кредите привреди повећане су за 0,4 п.п., на 8,0% у децембру. При томе, каматне стопе на инвестиционе кредите смањене су за 0,9 п.п., док су стопе на кредите за обртна средства и извозне послове повећане за 0,6 п.п. и 0,1 п.п., респективно. Каматне стопе на кредите становништву повећане су за 0,1 п.п., на 8,1%. Највећи раст су оствариле каматне стопе на остале кредите (2,6 п.п.), док су каматне стопе на стамбене кредите смањене за 0,3 п.п.

Просечне пондерисане каматне стопе на новоположене депозите становништва у динарима благо су опале у Т4, док су на штедњу у еврима скоро непромењене. Ове године, за разлику од претходних, банке нису нудиле знатно повољније услове поводом Светског дана штедње. Просечна каматна стопа на штедњу у еврима је у новембру износила 4,8%<sup>10</sup>, а за штедњу у динарима 11,0%. У децембру су просечне

каматне стопе на штедњу смањене, на 4,0% за штедњу у еврима и 9,9% на штедњу у динарима. Код привреде, каматне стопе на динарске депозите повећане су за 0,3 п.п., на 10,6%, док каматне стопе на орочене девизне депозите нису промењене и износе 2,8%.

Каматна маржа на динарске изворе средстава банака је у Т4 повећана за становништво (за 0,7 п.п.), док је за привреду смањена (за 0,9 п.п.). Када су у питању девизни извори, каматна маржа је смањена у пословима са становништвом за 0,7 п.п., док је у пословима с привредом повећана (за 0,4 п.п.).

## Кретања на берзи

*Након неколико месеци стагнације, индекси на Београдској берзи су забележили раст, док је промет смањен у односу на Т3. Раст индекса на берзама у региону био је мањи него на Београдској берзи.*

Цене акција на Београдској берзи су током Т4 расле, који је посебно био наглашен у децембру. Тако је крајем децембра индекс најликвиднијих акција *BELEX15* износио 523,9 индексних поена, или за 21,6% више него на крају Т3. Општи индекс акција *BELEXline* забележио је нешто мањи раст (17,1%) и на крају децембра је износио 1.005,6 индексних поена.

Раст цена акција може се повезати с позитивним очекивањима домаћих инвеститора у погледу макроекономских кретања у 2013. години – растом привредне активности, смањењем инфлације и растом извоза. Доношење програма фискалне консолидације такође је допринело позитивном сентименту инвеститора у погледу побољшања привредног амбијента у наредном периоду.

Укупан промет акцијама у Т4 износио је 3,0 млрд динара и на нивоу је промета који је забележен у Т2, а 72,3% мањи у односу на промет из Т3, који је ванредно био висок због трансакција блок трговања и трансакција раније уговореног трговања по основу промене власништва. Уколико се искључе износи тих трговања из Т3, пад промета у Т4 био је мањи и за најликвидније акције је износио 30,8%, а за акције индекса *BELEXline* 29,5%.

<sup>10</sup> У 2011. години ова стопа је износила 5,2%, а у 2010. 6,0%.

Страни инвеститори су у Т4 били нето продавци због једне блок трансакције која је обављена последњег дана у години када су продате акције у вредности од 383,1 млн динара. Без те трансакције, њихова позиција на нивоу тромесечја била би скоро неутрална.

Обим трговања обвезницама старе девизне штедње је удвостручен у односу на Т3 и износио је 1,5 млрд динара. У складу са смањењем стопа на примарном тржишту државних ХоВ у еврима (сличних рочности као обвезнице), и приноси на обвезнице старе девизне штедње су опали. Тако су се стопе приноса кретале у распону од 4,5% за серију А2015 до 4,9% за серију А2014.

У новембру је, путем јавне понуде на берзи, одржана прва примарна продаја дугорочних динарских обвезница једне банке, што представља даљи корак у развоју тржишта капитала. Укупна вредност продатих обвезница је износила 1,5 млрд динара и до краја Т4 укупно секундарно трговање овим ХоВ износило је 0,2 млрд динара.

Раст цена акција допринео је повећању тржишне капитализације Београдске берзе у Т4 за 29,9 млрд

динара и на крају године је износила 776,2 млрд динара. Посматрано по сегментима, капитализација регулисаног тржишта повећана је за 50,4 млрд динара, на 455,7 млрд динара, у складу с растом цена акција. С друге стране, тржишна капитализација МТП<sup>11</sup> тржишта смањена је за 20,5 млрд динара, на 320,5 млрд динара. Учешће тржишне капитализације у оцењеном БДП-у је у Т4 повећано за 0,3 п.п., на 22,9% крајем децембра.

И индекси на берзама региона углавном су исказали раст, који је ипак био мањи од раста индекса Београдске берзе. Највећи раст у односу на претходно тромесечје остварен је на Црногорској берзи и берзи у Букурешту где су индекси *MONEX20* и *BET* повећани за 10,2% и 9,0%, респективно. Пад су забележили индекси на берзама у Скопљу (5,0%), Бањалуци (2,5%) и Будимпешти (2,2%).

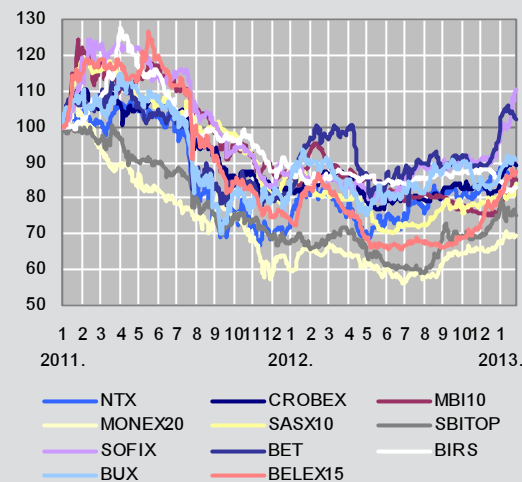
Раст цена акција на Београдској берзи настављен је и у јануару, тако да је индекс *BELEX15* повећан за 8,8%. Промет најликвиднијим акцијама остао је непромењен (индекс *BELEX15*), док је повећан промет акцијама које не улазе у састав овог индекса због једне блок трансакције промене власништва.

Графикон IV.1.7. Индекс BELEX15 и промет на Београдској берзи



Графикон IV.1.8. Кретање берзанских индекса у региону

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



<sup>11</sup> МТП представља тржиште мултилателарне трговачке платформе. Организује га берза и на њему су тренутно листиране акције компанија које не испуњавају услове за листирање на регулисаном тржишту.

## Монетарни агрегати

*Понуда новца је у Т4 реално повећана, док је на мг. нивоу смањена.*

Укупан примарни новац је у Т4 номинално повећан за 3,1% (18,7 млрд динара), а реално за 0,7%. Динарски примарни новац је у истом периоду номинално остварио раст од 4,2% (12,5 млрд динара), а реално од 1,9%.

Динарски примарни новац је креиран углавном по основу интензивнијег трошења државе, а повлачен операцијама на отвореном тржишту. Задуживањем по основу емисије еврообвезница за додатних 1,4 млрд евра повећана су средства на девизном рачуну државе код Народне банке Србије, а тиме и нето девизне резерве. Држава је у току Т4, пре свега у октобру, а посебно у децембру, део средстава с девизног рачуна конвертовала у динаре и трошила их, што је пресудно утицало на раст ликвидности банкарског сектора. Један део средстава задржан је на динарском рачуну

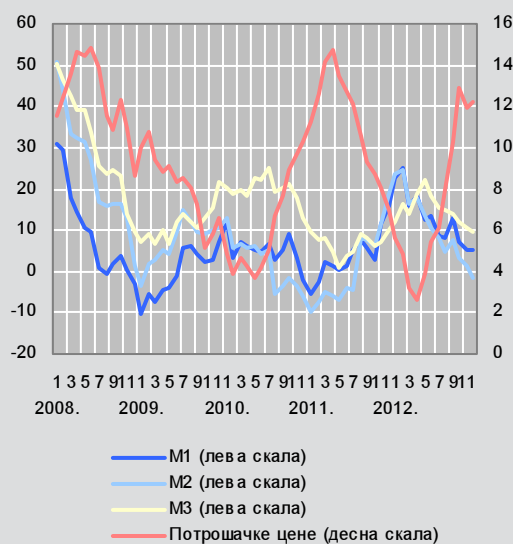
код Народне банке Србије. Средином децембра Народна банка Србије је променила смер главних операција на отвореном тржишту ка повлачењу вишка ликвидности и до краја године је на овај начин повучено 39,8 млрд динара.

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

	2012.				Учешће у М3 Дец. 2012. (у %)
	Март	Јун	Септ.	Дец.	
М3	10,5	12,0	3,2	-2,5	100,0
Девизни депозити	9,6	15,1	5,7	2,2	70,7
М2	12,7	4,9	-2,3	-12,2	29,3
Динарски орочени и штедни депозити	13,4	0,8	-9,4	-21,1	10,5
М1	12,2	7,7	2,6	-6,3	18,8
Депозити по виђењу	4,0	1,7	0,1	-1,6	12,1
Готов новац у оптицају	27,3	18,5	6,9	-13,7	6,7

Извор: НБС.

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



Извор: РЗС и НБС.

*Током Т4 понуда новца бележи реални мг. пад.*

Графикон IV.1.10. Доприноси тромесечној стопи раста М3 (у п.п.)



Извор: НБС.

*После дужег времена, кредитна активност није деловала у смеру креирања М3.*

У структури динарског примарног новца, слободне резерве банака су повећане за 14,2 млрд динара, пре свега по основу повећаног коришћења депозитних олакшица. С преласком на реверзне репо операције у децембру, средстава која су банке држале на рачуну депозитних вишкова су смањена, али су и даље изнад нивоа с краја Т3. И поред сезонски уобичајеног повећања у децембру, износ готовог новца у оптицају скоро да је непромењен у односу на крај Т3. Обрачуната обавезна резерва која се издваја у динарима смањена је за 2,4 млрд динара.

Динарски монетарни агрегати М1 и М2 су у Т4 на тромесечном нивоу реално порасли 4,0% и 0,5%, респективно, док је најшири монетарни агрегат М3 реално опао за 0,2%. Посматрано на мг. нивоу, понуда новца је смањена. Највећи пад је забележио М2 (12,2%). Агрегати М1 и М3 реално су смањени за 6,3% и 2,5%, респективно.

Држава је у Т4 наставила да се задужује на домаћем тржишту и истовремено је монетизовала део девизних средстава код Народне банке Србије прикупљених по основу продаје еврообвезница и у тој мери је допринела креирању новчане масе. Ипак, стање депозита државе на рачуну код Народне банке Србије и даље је више него на крају септембра, што је утицало и на раст девизних резерви земље. Већи раст иностраних обавеза од потраживања банака од иностранства негативно је утицао на раст М3. Кредитна активност, после дужег времена, није деловала у смеру креирања М3.

Посматрано по компонентама новчане масе М3, највише су повећани депозити по виђењу (18,9 млрд динара), и то средства на рачунима привреде, у већој, и становништва, у мањој мери. Готов новац у оптицају је минимално смањен (0,5 млрд динара), док су средства на штедним и ороченим депозитима смањена за 5,3 млрд динара. Смањена су средства на рачунима свих сектора, осим других финансијских организација, а највише депозити локалних органа власти. Пад економске активности негативно се одражава на штедњу привреде. Раст девизних депозита у највећој мери резултат је раста штедње становништва.

Девизна штедња становништва је повећана за 257,7 млн евра, при чему је највећи део овог раста остварен

у новембру. Иако банке ове године поводом Светског дана штедње нису нудиле стимулативне услове као раније, грађани су полагали више средстава на штедњу него у претходним тромесечјима. Традиционално, клијенти и даље предност дају штедњи у инострану валути, и то до једне и пет година. Од динарских депозита, повећани су депозити рочности до три месеца и једне године, али због пада депозита осталих рочности, укупна динарска штедња је смањена.

Вредност монетарног мултипликатора динарских монетарних агрегата непромењена је у односу на Т3, док је у случају М3 незнатно смањена. Брзина оптицаја новца М2 и М3 иста је као у Т3.

Смањење готовог новца у оптицају и пад свих категорија депозита утицали су да сви монетарни агрегати у јануару, што је и уобичајено за почетак године, забележе пад.

## Кредити банака

*Кредитна активност банака је током Т4, и поред знатног подстрека субвенционисаних кредита, бележила раст нижи него у Т3.*

Према композитној мери<sup>12</sup>, мг. раст укупних кредита у Т4 знатно је успорен у односу на Т3. Поменути раст је, искључујући ефекат промене девизног курса<sup>13</sup>, у Т4 износио 1,5%, што је за 2,7 п.п. мање него у Т3. Раст домаћих кредита је, без ефекта промене девизног курса, у децембру износио 3,6% мг. Таква кретања делом су последица одузимања дозволе за рад Новој Агробанци и отварања стечаја над том банком.

На нивоу године, домаћи кредити су у 2012, када се искључи ефекат промене курса, повећани за 58,1 млрд динара, што је двоструко мање него у 2011. Од тога, кредити привреди повећани су за 43,1 млрд динара, а кредити становништву за 13,6 млрд динара.

На нивоу тромесечја, без ефекта промене девизног курса, домаћи кредити бележе смањење од 1,0%. Смањено је и њихово учешће у оцењеном БДП-у и на крају децембра износило је 55,8%.

<sup>12</sup> Као показатељ укупног задуживања, обухвата домаће кредитирање приватног сектора, јавних предузећа и локалних нивоа власти, као и директно задуживање предузећа у иностранству.

<sup>13</sup> Обрачунато по курсу динара према еврџу на дан 31. августа 2008, уз претпоставку да су сви девизни и девизно индексирани кредити одобрени у еврима.

Потраживања банака по основу домаћих кредита су у току Т4 номинално опала за 32,8 млрд динара, док је, без ефекта промене девизног курса, тај пад износио 16,7 млрд динара. Такво смањење резултат је пре свега одузимања дозволе за рад Новој Агробанци и отварања стечаја над њом, чиме је највећи део потраживања по основу кредита пребачен на Агенцију за осигурање депозита, тј. искључен из биланса банкарског система. У остатку банкарског сектора остварен је раст кредитне активности, али знатно нижи у односу на онај из Т3.

Кредитна активност финансирана је првенствено по основу раста девизних депозита, а позитивно, мада у мањој мери, деловао је и раст динарских депозита. С обзиром на то да су банке на рачуне у иностранству пребациле мањи износ средстава него што су се задужиле, промена нето позиције банака у иностранству дала је позитиван допринос кредитној активности. Ипак, финансирање кредитне активности из овог извора је ограничено, будући да је задуживање банака у иностранству било претежно краткорочно. С друге стране, куповином репо ХоВ Народне банке Србије банке су се определиле да део средстава пласирају у неризичне пласмане.

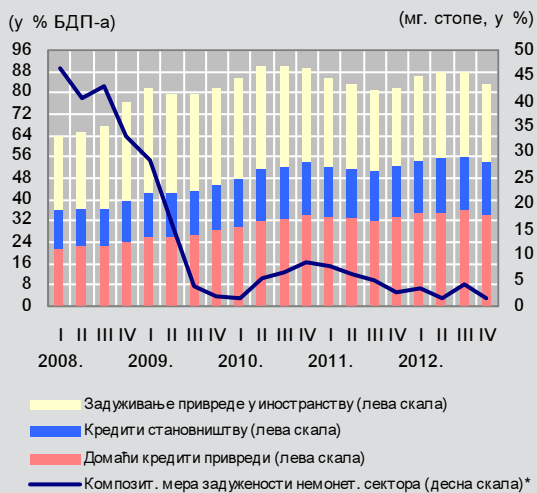
Кредити привреди, искључујући ефекат промене курса, смањени су 1,3%. У апсолутном износу то смањење износи 11,7 млрд динара и у највећој мери последица је покретања стечаја над Новом Агробанком. Кредитирање привреде било је одређено пре свега интензивним одобравањем субвенционисаних кредита.

Посматрано према намени, највише кредита одобрено је за обртна средства. Инвестициони кредити одобрени су у нешто већој, а кредити за извоз у сличној мери као у Т3.

И кредитирање становништва је смањено у Т4. Пад кредита становништву по искључењу ефекта промене девизног курса износио је 2,3 млрд динара, или 0,3%. Највише је одобрено нових стамбених кредита, али мање него у Т3. Задуживање по основу потрошачких и готовинских кредита је смањено, док је задуживање по основу најскупљих видова кредитирања – кредитних картица и прекорачења на текућим рачунима настављено сличном динамиком.

Интензивно одобравање кредита у оквиру програма субвенционисаног кредитирања привреде утицало је да активност на субвенционисаном сегменту буде

Графикон IV.1.11. Учесће кредита у БДП-у и раст кредитне активности\*



*И поред интензивног одобравања субвенционисаних кредита, кредитна активност банака је успорена.*

Графикон IV.1.12. Доприноси тромесечној стопи раста кредита банака\* (у п. п.)



*Банке су финансирале кредитну активност у највећој мери по основу раста девизних депозита.*

двоструко виша него у Т3. Током Т4 одобрено је 86,1 млрд динара кредита уз субвенцију државе, од чега се највећи део (83,3 млрд динара) односи на програм субвенционисаних кредита привреди. Највећи део кредита одобрен је у октобру када су у буџету одобрена додатна средства за тај програм. Почетком децембра средстава за субвенционисано кредитирање привреде била су исцрпљена. Најтраженији су били кредити за ликвидност и обртна средства који су чинили 69,7% укупно одобрених кредита, док се на кредите за рефинансирање односило 22,8% и на извозне кредите 7,5%. Програм субвенционисаног стамбеног кредитирања биће настављен и у 2013. години, а издвојена су и средства за нови програм субвенционисаних кредита за ликвидност намењен малим и средњим предузећима.

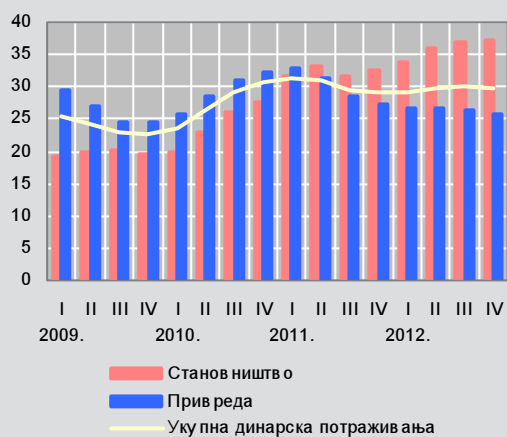
Учешће динарских пласмана у укупним пласманима привреди и становништву смањено је за 0,2 п.п. у односу на септембар и у децембру је износило 28,0%. Учешће динарских пласмана код становништва је повећано, док је код привреде смањено. Пад учешћа динарских пласмана код привреде може се објаснити интензивним субвенционисаним кредитирањем у Т4, с обзиром на то да је скоро 80% одобрених кредита

било индексирано у еврима. Када се искључи ефекат промене девизног курса<sup>14</sup>, учешће динарских пласмана у укупним пласманима смањено је за 0,5 п.п. (на 29,6% у децембру).

Учешће *NPL* у укупним кредитима, рачунато по бруто принципу, у децембру је износило 18,6% и у односу на крај Т3 смањено је за 1,3 п.п., пре свега због одузимања дозволе за рад Новој Агробанци и искључивања већег дела њених потраживања из укупних потраживања банкарског система. Учешће *NPL* код привреде у децембру је износило 19,5% и за 2,2 п.п. је мање него на крају Т3, док се код становништва није променило и износило је 8,6%.<sup>15</sup> Од почетка године учешће *NPL* у укупним кредитима смањено је за 0,3 п.п., од чега је код кредита привреди оно смањено за 2,8 п.п., док је код становништва повећано за 0,7 п.п.

И поред високог учешћа *NPL* у укупним кредитима, коефицијент адекватности капитала од 16,4% у септембру указује да стабилност домаћег банкарског сектора није нарушена. Исправка вредности укупних кредита у децембру је износила око 54% *NPL*, а регулаторна резервисања за билансну изложеност 123,3%.

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

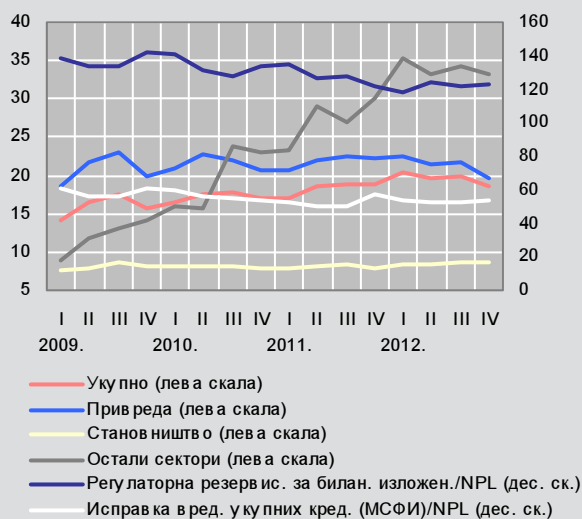


Извор: НБС.

\* Искључујући ефекат промене курса.

Смањење учешћа динарских кредита у укупним кредитима делом је резултат и одобравања девизно индексираних субвенционисаних кредита.

Графикон IV.1.14. Учешће *NPL* у укупним кредитима, бруто принцип (у %)



Извор: НБС.

Учешће *NPL* код привреде смањено је у Т4 у највећој мери због одузимања дозволе за рад Новој Агробанци.

<sup>14</sup> Обрачунато по курсу динара према еврима на дан 31. децембра 2011.

<sup>15</sup> Уколико се укључе предузетници, кашњење у отплати кредита смањено је за 0,1 п.п. и износи 10,0%.

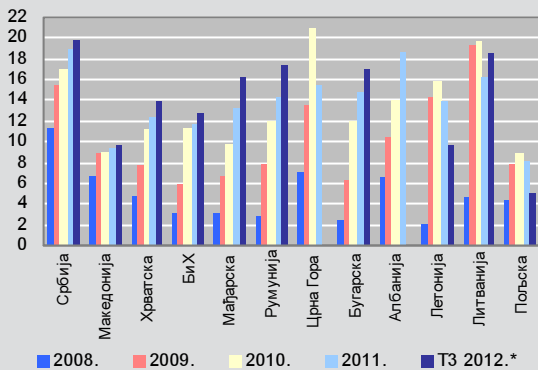
## Осврт 2: Кретање *NPL* и нове мере Народне банке Србије усмерене на њихово смањење

Укупни бруто *NPL* су у децембру 2012. године (према подацима које су банке доставиле Народној банци Србије пре закључних књижења) износили 367,1 млрд динара, што чини 18,6% укупно одобрених кредита. И поред високог учешћа *NPL*, стабилност банкарског сектора у Србији ни у једном тренутку није била угрожена, с обзиром на високе износе резервисања банака за те намене и према међународним стандардима и према домаћим прописима.<sup>1</sup> Тако су *NPL* били у потпуности покривени износом резерви за покриће потенцијалних губитака по том основу, по чему је Србија рекордер у региону. За Србију је специфично да је у кризу ушла с већ високим нивоом *NPL*, који је крајем 2008. године износио бруто 11,3%. У осталим посматраним земљама региона централне и југоисточне Европе то учешће се кретало у распону између 2,1% и 7,2%. Иако је настављен током кризе, раст тог учешћа у Србији је од почетка кризе до сада мањи него у већини посматраних земаља (мањи раст је забележен само у Пољској и Македонији). Међутим, свако поређење треба узети са одређеном резервом, будући да не постоји јединствени међународно прихваћен стандард мерења *NPL*, као и да се методологије знатно разликују од земље до земље.

Убрзање раста *NPL* у региону централне и југоисточне Европе резултат је пре свега погоршања способности дужника да уредно сервисирају обавезе. Раст *NPL* био је посебно изражен у земљама са снажном кредитном експанзијом у периоду пре и израженим падом економске активности у току кризе (Црна Гора, Литванија и Летонија). С друге стране, у земљама које су избегле рецесију, попут Пољске, проблем *NPL* је брзо превазиђен. Најновији тренд смањења финансијске изложености матичних банака према супсидијарима највише је погодио регион централне и источне Европе. Смањење односа кредита и депозита (*LTD ratio*) и смањено прекогранично финансирање супсидијара од матица допринели су стагнацији или чак паду кредитне активности у тим земљама, посебно у Бугарској, Мађарској и Румунији, што је утицало на раст учешћа ненаплативих потраживања у укупним потраживањима.

Графикон О.2.1. Учешће бруто *NPL* у укупним бруто кредитима

(у п.п.)

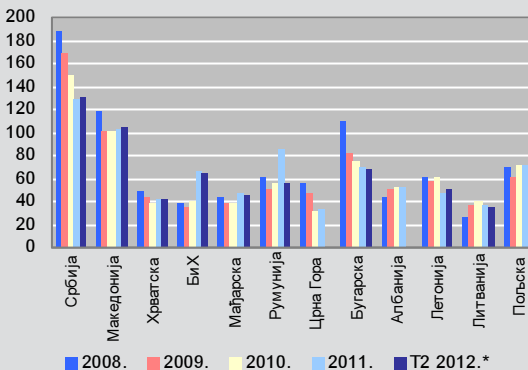


\* T2 2012. за Македонију и Бугарску.

Извор: ММФ и НБС.

Графикон О.2.2. Покриће *NPL* укупном обрачунатом резервом за процењене губитке

(у п.п.)



\* T1 2012. за Летонију.

Извор: ММФ и НБС.

<sup>1</sup> Регулаторна резервисања за билансну изложеност (тзв. *Loan loss reserve*) у децембру су и даље у потпуности покривале износ бруто *NPL*. На крају тог месеца покриће је износило 123,3%, док је исправка вредности укупних кредита (по МСФИ) износила 54,3% бруто *NPL*.

Основни покретач раста *NPL* у Србији је привреда, чији се бруто показатељ повећао са 14,5% на крају 2008. на 19,5% у децембру 2012. При томе, највећи део *NPL* односи се на предузећа из сектора рударства и прерађивачке индустрије, трговине и грађевинарства. С друге стране, учешће кредита становништву у доцњи кретало се знатно испод просека укупних *NPL*. Од краја 2008. оно је повећано за свега 1,3 п.п. и у децембру 2012. је износило 8,6%, при чему је највећи део тог раста забележен у 2009. Грађани највише проблема имају са отплатом потрошачких кредита и прекорачењима по текућем рачуну, док обавезе по основу стамбених кредита и кредита за куповину аутомобила најуредније сервисирају.

У марту 2012. године уведени су нови обрасци за извештавање банака о *NPL*. Од марта до децембра 2012, банке су у просеку месечно додељивале статус *NPL* у износу од 17,8 млн динара. Престанак статуса *NPL* у просеку је највише остварен по основу наплате потраживања, а у мањој мери по основу преноса трећим лицима, реструктурирања и отписа.

Народна банка Србије је крајем 2012. године извршила измене регулативе како би обезбедила услове за смањење *NPL* у банкарском сектору Србије. Елиминисана су одређена ограничења која се односе на пренос потраживања од правних лица. За разлику од раније важећих прописа, правно лице коме се уступа потраживање сада не мора имати седиште у Србији, не мора претежно да се бави финансијском делатношћу и може бити лице које је повезано с банком. Измене су у складу с међународном праксом и стандардима, где се разрешавањем *NPL* баве специјализоване институције, а не банке. Такође, банкама је пружен додатни подстицај да реструктурирање потраживања од привредних друштава врше према постојећем законском оквиру – Закону о споразумном финансијском реструктурирању привредних друштава и Закону о стечају. Наиме, омогућено им је да изврше још једно, додатно, реструктурирање потраживања оних предузећа која имају изгледе за опоравак. Истовремено, дозвољено је признавање хипотеке као адекватног средства обезбеђења уколико је дужник у доцњи до 720 дана (период доцње је пре био ограничен на 360 дана). Измењени су и критеријуми за класификацију потраживања од физичких лица на основу њихове кредитне способности. Раније је Народна банка Србије прописивала начине за утврђивање степена кредитне задужености и одговарајуће лимите кроз однос дуга и прихода, док ће сада банке самостално моћи да, према својим интерним процедурама, одређују кредитну способност дужника. Банке ће тако имати могућност да флексибилније процењују ризик, уважавајући различитост клијената.

Таквим изменама регулативе стварају се предуслови за решавање проблема *NPL*, чије вишегодишње кумулирање оптерећује билансе банака и умањује потенцијал за раст кредитне активности. Смањењем износа *NPL* био би смањен и износ средства које банке издвајају на име резервисања за покриће тих пласмана. На тај начин омогућује се раст кредитне активности, чија ће стварна реализација зависити од постојања довољно квалитетних пројеката и клијената.

## 2. Кретања на девизном тржишту и курс динара

*Апрецијација динара, започета у септембру, настављена је у Т4, при чему је динар највише јачао у октобру. Народна банка Србије је само једном интервенисала на МДТ-у, и то куповином девиза.*

Кретања на девизном тржишту у Т4 обележила је апрецијација динара у октобру и даље стабилно кретање курса до краја године, уз краткотрајне осцилације у оба смера. Просечна апрецијација динара према евр у Т4 износила је 3,1%, док је посматрано на крају периода динар апрецирао према евр у за 1,2%. Од почетка године, динар је према евр у ослабио за 8,0%.

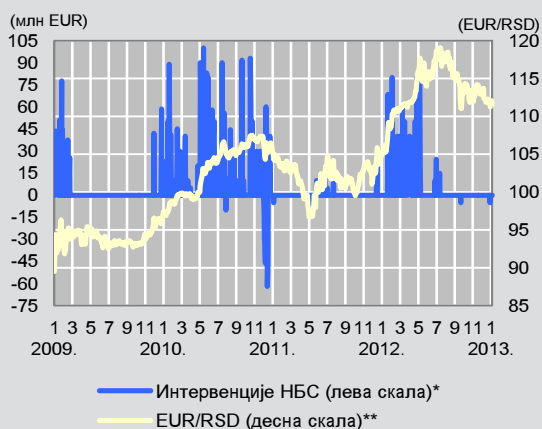
Јачање динара према евр у, али и благо јачање евра према долару, допринело је да динар према долару у просеку апрецира за 7,0%. Крајем Т4 динар је апрецирао према долару за 3,2% у односу на крај Т3. Од почетка године динар је према долару ослабио за 6,2%.

У складу с таквим кретањима, номинални ефективни курс динара је током Т4 у просеку апрецирао за 3,8%, док је посматрано крајем периода забележена апрецијација од 1,6% у односу на Т3. Због номиналне апрецијације и више домаће у односу на инострану инфлацију, реални ефективни курс динара је у просеку апрецирао за 8,0%, а посматрано крајем периода за 3,8%.

Апрецијација динара резултат је деловања неколико фактора: рестриктивних мера монетарне политике, пада премије ризика земље, смањења дефицита текућег рачуна платног биланса у новембру и одобравања субвенционисаних кредита.

На јачање динара утицао је и раст интересовања страних инвеститора за улагање у динарске државне ХоВ. Повећано интересовање нерезидената резултат је пре свега пада премије ризика земље, која је смањена за око 200 б.п. од краја августа. У току Т4 остварен је већи прилив по основу СДИ и дознака него у Т3, што је такође утицало на раст понуде девиза. Понуда девиза повећана је и по основу откупа ефektивне, што је карактеристично за крај године.

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



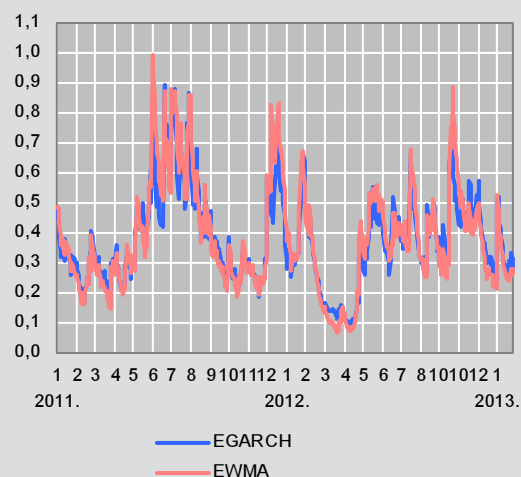
Извор: НБС.

\* + продаја; - куповина.

\*\* 1 EUR у RSD.

*Јачање динара, започето крајем Т3, настављено је током Т4 и почетком 2013. године.*

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



Извор: НБС.

*У Т4 повећане су дневне осцилације курса динара према евр у.*

Поред тога, тражња домаћих предузећа за девизама у децембру била је неубичајено ниска за крај године, што је делом резултат благовременог обезбеђења девиза за плаћања према иностранству у претходним месецима. Наставак одобравања субвенционисаних кредита, углавном девизно индексираних, условио је повећану понуду девиза на тржишту. У ситуацији када повећавају девизно индексирание пласмане, банке су продавале девизе на тржишту како се не би излагале девизном ризику. Повећана динарска ликвидност по основу монетизације девизних депозита државе у октобру и децембру повучена је углавном путем операција на отвореном тржишту, тако да није дошло до депрецијацијских притисака по том основу.

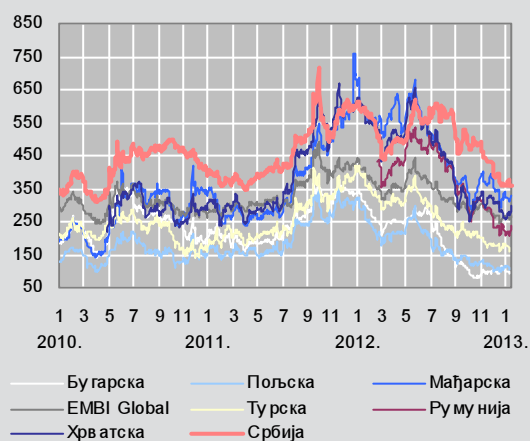
На МДТ-у је у Т4 просечан дневни промет износио 73,9 млн евра и виши је за 11,0% у односу на Т3 и за 6,2% у односу на Т4 2011. године. Највећи промет забележен је у октобру, да би се у новембру и децембру постепено смањивао. Осцилирање девизног курса, мерено методама *EWMA*<sup>16</sup> и *EGARCH*<sup>17</sup>, повећано је током Т4, када је и забележено највеће просечно дневно осцилирање на нивоу тромесечја у целој 2012. години.

Након продаје 1,3 млрд евра у П1 и 59,5 млн евра у Т3, Народна банка Србије је у Т4 само једном интервенисала на МДТ-у, и то куповином 5,0 млн евра, како би ублажила прекомерне дневне осцилације курса динара. Ради стимулисања развоја тржишта међубанкарских девизних свопова, Народна банка Србије је наставила са организовањем тромесечних девизних своп аукција. У Т4 је на тим аукцијама укупно продала и купила по 36,0 млн евра.

Јачање динара настављено је и у јануару 2013. године. Девизно тржиште је карактерисала висока понуда девиза од стране нерезидената, по основу повећаног интересовања за улагања у државне ХоВ. Просечан дневни промет на МДТ-у био је сличан оном у децембру. Да би ублажила прекомерну дневну осцилацију курса динара, Народна банка Србије интервенисала је на девизном тржишту једном (куповином 5,0 млн евра). У оквиру девизних своп аукција, Народна банка Србије је у јануару продала и купила по 13,0 млн евра.

Премија ризика мерена *EMBI* смањена је у свим земљама региона. Притом, пад премије ризика био је

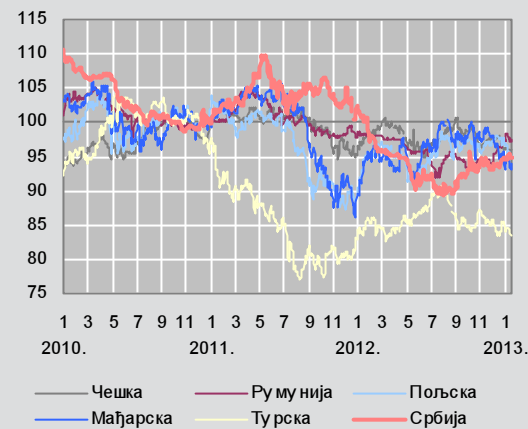
Графикон IV.2.3. Показатељ премије ризика – EMBI по земљама (дневни подаци, у б.п.)



Извор: JP Morgan.

Пад EMBI настављен је у Т4 код свих посматраних земаља, при чему је пад био најизраженији за Србију.

Графикон IV.2.4. Кретање курсева одређених националних валута према евр<sup>\*</sup> (дневни подаци, 30. 9. 2010 = 100)



Извор: НБС и веб-сајтов и централних банака.

\* Раст представља апрецијацију.

Динар је био међу валутама које су у Т4 апрецирале.

<sup>16</sup> *EWMA* (Exponentially Weighted Moving Average) – метод пондерисаних покретних просека код кога се процентуалним дневним променама девизног курса додељују различити пондери за различите временске тренутке, при чему ти пондери експоненцијално опадају удаљавањем од садашњег момента.

<sup>17</sup> *EGARCH* (Exponential General Autoregressive Conditional Heteroskedastic) – метод оцене условне варијансе који приказује асиметричан ефекат позитивних и негативних шокова на оцену условне варијансе.

најизраженији за Србију (132 б.п. у Т4) и доводи се у везу с најавом и предузимањем мера фискалне консолидације. Сличан пад забележен је и за Румунију, док је пад композитног *EMBI* и *EMBI* за већину осталих земаља износио око 40 б.п. Крајем године *EMBI* за Србију је износио 391 б.п., што је за 210 б.п. мање него на крају 2011. Пад тог индекса настављен је и у 2013. и на крају јануара износио је 361 б.п., што је приближно нивоу у преткризном периоду.

Поред динара, и пољски злот и румунски леј су у Т4 апрецирали према евр (за 1,0% и 2,4%, респективно, посматрано крајем периода). Валуте осталих земаља из региона са сличним режимом девизног курса ослабиле су према евр.

## Прилив капитала из иностранства

У Т4 је остварен нето прилив капитала из иностранства, пре свега по основу портфолио инвестиција, а у мањој мери и по основу СДИ. У истом периоду резиденти су се нето задужили према иностранству.

У Т4 је остварен знатно виши нето прилив капитала него у претходним тромесечјима, који је премашио

потребе текућих плаћања према иностранству и допринео расту девизних резерви. Таква кретања утицала су и на стабилизацију курса динара.

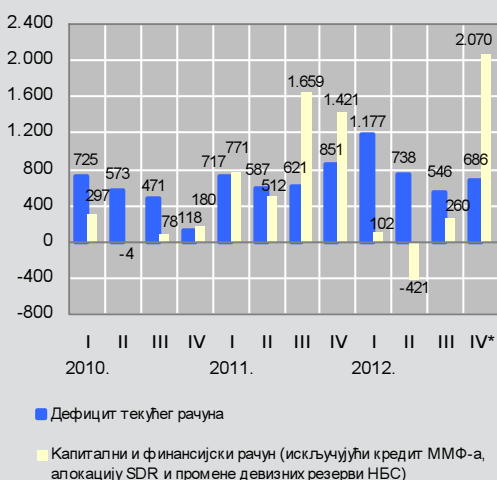
Прилив капитала остварен је по основу портфолио инвестиција и СДИ, а и резиденти су повећали своје обавезе по основу финансијских кредита. Коришћење трговинских кредита такође је повећано. Прилив је остварен и по основу полагања средстава нерезидената на рачуне банака.

Укупан нето прилив СДИ у Т4 био је виши у односу на Т3 и износио је 253,1 млн евра. На нивоу године, остварен је нето прилив од свега 231,9 млн евра, првенствено због великих одлива почетком године у сектору телекомуникација.

Према гранама делатности, највеће директне инвестиције у Т4 забележене су у области финансијских услуга (24,1%), трговини на велико (20,9%), стручној, научној, иновационој и техничкој делатности (11,5%), прерађивачкој индустрији (6,7%) и грађевинарству (5,2%). У оквиру прерађивачке индустрије, највећа улагања била су у производњи дуванских и металских производа.

Највећи део прилива, преко 1,6 млрд евра, забележен је по основу портфолио инвестиција. Захваљујући реотварању постојеће емисије еврообвезница *SRB 21*,

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

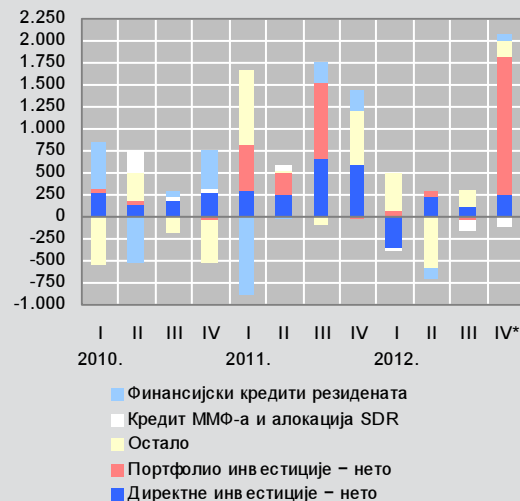


Извор: РЗС и НБС.

\* Процена НБС.

Нето прилив капитала у Т4 вишеструко је премашио потребе екстерног финансирања.

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



Извор: РЗС и НБС.

\* Процена НБС.

Висок нето прилив капитала у Т4 остварен је пре свега по основу продаје еврообвезница РС на међународном тржишту.

које је извршено у последњим данима септембра, у октобру је остварен прилив од једне млрд долара. У новембру је успешно продата и нова емисија петогодишњих еврообвезница у износу од 750 млн долара. Пад премије ризика, започет од септембра, допринео је и повећаном интересовању нерезидената за улагање у динарске државне ХоВ.

Према процени Народне банке Србије, по основу узетих финансијских кредита резиденти су се током Т4 нето задужили према иностранству за 73,1 млн евра. При томе, обавезе банака према иностранству су

повећане за 86,4 млн евра, у већој мери по основу краткорочних кредита. Нето задужење Владе по основу финансијских кредита повећано је за 13,4 млн евра. Смањено је нето задужење предузећа у иностранству по основу финансијских кредита, у укупном износу од 26,7 млн евра.

Због отплате рате кредита ММФ-у забележен је одлив у износу од 104,9 млн евра.

Предузећа су се по основу трговинских кредита у Т4 нето задужила за 120,0 млн евра.

### Осврт 3: Детерминанте текућег рачуна платног биланса

Биланс текућег рачуна значајан је индикатор стања привреде. Висок дефицит текућег рачуна резултат је домаћих неравнотежа или утицаја спољних шокова, због чега анализа детерминанти текућег рачуна добија на важности. Истовремено, анализа је значајна и за креаторе економске политике. Дефицит који је последица раста потрошње ризичнији је од оног који је вођен инвестицијама, јер инвестиције могу да допринесу економском расту и способности земље да отплати свој дуг.

У преткризном периоду, приливом из иностранства финансирана је висока домаћа потрошња, што је за последицу имало високе дефиците текућег рачуна у Србији. Тако је дефицит у 2008. достигао рекордни ниво од 21,6% БДП-а (Графикон О.3.1). Преливање светске финансијске кризе од Т4 2008, праћено смањеним приливом капитала, условило је смањење дефицита на трећину нивоа из преткризног периода. У последње две године дефицит текућег рачуна је повећан и у 2011. је износио 8,9% БДП-а. На то су утицале веће инвестиције у извозно оријентисане секторе (пре свега аутомобилску индустрију), што је допринело и већем расту увоза опреме. У 2012. дефицит текућег рачуна је повећан на 10,0% БДП-а, пре свега због раста увоза у првој половини године подстакнутог фискалном експанзијом. Поред тога, на раст дефицита деловао је и нешто нижи прилив дознака у поређењу с претходним годинама, као и већи одлив по основу отплате камата. Ипак, захваљујући расту извоза аутомобилске индустрије и мерама фискалне консолидације, у другој половини 2012. године уследио је пад текућег дефицита. По том основу, од 2013. очекује се даље смањење учешћа дефицита текућег рачуна у БДП-у.

**Графикон О.3.1. Дефицит текућег рачуна и дознаке**  
(у % БДП-а)



\* Процена НБС.

На основу анализе макроекономских варијабли које кључно опредељују кретање биланса текућег рачуна у Србији и земљама централне и источне Европе које се налазе у режиму циљања инфлације (Румунија, Чешка, Пољска и Мађарска), долази се до закључка да је канал штедње и инвестиција важна детерминанта.<sup>1</sup> На то указује утицај фискалног биланса, релативног дохотка и раста БДП-а на дефицит текућег рачуна у свим посматраним земљама (видети Графикон). Имајући то у виду, може се закључити да би мере које су усмерене на подстицање економског раста и унапређење институционалног окружења требало да имају повољне ефекте на приватну штедњу и, самим тим, на текући биланс.

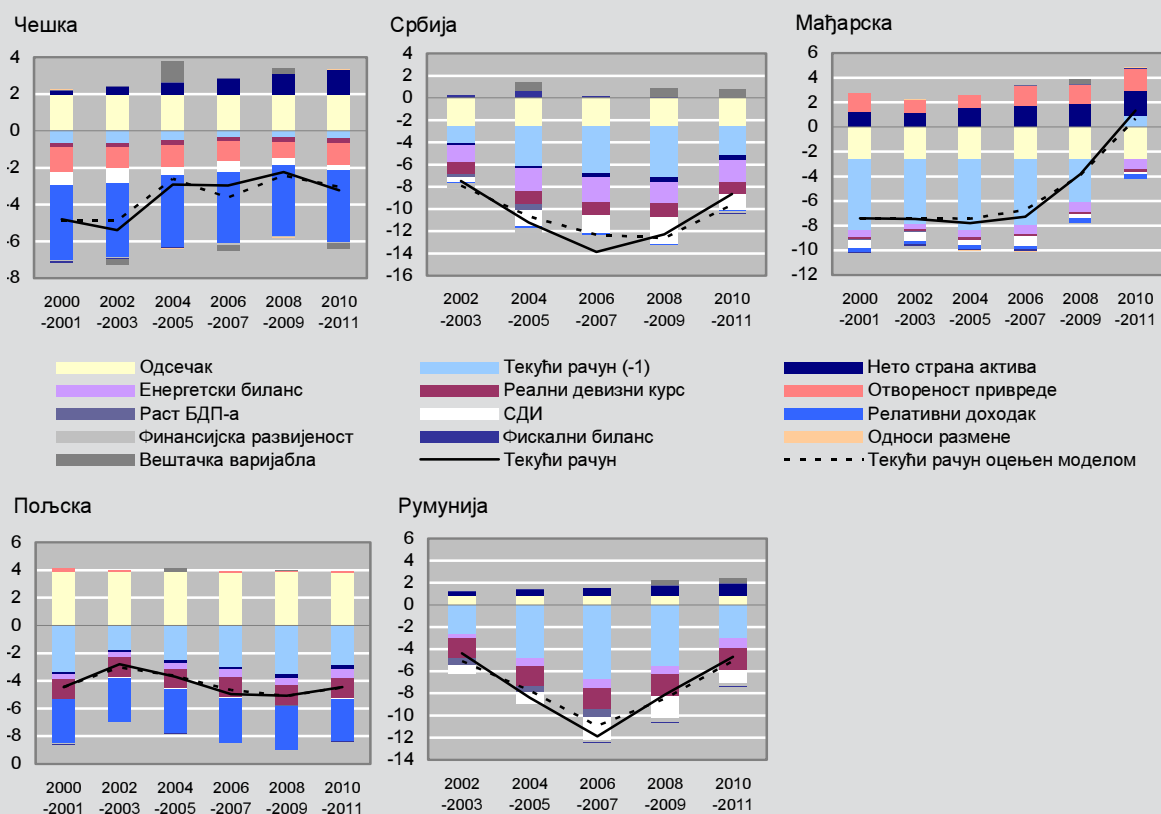
Већи дефицит енергетског биланса, СДИ и реална апријација били су кључне детерминанте дефицита у Србији. Слично као у Србији, биланс текућег рачуна у Румунији је у посматраном периоду био под утицајем СДИ и реалног девизног курса. С друге стране, дефицит текућег рачуна у осталим земљама био је одређен другим факторима. Раст дефицита у Чешкој и Пољској подстакнут је пре свега конвергенцијом реалног дохотка,

<sup>1</sup> За оцену је коришћена техника *jackknife* моделског упросечавања. За детаље видети рад: Недељковић, М, Урошевић, Б. и Зилцковић, Е, „Анализа детерминанти текућег рачуна платног биланса коришћењем *jackknife* метода моделског упросечавања“, радни папир Народне банке Србије, бр. 23, 2012.

док процене показују да су побољшању текућег рачуна платног биланса у Мађарској допринеле првенствено трговинска интеграција и нето инострана актива. Постојање већих одлива дохотка по основу повлачења профита од ранијих страних улагања, које се може видети у осталим посматраним земљама, упућује на потенцијални узрок погоршања будућег биланса текућег рачуна у Србији. То даље указује и на значај структурних политика за унапређење продуктивности и конкурентности, с обзиром на то да ће смањење дефицита морати највероватније да се оствари путем побољшања трговинског биланса.

### Графикон О.3.2. Текући рачун, текући рачун оцењен *jackknife* моделом и доприноси билансу текућег рачуна

(двогодишњи просеци, у % БДП-а)



Извор: Еуростат и НБС.

Предузимање одговарајућих структурних мера (нпр. унапређење у области пословног окружења, образовања тржишне регулације и тржишта рада) један је од начина у правцу побољшања продуктивности и раста конкурентности. Међутим, како те мере резултате дају у дугом року, на смањење дефицита у кратком року могуће је деловати преко фискалне политике. Уз смањење буџетског дефицита, важно је и да структура расхода буде усмерена ка извозно оријентисаним секторима, а да приходи пре свега потичу од потрошње, а у мањој мери од опорезивања рада. Поред тога, на дефицит текућег рачуна у кратком року могуће је деловати и преко девизног курса. Ипак, треба имати у виду да постоји временски помак у деловању депрецијације девизног курса на дефицит текућег рачуна. Због утицаја курса на финансијску стабилност високоевроизованих земаља, прилагођавање путем девизног курса требало би само да прати структурне мере. Притом, што су структурне реформе и мере фискалне политике ефикасније, то је мања потреба за прилагођавањем путем девизног курса.

### 3. Агрегатна тражња

*Домаћа тражња је у Т4 наставила да пада, док је нето извоз, захваљујући експанзији производње и извоза у аутомобилској индустрији, остварио раст.*

Агрегатна тражња је, захваљујући расту нето извоза, у Т4 остварила раст од 0,3%. На мг. нивоу њен пад је успорен, са 2,5% у Т3 на 1,5% у Т4. Допринос паду агрегатне тражње и у Т4 потиче од домаће тражње (-3,1 п.п.), док је допринос нето извоза био позитиван.

Процењени пад домаће тражње у Т4 износио је 0,3% (допринос укупној тражњи -0,3 п.п.) и последица је пада приватне потрошње и приватних инвестиција.

С друге стране, нето извоз је, и поред успоравања раста на 3,1%, позитивно допринео (0,6 п.п.) расту укупне тражње. Раст нето извоза је забележен и на мг. нивоу (7,5%).

Према нашој процени, пад БДП-а је у 2012. години износио око 2,0%. Посматрано у структури агрегатне тражње, негативан допринос дале су пре свега приватне инвестиције (-1,6 п.п.) и у мањој мери

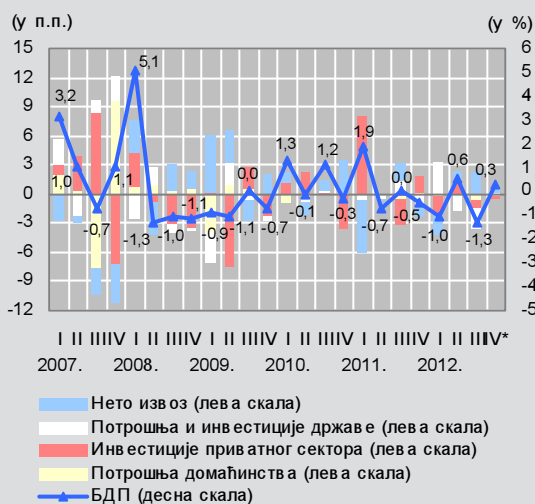
приватна потрошња (-1,0 п.п.), док позитиван допринос потиче од државне потрошње и инвестиција (0,7 п.п.). Нето извоз је на годишњем нивоу имао неутралан утицај на БДП, при чему је у П1 био негативан, док је у П2, највише по основу раста производње у аутомобилској индустрији, био позитиван. Фискална експанзија у П1 резултирала је позитивним доприносом државне потрошње и инвестиција на нивоу године.

Процењујемо да ће агрегатна тражња у 2013, вођена нето извозом (допринос 2,0 п.п.), порастати раст з око 2,5%. Таква процена заснива се на очекиваном расту извоза аутомобилске индустрије и нафтних деривата. Позитиван допринос очекује се и по основу приватних (1,5 п.п.) и државних (0,2 п.п.) инвестиција. Негативан допринос даће финална потрошња домаћинства (-0,6 п.п.), али у мањој мери него у претходној години, као и потрошња државе (-0,6 п.п.), због очекиваних ефеката мера фискалне консолидације.

#### Домаћа тражња

*Све компоненте домаће тражње, осим потрошње државе, забележиле су тромесечан пад, док су на мг. нивоу, поред потрошње државе, раст оствариле и инвестиције државе.*

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



Извор: РЗС и НБС.  
\* Процена НБС.

*БДП је, вођен растом нето извоза и потрошње државе, порастао у Т4.*

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



Извор: НБС.  
\* Процена НБС за Т4 2012. године.

*Од почетка 2012. потрошња домаћинства бележи константан пад.*

**Потрошња домаћинства** је, према нашој процени, у Т4 убрзала мг. пад на 2,0% (допринос -1,5 п.п.) и већ шест тромесечја заредом налази се у негативној зони. На тромесечном нивоу, потрошња домаћинства је пала за 0,3% и негативно допринела БДП-у са 0,2 п.п.

Пад потрошње домаћинства последица је смањења куповне моћи становништва, додатно погоршане повећањем ПДВ-а и акциза. То потврђују и кретања у промету у трговини, који је у Т4 био нижи за 11,1% на мг. нивоу, као и смањење наплате прихода од ПДВ-а.

У Т4 су, према нашој процени, укупни извори потрошње домаћинства опали за 1,1% дес. Највише су смањени социјални трансфери, а пад је забележен и код укупне масе зарада. Кредити становништву намењени потрошњи такође су забележили пад.

Процењујемо да су **приватне инвестиције** у Т4 смањене 5,4% мг. и 1,1% на тромесечном нивоу, као и да су дале негативан допринос агрегатној тражњи (-1,1 п.п. и -0,2 п.п., респективно). Неповољни услови дугорочног задуживања, неликвидност и неизвесност око брзине будућег опоравка привреде и даље су фактори који коче бржи опоравак инвестиција.

На пад инвестиција у индустрији указује смањена вредност увоза средстава за рад од 16,6%. На основу броја издатих грађевинских дозвола и смањења ефективних часова рада у грађевинарству процењујемо пад грађевинских инвестиција.

**Потрошња и инвестиције државе** су, према нашој процени, у Т4 забележиле пад на мг. нивоу. Посматрано на тромесечном нивоу, потрошња државе је порасла, док су државне инвестиције смањене.

Финална потрошња државе је у Т4 на мг. нивоу пала 3,6% (допринос -0,7 п.п.), док је на тромесечном нивоу порасла 1,2% (0,2 п.п.). Тромесечни раст у Т4 дугује се расту издатака за зараде у јавном сектору, док су издаци за куповину робе и услуга били нижи у односу на претходно тромесечје.

Инвестиције државе на мг. нивоу имају раст од 5,3% (допринос 0,2 п.п.), док тромесечно посматрано бележе пад од 3,5% (допринос -0,1 п.п.). На пад инвестиција државе указује смањење консолидованих капиталних расхода државе.

Графикон IV.3.3. Потрошња државе



Извор: НБС.

\* Процена НБС за Т4 2012. године.

*Потрошња државе је порасла у Т4 по основу раста издатака за зараде.*

Табела IV.3.1. Индикатори кретања инвестиција

	2011.		2012.		
	IV	I	II	III	IV
<b>Реални показатељи</b> (дсз. подаци, тромесечни раст, у %)					
Грађевинарство	0,3	-1,7	-1,2	-4,3	-0,4*
Индустријска производња капиталних производа (физички обим)	9,9	9,1	-5,6	1,8	-1,4
Извоз средстава за рад**	-11,5	9,9	18,1	-1,9	0,2
Увоз средстава за рад**	5,1	-1,3	-1,2	-5,6	-16,6
Залихе капиталних производа	-12,9	-8,0	-11,9	2,6	4,7
Индустријска производња интермедијарних производа (физички обим)	-3,8	-4,9	6,0	-9,0	-1,3
Извоз интермедијарних производа**	2,9	-9,3	2,2	-4,3	7,6
Увоз интермедијарних производа**	-0,6	9,5	-2,7	-4,9	1,5
Залихе интермедијарних производа	-3,2	-1,4	3,0	-4,3	2,3
Индустријска производња грађевинског материјала (физички обим)	1,3	-7,2	1,6	-2,3	-0,7
Залихе грађевинског материјала	-6,2	-7,4	-5,0	1,1	1,7
Инвестиције државе***	-23,0	70,3	-31,3	-6,3	-3,5

\* Процена НБС.

\*\* Извоз и увоз су изражени у еврима.

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

## Нето екстерна тражња

*Нето екстерна тражња је наставила да у Т4 пружа позитиван допринос агрегатној тражњи, пре свега захваљујући позитивним ефектима извоза аутомобилске индустрије.*

Раст нето екстерне тражње је у Т4 износио 3,1% дсз. (допринос БДП-у 0,6 п.п.) и последица је вишег реалног раста извоза (3,7%) од увоза (1,5%). И на мг. нивоу посматрано, нето екстерна тражња је позитивно допринела кретању БДП-а (1,6 п.п.), остваривши раст од 7,3%.

Робни извоз изражен у еврима је у Т4 порастао 7,4% дсз. и знатно је утицао на смањење текућег дефицита. Највећи раст је остварен у прерађивачкој индустрији, у оквиру које је извоз моторних возила и приколица порастао за 88,8% због наставка повећања производње у аутомобилској индустрији. Позитивна кретања остварена су и у извозу хемијских производа и електричне опреме.

С друге стране, највећи пад робног извоза забележен је код пољопривредних производа (-37,8%), што је и

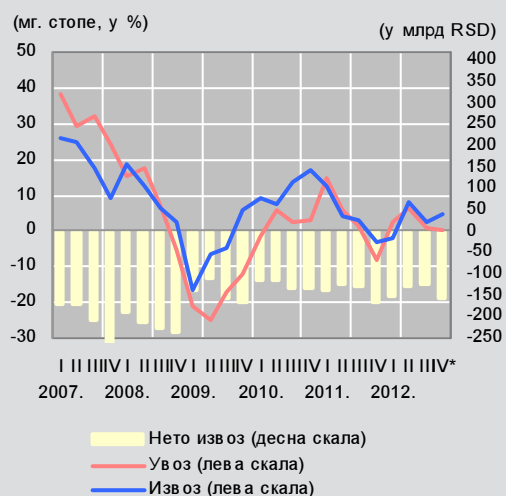
било очекивано с обзиром на знатно ниже приносе у пољопривредној производњи у 2012.

Робни увоз изражен у еврима порастао је у Т4 за 5,4% дсз. Увоз репроматеријала је остварио раст од 10,3%, док је увоз средстава за широку потрошњу забележио пад од 4,4%. Наставак пада увоза опреме од 16,6% указује на смањену инвестициону активност. Посматрано по намени, раст увоза је остварен код енергије, интермедијарних и капиталних производа, док је пад забележен код производа за широку потрошњу (трајних и нетрајних).

Бржи дсз. раст робног извоза од увоза<sup>18</sup> у Т4 допринео је да покривеност увоза извозом у децембру буде за 1,7 п.п. већа него у септембру (61,7% према 60,0%). На крају 2012. извоз се налазио 20,7% изнад преткризног нивоа<sup>19</sup>, док је увоз био за 8,9% нижи у односу на преткризни период.

На почетку Т4 цена сирове нафте је порасла услед повећаних геополитичких тензија. Од средине октобра до средина новембра цена је била у паду, због присутне неизвесности око решавања проблема „фискалне литице“ у САД и слабијих макроекономских показатеља у зони евра. Након

Графикон IV.3.4. Извоз и увоз робе и услуга (у сталним ценама 2010)



Извор: НБС.

\* Процена НБС.

*Извоз је у Т4 убрзао мг. раст због позитивних кретања у аутомобилској индустрији.*

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



Извор: РЗС и НБС.

*Увоз средстава за рад бележи пад у Т4, што указује на низак ниво приватних инвестиција.*

<sup>18</sup> 12-месечни покретни просек.

<sup>19</sup> П1 2008. године.



наниже (са 0,2% на -0,1%). Наиме, проценили смо да ће негативан ефекат ревизије раста зоне евра на домаћу економску активност од 0,5 п.п. бити неутрализован очекиваним позитивним доприносом по основу раста производње нафтних деривата после повећања капацитета рафинерије нафте у Панчеву. У пројекцији су задржане и раније претпоставке о позитивном доприносу пољопривреде (1,5 п.п.) и аутомобилске индустрије (1,0 п.п.).

Процењени раст реалног БДП-а у Т4 износио је 0,3% дсз., за разлику од Т3 када је забележен пад од 1,3%. Економска активност мерена НДВ-ом порасла је 0,4% дсз. Ниво економске активности је у Т4 у односу на период пре кризе<sup>21</sup> мерено БДП-ом нижи за 4,2%, а мерено НДВ-ом за 2,6% .

Позитиван допринос тромесечном кретању БДП-а у Т4 дала је индустријска производња (0,4 п.п.), на шта указује раст њеног физичког обима од 2,1% дсз. Физички обим производње у прерађивачкој индустрији порастао је за 2,1% и позитивно је допринео укупном расту физичког обима индустријске производње (1,0 п.п.). Раст је остварен и

у сектору рударства од 4,5% дсз., (допринос 0,5 п.п.) и сектору снабдевања електричном енергијом, гасом и паром од 3,6% дсз. (допринос 0,6 п.п.). Негативан допринос тромесечном расту реалног БДП-а потиче од трговине (-0,1 п.п.), на шта указује дсз. пад промета у трговини на мало.

На раст активности у сектору индустријске производње у Т4 указује раст физичког обима производње деривата нафте од 139,6% дсз., моторних возила од 65,1% дсз., рачунара, електронских и оптичких производа од 82,1% дсз. и фармацеутских производа од 47,0% дсз. Највећи тромесечни пад је забележен у производњи хране и пића, дуванских производа и машина и опреме.

Највећи позитиван допринос расту физичког обима индустријске производње дала је производња деривата нафте (4,0 п.п.). Снажан раст у тој области дугује се завршетку прве фазе инвестиционог циклуса у рафинерији нафте у Панчеву, који је знатно повећао производне капацитете ове фабрике. Осим у капацитете за производњу и прераду, знатна средства су уложена и у модернизацију и ширење малопродајне

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

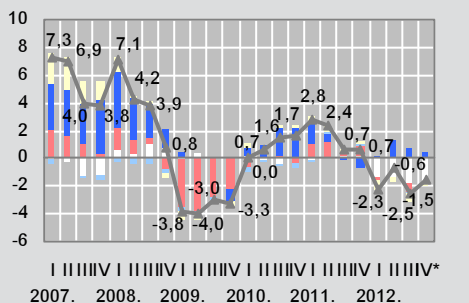


Извор: РЗС и НБС.

\* Процена: НБС.

*Раст производње у прерађивачкој индустрији допринео је расту економске активности у Т4.*

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



Извор: РЗС и НБС.

\* Процена: НБС.

*Пад БДП-а на м. нивоу у Т4 је, као и током целе 2012, вођен падом у пољопривредној производњи.*

<sup>21</sup> Ниво из П1 2008. године.

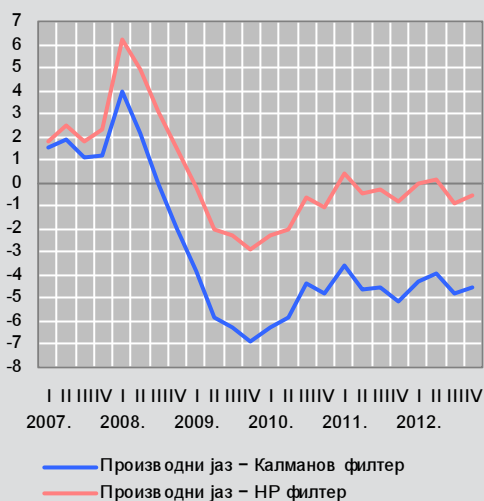
мреже у Србији и региону, што ће позитивно утицати и на извоз нафтних деривата. Због тога је у пројекцију раста БДП-а за 2013. укључен и допринос раста производње нафтних деривата од 0,5 п.п.

Производња у аутомобилској индустрији допринела је укупном расту физичког обима индустријске производње са 0,9 п.п. Снажан раст у аутомобилској производњи прелио се и на извоз моторних возила, који је у Т4 порастао 88,8% дсз., чиме су моторна возила заузела место водећег извозног производа Србије. Наставак производње у компанији Фијат аутомобили Србија у великој мери ће утицати на раст БДП-а у 2013 (допринос од 1,0 п.п.)<sup>22</sup>

Такође, проналажење стратешког партнера за покретање производње у области црне металургије могло би позитивно допринети опоравку економске активности.

И поред тога што производња производа од неметалних минерала, која се може користити као индикатор трендова у грађевинарству, у три последња тромесечја бележи стагнацију, почетак реализације пројекта “Јужни ток” на територији Србије у 2013.

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



Извор: НБС.

*Раст економске активности у Т4 допринео је благом смањењу негативног производног јаза.*

могао би допринети позитивним кретањима у овом сектору привреде у наредном периоду.

Процењени реални м.г. пад БДП-а је у Т4 (-1,5%) успорен у односу на Т3 (-2,5%). Највећи негативан допринос м.г. стопи раста реалног БДП-а у Т4 потиче од м.г. пада пољопривредне производње (-1,6 п.п.). Негативан допринос има и снабдевање електричном енергијом, гасом и паром (-0,2 п.п.), као последица високе базе из Т4 2011. када је остварен историјски тромесечни максимум у производњи електричне енергије. Међугодишњи реални пад забележио је и сектор грађевинарства (допринос -0,3 п.п.). Пад промета у трговини на мало на м.г. нивоу је убрзан у Т4 и износио је 11,1%, али је због раста промета у трговини на велико укупна активност у сектору трговине стагнирала. Позитиван допринос м.г. кретању БДП-а у Т4 потиче од сектора прерађивачке индустрије и информисања и комуникација (0,5 п.п. и 0,2 п.п., респективно).

Физички обим индустријске производње на м.г. нивоу је у Т4, четврто тромесечје заредом, био у паду (-0,4%), али је тај пад знатно успорен у поређењу с Т3 (-4,0%). Успоравању м.г. пада физичког обима индустријске производње највише је допринео (1,2 п.п.) раст у прерађивачкој индустрији од 1,8%, док су у супротном смеру деловали м.г. пад у снабдевању електричном енергијом, гасом и паром од 7,1% и рударству од 3,7% (доприноси -1,3 п.п. и -0,3 п.п., респективно).

Као и код тромесечних стопа раста, највећи допринос м.г. расту физичког обима у прерађивачкој индустрији дала је производња деривата нафте (1,7 п.п.) и производња аутомобила (1,5 п.п.), а знатно је порасла и производња фармацевтских производа. С друге стране, знатан м.г. пад физичког обима производње наставиле су да бележе производња хемијских производа (-24,4%) и производња основних метала (-53,5%).

Раст економске активности мерене НДВ-ом у Т4 утицао је на благо смањење производног јаза у односу на претходно тромесечје. Негативна вредност производног јаза указује на и даље ниску куповну моћ становништва, па се и у наредном периоду очекују дезинфлаторни притисци. Ипак, са опоравком економске активности требало би очекивати постепено слабљење дезинфлаторних притисака по том основу.

<sup>22</sup> Под претпоставком производње од 100.000 возила, уз учешће домаће компоненте од 40%.

## 5. Кретања на тржишту рада

### Зараде

У Т4 је дошло до реалног пада просечне нето зараде у односу на претходно тромесечје. Јединични трошкови рада у индустрији, пре свега прерађивачкој, забележили су смањење.

Према дсз. подацима, просечна нето зарада је у Т4 номинално повећана у односу на претходно тромесечје за 3,5%, док је реално смањена за 1,2%. Просечна нето зарада је реално мања за 2,5% у приватном и за 1,5% у јавном сектору.

Највећи реалан дсз. пад забележен је у пословању некретнинама, финансијским делатностима и делатностима осигурања, као и снабдевању електричном енергијом, гасом и паром. С друге стране, највећи реалан дсз. раст оствариле су просечне нето зараде у пољопривреди.

Међугодишње посматрано, прекинут је тренд успоравања номиналног раста просечне нето зараде, који је присутан од почетка прошле године. Просечна нето зарада је номинално порасла за 8,8%, док је реално мања за 3,2% у односу на исти период претходне године. Притом, реално смањење просечне нето зараде било је израженије у јавном (-4,3%) него у приватном сектору (-2,7%). На основу кретања зарада од почетка кризе могло би се закључити да је у приватном сектору, за разлику од јавног, до прилагођавања дошло пре свега путем смањења запослености.

Просечна нето зарада запослених у Републици Србији у Т4 износила је 43.625 динара.

Јединични трошкови рада у индустрији су у Т4 нижи него у претходном тромесечју (-1,4% дсз.), као резултат нешто бржег раста продуктивности од раста бруто реалних зарада. Јединични трошкови рада у прерађивачкој индустрији су у већој мери смањени (-4,9% дсз.), захваљујући томе што је раст продуктивности био праћен смањењем бруто реалних зарада.

Графикон IV.5.1. Кретање просечних нето зарада

(дсз. подаци, Г1 2008 = 100)

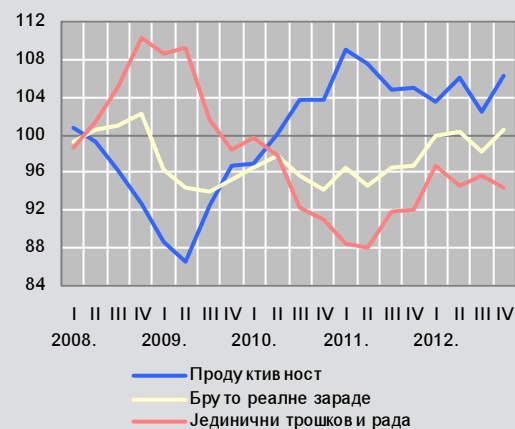


Извор: РЗС.

Просечна нето зарада у Т4 бележи нешто бржи пад у приватном него у јавном сектору.

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

(дсз. подаци, Г1 2008 = 100)



Извор: РЗС.

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

<sup>23</sup> Активно становништво (радну снагу) чине сва запослена и незапослена лица старости 15 и више година.

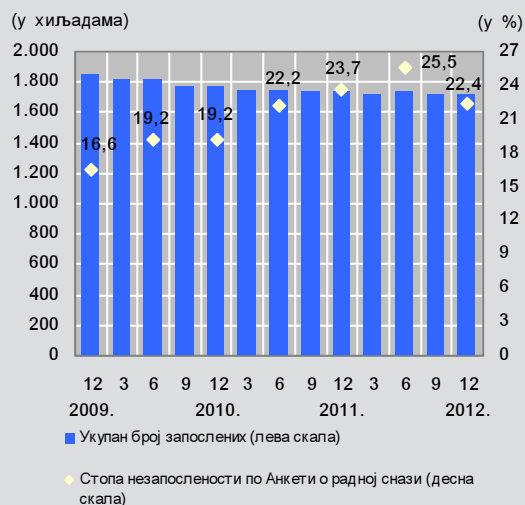
## Запосленост

*Према октобарској Анкети о радној снази, на тржишту рада забележена су позитивна кретања, што је било неочекивано имајући у виду пад економске активности у 2012. години.*

Супротно очекивањима изнетим у претходном Извештају о инфлацији, Анкета о радној снази је у октобру 2012. забележила позитивна кретања на тржишту рада – стопа незапослености је смањена, а стопа запослености повећана како у односу на април исте, тако и у односу на октобар претходне године.

Стопа незапослености, тј. учешће незапослених у укупном броју активних становника<sup>23</sup>, смањена је од априла до октобра 2012. са 25,5% на 22,4%, што је пад и у односу на октобар 2011. године (23,7%). Број незапослених је од априла до октобра смањен за 71.328 лица. Део незапослених је прешао у рад „на црно“ – стопа неформалне запослености<sup>24</sup> повећана је за 0,9 п.п., на 17,9%.

Графикон IV.5.3. Запосленост и стопа незапослености



Извор: РЗС.

*Октобарска Анкета о радној снази неочекивано је забележила пад стопе незапослености.*

Међутим, од априлске до октобарске Анкете подаци говоре да је знатно већи део незапослених нашао формално запослење, па је укупан број запослених (у формалној и неформалној економији) повећан чак за 141.450. Тиме је стопа запослености, тј. учешће запослених у укупном броју становника старости 15 и више година, повећана са 34,3% на 36,7%. Посматрано по секторима, највећи раст броја запослених забележен је у пољопривреди (55.192), прерађивачкој индустрији (30.755), државној управи (15.365) и грађевинарству (16.612).

У октобру у односу на април samozапослених је више за 85.731, запослених за 56.181, док је број помажућих чланова домаћинства мањи за 462 лица. Повећан је број запослених који ради на неодређено време (29.643 лица), на одређено време (18.984 лица), на повременим пословима (8.628 лица), док је смањен број сезонаца (1.074 лица).

Позитивни резултати октобарске Анкете о радној снази не могу се довести у везу са осталим кретањима у економији. Имајући то у виду, као и одређена методолошка питања (репрезентативност узорка, екстраполација резултата на основу карактеристика популације према попису из 2002. године и сл.), сматрамо да их треба узети с резервом.

За разлику од Анкете о радној снази, истраживање РАД Републичког завода за статистику, које прати број формално запослених<sup>25</sup>, забележило је у октобру пад од 8.924 лица у односу на април. Наставак пада запослености истраживање РАД бележи и током Т4, с тим што је тај пад успорен. Број запослених је у децембру у односу на септембар смањен за 1.233 и износи 1.722.794 лица. Запосленост је у већој мери смањена у приватном него у јавном сектору. Притом, смањење запослености је забележено у свим делатностима, пре свега у прерађивачкој индустрији. Међугодишње посматрано, пад запослености је благо убрзан (0,9%) у односу на претходно тромесечеје (0,8%).

Слично Анкети о радној снази, Национална служба за запошљавање је од априла до октобра забележила пад броја оних који се воде на евиденцији незапослених и активно траже запослење (око 23.000 лица). Међутим, треба имати у виду да је

<sup>24</sup> Неформална запосленост (рад „на црно“) обухвата запослене у нерегистрованим фирмама или у регистрованим фирмама, али без формалног уговора о раду и социјалног и пензијског осигурања, као и неплаћене помажуће чланове домаћинства.

<sup>25</sup> Формална запосленост обухвата запослене који имају заснован радни однос с послодавцем (правна лица и приватни предузетници) на основу уговора о раду. Запосленима се не сматрају лица која раде на основу уговора о делу или уговора о обављању привремених и повремених послова.

дефинисање незапослености различито – број незапослених, према Анкети, мањи је од броја евидентираних у Националној служби за запошљавање, пре свега зато што се они који раде „на црно“, према Анкети, сматрају запосленима. Национална служба за запошљавање је током Т4 евидентирала раст незапослених за око 10.000 лица.

## 6. Међународно окружење

*Међународно окружење у Т4 карактерише продужетак рецесионих притисака у зони евра, али и извесни оптимизам да је крај рецесије на видику. Инфлаторни притисци у зони евра и региону су смањени.*

БДП зоне евра је у Т3 забележио четврто узастопно тромесечје без раста, а водећи индикатори економске активности *PMI* и *Eurocoin* указују на вероватан пад и у Т4, чиме би укупан пад БДП-а у 2012. достигао 0,5%. Пад економске активности праћен је и растом стопе незапослености, која је у децембру достигла историјски највиши ниво од 11,7%.

Према проценама *Consensus Forecast*-а, економска активност у зони евра ће у 2013. забележити благ пад (0,1%). Висока стопа незапослености, фискална

консолидација у појединим земљама и даље присутни поштрани услови кредитирања сужавају простор за економски опоравак зоне евра вођен растом домаће тражње. С друге стране, очекује се да ће позитиван допринос економској активности дати инострана тражња код које се опажају позитивне тенденције – убрзање економског раста у САД и тржиштима у настајању. Наставак пада економске активности у 2013. очекује се у Шпанији (-1,6%) и Италији (-0,9%), док ће Немачка задржати стопу раста од 0,7% из 2012. године.

Економија зоне евра ће у 2013, и према ревидираним подацима ММФ-а, забележити благ пад од 0,2%. За наше главне спољнотрговинске партнере у зони евра, Немачку и Италију, предвиђа се успоравање раста, односно већи пад за по 0,3 п.п., респективно, у односу на претходну прогнозу.

Ипак, позитивни сигнали у погледу опоравка зоне евра стижу с финансијских тржишта. Мере ЕЦБ-а које омогућавају откуп државних обвезница најугроженијих чланица, кораци учињени у правцу снажније фискалне интеграције и конкретизација договора о јединственом надзору банака у оквиру зоне евра деловале су стабилизујуће на финансијска тржишта и утицале на пад приноса на државне обвезнице презадужених земаља. Смањени притисак с финансијског тржишта могао би да доведе до

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

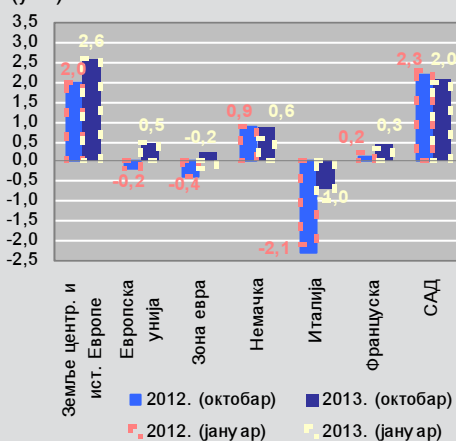


\* Процена *Consensus Forecast*-а за Т4 2012.

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

БДП зоне евра ће у 2012. бити у паду од 0,5%, а индикатори указују на стагнацију или благ пад и у 2013.

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



Извор: ММФ ИЕО (октобар 2012) и ММФ ИЕО Update (јануар 2013).

\* Ревизија у односу на октобарски *World Economic Outlook*.

Према прогнози ММФ-а, Немачка и Италија ће у 2013. имати спорији опоравак економске активности.



привремен, јер је у највећој мери последица смањења залиха. Ипак, процена ФЕД-а је да су и даље присутни ризици наниже у погледу економског раста, због чега је донета одлука да се настави с мерама експанзивне монетарне политике. Настављен је откуп хипотекарних ХоВ у износу од 40 млрд долара месечно, а започет је и нов програм откупа дугорочних државних ХоВ у месечном износу од 45 млрд долара. Те мере би требало да помогну опоравку тржишта некретнина и утичу на даљи пад дугорочних каматних стопа.

У прилог даљем ублажавању монетарне политике иде и смањење инфлаторних притисака. Инфлација је у децембру износила 1,7% м.г. и била је за 0,3 п.п. нижа него на крају Т3. С обзиром на то да се пројекција инфлације у средњем року креће око 2,0% и да су дугорочна инфлациона очекивања стабилна, у наредном периоду требало би очекивати наставак експанзивних мера монетарне политике усмерен на опоравак тржишта рада и раст потрошње домаћинства.

У САД су у току Т4 били повећани рецесиони ризици због могућности достизања „фискалне литице“<sup>26</sup>. Процене стручњака биле су да би такав сценарио увео америчку привреду у рецесију, уз раст стопе

незапослености на преко 10,0%. Ипак, у јануару је постигнут политички договор о нешто блажем повећању пореза и смањењу државне потрошње, као и о повећању горње границе дозвољеног задуживања. Тиме су привремено отклоњени ризици пробијања горње границе јавног дуга и избијања поновне рецесије.

Курс евра према долару је током Т4 бележио променљиво кретање. Најпре је у октобру долар ослабио према еврџу због очекивања да ће се постићи договор о откупу грчког јавног дуга, да би у новембру због неповољнијих изгледа раста у зони евра долар ојачао у односу на евро. У децембру су интензивирани спекулације око решавања проблема „фискалне литице“ у САД, што је, уз саопштење ФЕД-а о наставку експанзивних мера монетарне политике, утицало на раст вредности евра у односу на долар. Током јануара евро је наставио да јача према долару после задржавања референтне стопе ЕЦБ-а на непромењеном нивоу и побољшане ликвидности банака зоне евра.

Цена злата је у Т4 опала за око 5%, највише као резултат мање аверзије инвеститора према другим облицима улагања, повољнијих макроекономских показатеља у САД и Кини и слабљења инфлаторних притисака у најразвијенијим земљама.

<sup>26</sup> Реч је о активирању аутоматског механизма смањења државних издатака и раста пореза уколико јавни дуг пређе законски максималну границу од 16.400 млрд долара.

## V. Пројекција инфлације

*После раста у Т1, због очекиваног високог раста регулисаних цена и врло ниске прошлогодишње базе, м.г. инфлација ће од Т2 2013. бити у паду и у границе дозвољеног одступања од циља вратиће се до краја године. Томе ће у највећој мери допринети наступање нове пољопривредне сезоне, ниска агрегатна тражња, стабилизација курса динара и испољавање пуних ефеката мера монетарне политике из претходног периода. Под претпоставком да ће фискална консолидација бити спроведена у складу с Фискалном стратегијом, ризици остварења пројекције инфлације односе се пре свега на кретање цена примарних производа и кретања у међународном окружењу.*

*Према процени Народне банке Србије, БДП је у 2012. години забележио пад од око 2,0% због врло лоше пољопривредне сезоне. У 2013. години БДП би требало да оствари раст од око 2,5%, чему ће допринети повећање нето извоза и инвестиција.*

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

### Почетни услови

У складу са очекивањима изнетим у новембарском Извештају о инфлацији, м.г. инфлација је у Т4 наставила да расте. Међутим, због пада цена непрерађене хране, реализације само једног дела планиране корекције цене лекова и смањења цене нафтних деривата, крајем године м.г. инфлација (12,2%) налазила се на доњој граници распона пројекције из новембра 2012.

Инфлација је у Т4 била знатно нижа него у Т3 и износила је 2,3%. Највиши месечни раст цена забележен је у октобру (2,8%), праћен повећањем акциза и стопе ПДВ-а са 18% на 20%. Раст цена регистрован је код свих компоненти ИПЦ-а, осим код непрерађене хране, чији је пад био узрокован појефтијењем свежег меса и воћа. Регулисане цене су имале највиши тромесечни раст (5,2%) од почетка године, при чему је више од половине тог раста било последица поскупљења цигарета (због повећања акциза).

Иако је раст цена хране знатно успорен у Т4, трошкови сировина и даље су на релативно високом нивоу, али се у наредном периоду очекује њихов пад. У прилог таквом очекивању, поред нове пољопривредне сезоне, иде и актуелан пад цена примарних пољопривредних производа на светском тржишту, као и смањење светских цена хране (мерене индексом *FAO Food Price*) од 3,0%.

Инфлациона очекивања финансијског сектора су у Т4 била релативно стабилна, тј. заустављен је њихов раст, а у јануару и фебруару су и снижена.<sup>27</sup> Ипак, она се и даље налазе изнад горње границе дозвољеног одступања од циља. Према последњим анкетама, та очекивања за годину дана унапред износе 7,0% (агенција Блумберг), односно 8,0% (агенција Ипсос).

На ублажавање инфлаторних притисака у претходном периоду утицало је и кретање курса динара. Динар је у Т4 номинално апрецирао 3,2% према евр<sup>28</sup>, што је резултат деловања неколико фактора: пада премије ризика земље, рестриктивних мера монетарне

<sup>27</sup> Према анкети агенције Блумберг.

<sup>28</sup> Просечна апрецијација у периоду.

политике, ниског дефицита текућег рачуна платног биланса у новембру и одобравања субвенционисаних кредита. Народна банка Србије је у Т4 само једанпут (у октобру) интервенисала на МДТ-у, и то куповином 5,0 млн евра, ради ублажавања прекомерног дневног јачања курса динара.

Као резултат брже реалне апрецијације динара<sup>29</sup> у односу на тренд, депрецијацијски јаз реалног девизног курса је у Т4 готово затворен, тј. смањени су притисци на цене по основу увозних трошкова.<sup>30</sup>

Премија ризика земље (мерена *EMBI*) у Т4 је забележила пад од око 130 б.п., што представља знатно веће смањење у односу на остале земље у региону. Експанзивне мере ФЕД-а и ЕЦБ-а допринеле су да земље у региону (и генерално, земље у успону) већ у Т3 забележе пад *EMBI*. Међутим, *EMBI* за Србију задржао се на релативно високом нивоу због снижења кредитног рејтинга. Од септембра, када је донет програм фискалне консолидације, премија ризика земље је у паду. Пораст поверења страних инвеститора за улагање у ХоВ Републике Србије огледа се у успешној реализацији друге емисије државних еврообвезница (750,0 млн долара) на међународном финансијском тржишту, као и у повећаној тражњи нерезидената на аукцијама динарских хартија. На крају јануара, *EMBI* за Србију износио је 361 б.п.

Држава се у Т4 у знатној мери финансирала монетизацијом својих девизних депозита, што је утицало на повећање динарске ликвидности банкарског сектора. Фискални дефицит у 2012. години износио је око 6,4% БДП-а, што је ниже од дефицита предвиђеног ребалансом буџета.

Народна банка Србије је у Т4 наставила с повећањем рестриктивности монетарне политике. Референтна каматна стопа је повећана за укупно 0,75 п.п., а затим и у јануару за 0,25 п.п., на 11,5%. Такође, због знатног повећања динарске ликвидности банкарског сектора у претходних неколико месеци, промењен је смер главних операција, тј. Народна банка Србије поново спроводи операције повлачења ликвидности.

Процењује се да је БДП у Т4 порастао за 0,3% дсз., док је на мг. нивоу успорио пад (на 1,5%). Паду БДП-а највише су допринели смањење приватне потрошње и инвестиција. Раст извоза вођен је пре

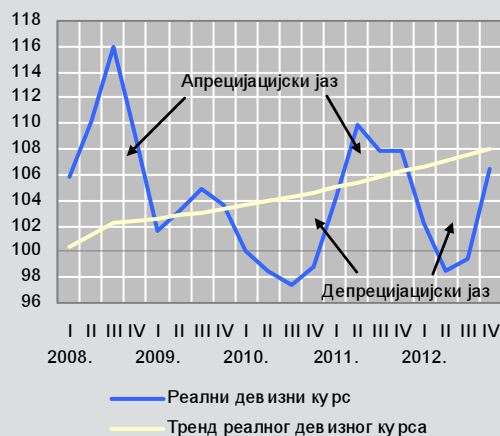
свега извозом аутомобилске индустрије. Посматрано с производне стране, захваљујући расту производње моторних возила и деривата нафте, допринос прерађивачке индустрије БДП-у био је позитиван.

Негативан производни јаз у Т4 незнатно је смањен у односу на Т3, што указује да ће дезинфлаторни притисци по основу тражње постојати и у наредном периоду.<sup>31</sup>

Зону евра карактерише наставак рецесионих притисака. Стопа незапослености достигла је историјски највиши ниво, а водећи индикатори економске активности (*PMI* и *Eurocoin*) указују на вероватан пад БДП-а зоне евра и у Т4. Ипак, мере ЕЦБ-а усмерене на откуп државних обвезница најугроженијих чланица, кораци у правцу снажније фискалне интеграције и конкретизација договора о јединственом надзору банака у оквиру зоне евра деловали су стабилизујуће на финансијско тржиште и утицали на пад приноса на обвезнице високозадужених земаља зоне евра. Иако су тржишта очекивала да ће ЕЦБ у Т4 смањити референтну каматну стопу, она то није урадила, образложивши да се финансијско тржиште

Графикон V.0.1. Реални девизни курс и његов тренд\*

(базни индекс, Т1 2010 = 100)



Извор: НБС.

\* Оцена је базирана на процени утицаја реалног девизног курса на инфлацију.

Депрецијацијски јаз реалног девизног курса готово је затворен у Т4.

<sup>29</sup> Реална апрецијација динара према еврау у Т4 била је резултат номиналне апрецијације, уз вишу стопу инфлације у Србији у односу на зону евра.

<sup>30</sup> Маргинални трошкови нето увозника.

<sup>31</sup> Негативан производни јаз отворен је од краја 2008, а његов ниво није се мењао у већој мери у последње две и по године.

стабилизовало и да се нису појавили нови фактори који би захтевали такву реакцију.

Цена сирове нафте на светским берзама је у Т4 била релативно стабилна. На то је утицало неколико фактора, с неутралним утицајем на крају: геополитичке тензије на Блиском истоку, неизвесност око решавања проблема „фискалне литице“ у САД и слабији макроекономски показатељи у зони евра. Због јачања динара према долару, цене нафтних деривата на домаћем тржишту пале су у Т4 за 4,3%.

## Претпоставке пројекције

### Екстерне претпоставке

У текућој средњорочној пројекцији инфлације, претпоставка о расту БДП-а зоне евра у 2013. години коригована је наниже за 0,3 п.п. у односу на новембарску пројекцију, тј. претпоставља се пад БДП-а од 0,1%. Висока стопа незапослености, фискална консолидација у појединим чланицама зоне евра и даље пооштрени услови кредитирања сужавају простор за економски опоравак у 2013. који би био вођен растом

домаће тражње. Ипак, опоравак се очекује од 2014. године, када би БДП зоне евра требало да порасте за 0,9%.<sup>32</sup>

Такође, очекује се да инфлаторни притисци у зони евра ослабе по основу пада цена примарних производа и енергената, тако да би се м.г. инфлација у зони евра крајем 2013. године могла наћи на нивоу испод 2,0%. Међутим, тржишта тренутно не очекују да ће ЕЦБ до краја ове године мењати референтну каматну стопу.

Кретање цена примарних пољопривредних производа на светском тржишту има кључан утицај на кретање ових цена на домаћем тржишту. Цене фјучерса на примарне пољопривредне производе указују на пад светских цена тих производа у 2013. години. Претпоставка пројекције је да ће оне у току 2014. остати приближно на истом нивоу као у 2013. години.

Претпоставка пројекције је да ће, с обзиром на очекивано кретање глобалне тражње, цена нафте опасти до краја 2013. године, као и у 2014. години, на шта указује и кретање фјучерса на нафту.

Табела V.0.1. Претпоставке пројекције  
(у заградама су дате промене у односу на претходну пројекцију)

	2013.		2014.
<b>Екстерне претпоставке</b>			
Инфлација у зони евра (Т4 на Т4)	1,7%	(-0,1)	1,6%
Референтна каматна стопа ЕЦБ (на крају године)	0,75%	(+0,25)	0,75%
Раст БДП-а у зони евра	-0,1%	(-0,3)	0,9%
Цене примарних пољопривредних производа на светском тржишту (Т4 на Т4)	-14,0%	(+3,3)	3,5%
Цена уралске нафте по барелу (крај године, у USD)	105	(-)	100
<b>Интерне претпоставке</b>			
Регулисана цена (дец. на дец.)	10,7%	(+2,3)	8,0%
<b>Трендови</b>			
Апрецијацијски тренд реалног курса (просек)	2,0%	(-0,1)	2,3%
Тренд реалне камате (просек)	2,5%	(-0,7)	2,5%

Извор: НБС.

### Интерне претпоставке

Текућа средњорочна пројекција инфлације заснива се на претпоставци да ће раст регулисаних цена у 2013. години (10,7%) бити већи него у 2012. години. Тај раст је виши у односу на очекивања изнета у новембарском Извештају о инфлацији, пре свега због већег очекиваног поскупљења лекова, чему је допринело и одлагање дела корекције цене лекова из Т4 2012. у Т1 2013.

Посматрано по тромесечјима, највећи део раста регулисаних цена десиће се у Т1 (око 7,0%), првенствено као последица најављеног поскупљења електричне енергије, лекова, цигарета и природног гаса.

Претпоставка пројекције је да ће, због потребе за постепеним отклањањем ценовних диспаритета, регулисане цене у 2014. години имати нешто бржи раст него укупан ИПЦ. Међутим, тај раст би требало да буде нижи него у 2013.

<sup>32</sup> Претпоставка о расту БДП-а зоне евра у складу су са очекивањима изнетим у најновијем *Consensus Forecast*-у.

## Пројекција инфлације

Међугодишња инфлација ће у Т1 2013. године наставити да расте, као последица израженијег раста регулисаних цена и врло ниске базе у Т1 2012. У оквиру регулисаних цена, очекује се пре свега поскупљење електричне енергије и природног гаса, које је у 2012. изостало, као и лекова и цигарета (повећање минималне акције). Међутим, од Т2 уследиће пад инфлације, тј. њен повратак ка циљу. У границама дозвољеног одступања од циља требало би да се нађе до краја 2013. године.

На очекиван пад м.г. инфлације од Т2 утицаће неколико фактора: нова пољопривредна сезона, релативно стабилно кретање курса динара у претходних неколико месеци, мере монетарне политике из претходног периода, врло ниска домаћа тражња, као и висока прошлогодишња база (тј. високе месечне стопе инфлације у 2012).

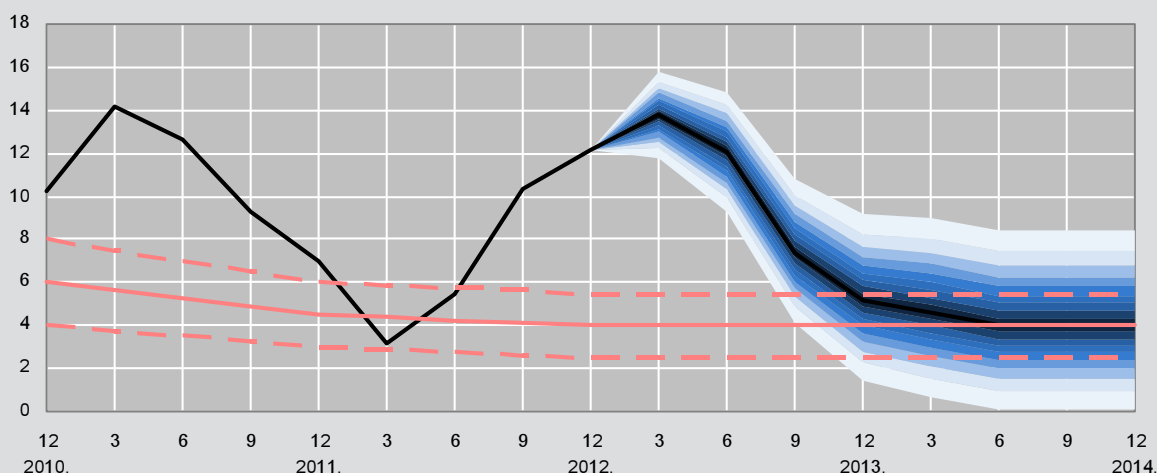
Изразито неповољне временске прилике прошле године утицале су да прошлогодишња пољопривредна сезона буде једна од најлошијих у последњих неколико деценија. Иако су цене хране знатно успориле раст у Т4 2012, трошкови сировина у

њиховој производњи и даље су на релативно високом нивоу. Међутим, под претпоставком да ће овогодишња пољопривредна сезона (глобално) бити просечног квалитета, цене примарних пољопривредних производа, односно цена воћа и поврћа, требало би да с њеним наступањем опадну, што би значило и пад трошkových притисака у производњи прехранбених производа. У прилог очекиваном смањењу тих притисака говори и започет пад цена хране и примарних пољопривредних производа на светском тржишту.

Поред тога, рестриктивне мере монетарне политике које је Народна банка Србије предузела прошле године имаће свој пуни ефекат на инфлацију у току 2013. године. Те мере су допринеле и стабилизацији курса динара према евр у претходних неколико месеци. Стабилан курс и затварање депрецијацијског јаза реалног девизног курса, које се очекује у Т1, такође ће утицати на смањење инфлаторних притисака у наредном периоду, док ће ниска агрегатна тражња остати најважнији фактор који ће успоравати раст домаћих цена у средњем року.

Насупрот наведеним факторима с дезинфлаторним дејством, регулисане цене ће деловати инфлаторно.

Графикон V.0.2. Пројекција инфлације  
(м.г. стопе, у %)

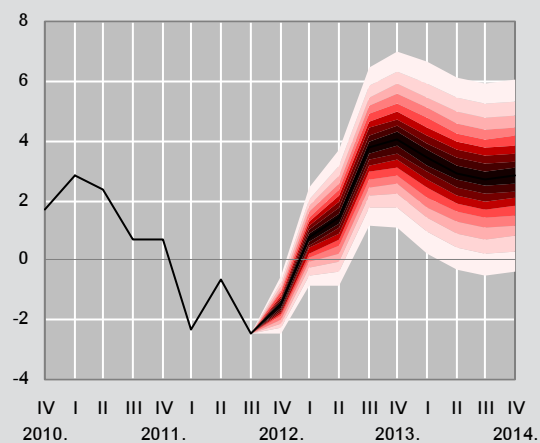


Извор: НБС.

Међугодишња инфлација ће свој максимум достићи у Т2, након чега ће отпочети повратак у границе дозвољеног одступања од циља. У тим границама би требало да се нађе до краја 2013. године. Ризици остварења пројекције инфлације су симетрични.

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

Графикон V.0.3. **Пројекција раста БДП-а**  
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

*Економска активност би требало да забележи раст од 2,5% у 2013. и 3,0% у 2014. години.*

Са ишчезавањем инфлационог шока по основу цена хране и регулисаних цена, Извршни одбор Народне банке Србије ће у наредним месецима размотрити могућност ублажавања монетарне политике. Међутим, због могуће неочекиване промене утицаја појединих фактора на наведену пројекцију инфлације, изнето очекивање у погледу карактера мера монетарне политике у наредном периоду није обавезујуће за Народну банку Србије.

Према пројекцији Народне банке Србије, након пада у 2012. години, БДП ће у 2013. остварити раст од око 2,5%. Та пројекција заснива се на очекиваном повећању пољопривредне производње у односу на прошлу годину (претпоставка о просечно квалитетној пољопривредној сезони), као и повећању производње у аутомобилској и нафтној индустрији. Посматрано с расходне стране, раст БДП-а биће вођен нето извозом и приватним инвестицијама, док ће државна потрошња, у складу са спровођењем мера фискалне консолидације, забележити пад. Приватна потрошња такође би требало да буде у паду због пада реалних примања становништва у другој половини прошле и почетком ове године.

Умерен опоравак државне потрошње и инвестиција и приватне потрошње требало би да уследе од 2014. године. Према нашој пројекцији, БДП ће у 2014. години порастати за око 3,0%, чему ће највише допринети раст нето извоза.

Распон пројекције раста БДП-а је симетричан, тј. вероватноћа одступања навише и наниже је подједнака. Неизвесност пројекције БДП-а односи се, с једне стране, на могуће боље резултате од претпостављених у погледу овогодишње пољопривредне производње и производње аутомобилске индустрије и, с друге стране, на могући спорији привредни опоравак главних спољнотрговинских партнера Србије, што би се могло одразити на пад извозне тражње и домаћих инвестиција.

## Ризици остварења пројекције

Под претпоставком да ће фискална консолидација бити спроведена у складу с Фискалном стратегијом, ризици остварења пројекције инфлације у највећој мери односе се на потенцијална одступања од претпоставки у погледу кретања цена примарних производа на домаћем и светском тржишту у наредном периоду, као и на развој ситуације у међународном окружењу.

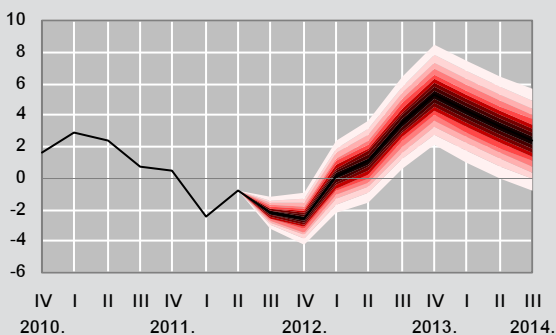
Текућа пројекција инфлације заснива се на претпоставци да ће наредна пољопривредна сезона бити просечног квалитета, што би требало да резултира падом цена примарних пољопривредних производа на домаћем тржишту и, последично, успоравањем раста цена хране. У прилог таквом очекивању иде и пад цена хране на светском тржишту забележен у Т4. Међутим, уколико би и овогодишња пољопривредна сезона била лошија од просечне, уз евентуални поновни раст светских цена хране, очекивани дезинфлаторни утицај цена хране ове године био би умањен или би изостао.

Код цене нафте могућа су одступања и навише и наниже у односу на претпоставку у пројекцији инфлације. Евентуално заоштравање геополитичких тензија могло би проузроковати њен раст, док би, с друге стране, спорији глобални економски опоравак од очекиваног могао вршити притисак наниже на цену нафте.

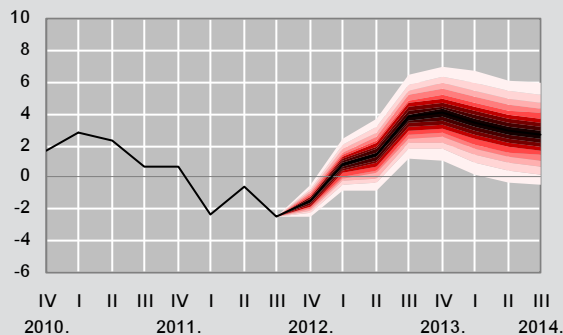
Кретања у међународном окружењу могла би у великој мери да одреде домаћа макроекономска кретања, при чему њихов утицај на инфлацију може бити двојак. С једне стране, већи пад БДП-а зоне евра у 2013. години од очекиваног, посебно код земаља које су главни спољнотрговински партнери Србије (Немачка и Италија), могао би значити мање извозне могућности него што се очекује, као и продубљивање негативног производног јаза, тј. веће дезинфлаторне

Графикон V.0.4. Поређење текуће с претходном пројекцијом раста БДП-а

**Новембарска пројекција**  
(мг. стопе, у %)



**Фебруарска пројекција**  
(мг. стопе, у %)



Изв ор: НБС.

Нова пројекција раста БДП-а остала је непромењена на годишњем нивоу у односу на пројекцију из новембарског Извештаја о инфлацији, али се мг. стопе по тромесечјима разликују због мањег од очекиваног мг. пада БДП-а у Т4.

притиске по основу агрегатне тражње. С друге стране, евентуално погоршање кризе јавног дуга у зони евра могло би да се одрази на пораст премије ризика земаља у успону, а тиме и Србије, смањење прилива капитала и појаву депрецијацијских притисака, што би могло да створи притиске на инфлацију.

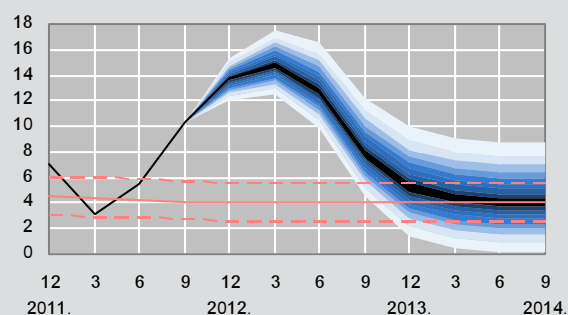
Узимајући у обзир ризике пројекције, наша процена је да су они симетрични.

### Поређење и остварење пројекција

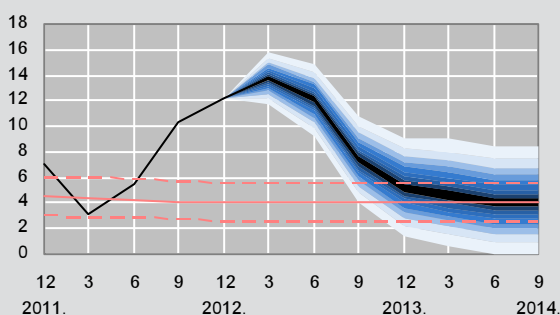
Нова пројекција инфлације је у прва три тромесечја 2013. године нижа у односу на пројекцију из новембарског Извештаја о инфлацији, пре свега због мањег од очекиваног поскупљења прехранбених производа и изостанка очекиваног раста цена воћа и поврћа у Т4. Распон пројекције је у средњем року остао непромењен.

Графикон V.0.5. Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације

**Новембарска пројекција**  
(мг. стопе, у %)



**Фебруарска пројекција**  
(мг. стопе, у %)

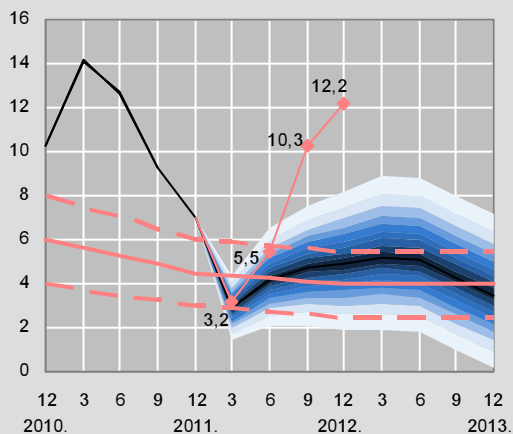


Изв ор: НБС.

Нова пројекција инфлације је у односу на пројекцију из новембра 2012. године нижа у прва три тромесечја 2013. године.

**Графикон V.0.6. Остварење пројекције инфлације из фебруара 2012.**

(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

*Међугодишња инфлација се у другој половини 2012. налазила изван граница распона пројекције из фебруара 2012. године.*

Међугодишња инфлација се до Т3 кретала унутар граница распона пројекције објављене у Извештају о инфлацији у фебруару 2012. године. После тога је, због пољопривредног шока и високог раста цена примарних пољопривредних производа, уследио знатан раста цена хране и, по том основу, раст инфлације изнад горње границе распона пројекције. Расту је допринео и виши раст регулисаних цена од очекиваног, као и повећање ПДВ-а и акциза у октобру.

Табела А

## Индикатори екстерне позиције Србије

	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	I 2012.	II 2012.	III 2012.	IV 2012.	
<b>ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ ЛИКВИДНОСТИ (у %)</b>															
Девизне резерве/увоз робе и услуга (у месецима)	4,1	4,7	3,9	6,1	9,0	7,2	5,2	9,5	8,2	8,7	7,9	7,1	6,9	7,6 <sup>1)</sup>	
Девизне резерве/краткорочни дуг	360,7	535,6	702,2	519,2	941,7	917,5	380,8	528,8	546,4	1.860,8	1.914,1	2.970,6	2.710,7	2.212,9	
Девизне резерве/БДП	13,6	16,4	16,3	24,2	38,7	33,8	25,0	36,6	35,7	38,7	35,5	33,3	32,7	36,3	
Отплата дуга/БДП	1,4	2,0	3,9	4,7	7,0	10,1	10,6	11,4	12,2	13,1	12,2	14,3	10,2	14,5 <sup>1)</sup>	
Отплата дуга/извоз робе и услуга	7,0	9,0	16,4	17,7	23,5	33,2	34,0	39,1	33,8	35,5	33,7	34,3	25,0	36,4 <sup>1)</sup>	
<b>ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)</b>															
Спољни дуг/БДП	58,7	55,9	49,8	60,1	60,9	60,2	64,6	77,7	84,9	77,5	77,3	78,8	82,5	85,6	
Краткорочни дуг/БДП	3,8	3,1	2,3	4,7	4,1	3,7	6,6	6,9	6,5	2,1	1,9	1,1	1,2	1,6	
Спољни дуг/извоз робе и услуга	300,9	251,6	211,5	228,9	204,1	197,3	207,6	265,3	236,2	210,0	210,8	208,2	212,9	215,7 <sup>1)</sup>	
<b>ИНДИКАТОРИ ИЗЛОЖЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКОМ РИЗИКУ (у %)</b>															
Девизне резерве/М1	143,3	195,1	220,1	290,3	356,1	306,7	300,4	393,4	416,6	429,6	462,9	437,4	389,8	402,1	
Девизне резерве/примарни новац	131,9	167,8	165,5	169,8	179,5	173,8	140,7	190,5	196,4	207,6	219,4	192,2	184,7	196,6	
СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ)/БДП	59,3	63,9	73,7	73,6	81,2	85,8	86,8	75,6	88,2	90,3	94,2	101,3	97,2	95,6 <sup>1)</sup>	
<b>МЕМОРАНДУМ: (у милионима евра)</b>															
БДП	16.028	17.306	19.026	20.306	23.305	28.468	32.668	28.954	28.006	31.140	6.966	7.261	7.528	8.279	
Спољни дуг	9.402	9.678	9.466	12.196	14.182	17.139	21.088	22.487	23.786	24.125	24.068	24.086	24.832	25.721	
Сервисирање спољног дуга	218	348	736	945	1.635	2.885	3.453	3.314	3.403	4.072	848	1.039	771	1.200 <sup>1)</sup>	
Девизне резерве НБС	2.186	2.836	3.104	4.921	9.020	9.634	8.162	10.602	10.002	12.058	11.073	10.161	9.833	10.914	
Краткорочни дуг	606	529	442	948	958	1.050	2.143	2.005	1.830	648	579	342	363	493	
Билан текућих трансакција	-671	-1.347	-2.620	-1.778	-2.356	-5.053	-7.054	-1.910	-1.887	-2.856	-1.177	-738	-546	-685,8 <sup>1)</sup>	
<b>КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ</b>															
		2004.	2005.	2006.		2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.				
		Нов.	Мај	Јул	Феб.	Апр.	Јун	Дец.	Дец.	Нов.	Март	Авг			
	S&P	B+		BB-	BB-		BB-	BB-	BB-		BB	BB-			
				/позитиван	/стабилан	/негативан	/стабилан	/стабилан	/стабилан	/стабилан	/негативан				
	Fitch	BB-		BB-	BB-		BB-	BB-	BB-		BB-	BB-			
				/стабилан	/негативан	/стабилан	/негативан	/стабилан	/стабилан	/негативан					

## Методолошка објашњења:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

<sup>1)</sup> 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 изложениности 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 *ВРМС*, део процењених дознака пребачен је из финансијског у текући биланс.

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

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

Табела Б  
Основни макроекономски индикатори

	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	I 2012.	II 2012.	III 2012.	IV 2012.
Реални раст БДП-а (у %) <sup>1)</sup>	4,3	2,5	9,3	5,4	3,6	5,4	3,8	-3,5	1,0	1,6	-2,3	-0,6	-2,5	-1,5
Потрошачке цене (у % у односу на исти месец претходне године) <sup>2)</sup>	14,8	7,8	13,7	17,7	6,6	11,0	8,6	6,6	10,3	7,0	3,2	5,5	10,3	12,2
Девизне резерве НБС (у млн евра)	2.186	2.836	3.104	4.921	9.020	9.634	8.162	10.602	10.002	12.058	11.073	10.161	9.833	10.914
Извоз робе и услуга (у млн евра) <sup>3)8)</sup>	3.125	3.847	4.475	5.330	6.949	8.686	10.157	8.478	10.070	11.486	2.519	3.031	3.083	3.293,6 <sup>9)</sup>
- 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	14,1	-2,6	5,2	3,2	8,7 <sup>9)</sup>
Увоз робе и услуга (у млн евра) <sup>3)8)</sup>	-6.387	-7.206	-9.543	-9.613	-11.971	-16.016	-18.843	-13.404	-14.643	-16.627	-4.042	-4.323	-4.235	-4.620,7 <sup>9)</sup>
- стопа раста у % у односу на претходну годину	27,2	12,8	32,4	0,7	24,5	33,8	17,7	-28,9	9,2	13,6	5,5	6,3	1,3	1,6 <sup>9)</sup>
Текући рачун платног биланса <sup>4)8)</sup> (у млн евра)	-671	-1.347	-2.620	-1.778	-2.356	-5.053	-7.054	-1.910	-1.887	-2.856	-1.177	-738	-546	-685,8 <sup>9)</sup>
у % БДП-а	-4,2	-7,8	-13,8	-8,8	-10,1	-17,7	-21,6	-6,6	-6,7	-9,2	-16,9	-10,2	-7,3	-8,3 <sup>9)</sup>
Незапосленост по Анкети (у %) <sup>5)</sup>	13,3	14,6	18,5	20,8	20,9	18,1	13,6	16,1	19,2	23,0	/	25,5	/	22,4
Зараде (просечне за период, у еврима)	152,1	176,9	194,6	210,4	259,5	347,6	402,417	337,9	330,1	372,5	357,6	363,2	351,8	385,3
Републички буџетски дефицит/суфицит (у % БДП-а) <sup>6)</sup>	-4,3	-2,6	-0,3	0,3	-1,9	-1,7	-1,7	-3,4	-3,7	-4,2	-7,0	-7,1	-3,9	-5,0
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а)	-1,8	-2,4	0,8	0,9	-1,9	-2,0	-2,6	-4,5	-4,7	-5,0	-7,3	-6,9	-4,1	-7,3
Јавни дуг Републике Србије (спољни + унутрашњи, у % БДП-а) <sup>6)7)</sup>	72,9	66,9	55,3	52,2	37,7	31,5	29,2	34,7	44,5	48,7	52,0	56,0	55,1	59,2
Курс динара према долару (просек у периоду)	64,70	57,56	58,44	66,90	67,01	58,39	55,76	67,47	77,91	73,34	82,38	88,77	93,55	87,45
Курс динара према долару (крај периода)	58,98	54,64	57,94	72,22	59,98	53,73	62,90	66,73	79,28	80,87	83,31	92,15	88,94	86,18
Курс динара према евра (просек у периоду)	60,66	65,13	72,70	83,00	84,10	79,96	81,44	93,95	103,04	101,95	108,11	113,73	116,95	113,45
Курс динара према евра (крај периода)	61,52	68,31	78,89	85,50	79,00	79,24	88,60	95,89	105,50	104,64	111,36	115,82	115,03	113,72
<i>Меморандум</i>														
БДП (у млн евра)	16.028	17.306	19.026	20.306	23.305	28.468	32.668	28.954	28.006	31.140	6.966	7.261	7.528	8.279

<sup>1)</sup> У сталним ценама претходне године.

<sup>2)</sup> Цене на мало до 2006. године.

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

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

<sup>5)</sup> Извор: Анкета о радној снази, РЗС.

<sup>6)</sup> Извор: Министарства финансија и привреде РС за јавни дуг и НБС за процењени БДП.

<sup>7)</sup> Државне ХоВ по номиналној вредности.

<sup>8)</sup> 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

<sup>9)</sup> Процена НБС.

Напомене:

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



**НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ**

ГУВЕРНЕР

КГ. Бр. 137/1/13

Београд, 17. јануар 2013. године

**ВЛАДИ РЕПУБЛИКЕ СРБИЈЕ**

**Господину Ивици Дачићу, председнику Владе**

Уважени господине Дачићу,

Инфлација се у протеклих шест узастопних месеци кретала изнад горње границе дозвољеног одступања од циља. Због тога желимо да, у складу са Споразумом о циљању (таргетирању) инфлације између Владе Републике Србије и Народне банке Србије (тачка 6. став 4), објаснимо разлоге због којих је инфлација изнад наведене горње границе и да Вас упознамо с мерама које смо до сада предузели и онима које се морају предузети да би се обезбедила ниска и стабилна инфлација у средњем року, а и да изнесемо наша очекивања кад је у питању време у коме ће се инфлација вратити у оквиру дозвољеног одступања од циља.

Међугодишња инфлација је од априла до децембра 2012. године забележила раст са 2,7% на 12,2%. У јулу 2012. године инфлација је први пут премашила горњу границу дозвољеног одступања од циља када је износила 6,1%. Извршни одбор Народне банке Србије процењује да је раст инфлације у протеклом шестомесечном периоду пре свега последица изузетно високог раста цена хране, као и депрецијације динара и ефеката повећања пореза на додату вредност и акциза.

Од 9,5 процентних поена колико је износио раст међугодишње инфлације од априла до децембра 2012. године – на допринос раста цена хране односи се 6,6 процентних поена. То значи да је на инфлацију у том периоду пресудно утицао раст ових цена, који је био последица ниске пољопривредне производње услед дуготрајне суше и знатног раста светских цена примарних пољопривредних производа, али и специфичности тржишта хране у Србији. С обзиром на високо учешће хране у индексу потрошачких цена – 38,8%, инфлација у Србији је на ценовне шокове ове групе производа посебно осетљива. Поред тога, због затечених неодговарајућих системских решења, цене хране код нас су знатно нестабилније него у земљама у окружењу, што се види и из њиховог вишег раста у наведеном периоду.

Расту инфлације, преко раста увозних цена, допринело је и слабљење динара у првој половини 2012. године, које је у највећој мери било последица високе јавне потрошње, што је, уз неповољна кретања у међународном окружењу и изборну неизвесност у земљи, условило и раст премије ризика.

Поред тога, октобарско повећање стопе пореза на додату вредност и акциза, према нашим проценама, додатно је допринело једнократном расту инфлације, и то са 1,1 процентних поена.

Народна банка Србије је, ради обуздавања инфлаторних притисака, у последњих седам месеци поштрила монетарну политику – повећавајући референтну стопу са 9,5% на 11,25% и повлачећи динарску ликвидност променом смера главних операција и структуре обавезне резерве банака. Наведене мере су већ допринеле стабилизацији на девизном тржишту, а њихово пуно дејство на инфлацију очекује

## 2

се у текућој години. Међутим, с обзиром на привременост утицаја ценовних шокова, као и чињеницу да је привреда и даље у рецесији, реакција монетарне политике је била усредсређена на постизање стабилности цена у средњем року.

Извршни одбор Народне банке Србије предузеће све што је у његовој надлежности да се инфлација у средњем року врати у оквире дозвољеног одступања од циља. Ако не дође до непредвиђених инфлаторних притисака, очекујемо да ће инфлација почети да пада од другог тромесечја 2013. године и да ће се крајем године вратити у границе дозвољеног одступања од циља (циљ за крај 2013. године је  $4 \pm 1,5\%$ ). Наше очекивање кад је у питању будуће кретање инфлације подразумева позитиван утицај спровођења планираних мера фискалне консолидације на макроекономску и финансијску стабилност.

Брзина враћања инфлације ка циљу ће у великој мери зависити и од предстојеће пољопривредне сезоне. Ако она буде просечна, знатно смањење инфлације очекује се већ од другог тромесечја 2013. године. Евентуално лошија пољопривредна сезона од уобичајене могла би да успори процес смањења инфлације.

Уважавајући да је природа актуелних инфлаторних притисака пресудно одређена нестабилношћу на тржишту хране, сматрамо да би без одлагања требало утврдити и реализовати системске мере које би допринеле стабилизацији овог тржишта и смањењу нестабилности цена хране. Поред тога, изузетно је важно да Влада утврди средњорочни оквир корекција регулисаних цена. Уз одржавање планиране политике зарада у јавном сектору и пензија, овим би се допринело повећању ефикасности мера монетарне политике и избегле би се нагле промене њеног карактера изазване флукуацијама инфлације и инфлационих очекивања, што би додатно доприносило макроекономској стабилности, очувању раста економске активности и запослености.

Очекујемо да ће се пуни ефекти до сада предузетих мера монетарне политике на инфлацију тек испољити, а Народна банка Србије ће, узимајући у обзир инструменте који су јој на располагању, у наредном периоду проценити да ли је потребно додатно заштравање монетарне политике да би се обезбедило враћање инфлације на циљ у средњем року.

С поштовањем,



- Ко: - Потпредседнику Владе и министру спољне  
и унутрашње трговине и телекомуникација, Расиму Љаљићу  
- Министру финансија и привреде, Млађану Динкићу  
- Министру пољопривреде, шумарства и водопривреде, Горану Кнежевићу

## Списак графикана и табела

### Графикони

III.0.1.	Кретање цена (међугодишње стопе)	7
III.0.2.	Кретање цена (тримесечне стопе)	8
III.0.3.	Допринос тримесечној стопи раста потрошачких цена	8
III.0.4.	Допринос међугодишњој стопи раста потрошачких цена	9
III.0.5.	Домаћа и увозна инфлација	9
III.0.6.	Краткорочна пројекција инфлације	12
III.0.7.	Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред – по секторима	13
III.0.8.	Циљана инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред – финансијски сектор	13
III.0.9.	Очекивања предузећа у погледу промене цена њихових инпута и производа и услуга	14
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 динарске кредите и депозите привреди и становништву	17
IV.1.6.	Кретање каматних стопа на девизне кредите и депозите привреди и становништву	17
IV.1.7.	Индекс <i>BELEX15</i> и промет на Београдској берзи	19
IV.1.8.	Кретање берзанских индекса у земљама у региону	19
IV.1.9.	Монетарни агрегати и потрошачке цене	20
IV.1.10.	Доприноси расту МЗ	20
IV.1.11.	Учешће кредита у БДП-у и раст кредитне активности	22
IV.1.12.	Доприноси тримесечној стопи раста кредита банака	22
IV.1.13.	Учешће динарских потраживања у укупним потраживањима банака од привреде и становништва	23
IV.1.14.	Учешће <i>NPL</i> у укупним, бруто принцип	23
IV.2.1.	Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту	26
IV.2.2.	Краткорочна волатилност курса динара према евр	26
IV.2.3.	Показатељ премије ризика – <i>EMBI</i> по земљама	27
IV.2.4.	Кретање курсева одређених националних валута према евр	27
IV.2.5.	Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала	28
IV.2.6.	Структура финансијског биланса	28
IV.3.1.	Доприноси тримесечној стопи раста БДП-а – расходна страна	32
IV.3.2.	Потрошња домаћинства	32
IV.3.3.	Потрошња државе	33
IV.3.4.	Извоз и увоз робе и услуга	34
IV.3.5.	Кретање главних компоненти увоза	34
IV.3.6.	Кретање цена нафте и бакра	35
IV.3.7.	Индекс светских цена хране	35
IV.4.1.	Кретање индикатора економске активности	36
IV.4.2.	Доприноси м.г. стопи раста БДП-а – производна страна	36
IV.4.3.	Производни јаз	37
IV.5.1.	Кретање просечних нето зарада	38
IV.5.2.	Кретање продуктивности, бруто реалних зарада и јединичних трошкова рада у индустрији	38
IV.5.3.	Запосленост и стопа незапослености	39

IV.6.1.	Кретање БДП-а и индикатора економске активности зоне евра	40
IV.6.2.	Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2012. и 2013. годину ММФ-а	40
IV.6.3.	Принос на државне обвезнице земаља зоне евра	41
IV.6.4.	Кретање БДП-а главних спољнотрговинских партнера Србије	41
V.0.1.	Реални девизни курс и његов тренд	44
V.0.2.	Пројекција инфлације	46
V.0.3.	Пројекција раста БДП-а	47
V.0.4.	Поређење текуће с претходном пројекцијом раста БДП-а	48
V.0.5.	Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације	48
V.0.6.	Остварење пројекције инфлације из фебруара 2012.	49

#### Табеле

III.0.1.	Раст потрошачких цена по компонентама	7
III.0.2.	Показатељи раста цена	8
IV.1.1.	Монетарни агрегати	20
IV.3.1.	Индикатори кретања инвестиција	33
V.0.1.	Претпоставке пројекције	45
Табела А.	Индикатори екстерне позиције Србије	50
Табела Б.	Основни макроекономски индикатори	51

#### Графикони у освртима

O.2.1.	Учешће бруто <i>NPL</i> у укупним бруто кредитима	24
O.2.2.	Покриће <i>NPL</i> укупном обрачунатом резервом за процењене губитке	24
O.3.1.	Дефицит текућег рачуна и дознаке	30
O.3.2.	Текући рачун, текући рачун оцењен <i>jackknife</i> моделом и доприноси билансу текућег рачуна	31

#### Табеле у освртима

O.1.1.	Учешћа група производа и услуга у индексу потрошачких цена по земљама	11
--------	---	----

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

### 2012. година

Датум	Референтна каматна стопа (на годишњем нивоу, у %)	Промена (у базним поенима)
19. јануар	9,50	-25
9. фебруар	9,50	0
8. март	9,50	0
12. април	9,50	0
10. мај	9,50	0
7. јун	10,00	+50
12. јул	10,25	+25
9. август	10,50	+25
6. септембар	10,50	0
9. октобар	10,75	+25
8. новембар	10,95	+20
14. децембар	11,25	+30

### 2013. година

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

## Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије

### Саопштење са седнице Извршног одбора, 14. 12. 2012.

Извршни одбор Народне банке Србије је на данашњој седници одлучио да референтну каматну стопу повећа на 11,25 одсто.

У складу с пројекцијом Народне банке Србије, међугодишња инфлација је у новембру привремено успорила раст, али је њено кретање и даље изнад горње границе дозвољеног одступања од циља. При томе, предузете мере фискалне консолидације, које су дале прве ефекте, тек треба да пруже пун допринос смањивању међугодишње инфлације у наредној години.

Извршни одбор је оценио и да је повећана динарска ликвидност банкарског сектора. Имајући то у виду, Народна банка Србије ће, одлучио је Извршни одбор, променити смер главних операција на отвореном тржишту у правцу повлачења вишка динарске ликвидности како се не би подстакао раст агрегатне тражње и, преко тога, остварио утицај на инфлацију и девизни курс.

У наредном периоду на кретање инфлације у највећој мери ће утицати цене хране и регулисане цене, као и то да ли ће агрегатна тражња и убудуће остати кључни дезинфлаторни фактор. Према пројекцији Народне банке Србије, међугодишња инфлација ће се вратити у границе циља до краја 2013. године.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће бити донета одлука о референтној каматној стопи биће одржана 17. јануара 2013. године.

### Саопштење са седнице Извршног одбора, 17. 1. 2013.

Извршни одбор Народне банке Србије је на данашњој седници одлучио да референтну каматну стопу повећа за 0,25 процентних поена и она сада износи 11,50 одсто.

Међугодишња инфлација је, након једномесечног прекида, у децембру наставила раст и износи 12,2 одсто, што је изнад дозвољеног одступања од циља. Истовремено, и базна инфлација је релативно висока, с обзиром на то да је у децембру достигла 8,2 одсто. Поред тога, у наредном периоду очекују се већ најављене корекције регулисаних цена.

Реакција монетарне политике усмерена је на спречавање преношења ефеката раста регулисаних цена на друге цене преко повећања инфлаторних очекивања. Својим мерама Народна банка Србије ће спречити и да повећана динарска ликвидност утиче на стварање инфлаторних притисака и притисака на девизно тржиште.

Уз мере монетарне политике, Извршни одбор очекује и да програм фискалне консолидације покаже видније резултате и пружи пун допринос смањивању међугодишње стопе инфлације.

У наредном периоду највећи дезинфлаторни утицај имаће ниска агрегатна тражња, а с предстојећом пољопривредном сезоном и цене хране ће позитивно утицати на кретање инфлације. Према пројекцији Народне банке Србије, пад међугодишње стопе инфлације очекује се од другог тромесечја, уз повратак у границе циља до краја 2013. године.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће бити донета одлука о референтној каматној стопи биће одржана 7. фебруара.

### Саопштење са седнице Извршног одбора, 5. 2. 2013.

Извршни одбор Народне банке Србије је на данашњој седници одлучио да референтну каматну стопу повећа за 0,25 процентних поена и она сада износи 11,75 одсто.

Извршни одбор је оценио да је реакција монетарне политике усмерена на спречавање преношења ефеката повећања регулисаних цена на остале цене. Усвајање годишње динамике корекција регулисаних цена допринеће и остваривању претпоставки неопходних да се инфлација врати и одржава у границама циља. Поред тога, значајно је и доследно спровођење програма фискалне консолидације.

Констатовано је да су, уз постигнуту стабилност девизног тржишта, смањена инфлаторна очекивања, као и да ће ниска агрегатна тражња и у наредном периоду имати снажан дезинфлаторан утицај. Забележен је и благ опоравак економске активности, чији су се први ефекти већ испољили у току последњег тромесечја претходне године.

По оцени Извршног одбора, на кретање инфлације у наредних неколико месеци утицаће пре свега ниска упоредна база и повећање регулисаних цена. С доласком нове пољопривредне сезоне, уз ефекте до сада предузетих мера монетарне политике, међугодишња стопа инфлације почеће да пада и у границе циља вратиће се до краја године.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће бити донета одлука о референтној каматној стопи биће одржана 7. марта.



**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