Народна банка Србије

2010

август

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

2010 август

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

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

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

Уводна напомена

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

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

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

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

Августовски Извештај о инфлацији размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 5. августа 2010. године.

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

Извршни одбор Народне банке Србије:

Дејан Шошкић, *гувернер*

Ана Глигоријевић, *вицегувернер*

Бојан Марковић, *вицегувернер*

Мира Ерић-Јовић, *вицегувернер*

---

[1] У складу са Законом о изменама Закона о Народној банци Србије ("Службени гласник РС", бр. 44/2010), Извршни одбор, као орган Народне банке Србије, преузео је сва овлашћења досадашњег Монетарног одбора.

Садржај

I. Резиме 7

II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја 9

III. Кретање инфлације 11

Осврт 1: Компаративна анализа нивоа цена хране у Србији и земљама у региону 15

IV. Детерминанте инфлације 17

1. Кретања на тржишту новца 17

Осврт 2: Очекивања у погледу кретања каматних стопа на европском међубанкарском новчаном тржишту 20

2. Кретања на девизном тржишту и курс динара 25

3. Кретања на тржишту капитала 27

4. Агрегатна тражња 29

Осврт 3: Фискална политика у средњем року 31

5. Економска активност 35

6. Кретања на тржишту рада 37

Осврт 4: Анкета о радној снази 39

7. Међународно окружење 40

Осврт 5: Механизам за уравнотежење фискалне политике у Европској унији 42

V. Пројекција инфлације 43

Табела А. Индикатори екстерне позиције Србије 49

Табела Б. Основни макроекономски индикатори 50

Табела В. Основни макроекономски индикатори према пројекцији ММФ-а 51

Додатак 1. Писмо Влади о разлозима одступања инфлације од циља 52

Списак графикона и табела 54

Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе у 2010. години 56

Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије 57

I. Резиме

Међугодишња инфлација је током другог тромесечја била у паду и у јуну се, шести месец заредом, кретала испод доње границе циља.

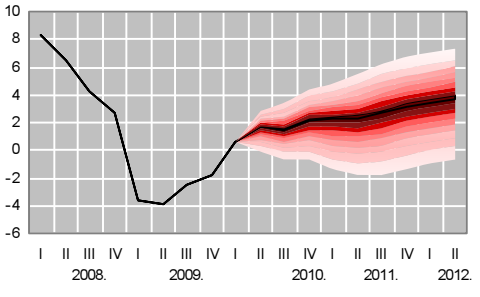
Међугодишња инфлација је наставила са успоравањем раста и у другом тромесечју је, као и у претходном, била испод доње границе циља. Извршни одбор Народне банке Србије је у писму упућеном 12. јула председнику Владе као основне разлоге за одступање инфлације од циља навео ниску агрегатну тражњу и неочекивани пад цена хране. Извршни одбор не предлаже предузимање додатних мера, имајући у виду пре свега то да мере које су до сада предузете већ обезбеђују да се инфлација у другој половини 2010. године врати у границе циља (видети Додатак 1).

Расту потрошачких цена у највећој мери су допринели сезонски раст цена пољопривредних производа и раст цена нафтних деривата.

Тромесечна инфлација је била нешто виша у односу на претходно тромесечје и износила је 2,5%. Расту потрошачких цена су највише допринели сезонски раст цена пољопривредних производа (нешто већи од очекиваног), а од регулисаних цена и раст цена нафтних деривата, у мањој мери због пораста светске цене нафте, а у већој због јачања долара.

Опоравак економске активности, започет у претходном тромесечју, настављен је током другог тромесечја нешто јачим интензитетом.

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



Економска активност је у другом тромесечју остварила опоравак – БДП је, према нашим проценама, забележио тромесечни раст од 0,9%. Расту је у највећој мери допринело повећање иностране тражње. Допринос домаће тражње је остао негативан, будући да је раст потрошње домаћинстава и приватних инвестиција у потпуности неутралисан падом државне потрошње и јавних инвестиција. Посматрано по делатностима, највећи допринос расту економске активности дала је индустријска производња, и то прерађивачка индустрија.

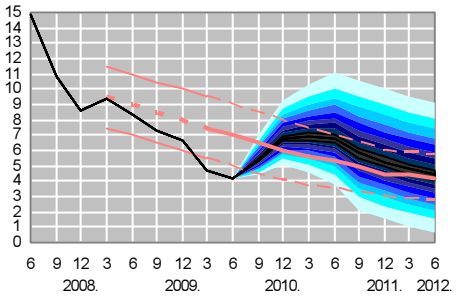
Економска активност у наредном периоду требало би да оствари умерен пораст. Очекујемо да ће се наставити тенденција да кључни допринос расту даје иностранa тражња, док ће домаћа тражња остати ниска. Управо због ниске домаће тражње, опоравак економске активности у 2010. години ће бити релативно спор (око 1,5%). Тек од 2011. године очекује се раст домаће тражње, пре свега инвестиција, као и бржи раст иностране тражње, што ће допринети убрзању раста БДП-а (3,0%).

Тржиште рада и даље карактеришу негативна кретања.

Опоравак економске активности још увек није праћен опоравком тржишта радне снаге. Остаје да се види да ли је у другом тромесечју заправо достигнута најнижа тачка и да ли ће, с наставком опоравка економске активности, и тржиште рада кренути постепено да се опоравља. Стопа незапослености је, према последњој Анкети о радној снази, повећана на 19,2%, а структура незапослених лица према дужини тражења посла је погоршана.

У току другог тромесечја степен експанзивности монетарне политике је повећан.

Пројектована инфлација
(међугодишње стопе, у %)



Монетарна политика је у другом тромесечју попримила још експанзивнији карактер, као последица даљег снижавања реалних каматних стопа на тржишту новца и продубљивања депрецијацијског јаза реалног девизног курса. Наставак депрецијацијских притисака у јулу, уз раст инфлационих очекивања, додатно повећава степен експанзивности монетарне политике. Главни узрок нових притисака на динар било је повећање премије ризика од почетка маја забележено у целом региону, због негативне перцепције инвеститора у погледу последица грчке кризе на регион, као и економских тензија у зони евра и код неких источно-европских земаља. Раст премије ризика одразио се и на раст каматних стопа на тржишту новца.

Слабљење динара у претходном периоду и заустављање пада цена хране утицаће на умерен пораст инфлације, упркос и даље ниској тражњи. У трећем тромесечју инфлација ће се вратити у границе дозвољеног одступања од циља. У већем делу наредне године инфлација би требало да се креће ближе горњој граници циља.

Кључни ризици су раст цена хране, пренос депрецијације динара на цене, кретање премије ризика, раније и знатније повећање пензија и зарада у јавном сектору, као и брзина опоравка европске привреде.

Кључни ризици нове пројекције тичу се: кретања цена хране, преноса депрецијације динара на цене, кретања премије ризика, евентуално ранијег и знатнијег повећања пензија и зарада у јавном сектору, као и брзине опоравка европске привреде. Процењујемо да су ризици нове пројекције асиметрични навише, пре свега због пораста инфлаторног ризика по основу могућег већег преносног ефекта депрецијације динара на цене.

Уколико дође до убрзаног јачања инфлаторних притисака, не искључује се могућност даљег повећања референтне каматне стопе у наредном периоду.

На основу текуће пројекције, а узимајући у обзир све ризике, Извршни одбор Народне банке Србије процењује да се у наредном периоду не искључује могућност даљег повећања референтне каматне стопе уколико инфлаторни притисци буду убрзано јачали.

II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја

Монетарна политика је током другог тромесечја попримила још експанзивнији карактер, као последица даљег снижавања реалних каматних стопа на тржишту новца и продубљивања депрецијацијског јаза реалног девизног курса.

Референтна каматна стопа је у априлу и мају снижена за по 50 базних поена. Референтна стопа није потом снижавана, иако је у мајском Извештају о инфлацији Извршни одбор Народне банке Србије сматрао да је у наредном периоду вероватнији наставак њеног снижења него задржавање на постојећем нивоу.

Одлуку Извршног одбора да, и поред израженог дезинфлаторног притиска агрегатне тражње и наставка пада цена хране, од маја не настави са снижавањем референтне стопе одредили су пре свега раст премије ризика земље и јачање депрецијацијских притисака. Негативна перцепција тржишта у погледу одрживости јавних финансија појединих чланица зоне евра одразила се на раст премије ризика и јачање инфлаторних притисака по основу депрецијације, не само код нас већ и у региону и, последично, на раст увозне инфлације. С обзиром на присутне неизвесности на средњи рок, пре свега кад је реч о брзини опоравка зоне евра, али и домаћој тражњи, Извршни одбор је у новонасталим околностима проценио да би даље ублажавање монетарне политике могло довести до пребацивања инфлационог циља у наредној години.

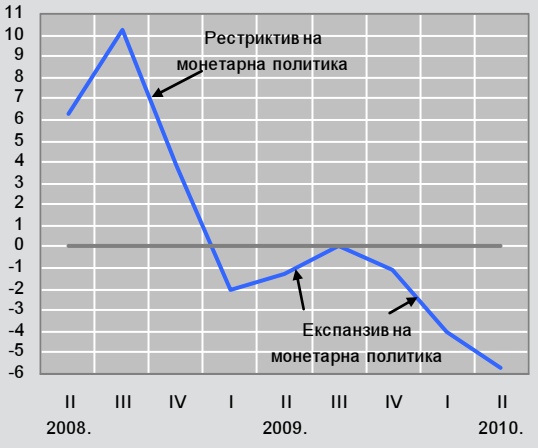
Поред тога, због измене одлуке о обавезној резерви банака, која је ступила на снагу 18. марта (а чији ће се ефекти, иако мањи, испољавати током целе године), константно се ослобађа динарска ликвидност, која појачава експанзивност монетарне политике.

Да је монетарна политика током другог тромесечја попримила експанзивнији карактер указује и кретање индекса монетарне рестриктивности/експанзивности[2].

Депрецијацијски јаз реалног девизног курса – једна од две компоненте поменутог индекса – који је отворен још од краја 2009. године, додатно је у другом тромесечју продубљен. То је било последица просечне номиналне депрецијације динара од 2,4%, али и чињенице што је ефекат преноса девизног курса на инфлацију био слабији.

Друга компонента индекса монетарне рестриктивности/експанзивности – реална каматна стопа на двонедељни BELIBOR – наставила је да

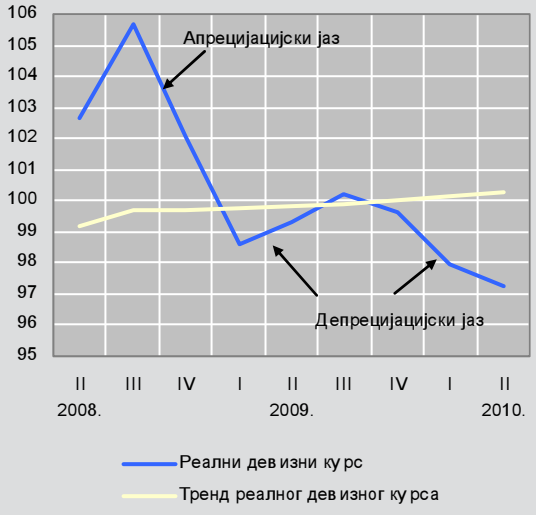
Графикон II.0.1. **Индекс монетарних услова**



Степен експанзивности монетарне политике је додатно повећан у другом тромесечју .

[1] Индекс реалних монетарних услова.

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



Депрецијацијски јаз реалног девизног курса је продубљен у току другог тромесечја.

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

У поређењу с претходним тромесечјем, реална каматна стопа је имала инфлаторнији карактер.

се креће испод неутралног нивоа. У поређењу с првим тромесечјем, по овом основу је повећана експанзивност монетарне политике. То је, с једне стране, узроковано растом тренда реалне каматне стопе, а, с друге, наставком пада реалне каматне стопе. У другом тромесечју је реална каматна стопа била у просеку за око 200 базних поена нижа од неутралног нивоа. Расту тренда реалне каматне стопе допринео је раст премије ризика земље, али и благо повећање каматних стопа на иностраном тржишту новца. С друге стране, због готово непромењених инфлаторних очекивања у односу на претходно тромесечје, смањење референтне каматне стопе за 100 базних поена резултирало је реалним падом двонедељне каматне стопе BELIBOR.

С обзиром на депрецијацију динара у јулу, карактер монетарне политике ће у току трећег тромесечја вероватно бити експанзивнији и поред тога што је референтна каматна стопа почетком августа повећана на 8,5%.

III. Кретање инфлације

Међугодишња инфлација је током другог тромесечја била у паду и у јуну се, шести месец заредом, кретала испод доње границе циља. Тромесечна инфлација је била нешто виша од очекиване због бржег раста цена пољопривредних производа.

Процена је да ће у трећем тромесечју тренд успоравања међугодишњих стопа раста инфлације бити прекинут и да ће се инфлација вратити у границе дозвољеног одступања од циља.

Кретање инфлације у другом тромесечју

У другом тромесечју највећи допринос расту потрошачких цена дале су цене пољопривредних производа, које су расле више од очекивања.

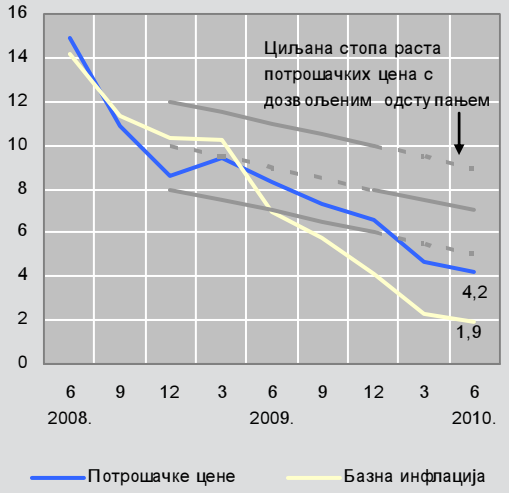
Међугодишња инфлација је наставила са успоравањем раста и у другом тромесечју је, као и у претходном – дакле шест месеци узастопно – била испод доње границе циља. Такво кретање последица је успоравања раста међугодишње базне инфлације по основу наставка пада цена хране (пре свега меса).

Укупна инфлација је у поређењу с првим тромесечјем била виша и износила је 2,5%. Највећи допринос убрзању тромесечног раста потрошачких цена дали су пољопривредни производи, чије су цене расле брже него што се очекивало. Од регулисаних цена, расту инфлације допринели су и нафтни деривати, у мањој мери због пораста светске цене

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

У другом тромесечју су и укупна и базна инфлација остварили раст. Раст укупне инфлације највећим делом је резултат раста цена пољопривредних производа.

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



Међугодишњи раст укупне и базне инфлације и даље успорава, с тим што базна инфлација има знатно нижи ниво.

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

	IX 2009. / IX 2008.	XII 2009. / XII 2008.	III 2010. / III 2009.	VI 2010. / VI 2009.
Потрошачке цене	7,3	6,6	4,7	4,2
Базна инфлација	5,7	4,1	2,3	1,9
Цене на мало	9,5	10,4	7,4	6,4
Трошкови живота	7,1	6,6	4,4	3,7
Цене произвођача у индустрији	5,3	7,4	11,7	11,3
Цене произвођача пољопривредних производа	-8,9	-4,8	-7,3	-9,2*

* Мај на мај.

нафте (до почетка маја), а у већој због јачања долара. Базна инфлација је, у поређењу с претходним тромесечјем, била у порасту.

Базна инфлација (која искључује регулисане цене и цене пољопривредних производа) остварила је раст од 0,8%. У правцу јачања инфлаторних притисака утицала је депрецијација динара, док су ниска агрегатна тражња и пад цена прерађене хране деловали дезинфлаторно. Посматрано по месецима, раст базне инфлације је убрзан у априлу и јуну (0,4% и 0,5%), док је у мају, неочекивано, због пада цена меса, базна инфлација била негативна. Највећи допринос тромесечном расту базне инфлације дале су цене непрехрамбених производа (0,9 п.п.), пре свих бела техника, аутомобили, кућна хемија, одећа и обућа, алкохолна пића, закуп стана и школарине на факултету. С друге стране, цене хране (у оквиру базне инфлације) имале су знатно мањи пад него у претходном тромесечју, првенствено због повећања цена сунцокретовог уља, које је делом било неутралисано падом цена свежег меса.

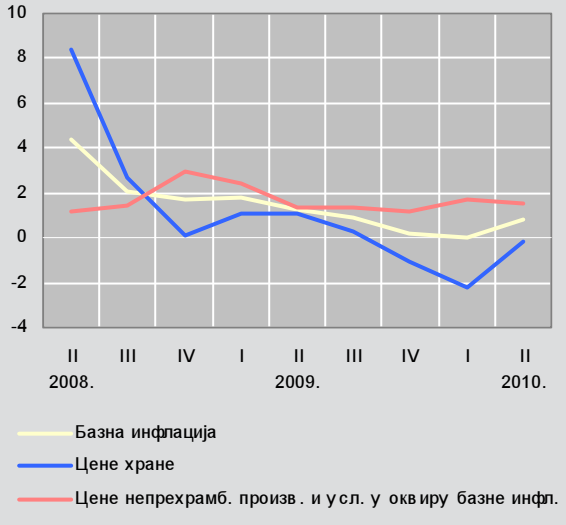
Регулисане цене су, у складу с нашим очекивањима, успориле раст на 2,3%, са 5,5% у првом тромесечју. Расту регулисаних цена највише је допринело поскупљење нафтних деривата, лекова, ТВ претплате и комунално-стамбених услуга. До очекиваног пада цена нафтних деривата у јуну није дошло, пошто је ефекат пада цена сирове нафте у мају и јуну у највећој мери поништен слабљењем динара у односу на долар. Од почетка године, раст регулисаних цена је износио 8,0%. Очекује се да ће у 2010. години раст регулисаних цена бити на горњој граници планираног оквира и да је највећи део предвиђених корекција већ исцрпљен. Међугодишњи раст регулисаних цена у јуну је достигао 9,6%.

Цене пољопривредно-прехрамбених производа имале су одлучујући утицај на кретање инфлације у другом тромесечју. Због лоших временских прилика и смањеног

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

	2009. II	2009. III	2009. IV	2010. I	2010. II
Потрошачке цене	3,0	-0,7	0,4	2,0	2,5
Базна инфлација	1,2	0,9	0,2	0,0	0,8
Цене пољопривредних производа	13,1	-18,5	2,7	7,0	17,0
Регулисане цене	4,4	1,1	0,5	5,5	2,3
Електрична енергија	0,0	0,0	0,0	11,5	0,0
Нафтни деривати	17,9	2,3	3,5	3,0	6,8
Гас за домаћинство	0,1	0,0	0,2	0,0	0,0
Комунално-стамбене услуге	3,1	6,0	1,0	4,2	1,3
Услуге друштвене заштите	1,8	3,3	8,7	3,7	0,3
Саобраћајне услуге (регулисане)	0,4	0,0	0,1	2,3	0,2
ПТТ услуге	0,0	1,9	0,0	0,0	0,5
Хлеб од пшен. брашна Т-850	-4,1	0,6	-2,8	-0,8	0,2
Цигарете	0,0	0,0	0,0	10,2	0,0
Лекови	10,3	-1,3	-2,7	0,2	5,0
Остало	9,7	0,1	0,0	0,6	12,6

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

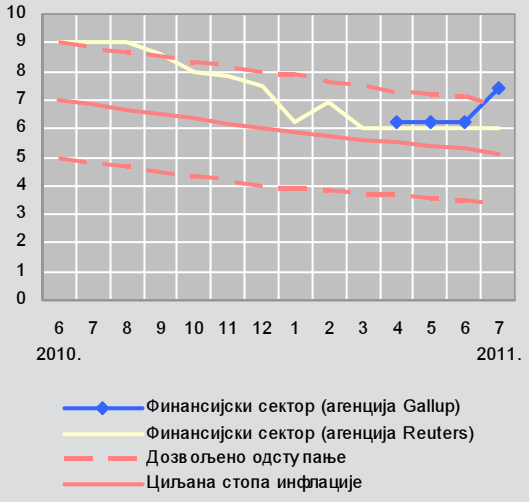


Раст базне инфлације у другом тромесечју резултат је раста цена непрехрамбених производа и услуга.

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

Расту потрошачких цена највећи допринос су дале цене пољопривредних производа.

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



Инфлациона очекивања финансијског сектора за наредну годину током другог тромесечја су остала на истом нивоу као у претходном, али су у јулу порасла.

рода, у јуну је изостао очекивани сезонски пад цена пољопривредних производа (остварен је раст од 0,2%), па је раст цена тих производа у другом тромесечју био већи (17,0%). Међугодишњи раст цена пољопривредних производа на крају тромесечја је износио 4,7%.

Инфлациона очекивања

Инфлациона очекивања финансијског сектора за наредну годину дана била су стабилна током другог тромесечја, али су у јулу повећана.

Према резултатима анкете **агенције Медиум Галуп**, инфлациона очекивања финансијског сектора су током читавог другог тромесечја била стабилна и за наредну годину дана износе 6,2%. Насупрот томе, у сектору привреде, код синдиката и код становништва забележен је благ раст очекивања.

И према **анкети агенције Рojтерс** инфлациона очекивања финансијског сектора су била стабилна и кретала су се нешто изнад циљане стопе инфлације за наредну годину дана.

Међутим, јулска анкета агенције Медиум Галуп показује да су инфлациона очекивања финансијског сектора виша у односу на друго тромесечје и за годину дана унапред износе 7,4%, што је изнад горње границе дозвољеног одступања од циља (циљ за јул 2011. је 5,1 ± 1,7%).

Анкета ИЗИТ-а[3] спроведена у јуну, која је обухватала велики број предузетника, показала је да више од половине анкетираних у наредна три месеца очекује раст цена својих улазних трошкова, а већина њих очекује и раст цена својих финалних производа у истом периоду.

Очекивано кретање инфлације у трећем тромесечју

Према нашим очекивањима, инфлација ће се током трећег тромесечја кретати у границама дозвољеног одступања од циља.

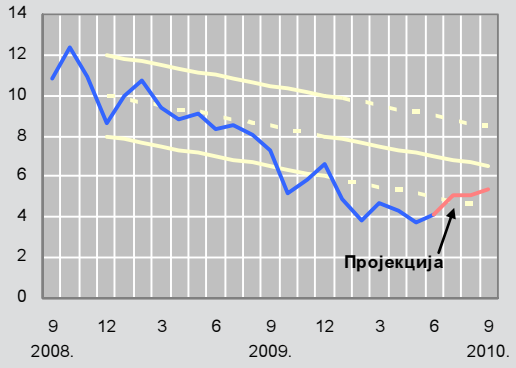
Процењујемо да ће цене пољопривредних производа у наредним месецима пресудно одређивати кретање

[3] Институт за истраживање тржишта.

Табела III.0.3. **Најзначајније очекиване промене регулисаних цена у трећем тромесечју**

	Стопа раста (у %)	Доприноси расту потрошачких цена (п.п.)
Комунално-стамбене услуге	6,1	0,2
Цигарете	4,0	0,2
Лекови	2,0	0,1

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



Међугодишња инфлација ће се повећавати током трећег тромесечја и вратити у границе циља.

инфлације. Иако се очекује да ће те цене у трећем тромесечју имати сезонски пад, код ове групе производа постоји највећи ризик одступања од пројекције због неповољних временских прилика.

И поред тога што је домаћа тражња и даље веома ниска, у наредном периоду треба очекивати благо повећање инфлаторних притисака по основу раста цена хране, али и депрецијације динара и временског кашњења у преносу њених ефеката на домаће цене. Слабљење динара, уз неизвесност у погледу трајања актуелних депрецијацијских притисака, подигло је и увозну инфлацију. Депрецијацијски јаз девизног курса, који је додатно продубљен због веће депрецијације динара у односу на разлику инфлације између Србије и зоне евра, указује на смањење маргиналних профита нето увозника и већи притисак на раст цена увозних производа у будућности.

Процењујемо да ће међугодишња стопа раста потрошачких цена на крају трећег тромесечја бити на вишем нивоу у односу на крај другог и износити око 5,4%. У току трећег тромесечја, међугодишња стопа раста ће бити у границама дозвољеног одступања од циља.

На нивоу тромесечја очекујемо раст потрошачких цена од око 0,5% по основу повећања цена које се формирају слободно, раста појединих регулисаних цена, али и по основу очекиваног мањег пада цена пољопривредних производа од сезонски уобичајеног.

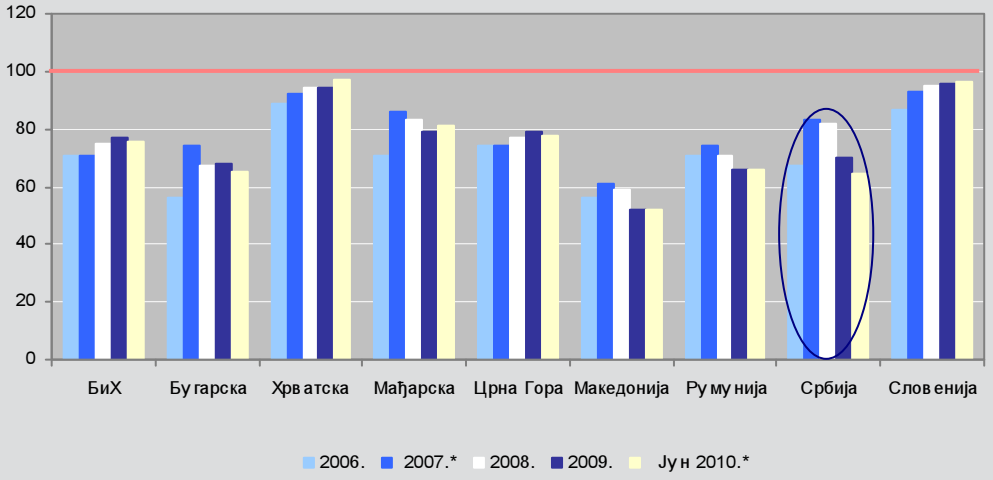
Код базне инфлације очекује се даље убрзање тромесечног раста, имајући у виду временско кашњење у преносу ефеката мајске и јунске депрецијације, али и раст цена инпута у производњи прерађене хране (пшеница, кукуруз). Сходно томе, код цена хране у наредном периоду очекује се повећање цена уља, брашна, млечних прерађевина, кондиторских производа и пића, док се код цена непрехрамбених производа, пре свега услуга, очекује нешто виши раст у поређењу с претходним тромесечјем.

Код регулисаних цена очекујемо даље успоравање тромесечног раста (1,7%). Највећи раст би требало да имају цене комунално-стамбених услуга (вода и изношење смећа), цигарета (повећање акциза) и лекова (усклађивање с новим законом о лековима и медицинским средствима). Код нафтних деривата не очекујемо промене цена у току трећег тромесечја.

Осврт 1: Компаративна анализа нивоа цена хране у Србији и земљама у региону

Након објављених резултата компаративне анализе нивоа цена 37 европских земаља коју је Еуростат израдио за 2009. годину, као и чињенице да су у претходне две године цене хране доприносиле процесу дезинфлације, у јавности је покренута дискусија да ли Србија стварно има најниже цене хране у региону или не. Не узимајући у обзир куповну моћ, као ни остале релевантне факторе који утичу на стандард становништва, анализирали смо кретање и достигнути ниво цена хране и безалкохолних пића у Србији и земљама у окружењу.

Ниво цена хране и безалкохолних пића
(ЕУ-27 = 100)



Извор: *Eurostat* и НБС.

*Оцена НБС на бази релативних промена малопродајних цена и курса националних валута према евру.

Према подацима за 2009. годину, цене хране и безалкохолних пића у Србији су 70% просека ЕУ-27, што је ниже у поређењу са 2008. и 2007. годином, али више у поређењу са 2006. У 2009. години, нижи ниво цена хране и безалкохолних пића од Србије имали су једино Бугарска, Румунија и Македонија. Када се посматрају подгрупе у оквиру хране, највеће одступање надоле у Србији у односу на просек ЕУ-27 постоји код цена хлеба и житарица, меса, воћа и поврћа (видети табелу).

Ниво цена хране и безалкохолних пића у 2009, ЕУ-27 = 100

	Храна и безалко-холна пића	Храна	Хлеб и житарице	Месо	Риба	Млеко, сир и јаја	Уља и масти	Воће и поврће	Остала храна	Безалко-холна пића
Словенија	96	96	101	91	100	101	122	92	103	93
Хрватска	94	93	99	87	101	96	102	84	109	112
Мађарска	79	78	71	72	93	89	98	75	89	89
Црна Гора	79	78	69	76	79	82	98	83	86	83
Босна и Херцеговина	77	75	68	77	75	79	81	73	87	90
Румунија	66	65	61	58	72	93	79	58	77	75
Србија	70	69	61	66	85	81	87	62	89	80
Бугарска	68	67	52	59	72	92	89	65	84	80
Македонија	52	52	48	51	57	60	62	43	70	63

Извор: *Eurostat.*

Ипак, посматрано од почетка 2006. до краја 2009. године, Србија је забележила највећи кумулативни раст цена хране и безалкохолних пића у региону (38,2%), док је најнижи раст забележен у Хрватској (12,8%). Висок раст цена хране код нас у том периоду последица је раста цена меса (45%), млека, сира и јаја (47,9%), хлеба и житарица (52,6%) и поврћа (62%).

Иако је у 2009. години настављено смањење нивоа цена хране и безалкохолних пића у Србији посматрано у односу на просек ЕУ-27, цене ове групе производа, мерене индексом потрошачких цена, у 2009. су оствариле раст (раст је забележен још у Мађарској, Румунији и Црној Гори). При том су цене хране опале за 0,1%, док су цене безалкохолних пића оствариле раст од 0,9%. Највећи допринос паду цена хране дале су цене хлеба и житарица, млека, сира и јаја, као и уља и масти.

Дакле, и поред тога што су цене хране и безалкохолних пића у Србији забележиле раст у претходне четири године, чињеница је да су оне на знатно нижем нивоу како у односу на већину земаља у окружењу, тако и у односу на чланице ЕУ.

Оцену релативног нивоа цена хране и безалкохолних пића у јуну 2010. године у земљама региона у односу на просек чланица ЕУ извршили смо полазећи од оствареног раста цена хране и безалкохолних пића у првих шест месеци у односу на просек 2009, њихових релативних промена у односу на кретање цена у ЕУ-27, као и курса националних валута према евру у истом периоду. Према добијеним резултатима, цене хране и безалкохолних пића у Србији су 64% просека чланица ЕУ, што је ниже у поређењу са 2009. годином. Нижи ниво цена хране и пића евидентиран је још и у случају Бугарске, Босне и Херцеговине, Црне Горе и Румуније. Македонија, иако је остварила незнатан релативан раст у првој половини године, и даље има најнижи ниво цена у региону. После ње је одмах Србија, која је, према процени, постала јефтинија од Румуније и Бугарске.

IV. Детерминанте инфлације

1. Кретања на тржишту новца

Каматне стопе

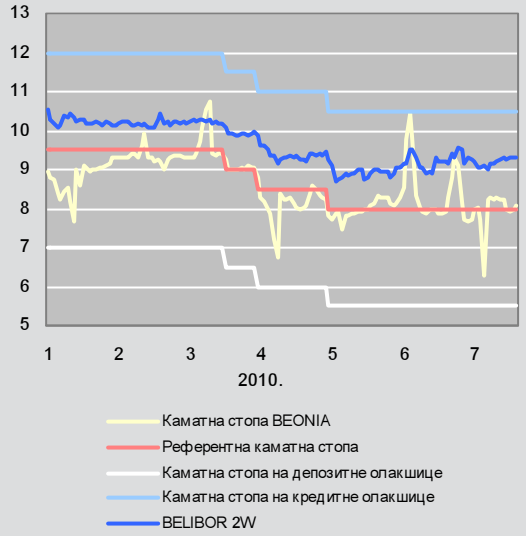
Каматне стопе на тржишту новца су на нивоу тромесечја биле у паду, али је крајем периода забележен њихов знатнији раст. Активне каматне стопе банака су смањене више од пасивних, тако да је каматна маржа банака смањена.

Ублажавање монетарне политике је настављено и у другом тромесечју. Поред тога што је, изменом одлуке о обавезној резерви, обезбеђено поступно ослобађање динарских средстава банака, смањена је у два наврата (за по 50 б.п.) и референтна каматна стопа на ниво од 8,0%. Истовремено је, због пораста неизвесности око одрживости јавних финансија у неким земљама Европске уније, премија ризика земље повећана, што је, уз смањење референтне стопе, утицало на смањење очекиваних реалних приноса[4] на репо хартије од вредности. На смањење стања продатих репо хартија од вредности утицале су и интервенције Народне банке на девизном тржишту. Тако је стање продатих хартија од вредности Народне банке на крају јуна било за 33,9 милијарди динара мање него на крају марта. У јулу је додатно смањено за 28,7 милијарди и крајем месеца је износило 77,0 милијарди динара.

Кретања на међубанкарском тржишту новца карактерисала су висока колебања каматне стопе на преконоћне позајмице (BEONIA), која су била нарочито изражена крајем периода издвајања обавезне резерве. Иако се почетком другог тромесечја кретала испод референтне каматне стопе, каматна стопа BEONIA је у јуну благо порасла, тако да је њена просечна вредност износила 8,4%. Остварени просечан дневни промет од 8,2 милијарде динара у другом тромесечју био је за 5,4% виши у односу на прво.

Каматне стопе на међубанкарском тржишту новца – BELIBOR свих рочности пратиле су смањење референтне стопе с почетка тромесечја, тако да је на нивоу тромесечја забележен њихов пад. Ипак, крајем посматраног периода дошло је до раста вредности каматних стопа BELIBOR, који је био нарочито изражен за рочност од три и шест месеци. Тако су се просечне вредности каматне стопе BELIBOR у јуну кретале у распону од 8,9%, за најкраћу рочност, до 9,7%, за рочност од шест месеци. У јулу је настављен тренд раста BELIBOR-а дужих рочности, па је формирана крива приноса са знатно већим нагибом (од 8,9% до 10,7%). Таква кретања на тржишту новца

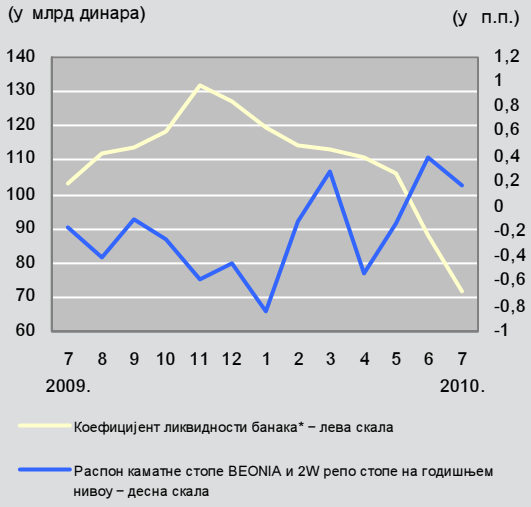
Графикон IV.1.1. **Кретање каматних стопа**
(дневни подаци, на годишњем нивоу, у %)



Велике осцилације каматне стопе BEONIA последица су променљивих услова ликвидности банкарског сектора.

[4] Пад реалних приноса је знатно већи ако се референтна стопа коригује курсом евра, пошто је забележен раст очекиване депрецијације динара за наредну годину дана.

Графикон IV.1.2. **Ликвидност банака и распон каматне стопе BEONIA и референтне каматне стопе**



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

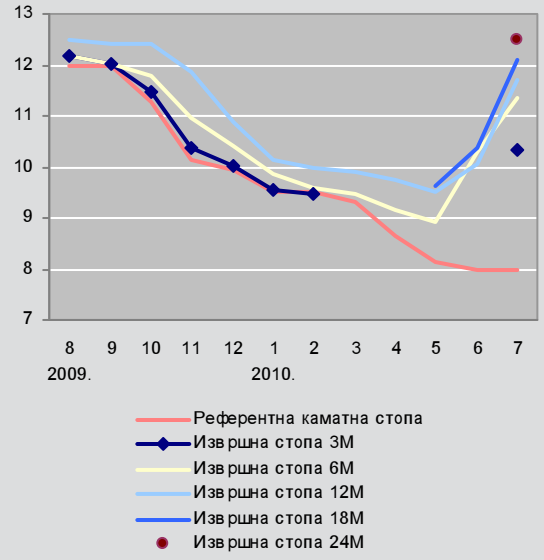
Смањење вишка динарске ликвидности банкарског сектора последица је делом интервенција Народне банке Србије на међубанкарском девизном тржишту.

могла би представљати сигнал да финансијски сектор не очекује смањење каматних стопа.

Средином тромесечја дошло је до промене у тренду кретања извршних стопа на државне хартије од вредности. Од почетка циклуса попуштања монетарне политике, извршне стопе на трезорске записе су биле у паду, да би од средине маја уследио њихов континуирани раст. Тако је на нивоу тромесечја раст износио 1,1 п.п. за рочност од шест месеци, а за рочност од годину дана 0,9 п.п. Захтеви инвеститора за већим степеном приноса на аукцијама трезорских записа и последичан раст извршних стопа могу се повезати с растом премије ризика. И поред повећања извршних стопа, на већини аукција није постигнута максимална реализација емитованих записа.

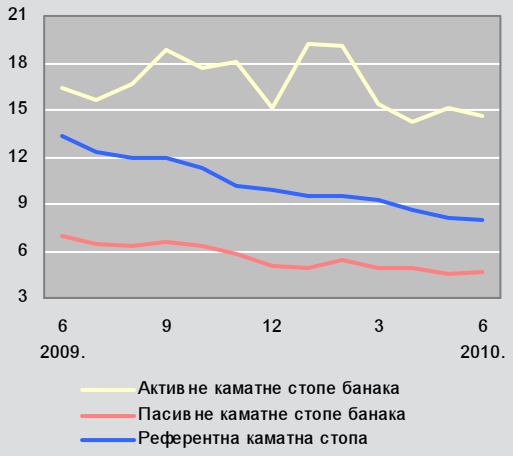
Програм аукција је у јулу коригован – вредност емисија записа дуже рочности смањена је у корист краткорочних записа, што укључује и поновно емитовање трезорских записа за рочност од три месеца. Упркос томе, настављен је раст извршних стопа, и то равномерно за све рочности (у поређењу с претходним месецом стопе су биле веће за 1 п.п.). На крају јула, вредности извршних стопа кретале су се од 10,4%, за рочност од три месеца, до 12,5%, за рочност од две године.

Графикон IV.1.3. **Извршне стопе на трезорске записе**
(на годишњем нивоу, у %)



У другом тромесечју је забележен знатан раст извршних стопа на трезорске записе.

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



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

Смањење референтне стопе у другом тромесечју било је праћено благим падом активних и пасивних каматних стопа.

Укупан промет на секундарном тржишту хартија од вредности је у другом тромесечју износио 5,7 милијарди динара, од чега се на трговање дисконтним хартијама од вредности односи 62%. У јуну су се просечне пондерисане каматне стопе на те хартије (којима се тргује до доспећа) кретале у распону од 9,3%, за рочност од шест месеци, до 9,9 %, за рочност од 18 месеци. У јулу је промет износио 2,4 милијарде динара, од чега се 1,1 милијарда односи на обвезнице с роком доспећа од две године (остварена стопа приноса износила је 12,5%).

У јуну је просечна пондерисана каматна стопа банака на кредите привреди и становништву износила 14,4%, или мање за 0,7 п.п. у односу на март. Смањење активних стопа се у потпуности дугује смањењу каматних стопа на пласмане привреди, при чему је већи пад забележен код пласмана с краћим роком доспећа. Код пласмана становништву уочљив је раст каматних стопа на потрошачке кредите од 0,7 п.п., док су каматне стопе на стамбене кредите остале готово непромењене. Благ раст каматне стопе Euribor указује да је на пад активних каматних стопа утицало и смањење каматних стопа на динарске кредите, због већег учешћа субвенционисаних кредита.

Према прелиминарним подацима, у другом тромесечју је забележено убрзање пада каматних стопа на динарске кредите, а оно се првенствено доводи у везу са интензивирањем активности на субвенционисаном сегменту кредитног тржишта.

Просечна пасивна каматна стопа банака је на крају другог тромесечја износила 4,6% и у поређењу с крајем претходног тромесечја је опала за 0,3 п.п. Каматне стопе на динарске депозите су такође наставиле тренд смањења.

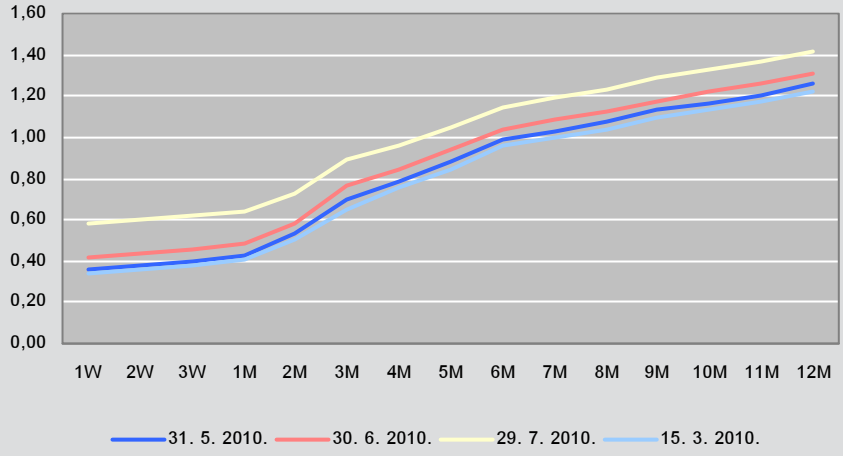
Осврт 2: Очекивања у погледу кретања каматних стопа на европском међубанкарском новчаном тржишту

Средином марта 2010. године каматне стопе Euribor забележиле су рекордно ниске вредности, које су се кретале од 0,34%, за рочност од једне недеље, до 1,22%, за рочност од једне године. На почетку другог тромесечја тренд смањења каматних стопа на европском међубанкарском тржишту новца је заустављен.

Промена кретања Euribor-а се поклопила са избијањем дужничке кризе у Грчкој. Опасност од преливања фискалне кризе на остале чланице Европске уније с проблематичним фискалним дефицитом додатно је допринела расту премије ризика на међубанкарском тржишту новца. Ипак, и поред тога што је Европска унија усвојила стабилизациони пакет помоћи, благ раст каматних стопа Euribor свих рочности је настављен.

Додатни притисак на раст каматних стопа представљало је и прво доспеће једногодишњих позајмица Европске централне банке у износу од 442 милијарде евра на дан 1. јула. Потребно је напоменути да се пад каматних стопа у претходном периоду дугује експанзивним мерама Европске централне банке. Наиме, након смањења референтне стопе на 1%, Европска централна банка је од јуна 2009. године додатно креирала ликвидност спровођењем ванредних једногодишњих аукција, на којима је банкама укупно пласирано 614 милијарди евра, као и куповином обвезница, при чему је временом листа прихватљивих колатерала проширена. Да би ублажиле потенцијалне поремећаје због доспећа дугорочних пласмана, монетарне власти су наставиле да спроводе ванредне операције на отвореном тржишту с краћим роковима доспећа (до три месеца). Ипак, смањено интересовање банака за додатним задуживањем (на аукцији која је одржана 1. јула банкама је пласирано 131,9 милијарди евра) резултирало је повлачењем знатног вишка ликвидности. У јулу се то одразило на даљи раст каматних стопа Euribor свих рочности, тако да су се 27. јула оне кретале у распону од 0,58% до 1,41%, при чему је вредност Euribor-а за рочност од три месеца износила 0,89%.

Крива приноса на европском међубанкарском тржишту новца



Очекивања учесника на финансијском тржишту сугеришу да ће се наставити благ раст каматних стопа у средњем року, док се краткорочно очекује тек незнатан раст каматних стопа на међубанкарском тржишту новца. Резултати анкете спроведене у јуну указују да финансијски сектор очекује да ће се тромесечни Euribor крајем јула 2010.

године кретати у распону од 0,8% до 0,9%, док очекивања за јул 2011. године износе од 1,1% до 1,2%[1]. Кретање фјучерса на тромесечни Euribor потврђује такве прогнозе. На крају јула котације у трговању овим финансијским дериватом износиле су 0,97% за септембар и 1,08% за децембар 2010, односно 1,17% за март и 1,27% за јун 2011. године[2].

Објављивање резултата спроведених стрес-тестова још увек није допринело смањењу неповерења међу учесницима на међубанкарском новчаном тржишту, које представља један од основних узрока повећања камата у претходном периоду. Ни други фактор раста каматних стопа није у потпуности неутралисан, пошто до краја године доспевају обавезе банкарског сектора према Европској централној банци у укупном износу од 571,6 милијарди евра, од чега се на једногодишње аукције односи 172,2 милијарде.

Кретање каматних стопа на међубанкарском новчаном тржишту опредељено је карактером монетарне политике Европске централне банке, степеном ликвидности финансијског система и перцепцијом ризика унутар банкарског сектора. Имајући у виду да се у наредном периоду очекује постепено повлачење нестандардних мера монетарне политике Европске централне банке, повећање референтне каматне стопе ове централне банке у 2011. години и очекивања учесника на финансијском тржишту, у наредном периоду се може очекивати наставак благог раста каматних стопа Euribor.

[1] Извор: *Consensus Forecast, July 2010.*
[2] Извор: *London International Financial Futures and Options Exchange.*

Монетарни агрегати

Друго тромесечје је карактерисао умерен раст тражње за новцем, подстакнут благим растом економске активности.

Примарни новац је наставио да бележи пад и у другом тромесечју, када је реално смањен за 14,8%. Повлачење новца је вршено и девизним и динарским каналом, уз доминантнији утицај девизног канала.

Интервенције Народне банке Србије на домаћем девизном тржишту утицале су у највећој мери на повлачење примарног новца. Приливи по основу кредита које је држава узела од домаћих банака за помоћ буџету[5] и кредита Европске инвестиционе банке, као и делимично повлачење две транше кредита ММФ-а, нису били довољни да покрију одливе по основу интервенција на међубанкарском девизном тржишту и исплате доспеле серије обвезница старе девизне штедње, тако да су бруто девизне резерве у другом тромесечју смањене за 49 милиона евра. И поред интервенција, нето страна актива је, обрачунато по програмском курсу, била за 542 милиона евра виша од критеријума који је поставио ММФ.

Остварене позитивне курсне разлике неутралисале су повећање примарног новца по основу смањења пласмана банака у репо хартије од вредности и трошења средстава с рачуна државе, тако да су и динарске трансакције у целини доприносиле повлачењу примарног новца.

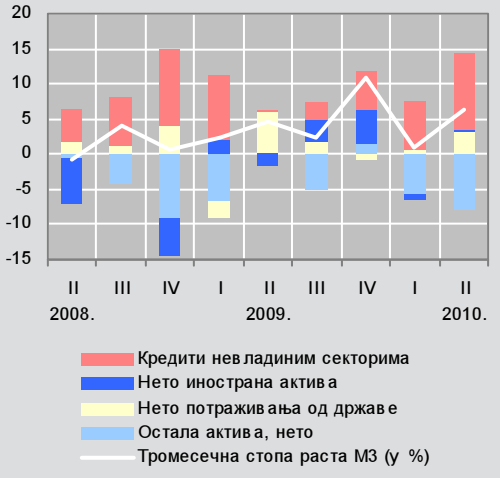
У априлу је започето, а у мају и јуну настављено постепено ослобађање финансијских средстава у складу са изменом одлуке о обавезној резерви. Банке су део враћених средстава искористиле за финансирање кредитне активности, куповину трезорских записа и дугорочних обвезница Републике Србије из портфеља Народне банке Србије, а део за куповину девиза због поступног укидања издвајања дела девизне обавезне резерве у динарима, према поменутој одлуци.

За разлику од претходног тромесечја, монетарни агрегати М1, М2 и М3 остварили су пораст. У односу на март ове године, новчани агрегат М1 је реално повећан за 1,5%, М2 за 1% и М3 за 3,8%. Раст свих категорија депозита, како динарских тако и девизних, уз незнатно повећање готовог новца у оптицају, утицао је на раст агрегата.

Графикон IV.1.5. **Структура М3**

Релативна учешћа компоненти у новчаној маси М3 су остала непромењена у односу на крај првог тромесечја.

Графикон IV.1.6. **Доприноси расту М3** (у процентним поенима)



Кредитна активност банака и нето задуживање државе највише су допринели расту М3.

[5] Искоришћени су за сервисирање доспелих обавеза према инокредиторима и исплату старе девизне штедње.

Раст динарских депозита био је у потпуности резултат повећања средстава на рачунима предузећа, пре свега приватних. Повећање девизних депозита се у највећој мери може приписати повећању штедње становништва и привреде.

Тражња за новцем је у односу на претходно тромесечје повећана, што указује на позитивне тенденције у кретању економске активности.

Кредитна активност банака и даље у највећој мери доприноси расту М3 (10,9 п.п.). Расту М3 допринела је и држава кроз задуживање путем продаје трезорских записа, коришћење кредита домаћих банака и смањење средстава на рачунима код Народне банке Србије.

На међугодишњем нивоу, раст понуде новца је нешто успоренији него у првом тромесечју. У односу на јун претходне године, агрегати М1 и М2 су остали реално готово непромењени, док је М3 реално повећан за 17,2% захваљујући расту девизне штедње.

Примарни новац, након шестомесечног пада, у јулу бележи раст. Смањење стања репо хартија од вредности и трошење депозита државе код Народне банке утицали су на раст примарног новца, док је његово повлачење вршено интервенцијама на девизном тржишту. Повећање готовог новца у оптицају и средстава на текућим и штедним рачунима (динарским и девизним) утицало је да монетарни агрегати М1, М2 и М3 наставе раст.

Кредити банака

Након умереног раста у првом, кредитна активност банака бележи убрзање у другом тромесечју.

Друго тромесечје 2010. карактерише убрзање кредитне активности банака. Тромесечна реална стопа раста кредита[6] је била двоструко већа у поређењу с претходним тромесечјем и достигла је 4,7%. Кредити одобрени сектору привреде реално су повећани за 4,1%, а кредити становништву за 5,8%.

Убрзање кредитне активности се уочава и на међугодишњем нивоу, нарочито у мају. Међугодишњи раст реалних кредита у другом тромесечју износио је 12,5%, што је за 3,9 п.п. више у поређењу с претходним тромесечјем.

Графикон IV.1.7. **Реални домаћи кредити и директно задуживање предузећа у иностранству**
(тромесечне стопе раста, у %)

Раст кредитне активности је у односу на претходно тромесечје убрзан, а раздуживање предузећа према иностранству је настављено.

Банке су у другом тромесечју за финансирање кредитне активности превасходно користиле домаће изворе (номиналан раст кредита је износио 131 милијарду динара, или 9,5%). Расту кредита највише су допринели смањење средстава банака код Народне банке Србије (4,5 п.п.) и раст девизних депозита, пре свега становништва (4,4 п.п.). У овом периоду банке се нису ослањале на иностране изворе финансирања кредитне активности, већ су смањиле своја потраживања од иностранства.

У току другог тромесечја банке су предузећима одобриле 78,0 милијарди динара кредита, од чега 11,2 милијарде јавним. Ако се искључи прираст настао по основу промене курса динара, раст кредита предузећима износио би 47,8 милијарди динара. Као и у претходном периоду, кредити за ликвидност бележе највећи раст. Међутим, посебно охрабрује пораст инвестиционих кредита (37,6 милијарди динара), уочен и у претходном тромесечју. Пораст је у другом тромесечју био посебно наглашен, што се може

[6] Коригована ефектима девизног курса и инфлације.

протумачити као позитиван сигнал раста инвестиционе активности. Највише кредита одобрено је предузећима из сектора индустрије, трговине и саобраћаја.

Предузећа настављају да смањују своје обавезе према иностранству, тако да су тзв. прекогранични кредити смањени за 315 милиона евра у нето износу.

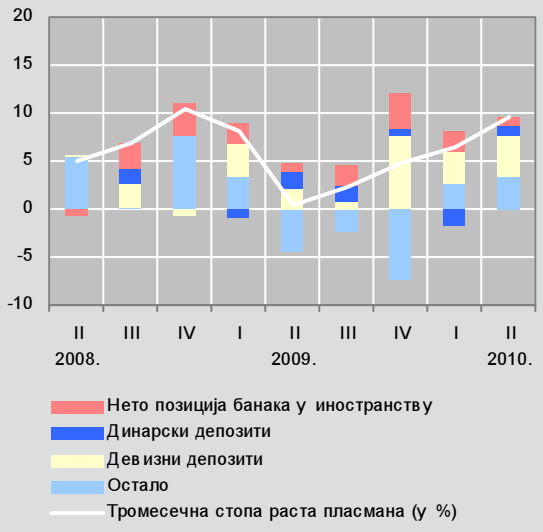
Кредити сектору становништва номинално су повећани за 47,3 милијарде динара, а реално (након искључивања ефекта депрецијације) за 31,1 милијарду динара. Стамбени кредити и даље остварују најзначајнији раст у оквиру кредита одобрених становништву. Умерено повећање бележе кредити одобрени пољопривредним произвођачима, потрошачки и готовински кредити.

Субвенционисани сегмент тржишта и даље бележи интензивну активност. У току другог тромесечја банке су, уз субвенцију државе, одобриле укупно 65 милијарди динара кредита. У оквиру Програма мера Владе за превазилажење негативних ефеката светске финансијске кризе банке су одобриле око 62 милијарде динара кредита, а за субвенционисане стамбене кредите око три милијарде динара. Међу одобреним кредитима и даље доминирају кредити за ликвидност (око 42 милијарде динара). Од маја банке одобравају само динарске кредите за ликвидност, док је одобравање кредита за ликвидност с девизном клаузулом обустављено. За само три месеца откако су у априлу 2010. уведени, динарски готовински кредити, усмерени на подстицање домаће тражње, одобрени су у износу од око 12 милијарди динара.

Удео кредита индексираних у страној валути умањен је у односу на претходно тромесечје за два п.п. и у јуну је износио 73%. У структури новоодобрених кредита, учешће кредита у динарима код становништва је веће од 50%, а код предузећа веће од 30%, чему су свакако допринели субвенционисани динарски кредити.

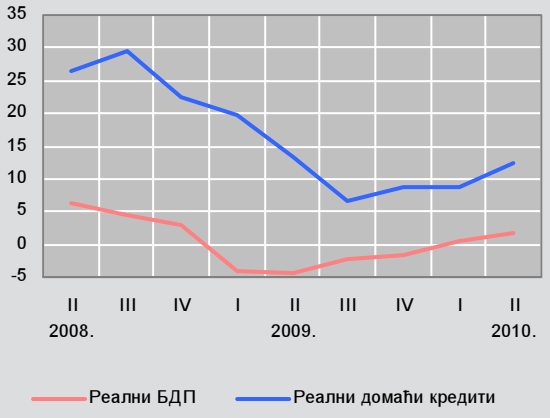
Учешће проблематичних кредита повећано је за 0,7 п.п. у односу на крај претходног тромесечја и у мају је износило 10%.[7]

Графикон IV.1.8. **Доприноси расту пласмана банака**
(у процентним поенима)



Кредитна активност је током другог тромесечја у највећој мери финансирана из домаћих извора.

Графикон IV.1.9. **Реални домаћи кредити и реални БДП**
(међугодишње стопе раста, у %)



Опоравак економске активности у другом тромесечју праћен је растом кредитне ативности.

[7] Рачунато по нето принципу, тј. након искључења исправки вредности.

Табела IV.1.1. **Субвенционисани кредити**

Програм мера Владе за ублажавање негативних ефеката светске финансијске кризе			
	Јануар - јун 2010.		
	Одобрено	Очекивано да банке пласирају	Реализација
	(у милијардама динара)		(у %)
Укупно одобрено	87,7	125	70,2
Ликвидност	64,2	75	85,6
Инвестиције	5,3	15,0	35,1
Потрошачки	6,7	25,0	26,7
Динарски готовински	11,6	10	116,1
Субвенционисани стамбени кредити			
	Јануар - јун 2010.		
	(у милијардама динара)		
	6,1		

Извор: Министарство економије и регионалог развоја и Национална корпорација за осигурање стамбених кредита.

2. Кретања на девизном тржишту и курс динара

У другом тромесечју је настављен пад вредности динара према евру. Депрецијацијски притисци последица су пре свега деловања регионалних фактора.

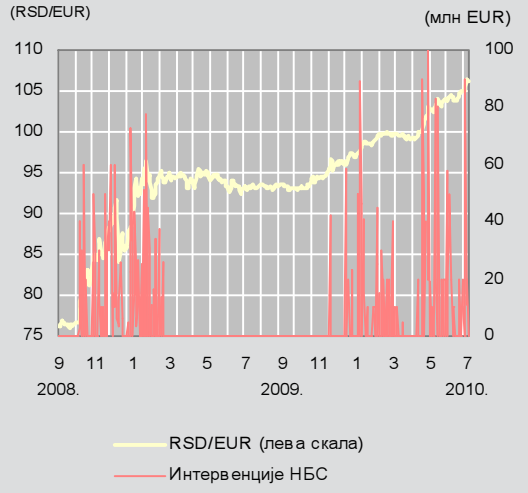
Након релативно стабилног кретања курса динара у марту и априлу, депрецијацијски притисци од маја почињу да добијају на интензитету. Иако је Народна банка Србије на девизном тржишту у знатном обиму интервенисала, динар је у мају и јуну ослабио укупно око 5%. На нивоу тромесечја, просечна депрецијација је износила 2,4%, а курс се кретао у распону од 99,0 до 104,4 динар/евро.

Основни узрок пада вредности динара било је повећање премије ризика од почетка маја, које је забележено у целом региону због негативне перцепције последица грчке кризе на регион код инвеститора, економских тензија у зони евра и страховања у вези с финансијским „здрављем“ источноевропских и централноевропских земаља. Последица тога је била појава регионалних депрецијацијских притисака, који су се код неких земаља испољили не само у виду слабљења већ и у виду израженијег варирања курса.

Премија ризика мерена индексом EMBI *(Emerging Markets Bond Index)* порасла је у мају и јуну укупно за око 120 б.п., при чему је мајски пораст био знатно бржи од јунског. Крајем јуна, индекс EMBI је износио 475 б.п. Иста динамика забележена је и код осталих земаља у транзицији.

Као последица таквих кретања, забележен је мањи пораст девизне штедње у мају од уобичајеног и знатан несклад између понуде и тражње за девизама клијената банака у мају и јуну. Тражња предузећа за девизама била је већа него раније, а као купци девиза од банака јављали су се и нерезиденти (иначе, нето продавци). С друге стране, понуда девиза је била смањена због врло ниског прилива по основу страних директних инвестиција и враћања дугова банака и предузећа према иностранству.

Графикон IV.2.1. **Кретање курса динара и интервенције НБС на девизном тржишту**



Депрецијацијски притисци од маја последица су пре свега раста премије ризика због економских тензија у зони евра.

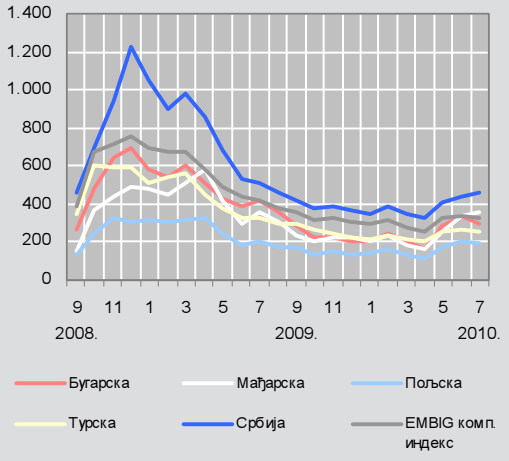
Након што је у априлу продала банкама само пет милиона евра, Народна банка Србије је у мају и јуну интервенисала на МДТ-у продајом укупно 780 милиона евра, најчешће с циљем смањења прекомерних дневних осцилација курса. То је, у одређеној мери, допринело повећању промета између банака на МДТ-у у другом у односу на прво тромесечје. Просечан дневни промет између банака на МДТ-у је у другом тромесечју износио око 48 милиона евра.

На тромесечним аукцијама своп куповине и продаје девиза, које су уведене у априлу, Народна банка Србије је у другом тромесечју своп купила укупно 142,5 милиона евра и своп продала 109,2 милиона евра.

Будући да је евро наставио да слаби према долару, депрецијација динара у односу на долар је и у другом тромесечју била знатна (око 11%). Уз слабљење номиналног ефективног курса динара[8] (4,4%) и, с друге стране, бржи раст домаћих цена од иностраних, у другом тромесечју је забележена реална ефективна депрецијација динара од 2,9% (1,3% према евру и 8,6% према долару).

Према јулској анкети агенције Рojтерс, у наредном периоду финансијски сектор предвиђа стабилизацију вредности динара. Крајем августа, банке очекују да курс динара буде на истом нивоу на коме је био и крајем јуна – око 104,3 динар/евро.

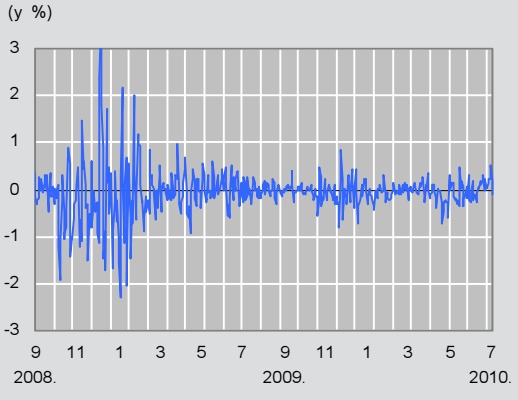
Графикон IV.2.3. **Показатељ премије ризика – EMBI по земљама**
(месечни просеци, у базним поенима)



Извор: *JP Morgan.*

У мају и јуну, све земље забележиле су пораст премије ризика. У јулу је раст забележен у Србији и Мађарској, док остале земље бележе благи пад.

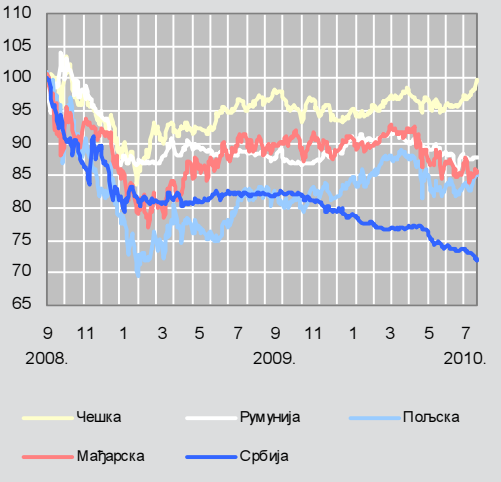
Графикон IV.2.2. **Дневне промене курса динара према евру***



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

Динар је слабио уз веће дневне осцилације курса него у претходном тромесечју.

Графикон IV.2.4. **Кретање курсева одређених националних валута према евру**
(30. 9. 2008 = 100)



Повећање премије ризика имало је за последицу депрецијацијске притиске у региону.

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

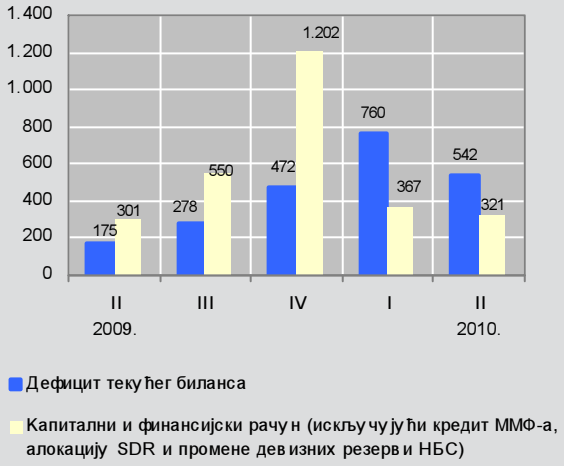
Прилив капитала из иностранства

Турбуленције на регионалним финансијским тржиштима негативно су се одразиле на кретање капитала. Наиме, у другом тромесечју је забележен нето одлив капитала, као резултат врло скромног прилива капитала по основу страних директних инвестиција и враћања дугова банака и предузећа према иностранству.

Нето прилив по основу страних директних инвестиција био је низак и износио је 136 милиона евра, при чему је више од половине прилива регистровано у априлу. У мају и јуну прилив је износио свега 35 и 26 милиона евра, респективно. Нето прилив по основу портфолио инвестиција износио је 26 милиона евра и дугује се првенствено куповини обвезница Републике Србије од стране нерезидената у априлу и почетком маја.

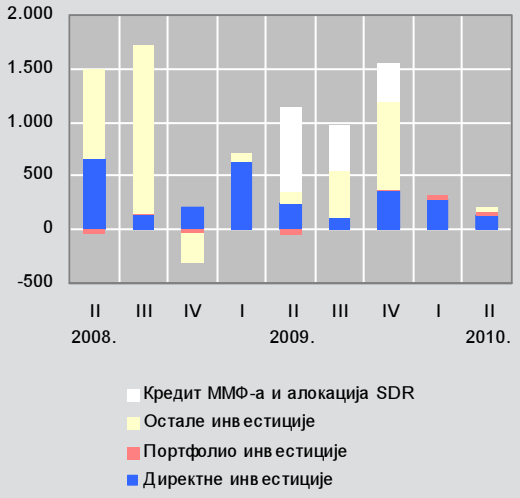
Прилив девиза остварен је и по основу актуелног *stand-by* аранжмана с ММФ-ом. У априлу је повучена половина расположивих средстава у оквиру треће транше, а у јуну око 15% средстава четврте транше (180 и 56 милиона евра, респективно).[9] Међутим, с обзиром на то да је реч о средствима чија је намена јачање девизних резерви земље, тај прилив није имао утицаја на кретања на девизном тржишту.

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



Прилив капитала ни у другом тромесечју није био довољан да се покрије дефицит текућег биланса.

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



Изузетно скроман прилив капитала обележио је и друго тромесечје.

Банке су наставиле да враћају краткорочни дуг према иностранству и у другом тромесечју тај дуг су смањиле за око 389 милиона евра. Али, за разлику од претходног тромесечја, то нису надокнађивале дугорочним задуживањем, тако да је стање дугорочних кредита остало готово непромењено.

Попут банака, и предузећа су наставила да смањују свој дуг према иностранству, пре свега дугорочни, и то знатно брже него у прва три месеца ове године. Дуг предузећа је у другом тромесечју укупно смањен за око 315 милиона евра.

3. Кретања на тржишту капитала

Ескалација грчке дужничке кризе и последично јачање аверзије инвеститора према ризику резултирали су падом вредности берзанских индекса у региону. На Београдској берзи пад цена акција био је праћен даљим смањењем промета.

[9] С обзиром на стабилан ниво девизних резерви и потребу да се трошкови овог кредитног аранжмана што више смање, одлучено је да се транше не повлаче у целокупном одобреном износу.

У другом тромесечју је забележен пад цена акција које улазе у састав оба индекса Београдске берзе. На крају тромесечја индекс Belex 15 имао је вредност од 634,5 индексних поена, а индекс BELEXline 1.237,9 индексних поена, што у поређењу с претходним тромесечјом представља пад од 7,4% и 5,3%, респективно. Пад цена акција је настављен и у јулу, тако да су вредности индекса Belex 15 и BELEXline на крају месеца износиле 630,8 и 1.218,0 индексних поена, респективно.

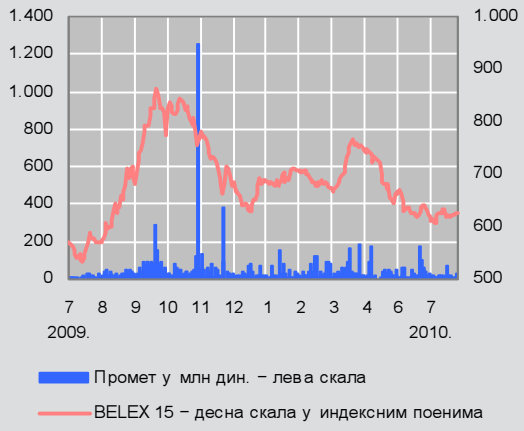
Просечан дневни промет на Београдској берзи у другом тромесечју био је мањи за 11,4% у односу на претходно.[10] Оријентација инвеститора према мање ризичним финансијским инструментима огледа се и у структури промета оствареног на Београдској берзи. Тако је у другом тромесечју забележен већи пад просечног дневног промета акцијама (5,4%) него обвезницама (12,5%). На наставак негативних трендова у погледу ликвидности берзанског тржишта указује и податак да се од укупног промета акцијама оствареног у другом тромесечју више од једне трећине (37%) односи на трговање акцијама АИК банке.

Учешће страних инвеститора у укупном промету акцијама износило је 43,7%, при чему је нето ефекат куповине акција био 1,1 милијарда динара. У априлу и мају је остварена нето куповина акција, док је у јуну забележена нешто већа активност страних инвеститора на страни продаје акција (53 милиона динара). У јулу су страни инвеститори поново били нето купци акција (61 милион евра), али је њихово интересовање релативно ниско.

Укупна тржишна капитализација Београдске берзе је последњег дана јуна износила 853,5 милијарди динара и била је за 18,9 милијарди динара нижа у односу на крај марта. Узрок смањења тржишне капитализације је у највећој мери делистирање обвезница серије А 2010, које су 31. маја доспеле на наплату.

На тржишту обвезница незнатно су смањене стопе приноса за све рочности и крајем тромесечја кретале су се у распону од 3,7% до 3,8% на годишњем нивоу. Највећи промет је остварила серија обвезница с роком доспећа 2014. године, и то 28,8% укупно оствареног промета.

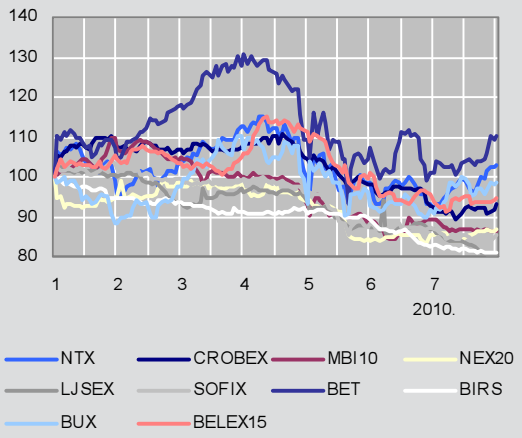
Графикон IV.3.1. **Индекс BELEX 15**



Извор: Београдска берза.

Вредност индекса Belex 15 је у другом тромесечју била у паду, а промет акцијама које улазе у састав овог индекса додатно смањен.

Графикон IV.3.2. **Кретање берзанских индекса у земљама у окружењу**
(у индексним поенима, нормализовано, 31. 12. 2009 = 100)



Сви индекси у региону су забележили пад вредности у другом тромесечју.

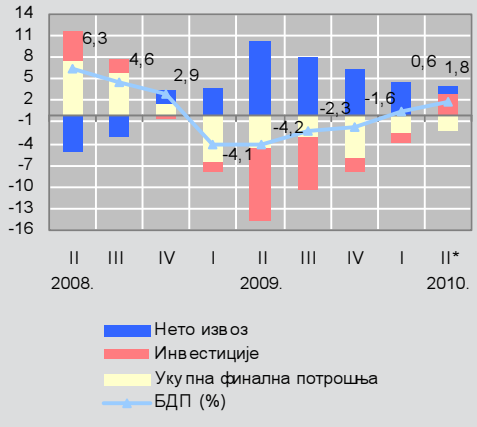
[10] Укупан промет (4,7 милијарде динара) у другом тромесечју је био за 3,8% мањи него у претходном због већег броја радних дана у тромесечју.

На свим берзама у региону забележен је пад вредности индекса. Најизраженији пад, од 20,5%, евидентиран је на Букурештанској берзи (BET) и он се донекле приписује снажном расту оствареном у претходном тромесечју. Најмање смањење вредности индекса, од 8,8%, после индекса Београдске берзе (Belex 15) регистровано је на Љубљанској берзи (LJSEX). Ипак, у јулу су остварена позитивна кретања на Букурештанској, Будипештанској и Црногорској берзи, при чему су индекси BET, BUX и MOSTE порасли 7,0%, 5,8% и 4,3%, респективно.

4. Агрегатна тражња

Друго тромесечје обележио је пораст привредне активности, за који је највећим делом заслужан раст нето извоза. Раст потрошње домаћинстава и приватних инвестиција није у потпуности компензирао штедљивост државе, па је утицај домаће тражње на укупну економску активност остао негативан.

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

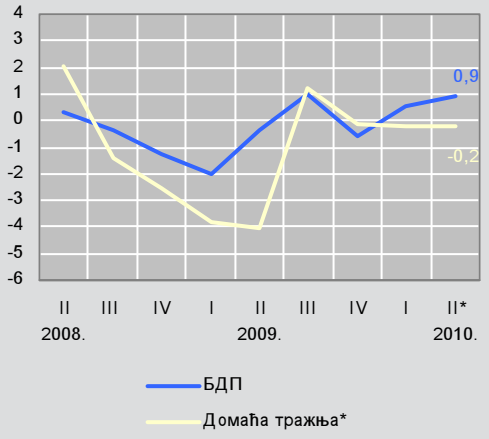


* Процена НБС.

У другом тромесечју се очекује међугодишњи раст БДП-а по основу раста залиха, али и већег извоза робе и услуга.

Бруто друштвени производ је у другом тромесечју, према десезонираним подацима, забележио раст од 0,9%, док је домаћа тражња била у благом паду (0,2%) у односу на претходно тромесечје. Највећи допринос

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



* Процена НБС.

У другом тромесечју БДП је растао, а домаћа тражња благо падала због смањене потрошње и инвестиција државе.

расту БДП-а дали су нето извоз (1,1 п.п.), затим приватне инвестиције (0,8 п.п.) и потрошња домаћинстава (0,7 п.п.), док су јавне инвестиције и државна потрошња имале знатан пад. Међугодишње посматрано, и БДП и домаћа тражња су остварили пораст (1,8% и 0,6%, респективно), али такво кретање је било пре свега резултат ниске прошлогодишње базе.

У 2010. години у целини очекујемо да ће позитиван допринос расту БДП-а од 1,5% дати нето извоз (1,3 п.п.) и инвестиције (1,0 п.п.), како државне тако и приватне, док ће допринос укупне потрошње бити негативан (0,8 п.п.).

Домаћа тражња

Потрошња домаћинстава

Потрошња домаћинстава благо је повећана у другом тромесечју у односу на претходно, на шта указује и тромесечни раст промета у трговини на мало.

У другом тромесечју, десезонирано посматрано, потрошња домаћинстава[11] је забележила благ раст у односу на претходно (1,0%) и допринела расту тромесечног БДП-а са 0,7 п.п. Међугодишњи подаци указују на успоравање њеног пада (2,3%).

Новчани приходи домаћинстава, као извор потрошње, посматрани збирно (зараде, пензије и социјална примања), у другом тромесечју су забележили десезонирани раст у односу на претходно (1,3%). Таква кретања су била резултат благог раста нето реалних зарада и трансфера социјалног осигурања.

Раст тромесечног реалног нето прилива девиза по основу дознака је био успорен (2,9%) у односу на претходно тромесечје, док је откуп девиза овлашћених мењача од домаћинстава забележио даљи пад.

Кредитна активност банака се и даље опоравља и расте из месеца у месец, нарочито према становништву. Сличну тенденцију има и међугодишње кретање кредитне активности.

Штедња становништва, која је наставила да расте, у другом тромесечју је била реално већа за 3,1% у односу на претходно. На раст указују и међугодишњи подаци.

Десезонирани промет у трговини на мало остварио је раст у другом тромесечју. Међугодишње посматрано, промет у трговини на мало је успорио пад, што указује и на успоравање пада потрошње домаћинстава.

У првих шест месеци 2010. године, потрошња домаћинстава је забележила већи пад (3,8% мг.) од очекиваног. То је пре свега било последица неочекивано великог пада потрошње у првом тромесечју, због високог пада промета на пијацама и пада реалних издатака за личну и натуралну потрошњу (који је показала Анкета о потрошњи домаћинстава), али и нижег раста телекомуникација. Ипак, очекујемо да потрошња домаћинстава у 2010. години искаже знатно блажи пад него у претходној години.

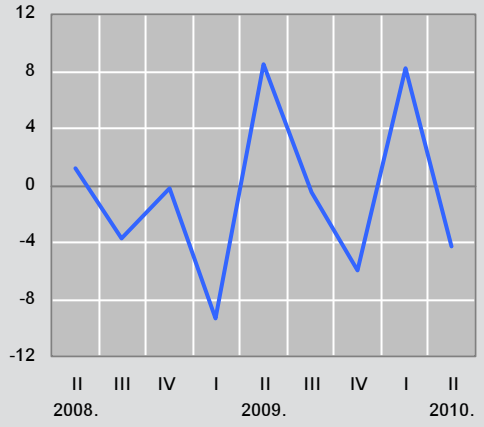
Потрошња државе

Потрошња државе у другом тромесечју бележи знатан међугодишњи и десезонирани пад у односу на претходно. Ипак, процењујемо да ће ову годину у целини карактерисати умерен реални раст јавне потрошње.

Потрошња државе, обрачуната на основу издатака за куповину робе и услуга и издатака за зараде у јавним службама, смањена је реално за 2,9% међугодишње. Када се искључи утицај сезоне, потрошња је била нижа за 4,3%. Будући да јавну потрошњу карактеришу велике осцилације посматрано по тромесечјима, сматрамо да закључке о њеном карактеру и утицају на економску активност треба доносити на нивоу године.

Пошто је, након последњих преговора Владе с мисијом ММФ-а, одлучено да зараде запослених у државној служби остану замрзнуте до краја 2010. године, код ове категорије државних издатака на годишњем нивоу треба очекивати реалан пад у висини до 5%. План државног буџета за 2010. годину предвиђа повећање ставке набавка робе и услуга од преко 10%, што, с обзиром на учешће зарада и набавке робе у јавној потрошњи, значи да би укупна јавна потрошња на годишњем нивоу требало да оствари реалан раст од око 2,5%.

Графикон IV.4.3. **Јавна потрошња**
(десезонирани подаци, тромесечни раст, у %)



У другом тромесечју јавна потрошња је имала изразит пад, који је поново привременог карактера.

[11] Укључујући непрофитне институције које услужују домаћинства.

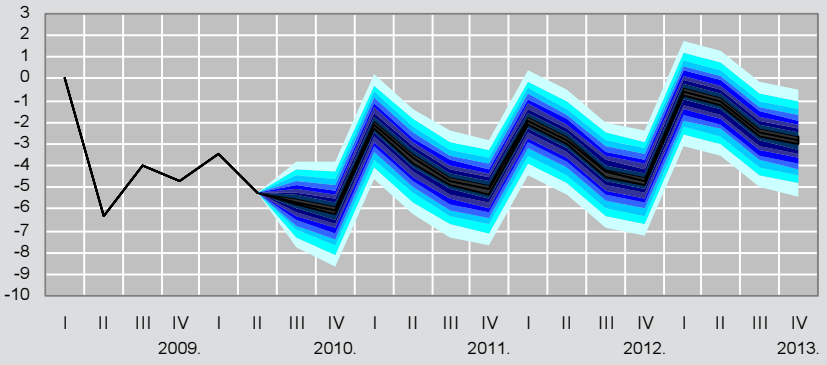
Осврт 3: Фискална политика у средњем року

У другом тромесечју 2010. године консолидовани дефицит буџета је износио 28,8 милијарди динара, чиме је дефицит од почетка године достигао 51,8 милијарди динара. Дефицит је виши него што смо очекивали у претходном Извештају, и то пре свега због слабије реализације прихода од износа планираног Законом о буџету. У оквиру преговора с мисијом Међународног монетарног фонда, у мају је постигнут договор о повећању очекиваног буџетског дефицита за 2010. годину са 4% на 4,8% БДП-а, или на око 140 милијарди динара, тако да сада и усвојени *Меморандум о буџету и економској и фискалној политици за 2011. годину с пројекцијама за 2012. и 2013. годину* за 2010. годину предвиђа дефицит од 4,8% БДП-а.

Фискална политика у другом тромесечју, међутим, није имала изражен експанзивни карактер, будући да се с монетарним ефектом у висини од 2,5 милијарди динара може сматрати готово неутралном. То је последица пре свега чињенице да је доста висок дефицит буџета финансиран у великој мери емисијом трезорских записа, која је из система повукла сав креирани вишак ликвидности. Путем трезорских записа у другом тромесечју је емитовано нето 21,9 милијарди динара. На полугодишњем нивоу емитовано је нето 30,8 милијарди динара, па је последично и експанзивни ефекат фискалне политике нешто већи – 14,3 милијарде динара.

У наредним годинама, до 2013. године, очекује се постепено смањење дефицита, али ће оно бити започето с нешто вишег нивоа од оног који смо очекивали на почетку године, тако да ће (према Меморандуму о буџету и економској и фискалној политици за 2011. годину с пројекцијама за 2012. и 2013. годину), након дефицита од 4,8% БДП-а у 2010, у 2011. години уследити дефицит у висини од 4% БДП-а, у 2012. од 3,5%, а у 2013. години од 1,8% БДП-а. Полазна претпоставка је раст реалног БДП-а од 1,5%, 3%, 5% и 5,5% за период 2010. до 2013. године, али и реформа фискалног система у правцу повећања приходног капацитета (реформом у области пореза на доходак и добит, ПДВ-а и акциза и реформом у области царинских прописа) и смањења јавних расхода. Подршку стабилизацији фискалне позиције свакако би требало да обезбеди и предложени Закон о буџетском систему одредбама које се односе на фискалну одговорност. Усвајање овог закона планира се за септембар ове године. Ипак, процењујемо да је ризик одступања од плана израженији надоле, што илуструјемо и приложеним графиконом[1]. Основне ризике за остварење плана видимо у могућим одступањима од планираног обима расхода, мањој ефикасности пореских прихода, али и у неиспуњавању планиране стопе раста БДП-а.

Пројектовани консолидовани дефицит
(у % БДП-а)



[1] Графикон израђен на основу података из Меморандума о буџету и економској и фискалној политици за 2011. годину с пројекцијама за 2012. и 2013. годину и процена Народне банке Србије.

Инвестициона активност

У другом тромесечју инвестиције су, према десезонираним подацима, стагнирале у односу на претходно, док су међугодишње посматрано, због ниске базе, исказале знатан раст.

Након привременог опоравка у другој половини 2009. године и поновног пада у првом тромесечју 2010, инвестиције су у другом тромесечју у поређењу с претходним стагнирале (–0,1%). При том, значајан допринос приватних инвестиција тромесечном расту БДП-а био је неутралисан падом инвестиција државе и залиха. Међугодишње посматрано, инвестиције су остварили доста висок раст (13,8%), али њега ипак треба тумачити у контексту знатног смањења привредне активности у 2009. години.

Привремени опоравак индустријске производње капиталних добара је прекинут у другом тромесечју, када је ова област забележила веома изражен пад, а залихе капиталних производа знатан међугодишњи раст. Производња и извоз интермедијарних производа, с друге стране, показују и даље стабилан опоравак.

Инвестиције у фиксне фондове су по први пут након две године показале знаке опоравка (раст од 4,6% у односу на претходно тромесечје). Томе је свакако допринело и то што су, према нашој процени, вредност изведених грађевинских радова и увоз средстава за рад успорили пад.

Графикон IV.4.4. **Коришћење капацитета у индустрији**
(на бази десезонираних података)

Према оцени, коришћење капацитета у индустрији у другом тромесечју расте, али је и даље испод тренда.

Оцењена искоришћеност капацитета у индустрији, мерена цикличном компонентом продуктивности рада у индустрији, повећана је (али се креће и даље испод тренда) и могла би да буде знак постепеног опоравка инвестиција.

Табела IV.4.1. **Индикатори кретања инвестиција**
(стопе раста у %)

	II 2009. / II 2008.	III 2009. / III 2008.	IV 2009. / IV 2008.	I 2010. / I 2009.	II 2010. / II 2009.
Реални показатељи					
Грађевинарство	-16,6	-18,4	-19,6	-12,0	-11,8 *
Индустријска производња капиталних производа (физички обим)	-23,4	-22,4	-10,3	4,0	-11,3
Извоз капиталних производа**	-16,9	-29,2	-19,5	-9,2	6,9
Увоз капиталних производа**	-35,9	-12,8	-7,7	-15,9	0,3
Залихе капиталних производа	-20,3	-18,0	-10,5	4,2	11,7
Индустријска производња интермедијарних производа (физички обим)	-34,2	-18,5	3,0	14,8	21,6
Извоз интермедијарних производа**	-49,2	-42,8	-3,1	37,1	58,8
Увоз интермедијарних производа**	-26,5	-10,1	-0,1	9,7	23,0
Залихе интермедијарних производа	-4,2	-5,3	-3,4	-1,9	-1,4
Инвестициона потрошња државе**	-19,6	-20,3	-21,3	-31,7	-35,3
		2009.		2010.	
Финансијски показатељи	II	III	IV	I	II
Средњорочно и дугорочно задуживање привреде у иностранству (нето), у млн EUR	-226,4	-114,0	-35,4	-77,0	-275,6
Домаћи краткорочни кредити одобрени привреди, у млрд динара	2,3	8,8	-1,8	32,5	39,4
Домаћи дугорочни кредити одобрени привреди, у млрд динара	3,4	10,7	35,4	16,1	35,8
Домаћи дугорочни кредити одобрени становништву, у млрд динара	-5,7	4,2	20,9	23,9	43,8

* Процена НБС.

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

Финансијски показатељи у другом тромесечју указују на опоравак домаћег кредитирања, и привреде и становништва. Томе су, добрим делом, допринели и програми субвенционисаног кредитирања, које је Влада усвојила за 2010. годину, а чија је реализација посебно интензивирана у другом тромесечју. Предузећа су и даље оријентисана на домаће задуживање, док се раздужују према иностранству.

Инвестициона активност државе је у другом тромесечју забележила знатан пад (–35,3% мг.), због изразито успорене динамике реализације ових активности у 2010. Буде ли план буџета за ову годину реализован у целини (што је врло вероватно), то ће значити реални раст од 3,4% у односу на претходну годину. Ако би план за 2010. био проширен у мери у којој је проширен у претходној години, реални раст би могао износити и 13%.

Очекујемо да ће у преосталом делу године доћи до постепеног опоравка инвестиција, и приватних и јавних, тако да ће оне, уз већ испољену вишу инострану тражњу, бити основни фактор опоравка привреде у 2010. години.

Нето екстерна тражња

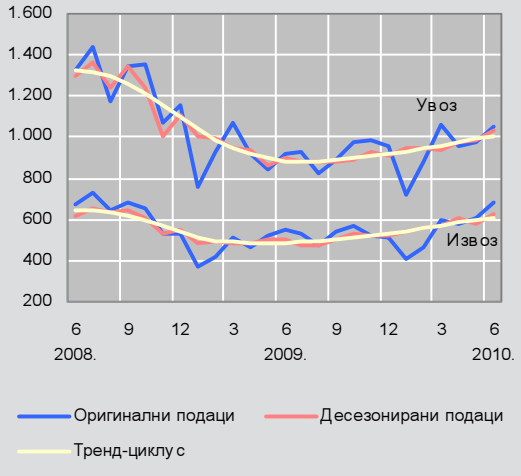
Инострана тражња је у другом тромесечју дала позитиван допринос расту БДП-а, захваљујући бржем расту извоза од увоза. Увозна инфлација је знатно успорила раст започет у последњем тромесечју 2009.

Спољнотрговинска размена је у другом тромесечју имала значајан утицај на кретање БДП-а. Према десезонираним подацима, извоз је у односу на претходно тромесечје остварио бржи раст од увоза, што је пресудно утицало на пораст БДП-а. Допринос нето извоза расту БДП-а је био знатан и, према нашој процени, износи 1,1 п.п.

Према међугодишњим подацима, извоз је у другом тромесечју такође остварио знатно већи раст од увоза (21,6% наспрам 11,3%). Дакле, раст извоза не само да је настављен већ је и убрзан у односу на претходно тромесечје, што се једним делом може приписати и ефектима депрецијације динара. Међутим, по први пут од трећег тромесечја 2008. године остварен је пораст увоза и на међугодишњем нивоу. Таква кретања су имала за резултат дефицит робне размене за око 2,6% мањи него у истом периоду прошле године.

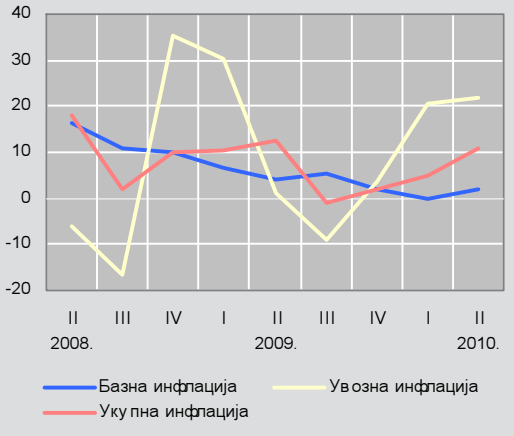
Охрабрујуће је то што у оквиру увозних добара највећи раст бележи увоз репроматеријала (34,4% у последњих годину дана), док је увоз потрошних добара и даље у паду (3,3%). То указује да би у наредном периоду могло доћи до убрзанијег раста производње. Поред реалне депрецијације динара, на

Графикон IV.4.5. **Извоз и увоз робе**
(у млн EUR)



Дефицит робне размене је смањен у другом тромесечју у односу на претходно због раста извоза.

Графикон IV.4.6. **Домаћа и увозна инфлација**
(тромесечне стопе раста на годишњем нивоу)



Извор: НБС и *Eurostat*.

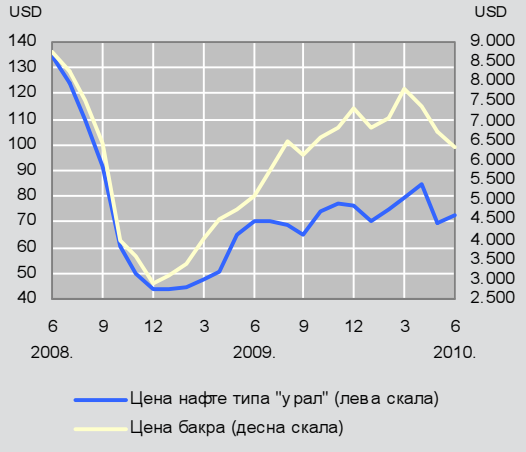
Увозна инфлација је у другом тромесечју наставила да расте, али знатно спорије у поређењу с претходна два тромесечја.

смањивање спољнотрговинског дефицита у последњих годину дана утицало је и побољшање односа размене (бржи раст извозних у односу на увозне цене изражено у истој валути), и то у највећој мери због раста цена основних метала. Како се ефекти најновије депрецијације динара тек очекују, тенденција раста извоза вероватно ће се наставити. То ће свакако зависити и од опоравка светске економије, пре свега земаља зоне евра и ЦЕФТА.

Увозна инфлација[12], иако и даље релативно висока, у другом тромесечју је знатно успорила раст у односу на претходна два тромесечја. На годишњем нивоу она је износила 21,6%. Успоравање раста увозне инфлације резултат је мање депрецијације номиналног ефективног курса динара у односу на прво тромесечје. У другом тромесечју раст увозне инфлације се у врло малој мери одразио на кретање базне инфлације (која је износила 1,8% на годишњем нивоу), али се очекује да ће у наредном тромесечју по том основу базна инфлација расти.

Цена нафте је у току другог тромесечја имала осцилаторно кретање. У априлу се одржавала на релативно високом нивоу и чак је претила опасност да достигне 90 долара по барелу. Тај ниво цене последица је очекивања инвеститора да ће се, након одобравања финансијских пакета ММФ-а, финансијско тржиште еврозоне стабилизовати, а привредни раст убрзати. Будући да се то није догодило, већ се, напротив, неповерење у одрживост јавних финансија повећало, у мају је дошло до наглог пада цене нафте. У другој половини маја цена нафте типа „урал“ се спустила на 68 долара по барелу. На крају тромесечја цена је благо порасла, захваљујући бољим макроекономским подацима од очекиваних у еврозони и смањењу напетости на финансијском тржишту. Тренутно се цена нафте креће на нивоу од око 75 долара. Очекује се да ће се просечна цена нафте у 2010. години кретати у распону од 75 до 80 долара по барелу и да ће се тражња за нафтом у другој половини 2010. године благо повећати, посебно с подручја Кине, Индије и земаља Блиског истока, али и из развијених региона у којима ће се привредни опоравак наставити.

Графикон IV.4.7. **Кретање цена нафте и бакра**



Извор: *Bloomberg.*

Цена нафте у другом тромесечју 2010. је осцилирала. Цена бакра је имала изражен тренд опадања током целог тромесечја.

Цена бакра, најзначајнијег извозног обојеног метала Србије, достигла је свој највиши ниво у 2010. крајем првог тромесечја, када се приближила вредности од 8.000 долара за тону. Већ у априлу је дошло до пада цене, који је био убрзан у мају, да би почетком јуна цена бакра износила нешто преко 6.000 долара за тону. У другој половини јуна цена бакра је донекле порасла у односу на њен годишњи минимум (достигнут у првој декади јуна), као резултат извесног побољшања перспектива светске привреде и благог раста тражње за сировинама.

На крају јуна, цене примарних пољопривредних производа на светским берзама су остварили пораст. Након објављивања података о паду светских залиха житарица од стране Америчког министарства пољопривреде, као и о планираном смањењу површина под пшеницом наредне сезоне, дошло је до скока цене ове житарице за 34% у јулу у односу на јун. Расту цена су додатно допринели извештаји о лошијем стању него што се очекивало усева и приноса у земљама које су велики светски извозници (Русија, Украјина, Казахстан). Такав нагли раст цена свакако има и психолошки карактер, па треба очекивати да се у наредном периоду цена пшенице спусти на одржив ниво.

[12] Увозна инфлација представља резултат промене номиналног ефективног курса динара (пондери: евро 0,8, долар 0,2) и цена у еврозони и САД.

5. Економска активност

Процењујемо да је у другом тромесечју остварен опоравак економске активности. БДП бележи благ тромесечни раст, а негативни производни јаз је ублажен.

Податак о међугодишњем расту БДП-а за прво тромесечје Републички завод за статистику је кориговао са 1,0% на 0,6%. У односу на четврто тромесечје 2009, БДП је повећан за 0,8%, што је нешто мање него што је била процена Републичког завода за статистику.

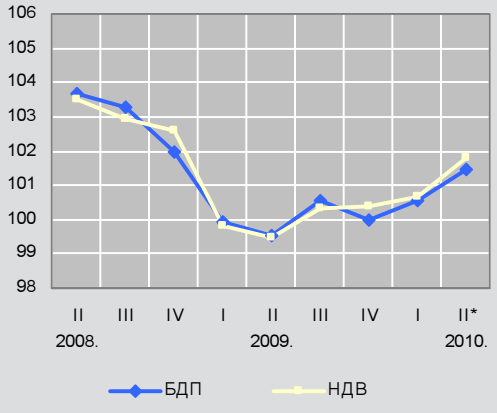
На основу десезонираних података, процењујемо да је у другом тромесечју у односу на претходно остварен раст и БДП-а и непољопривредне додате вредности од 0,9% и 1,1%, респективно. Процењујемо такође да су највећи допринос расту БДП-а дали индустријска производња (0,4 п.п.) и сектор саобраћаја и веза (0,2 п.п.). Допринос грађевинарства је био негативан (–0,1 п.п.).

Укупна индустријска производња је исказала тромесечни раст од 2,8% по основу повећања активности у прерађивачкој индустрији. Раст прерађивачке индустрије износио је 3,3%, а томе је највише допринело повећање производње основних метала, као и производње хемикалија и хемијских производа. Сектор вађења руда и камена остварио је раст од 1,5%. Производња електричне енергије, гаса и воде већа је за 1,2%, на шта је пре свега утицао раст производње енергије у априлу, подстакнут порастом производње за извоз. На раст производње електричне енергије утицали су и лошије временске прилике, због чега је грејна сезона продужена.

Према десезонираним подацима, тромесечни промет у сектору трговине на велико и мало стагнира (0,1%), а у сектору хотела и ресторана расте. Процењујемо да је раст сектора финансијског посредовања успорен у односу на претходно тромесечје и да износи 1,3%.

Према нашим проценама, грађевинска активност је успорила пад у другом тромесечју. На то указује раст производње неметалних минерала, док, с друге стране, капитални расходи државе бележе пад.

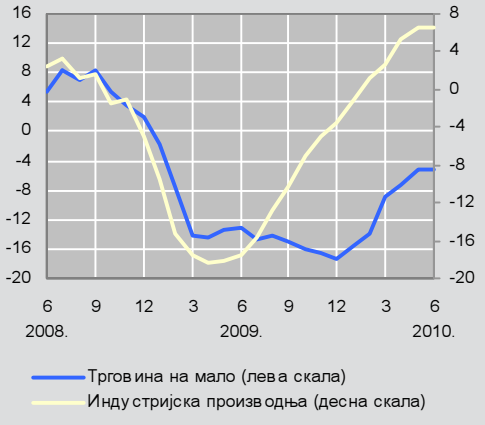
Графикон IV.5.1. **Кретање индикатора економске активности**
(десезонирани подаци, 2009 = 100)



* Процена НБС.

БДП у другом тромесечју показује раст, чему значајно доприноси раст индустријске производње.

Графикон IV.5.2. **Тромесечни покретни просеци индустријске производње и трговине на мало**
(међугодишње стопе, у %)



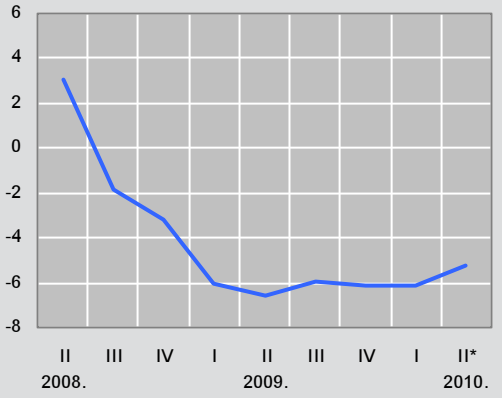
Трговина на мало бележи даље успоравање међугодишњег пада, док индустријска производња показује раст, делом због ниске прошлогодишње базе.

Графикон IV.5.3. **Доприноси међугодишњем расту БДП-а**
(у процентним поенима)

* Процена НБС.

У другом тромесечју се очекује међугодишњи раст БДП-а.

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



* Процена НБС.

Негативни производни јаз је ублажен по основу даљег опоравка економске активности у другом тромесечју.

Међугодишње посматрано, процењујемо да је у другом тромесечју остварен раст БДП-а од 1,8%, што је у складу с нашим претходним очекивањем да ће БДП у 2010. бити повећан 1,5%. Међугодишњи раст се у одређеној мери приписује ниској прошлогодишњој бази. Најзначајнији допринос расту дали су укупна индустријска производња (1,0 п.п.), у оквиру које прерађивачка индустрија учествује са 0,9 п.п., и сектор саобраћаја и веза (1,0 п.п.). С друге стране, највећи негативан допринос дали су сектори грађевинарства и трговине (по –0,3 п.п.).

Међугодишњи раст, који је укупна индустријска производња након више од годину дана забележила у првом тромесечју, настављен је и у другом (6,8% мг.). Значајан допринос томе дао је сектор прерађивачке индустрије (7,4% мг.), захваљујући пре свега производњи основних метала. Сектор вађења руда и камена бележи раст од 11,7%, али незнатно доприноси расту индустрије. Посматрано према намени, највећи допринос међугодишњем расту индустријске производње дале су области производње интермедијарних производа и производње енергије.

С друге стране, процењујемо да грађевинска активност бележи пад од 11,8% међугодишње. На то указује и пад инвестиционе потрошње државе мерен капиталним расходима. Сектор трговине на велико и мало је успорио пад (2,6% мг.), што се објашњава успоравањем пада промета у трговини на мало. Сектор хотела и ресторана такође је исказао успоравање пада (6,1% мг.), као резултат блажег пада броја ноћења туриста у другом тромесечју.

Према стању усева на дан процене 25. маја, Републички завод за статистику очекује да производња пшенице у овој години буде за 8,0% мања него у прошлој. С друге стране, према претходним подацима о пролећној сетви, у овој години је засејано више кукуруза, сунцокрета, соје и шећерне репе него у прошлој. Смањење у односу на прошлу годину очекује се такође код производње трешања, вишања и кајсија.

Негативан производни јаз мерен непољопривредном додатом вредношћу је смањен, што указује да је дезинфлаторни притисак, због ниске агрегатне тражње, био слабији у поређењу с претходним тромесечјем. Међутим, с обзиром на то да је производни јаз и даље изразито негативан, очекујемо да тражња и у наредном периоду буде основни дезинфлаторни фактор.

6. Кретања на тржишту рада

Зараде

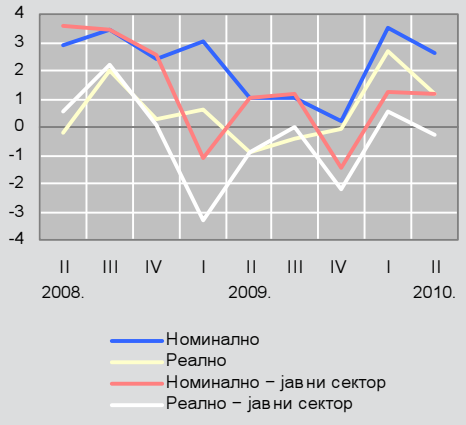
Зараде су у другом тромесечју забележиле успоравање раста и у номиналном и реалном изразу у односу на претходно. Јединични трошкови рада у индустрији су исказали благ пад.

У другом тромесечју је, десезонирано посматрано, дошло до успоравања раста зарада и номинално и реално. Зараде су биле номинално веће за 2,6%, а реално за 1,2% у односу на претходно тромесечје.

Према оригиналним подацима, просечна нето зарада је износила 335 евра (34.192 динара), што представља раст од 4,2% у поређењу с претходним тромесечјем. Томе је пре свега допринео убрзан раст номиналних зарада од 7,1% у односу на претходно тромесечје.

Према десезонираним подацима, раст зарада је забележен у готово свим делатностима, а највећи је био у производњи електричне енергије, финансијама, прерађивачкој индустрији и некретнинама. Пад зарада је евидентиран у грађевинарству, где је током другог тромесечја настављен и пад активности, али и у хотелијерству.

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



Реалне зараде у јавном сектору су расле знатно спорије од укупних зарада.

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

Опоравак индустријске производње и успоравање бруто реалних зарада резултирали су незнатним падом јединичних трошкова производње.

Зараде у јавном сектору су имале знатно нижи номинални раст (1,2%) и реални пад (0,3%) од укупних зарада. Знатнији раст су имале зараде запослених у администрацији и јавним државним предузећима, упркос мери замрзавања.

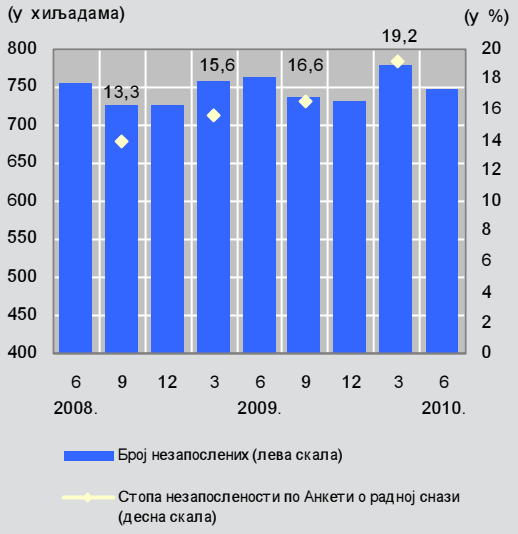
Јединични трошкови рада у индустрији, према десезонираним подацима, забележили су благ пад – због споријег раста бруто реалних зарада у индустрији од производње. С друге стране, у прерађивачкој индустрији је дошло до незнатног раста јединичних трошкова производње, због већег раста бруто реалних плата од продуктивности.

Запосленост

Опоравак економске активности је још увек слаб да би се зауставило погоршавање услова на тржишту рада.

Према подацима анкете РАД, у другом тромесечју је настављен пад запослености, али је он био успорен у односу на претходни период. Кретања на тржишту рада прате, с временским кашњењем, кретања

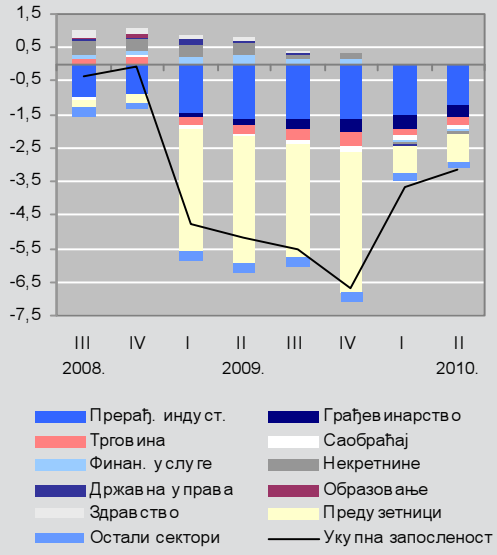
Графикон IV.6.3. **Незапосленост**



Извори: Национална служба за запошљавање и РСЗ.

У другом тромесечју је дошло до пада броја незапослених лица, пре свега због пооштрених услова евиденције Националне службе за запошљавање.

Графикон IV.6.4. **Запосленост по секторима** (допринос међугодишњем расту запослености, у процентним поенима)



Извор: Републички завод за статистику.

Пад запослености у другом тромесечју био је доминантно под утицајем кретања у прерађивачкој индустрији.

економске активности. Опоравак економске активности је за сада био сувише спор и недовољан да заустави негативна кретања на тржишту рада. Остаје да се види да ли је с падом запослености достигнута најнижа тачка, тј. да ли ће се негативна кретања на тржишту рада зауставити.

Међутим, када је реч о динамици запослености у посткризном периоду, треба имати у виду да рецесије изазване финансијском кризом обично имају дуготрајније макроекономске ефекте од других, несистемских рецесија – проузрокују дуготрајније повећање незапослености и раст структурне незапослености.

Прерађивачка индустрија је сектор који је највише допринео негативном кретању укупне запослености, јер је у њему највећи број запослених остао без посла. Смањење запослености је забележено и у хотелијерству, финансијама и некретнинама. С друге стране, сектори у оквиру којих је остварен раст запослености су производња електричне енергије и саобраћај. Нешто већа запосленост забележена је и у оквиру јавног сектора (администрацији, јавним и локалним предузећима и здравству), док је у јавним државним предузећима и образовању евидентиран пад.

Број незапослених лица на евиденцији Националне службе за запошљавање у току другог тромесечја је смањен, што је пре свега последица пооштрених услова евиденције, а делом и смањења броја незапослених који први пут траже запослење (чије је запошљавање стимулисано мерама Владе). Тако је у јуну регистровано око 746 хиљада незапослених лица, што представља смањење за око 32 хиљаде лица, односно 2,1% у односу на март.

Осврт 4: Анкета о радној снази

Економска криза се, с временским кашњењем, снажно одразила на тржиште рада. Према априлској Анкети о радној снази, стопа незапослености је са 14,0% у октобру 2008. повећана на 19,2% у априлу 2010. године. Повећање незапослености је било посебно изражено од октобра 2009. године – за 2,6 процентних поена.

Према поменутој Анкети, број запослених је у периоду између октобра 2009. и априла ове године износио око 2.412 хиљада лица, а стопа запослености 38,1%. Стопа запослености је опала за око 2,7 п.п., или за око 178 хиљада лица. То указује на убрзање негативног тренда пада запослености између октобра 2009. и априла 2010. године и потврђује да се утицај кризе, с временским кашњењем, одражава на тржиште рада, као и да пад запослености траје доста дуже од пада БДП-а.

Анкета о радној снази

	Април 2008.	Октобар 2008.	Април 2009.	Октобар 2009.	Април 2010.
Стопа незапослености	13,3	14,0	15,6	16,6	19,2
Стопа запослености	44,7	44,2	41,6	40,8	38,1
Стопа неформалне запослености	23,6	23,0	22,2	20,6	19,8

У истом периоду, број незапослених лица је порастао за око 56.000, што није сразмерно смањењу броја запослених, јер је око 98.000 лица прешло у категорију неактивних, а не у категорију незапослених. Погоршана је и структура незапослених лица према дужини тражења посла, будући да је учешће дугорочне незапослености у укупној повећано за 1,2 структурна поена и износи 66,7%.

Највећи пад запослености, око 47.000 лица, забележен је у старосној групи од 45 до 54 године, док је раст незапослености у оквиру ове старосне групе износио око 10.000, што сугерише да је знатан број тих лица прешао у неактивно становништво. Друга натпросечно погођена група је од 25 до 34 године, где је пад запослености износио око 41.000. У овој групи је регистрован и знатан раст незапослености, око 27.000, док се остатак прелио у неактивно становништво.

Низак ниво запослености прати и лоша структура запослености, јер скоро једна петина запослених ради неформално – на црно. Неформална запосленост обухвата запослене у нерегистрованим фирмама или у регистрованим фирмама, али без формалног уговора о раду и без социјалног и пензијског осигурања, као и неплаћене помажуће чланове домаћинства. Оно што је уобичајено у свим земљама, па и у Србији, јесте да је овај вид незапослености најтеже погођен кризом. У Србији је неформална запосленост смањена са 20,6% у октобру 2009. на 19,8% у априлу 2010. године.

Смањење запослености забележено је у готово свим делатностима. Највеће смањење је било у пољопривреди и шумарству – око 70.000 лица. Опоравак прерађивачке индустрије још увек није довољан да заустави тренд смањења запослености од око 36.000 лица у периоду између две анкете. Од почетка економске кризе (Анкета из октобра 2008), запосленост у оквиру ове делатности је смањена за око 20%. Осетно смањење запослености између две анкете евидентирано је и у грађевинарству и трговини.

7. Међународно окружење

Светска привреда наставља да се опоравља од последица кризе, али неравномерно по регионима и уз знатно повећане ризике од новог таласа рецесије. Привредни раст у земљама најзначајнијим спољнотрговинским партнерима Србије је и даље слаб, а процењује се да ће такав остати и у 2011. години.

Опоравак светске привреде од последица финансијске кризе у првом полугодишту 2010. године био је бржи од очекиваног. То је пре свега постигнуто по основу снажне привредне експанзије тржишта у настајању и земаља у развоју којима ММФ заједно предвиђа раст од 6,8% у 2010. Захваљујући њима, а посебно Кини и Индији, процена раста глобалне привреде је у извесној мери побољшана. Међутим, и поред тога што се очекује наставак опоравка светске привреде, евидентни су и повећани ризици од њеног наглог успоравања. Они се доводе у везу с неизвесностима у погледу одрживости јавног дуга појединих чланица еврозоне. Иако су, за сада, ризици ограничени на подручје еврозоне и земаља источне Европе, они би врло брзо могли да се прошире и постану реална претња и на глобалном нивоу, и за финансијску стабилност и за даљи привредни опоравак.

Што се тиче интензитета привредног опоравка по регионима, он је и даље веома неравномеран. Најслабији је управо на подручју еврозоне, јачи у Јапану и САД, а најизраженији на тржиштима у настајању. Процењује се да ће у другом полугодишту привредни раст у развијеним економијама успорити у односу на прво, због пада потрошачке тражње. Кад је реч о региону источне Европе, његов опоравак је, мада бржи него у еврозони, у целини спор и неуједначен, а повратак на темпо економског раста пре кризе не може се очекивати пре 2011.

У САД су, може се рећи, отклоњене најгоре последице финансијске кризе и умерени привредни опоравак се наставља. Поред ванредних стимулативних мера монетарне и фискалне политике, које су донеле видљиве резултате, биће донете и мере из области финансијске регулативе које ће онемогућити неодговорно понашање банака и финансијских институција и њихово спасавање о трошку пореских обвезника у будућности. Очекује се да ФЕД настави с вођењем експанзивне монетарне политике све док се незапосленост не почне видљивије смањивати. Привредни раст у САД ће у 2010. години, према проценама, бити знатно већи него у еврозони.

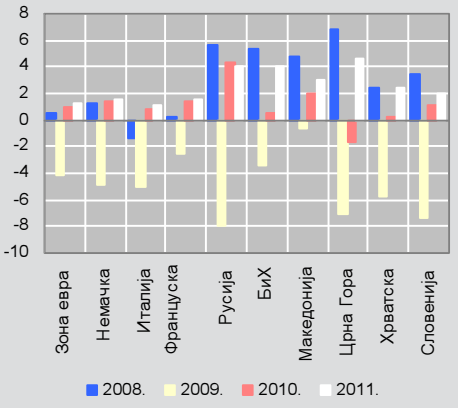
Због одсуства инфлаторних притисака и већег простора за економски раст, очекује се да у

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

Извор: *Eurostat*.

Након пада БДП-а у пет узастопних тромесечја, у првом тромесечју 2010. године је остварен раст. У априлу и мају је настављен тренд благог раста инфлације, а у јуну је забележен њен пад.

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



Извор: *IMF, WEO, Update, July 2010.*

У 2010. и 2011. години опоравак БДП-а посматраних земаља биће спор, изложен ризицима и недовољан за већи пораст извоза Србије.

развијеним земљама монетарна политика остане још извесно време експанзивна. Поред САД, то се односи и на еврозону у целини, Јапан, Велику Британију и Швајцарску. У еврозони су, због израженијег неповерења инвеститора које је изазвано стањем у њеним појединим чланицама, порасле премије ризика на обвезнице тих земаља и у том региону постоји највећи ризик од понављања рецесије. Очекује се да стабилизационе мере влада чији је циљ консолидација јавних финансија допринесу постепеном повратку поверења инвеститора и смањењу премија ризика. Имајући у виду повећане ризике у погледу привредног раста, нема говора о повлачењу неконвенционалних мера монетарне политике, за разлику од периода од пре неколико месеци, када се разматрала могућност излазне стратегије развијених земаља.

Најновија дешавања на финансијском тржишту у еврозони, подручју с којим Србија остварује највећи обим спољнотрговинске размене, смањила су изгледе за убрзанији привредни раст у региону. Стога је и ММФ своју априлску прогнозу раста од 1% за 2010. потврдио, али је процену раста за 2011. смањио, и то за 0,2 процентна поена у односу на априлска очекивања.

Процене привредног раста земаља централне и источне Европе у 2010. донекле су побољшане. Аналитичари сматрају да, и поред снажног утицаја дешавања на финансијском тржишту еврозоне, централна и источна Европа има потенцијал за умерен раст. Тачно је да су стране директне инвестиције знатно мање и да постоји одређен ризик од неизвршења доспелих обавеза и у овим земљама, али је он много мањи него у појединим развијеним чланицама еврозоне. Очекује се привредни раст од 3,2% у 2010, а монетарна политика централних банака у региону требало би да остане експанзивна, у складу с предвиђањима умереног привредног раста. Чини се да је простор за снижавање референтних стопа у највећој мери искоришћен, али да се оне у наредном периоду вероватно неће повећавати. Штавише, моменат за њихово повећање могао би да се одлаже све док се привредни раст у региону не стабилизује.

Кретање девизних курсева у последњих неколико месеци било је под великим утицајем пораста премије ризика због јачања неизвесности око одрживости јавног дуга „периферних земаља“ зоне евра. У том периоду, курс евра је у односу на долар знатно ослабио, највише као последица могућности проширивања грчке дужничке кризе на друге земље зоне евра с лошим стањем јавних финансија. Неизвесност око кретања девизног курса евра настављена је и током целог другог тромесечја 2010. Највећи пад вредности евра у односу на долар забележен је у току априла и маја. У јуну се девизни курс евра стабилизовао на нивоу од око 1,23 долара. Даље кретање девизног курса евра према долару могло би бити одређено нешто већим поверењем инвеститора у спровођење мера штедње грчке владе и влада осталих презадужених земаља еврозоне, смањењем премије ризика на њихове обвезнице, као и мањом разликом у брзини привредног опоравка између САД и еврозоне.

Осврт 5: Механизам за уравнотежење фискалне политике у Европској унији

Појава дужничке кризе у еврозони иницирала је полемику у економским круговима широм света о одрживости јавних финансија у земљама Европске уније, али и о опстанку еврозоне. Криза је, такође, указала на слабости постојећих механизама за одржавање макроекономске стабилности Европске уније, координацију економских политика и обезбеђивање одрживости система јавних финансија у чланицама Уније.

Постојећа регулатива захтева од чланица Европске уније поштовање буџетске дисциплине, која се заснива на два критеријума: учешћу буџетског дефицита у БДП-у на нивоу до 3% и учешћу јавног дуга у БДП-у на нивоу до 60%. У случају одступања од утврђених критеријума предвиђена је примена тзв. процедуре прекомерног дефицита, која подразумева строжу супервизију и давање препорука земљама чланицама за увођење корективних мера од стране европских институција. У случају континуираног кршења наведених критеријума, од чланице се може захтевати да положи депозит код Европске комисије у унапред предвиђеном износу. Пракса је, међутим, показала ограничен домет у спровођењу поменутих правила, што се у великој мери може приписати компликованој процедури за спровођење дефинисаног механизма санкција. Наиме, у протеклих пет година, мање учешће буџетског дефицита у БДП-у од 3% остварило је само пет од укупно 25 земаља које су биле чланице Европске уније пре пет година. У исто време, девет од поменутих 25 земаља је непрекидно бележило учешће јавног дуга у БДП на нивоу већем од 60%. У погледу непрекидног кршења оба критеријума посебно су се истакле две земље – Грчка и Мађарска, за разлику од Данске, Луксембурга, Естоније, Финске и Шведске које су се у потпуности придржавале задатих критеријума. Ефекти светске финансијске кризе додатно су погоршали стање јавних финансија у свим чланицама Европске уније, те су тренутно само три земље (Естонија, Луксембург и Шведска) изван „процедуре прекомерног дефицита“. Европска унија је за сваку земљу на коју се примењује поменута процедура објавила препоруке и дефинисала темпо и рокове за фискалну консолидацију.

Ради превазилажења слабости постојећих правила, Европска комисија је крајем јуна објавила Нацрт предлога мера за чвршће економско управљање на нивоу Уније, чији је циљ остваривање макроекономске стабилности и економског раста и повећање запослености. Нацрт предлога Комисије се заснива на јачању надзора економских политика чланица Уније – креирањем система свеобухватног праћења индикатора интерне и екстерне позиције чланица и корективног механизма по угледу на „процедуру прекомерног дефицита“ у случају да се утврде озбиљни ризици. Такође, предвиђено је јачање националних фискалних оквира путем дефинисања фискалних правила, усклађивања с рачуноводственим стандардима Европске уније, као и преласка са система једногодишњег на систем вишегодишњег буџетског планирања. Да би се постигла фискална одрживост, предвиђено је да презадужена чланица спроведе мере за смањење јавног дуга, према унапред дефинисаној динамици.

Значајно унапређење предложених мера у односу на постојећу регулативу представља пооштравање механизма санкција у случају да чланица Уније не улаже довољно напора за спровођење буџетске консолидације. Наиме, поред већ постојеће обавезе полагања депозита за земље које дуже време крше прописане критеријуме, предлаже се условљавање подршке Уније за спровођење кохезионих политика, у које спадају и субвенције у области пољопривреде, рибарства и регионалног развоја. Таква одредба, међутим, не негира обавезу државе да исплаћује припадајуће субвенције коначним корисницима средстава из фондова Уније. У случају да се чланица не придржава поменутих одредаба, њено следовање из буџета Уније за наредне године би било умањено. Коначно, побољшање координације економских политика чланица би било остварено увођењем тзв. европског семестра, који подразумева упознавање чланица с принципима заједничке политике Уније пре израде нацрта националних буџета и програма реформи. Циклус израде националних буџета био би завршен давањем препоруке Европског савета на нацрте буџета, уношењем датих препорука у коначан нацрт буџета и усвајањем буџета држава Европске уније у националним парламентима.

Према најавама из Европске комисије, формални предлози наведених мера биће завршени и предати надлежним институцијама на разматрање до краја септембра.

V. Пројекција инфлације

Инфлација ће се у трећем тромесечју вратити у границе дозвољеног одступања од циља, док би крајем 2010. и у току наредне године требало да се креће ближе горњој граници циља. Слабљење динара у претходном периоду и очекивани раст цена хране утицаће на умерен пораст инфлације, упркос и даље ниској тражњи. Очекујемо умерен раст економске активности по основу опоравка иностране тражње и реалне депрецијације динара из претходног периода. Уколико инфлаторни притисци буду убрзано јачали, не искључује се могућност даљег повећања референтне каматне стопе у наредном периоду.

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

Почетни услови

Период од претходног Извештаја о инфлацији обележили су снажни поремећаји на светским финансијским тржиштима, изазвани кризом грчког и уопште европског јавног дуга. На Србију је то имало велики утицај кроз раст премије ризика, депрецијацијске притиске и раст каматних стопа на тржишту новца.

Инфлација се у другом тромесечју 2010. године кретала испод доње границе циља. Тромесечни раст потрошачких цена био је у највећој мери одређен сезонским поскупљењем пољопривредних производа, а у мањој мери и растом регулисаних цена и базном инфлацијом.

Базна инфлација (инфлација искључујући регулисане цене и цене пољопривредних производа) била је у порасту у односу на претходно тромесечје, као последица знатног ублажавања пада цена индустријско-прехрамбених производа и депрецијације динара (тј. пораста увозних цена) у последњих неколико месеци.

За разлику од претходног периода, цене хране, по свему судећи, више неће деловати дезинфлаторно. Пад цена пољопривредних производа у јуну и јулу био је знатно мањи него што је сезонски уобичајено, а раст цена пшенице и кукуруза вршио је у последњих неколико месеци притисак на бројне индустријско-прехрамбене производе (брашно, хлеб, млеко, месо итд.).

На слабљење динара у претходном периоду нето увозници су, због ниске тражње, одговарали у мањој мери повећањем цена, а у већој смањењем својих маргиналних профита. Ефекат тога било је проширење депрецијацијског јаза, што би на средњи рок могло да представља значајан фактор раста инфлације.

Насупрот томе и даље стоји ниска агрегатна тражња. Иако је негативни производни јаз, као мера тражње, смањен у другом тромесечју, дезинфлаторни притисци по основу тражње су на средњи рок и даље снажни.

Економска активност је у другом тромесечју била у порасту, првенствено захваљујући расту извоза, по основу извесног опоравка иностране тражње и реалне депрецијације динара. Процењује се да је и у еврозони, чије су чланице наши главни спољнотрговински партнери, у другом тромесечју забележен раст економске активности, чиме се наставио њен стабилан, али спор опоравак.

Проширење депрецијацијског јаза и снижавање референтне каматне стопе у другом тромесечју (укупно за 100 базних поена) утицали су да монетарна политика буде експанзивнија него у претходном. С обзиром на депрецијацију динара у јулу, карактер монетарне политике ће у току трећег тромесечја вероватно бити још експанзивнији и поред повећања референтне каматне стопе почетком августа на 8,5%.

Претпоставке пројекције

На основу повећања регулисаних цена у првој половини године и најављених корекција за другу половину, очекујемо да ће се њихов укупан раст у 2010. години кретати око горње границе планираног распона од 9±2%. Претпоставка пројекције је да ће се у 2011. држава придржавати плана раста регулисаних цена (7±2%).

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

С постепеним јењавањем кризе очекујемо поновно убрзање тренда ценовне конвергенције ка еврозони, тј. реалне апрецијације динара према евру. Након пораста премије ризика у мају и јуну, очекујемо њено постепено враћање на нижи ниво, што ће, у комбинацији с растом апрецијацијског тренда, утицати на постепени пад тренда реалне камате.

Привредна активност у еврозони требало би у наредном периоду да постигне одређени опоравак. И поред рестриктивних фискалних мера у чланицама еврозоне у последњих неколико месеци, прогнозе у погледу раста у еврозони у односу на претходну пројекцију су тек незнатно кориговане наниже, будући да се процењује да ће слабљење евра подстаћи извозну активност еврозоне. Имајући у виду повећану фискалну рестриктивност, очекује се да ће се основна каматна стопа Европске централне банке повећати тек половином 2011. године.

Пројекција инфлације

Инфлација ће се у трећем тромесечју 2010. године вратити у границе дозвољеног одступања од циља. Крајем текуће и у току наредне године инфлација ће се вероватно кретати ближе горњој граници циља (графикон V.0.1).

У другој половини 2010. године очекује се нешто бржи раст цена које се формирају слободно, на тржишту, умерен раст регулисаних цена и сезонски пад цена пољопривредних производа.

Притисци на базну инфлацију до краја текуће године доћи ће пре свега по основу раста увозних цена, као резултат депрецијације динара у другом тромесечју. Поред тога, у другој половини године, за разлику од претходног периода, очекујемо раст цена индустријско-прехрамбених производа, с обзиром на пораст цена инпута у њиховој производњи (кукуруз, пшеница...). Та два фактора би, упркос и даље ниској агрегатној тражњи, требало да утичу на пораст базне инфлације у другој половини године.

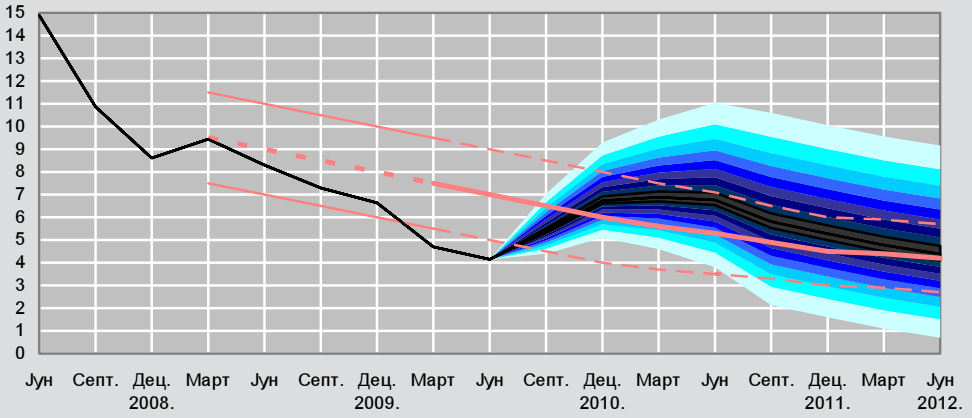
Цене пољопривредних производа ће у другој половини године, по свему судећи, забележити знатно мањи сезонски пад него што је то био случај у претходним годинама. Основни разлог су неповољни временски услови (вишак падавина), који негативно утичу на понуду ових производа.

Потрошачке цене у целини ће у другој половини године имати виши раст него у истом периоду претходне, када је инфлација била изузетно ниска. То

Табела V.0.1. **Претпоставке пројекције**

	2010.	2011.
Екстерне претпоставке		
Инфлација у ЕУ (IV тромесечје на IV тромесечје)	1,6%	1,5%
Референтна каматна стопа ЕЦБ (на крају године)	1%	1,5%
Раст БДП-а у зони евра	1,1%	1,4%
Цена уралске нафте по барелу (крај године, у USD)	78	84
Интерне претпоставке		
Регулисане цене без деривата нафте (дец. на дец.)	11,1%	7,5%
Цене пољопривредних производа (дец. на дец.)	15,0%	8,0%
Трендови		
Апрецијацијски тренд реалног курса (просек)	1,2%	1,8%
Тренд реалне камате (просек)	5,4%	4,7%

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



Инфлација ће се у трећем тромесечју вратити у границе дозвољеног одступања од циља, док би крајем текуће и у току наредне године требало да се креће ближе горњој граници циља. Ризици пројекције су асиметрични навише због инфлаторних ризика по основу могућег бржег раста цена хране и јачег преноса депрецијације динара на цене од очекиваног.

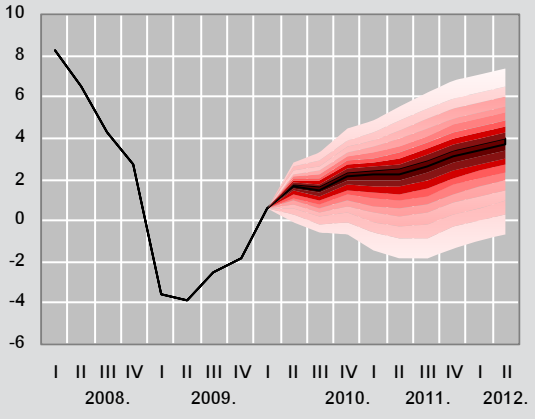
Овај тип графикона приказује различите вероватноће остварења пројекције инфлације у наредних осам тромесечја. Централна пројекција је у најтамнијем делу графикона и вероватноћа да ће пасти у овај распон износи 10%. Свака следећа нијанса укључује такође 10% вероватноће, тако да цео распон обухвата 90%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

ће се одразити на раст међугодишње инфлације у том периоду и њен повратак у границе дозвољеног одступања од циља у трећем тромесечју, док би у децембру инфлација требало да се креће нешто изнад циљане стопе.

На средњи рок, пад маргиналних профита нето увозника (произвођачи и трговци), тј. проширење депрецијацијског јаза у првој половини 2010. године, биће значајан инфлаторни фактор. Једноставно речено, враћање маргиналних профита на претходни ниво ова предузећа ће у средњем року остварити било кроз поскупљење својих производа, када се за то стекну услови, било тако што на евентуално будуће јачање динара неће одговорити појефтињењем својих производа у истој мери.

С друге стране, ниска тражња ће успоравати ценовни раст. Ипак, како се буде економија постепено опорављала, а негативни производни јаз (индикатор ниске тражње) постепено затварао, слабиће и дезинфлаторни притисци по основу тражње. Расту домаће тражње допринеће, у одређеној мери, и

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



У 2010. години раст БДП-а ће и даље бити скроман (око 1,5%), док се знатније убрзање привредног раста (око 3,0%) може очекивати тек у току 2011. године .

најављено одмрзавање зарада у јавном сектору и пензија у априлу 2011. године.

У току већег дела 2011. године инфлација ће се кретати ближе горњој граници циља. На то ће утицати како пораст месечних стопа инфлације у другој половини 2010. (које се технички одражавају на међугодишње стопе у периоду од годину дана), тако и нешто јачи инфлаторни утицај депрецијацијског јаза у односу на дезинфлаторни утицај производног јаза.

Економска активност би у наредном периоду требало да буде у умереном порасту (графикон V.0.2). Очекујемо да ће се наставити тенденција из претходних неколико тромесечја да кључни допринос расту даје нето извоз.

Динар је у претходном периоду у највећој мери ослабио према валутама земаља које су наши важни спољнотрговински партнери (земље еврозоне и ЦЕФТА), што би, уз опоравак тражње у тим земљама, могло допринети расту српског извоза. Поред тога, слабљење динара у претходном периоду одразило се на поскупљење увозних производа, које ће подстаћи супституцију увоза домаћим (јефтинијим) производима.

С друге стране, домаћа тражња ће још неко време имати скроман допринос. Релативно спор економски опоравак и висока стопа незапослености утичу да финална потрошња буде на ниском нивоу. Поред тога, предузећа се, због неискоришћених капацитета, уздржавају од инвестирања, а и инвестиције државе имају још увек релативно скроман обим.

Управо због ниске домаће тражње, опоравак економске активности у 2010. години биће релативно спор (око 1,5%). Тек од 2011. године очекује се раст домаће тражње, пре свега инвестиционе, што ће, уз наставак раста извоза, утицати на убрзање раста БДП-а (3,0%).

Приказана пројекција инфлације је заснована на информацијама доступним закључно са 31. јулом 2010. године.

Ризици остварења пројекције

Кључни ризици остварења нове пројекције тичу се: кретања цена хране, преноса депрецијације динара на цене, кретања премије ризика, евентуално ранијег и знатнијег повећања пензија и зарада у јавном сектору, као и брзине опоравка европске привреде.

Као и сваке године у овом периоду, значајан краткорочни ризик пројекције тиче се раста цена пољопривредних производа, будући да је њихово кретање, нарочито у летњим месецима, веома колебљиво и под утицајем разних поремећаја. Одступање раста ових цена од очекиваног може бити велико као последица метеоролошких прилика или њиховог кретања на светском тржишту.

Овогодишња пољопривредна сезона ће, поред директног утицаја на инфлацију, у великој мери одређивати и раст цена индустријско-прехрамбених производа у наредном периоду, с обзиром на њихов значајан удео у индексу потрошачких цена.

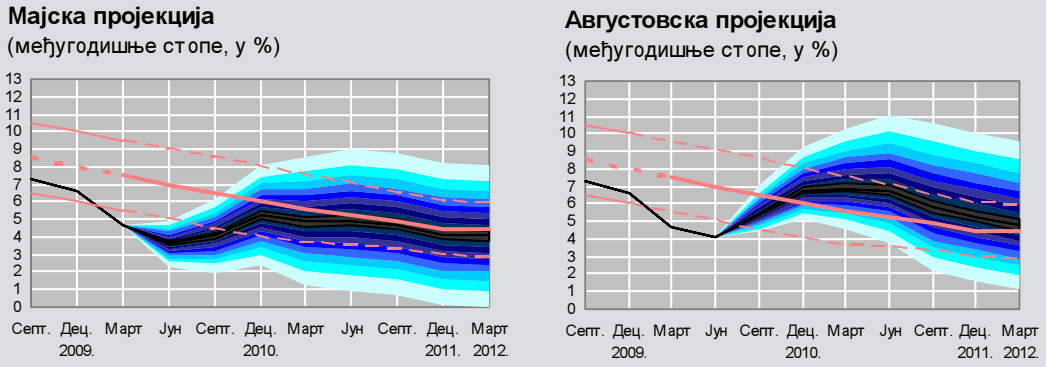
У кратком року, неизвесно је и колико ће нето увозници бити у могућности да депрецијацију динара из претходног периода, тј. повећане увозне трошкове, превале на крајњег потрошача. У условима ниске тражње, пренос је у претходном периоду био веома скроман, па остаје да се види да ли ће тако бити и у другој половини 2010. године.

Кретање премије ризика би и у наредном периоду могло имати снажан утицај на девизни курс и каматне стопе, а самим тим и на јачину инфлаторних притисака. Након њеног снажног раста у последњих неколико месеци, узрокованог грчком кризом, могуће је да се ситуација на овом плану релативно брзо стабилизује, али и да потраје дуже.

Степен преноса депрецијације динара на цене ће у великој мери зависити од кретања тражње. У том смислу, кретање пензија и зарада у јавном сектору у наредном периоду ће у великој мери одредити инфлаторне притиске са стране тражње. Пројекција коју смо израдили заснива се на претпоставци њиховог одмрзавања у априлу наредне године тако што би биле кориговане за стопу инфлације или незнатно више од тога. Евентуално раније одмрзавање зарада или њихово веће повећање од очекиваног у великој мери би повећало инфлаторне притиске.

Поред кретања зарада, јачину (дез)инфлаторних притисака са стране тражње одредиће и брзина изласка светске, а нарочито европске, привреде из рецесије, као важан фактор брзине привредног опоравка код нас. Мада, према последњим

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



Нова пројекција инфлације виша је односу на пројекцију објављену у мајском Извештају о инфлацији. Главни разлози за то су појачани инфлаторни притисци на цене хране, као и неочекивани пораст премије ризика и последични депрецијацијски притисци у периоду мај – јул. Поред тога, ризици нове пројекције су у већој мери асиметрични навише, због пораста инфлаторних ризика по основу могућег бржег раста цена хране и евентуално већег преноса депрецијације динара на цене од очекиваног.

прогнозама, умерени опоравак еврозоне није угрожен, не треба искључити ни могућност да повећана фискална рестриктивност у земљама еврозоне има негативније последице по њихову привреду него што се претпоставља.

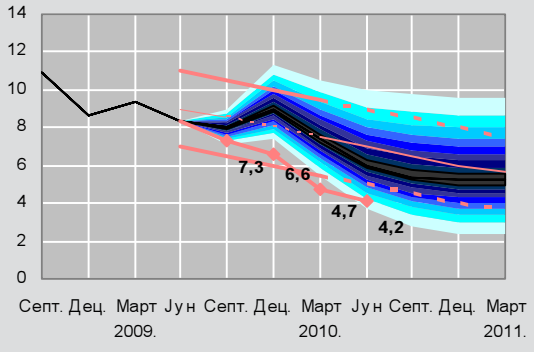
У целини, ипак процењујемо да су ризици нове пројекције асиметрични навише, због могућности да раст цена хране буде бржи од очекиваног и да преносни ефекат депрецијације динара на цене буде јачи.

Поређење и остварење пројекција

Нова пројекција инфлације виша је у односу на пројекцију објављену у мајском Извештају о инфлацији (графикон V.0.3). Основни разлози за то су појачани инфлаторни притисци на цене хране, као и неочекивани пораст премије ризика, узрокован грчком дужничком кризом, и последични депрецијацијски притисци. Ризици нове пројекције су у већој мери асиметрични навише због пораста ризика по основу бржег раста цена од очекиваног и већег преноса депрецијације динара на цене.

Сезонски пад цена пољопривредних производа у јуну и јулу био је знатно мањи него што је уобичајено за то доба године, као последица неповољних

Графикон V.0.4. **Остварење пројекције из августа 2009.**
(међугодишње стопе, у %)



Инфлација се у претходних годину дана кретала испод централне пројекције из августа 2009, у највећој мери као последица неочекиваног пада цена хране.

временских услова. Поред тога, у односу на претходну пројекцију порасли су и притисци на цене индустријско-прехрамбених производа, по основу (неочекиваног) раста цена пшенице и кукуруза у последњих неколико месеци.

Такође, пораст увозних цена по основу номиналне депрецијације динара био је виши него што смо

очекивали у претходној пројекцији, што је подстакло инфлаторне притиске у кратком року. Као последица истог фактора, пад маргиналних профита нето увозника, тј. проширење депрецијацијског јаза, такође је било израженије него у претходној пројекцији, па су инфлаторни притисци у новој пројекцији и на средњи рок израженији.

У последњих годину дана инфлација се кретала испод централне пројекције из августа 2009. године, а крајем 2009. и почетком 2010. године била је испод распона пројекције (графикон V.0.4).

Најважнији разлог одступања наниже лежи у неочекиваном паду цена хране, који је био изражен нарочито од септембра 2009. године. Добра 2009. година у пољопривреди допринела је најпре паду цена пољопривредних производа, а затим, крајем претходне и у првој половини текуће године, и паду цена индустријско-прехрамбених производа. У периоду јун 2009 – јун 2010. цене хране су пале за 1,3%, што је у доброј мери допринело да се инфлација нађе испод доње границе циља.

Очекивано кретање референтне камате стопе у наредном периоду

На основу текуће пројекције, а узимајући у обзир све ризике, Извршни одбор Народне банке Србије процењује да се у наредном периоду не искључује могућност даљег повећања референтне каматне стопе – у случају убрзаног јачања инфлаторних притисака.

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

Табела А
Индикатори екстерне позиције Србије

	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	I 2010.	II 2010.
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ ЛИКВИДНОСТИ (у %)											
Девизне резерве/увоз робе и услуга (у месецима)	3,2	4,1	4,7	3,9	6,2	9,0	7,4	5,5	9,6	9,9	8,9
Девизне резерве/краткорочни дуг	114,0	223,5	336,3	425,0	385,9	717,3	729,8	336,4	464,5	475,5	589,2
Девизне резерве/БДП	10,3	13,6	16,4	16,4	24,3	38,7	33,5	24,4	34,9	34,3	34,4
Отплата дуга/БДП	0,8	1,4	2,0	3,9	4,7	7,0	10,0	10,3	10,9	12,6	11,0
Отплата дуга/извоз робе и услуга	3,8	7,0	9,0	16,5	17,7	23,5	33,9	34,0	39,1	42,8	32,9
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)											
Спољни дуг/БДП	98,3	67,2	62,7	54,4	64,3	63,9	61,8	65,2	75,0	76,3	78,1
Краткорочни дуг/БДП	9,1	6,1	4,9	3,9	6,3	5,4	4,6	7,3	7,5	7,2	5,8
Спољни дуг/извоз робе и услуга	468,2	344,6	282,2	231,4	245,1	214,2	204,8	214,6	268,8	270,0	264,8
ИНДИКАТОРИ ИЗЛОЖЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКОМ РИЗИКУ (у %)											
Девизне резерве/М1	135,9	143,3	195,3	221,0	291,1	356,5	306,9	300,3	393,4	463,2	468,0
Девизне резерве/примарни новац	136,3	132,0	168,0	166,2	170,3	177,8	173,9	140,6	190,4	201,7	206,8
СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ)/БДП	60,2	59,3	63,9	73,7	73,6	81,2	84,3	83,9	71,5	75,3	81,3
МЕМОРАНДУМ: (у милионима евра)											
БДП	12.821	16.028	17.306	19.026	20.306	23.305	28.785	33.418	30.385	6.841	7.523
Спољни дуг	12.609	10.768	10.857	10.355	13.064	14.884	17.789	21.800	22.787	23.278	23,828
Сервисирање спољног дуга	102	218	348	736	945	1.635	2.885	3.453	3.314	859	824
Девизне резерве НБС	1.325	2.186	2.840	3.117	4.935	9.025	9.641	8.160	10.602	10.445	10.493
Краткорочни дуг	1.163	978	844	733	1.279	1.258	1.321	2.426	2.282	2.197	1.781
Биланс текућих трансакција	282	-671	-1.347	-2.620	-1.778	-2.356	-4.615	-6.089	-1.743	-760	-542
				Нов. 2004.	Јул 2005.	Феб. 2006.	Јун 2007.	Март 2008.	Дец. 2009.		
КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ				Standard & Poor's: B+	Standard & Poor's и Fitch: BB-	Standard & Poor's: BB- /позитиван; Fitch: BB-/стабилан	Standard & Poor's и Fitch: BB-/стабилан	Standard & Poor's и Fitch: BB-/негативан	Standard & Poor's и Fitch: BB-стабилан		

Методолошка објашњења:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Напомене:

1. Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.

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

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

4. Отплата спољног дуга не укључује превремену отплату дуга.

5. БДП за 2009. и 2010. годину је процена Народне банке Србије.

6. У складу с *BPM5*, део процењених дознака пребачен је из финансијског у текући биланс.

Табела Б
Основни макроекономски индикатори

	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	I 2010.	II 2010.
Реални раст БДП-а (у %)	5,6	3,9	2,4	8,3	5,6	5,2	6,9	5,5	-3,0	0,6	1,8[1]
Потрошачке цене (у % у односу на исти месец претходне године)[2]	40,7	14,8	7,8	13,7	17,7	6,6	11,0	8,6	6,6	4,7	4,2
Базна инфлација (у % у односу на исти месец претходне године)[2]	20,5	4,4	6,1	11,0	14,5	5,9	7,9	10,3	4,1	2,3	1,9
Девизне резерве НБС (у млн евра)	1.325	2.186	2.840	3.117	4.935	9.025	9.641	8.160	10.602	10.444	10.493
Извоз (у млн евра)[3]	2.693	3.125	3.847	4.475	5.330	6.949	8.686	10.157	8.478	2.009	2.506
- стопа раста у % у односу на претходну годину	20,7	16,0	23,1	16,3	19,1	30,4	25,0	16,9	-16,5	8,1	17,3
Увоз (у млн евра)[3]	-5.023	-6.387	-7.206	-9.543	-9.613	-11.971	-15.578	-17.878	-13.237	-3.214	-3.611
- стопа раста у % у односу на претходну годину	32,3	27,2	12,8	32,4	0,7	24,5	30,1	14,8	-26,0	-4,4	10,8
Текући рачун платног биланса[4]											
(у млн евра)	282	-671	-1.347	-2.620	-1.778	-2.356	-4.615	-6.089	-1.743	-760	-542
у % БДП-а	2,2	-4,2	-7,8	-13,8	-8,8	-10,1	-16,0	-18,2	-5,7	-11,1	-7,2
Незапосленост по Анкети (у %)[5]	12,2	13,3	14,6	18,5	20,8	20,9	18,1	13,6	16,1	/	19,2
Зараде (просечне за период, у еврима)	89,9	151,1	176,9	194,6	210,4	259,5	347,6	358,4	337,9	321,5	335
Републички буџетски дефицит/суфицит (у % БДП-а)[6]	-0,2	-4,3	-2,6	-0,3	0,3	-1,9	-1,7	-1,8	-3,4	-3,1	-3,7
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а)	-0,2	-1,8	-2,5	0,8	0,9	-1,9	-2,1	-2,0	-4,0	-3,4	-3,8
Јавни дуг Републике Србије (спољни + унутрашњи, у % БДП-а)[6]	104,8	71,9	63,7	50,9	50,6	40,1	31,4	26,3	32,4	33,6	35,4
Курс динара према долару (просек у периоду)	66,71	64,70	57,56	58,44	66,90	67,01	58,39	55,76	67,47	71,38	79,93
Курс динара према долару (крај периода)	67,67	58,98	54,64	57,94	72,22	59,98	53,73	62,90	66,73	74,38	75,48
Курс динара према евру (просек у периоду)	59,78	60,66	65,13	72,70	83,00	84,10	79,96	81,44	93,95	98,67	101,37
Курс динара према евру (крај периода)	59,71	61,52	68,31	78,89	85,50	79,00	79,24	88,60	95,89	99,76	104,37
Меморандум											
БДП (у млн евра)	12.821	16.028	17.306	19.026	20.306	23.305	28.785	33.418	30.385[1]	6.841[1]	7.523[1]

[1] Процена НБС.
[2] Цене на мало до 2006.
[3] Размена с Црном Гором регистрована је према припадајућим трансакцијама од 2003. године.
[4] У складу с *BPM5*, део процењених дознака пребачен је из финансијског у текући биланс.
[5] Извор: Анкета о радној снази, Републички завод за статистику.
[6] Извор: Билтен Министарства финансија РС.

Напомена: Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.

Табела B
Основни макроекономски индикатори према пројекцији ММФ-а (јул 2010)

	2007.	2008.	2009. (процена)	2010. (програм)	2011. (пројекција)
Економска активност, цене и тржиште рада (промена у %)					
Реални раст БДП-а	6,9	5,5	-3,0	1,5	3,0
Реални раст БДП-а искључујући пољопривреду	8,8	5,2	-3,4	2,0	3,1
Реална домаћа тражња (апсорпција)	11,5	6,3	-7,5	-1,8	2,2
Потрошачке цене (просек)	6,5	12,4	8,1	4,6	4,4
Потрошачке цене (крај периода)	11,0	8,6	6,6	6,0	4,5
Номиналне бруто зараде	22,4	16,9	7,4	3,5	6,5
Реалне нето зараде	19,9	4,9	-0,7	-1,1	2,0
Државне финансије (у % БДП-а)					
Приходи	43,5	41,9	39,5	38,6	37,8
Расходи	45,4	44,5	43,6	43,4	41,6
Фискални резултат	-1,9	-2,6	-4,1	-4,8	-3,9
Јавни дуг	35,2	33,4	35,6	39,1	41,1
Монетарни сектор (крај периода, 12-месечна промена, у %)					
M1	25,3	-3,8	8,7	14,5	13,8
M3[1)]	44,5	9,6	21,8	10,7	13,5
Домаћи кредити недржавном сектору	36,9	35,0	15,9	16,0	21,1
Платни биланс (у % БДП-а)					
Текући биланс	-15,9	-17,6	-5,6	-8,5	-8,0
Извоз робе	22,2	22,2	19,4	20,8	21,3
Увоз робе	45,2	45	34,9	34,7	34,4
Трговински биланс	-23,1	-22,8	-15,5	-13,9	-13,1
Капитални и финансијски биланс	18,4	12,7	11,7	4,7	4,8
Спољни дуг	61,8	65,2	75,8	77,2	73,3
од тога: приватни спољни дуг	39,5	46,1	51,6	49,8	46,4
Девизне резерве (у млрд EUR)	9,5	8,2	10,6	10,2	9,2
Реални ефективни курс динара (просечна годишња промена, у %; + указује на апрецијацију)	7,2	6,4	-7,1	-0,9	2,0

[1)] Искључујући стару девизну штедњу.

Додатак 1. Писмо Влади о разлозима одступања инфлације од циља

КГ. бр. /10 Београд, 12. јул 2010.

ВЛАДА РЕПУБЛИКЕ СРБИЈЕ

Господин Мирко Цветковић, председник

Поштовани господине Цветковићу,

Данас је Републички завод за статистику објавио податак да стопа раста потрошачких цена за јун 2010. међугодишње износи 4,2%. Будући да се тиме инфлација у току шест узастопних месеци кретала испод дозвољеног одступања од циља предвиђеног за овај период (од 7,8±2% за јануар до 7±2% за јун 2010. године), обраћам Вам се у име Извршног одбора Народне банке Србије, а у складу са Споразумом о таргетирању инфлације као монетарној стратегији који су потписале Влада Републике Србије и Народна банка Србије да бих образложио: 1) зашто инфлација одступа од циља више од дозвољеног, 2) у ком периоду очекујемо да ће се она вратити у оквире дозвољеног одступања од циља, 3) које мере је потребно предузети да би се то остварило.

1) Зашто је инфлација шест месеци узастопно изван дозвољеног одступања од циља?

Међугодишња инфлација је с нивоа од 6,6% у децембру 2009. (план 6–10%) пала на 4,2% у јуну ове године (план 7±2%). Извршни одбор Народне банке Србије процењује да је пад међугодишње инфлације последица деловања два основна фактора: ниске агрегатне тражње и неочекиваног пада цена хране.

До смањења агрегатне тражње дошло је по више основа. Прво, пад економске активности, изазван смањењем екстерне тражње у условима светске финансијске кризе, одразио се на финансијску позицију приватног сектора смањујући запосленост и зараде, али и ограничавајући могућности инвестирања. Друго, на смањење инвестиција и потрошње утицали су и смањени прилив из иностранства и мања понуда домаћих кредита, док је обим прекограничних кредити чак и смањен. Треће, нижи фискални приходи, који су последица пада економске активности, условили су рестриктивнију политику доходака, што је остварено пре свега замрзавањем зарада у јавном сектору и пензија.

Други фактор који је утицао на остварење ниже инфлације је неочекивани пад цена хране. У периоду јун 2009 – јун 2010. цене хране су пале за 1,3%. Релативно добра 2009. година у области пољопривреде и задовољавајућа понуда пољопривредних производа на домаћем тржишту допринели су појефтињењу тих производа у тој години. То је, уз ниску агрегатну тражњу, условило и пад цена индустријско-прехрамбених производа крајем 2009. и у првој половини 2010. године.

Ефекти претходно наведених фактора на процес дезинфлације били су неочекивано јаки, док, с друге стране, ,монетарна политика је морала да узме у обзир и још увек присутну високу неизвесност, пре свега на финансијским тржиштима. Дакле, на пад агрегатне тражње није било могуће реаговати већим смањењем референтне каматне стопе у условима високе премије ризика земље и евентуало негативних утицаја још знатније депрецијације на финансијску стабилност.

Простор за знатније ублажавање монетарне политике отворио се тек са закључењем актуелног аранжмана с ММФ-ом, које је допринело смањењу неизвесности у погледу вођења средњорочне економске политике и постепеном паду премије ризика земље. Брзина ублажавања је била прилагођена остварењу циљева на средњи рок, тј. заснивала се на процени да би неодмерено ублажавање довело до осетног пребацивања инфлационог циља у другој половини ове године, што би се негативно одразило на кредибилитет монетарне политике и инфлациона очекивања. Наравно, релативно значајно ублажавање монетарне политике није изостало – референтна каматна стопа је смањена са 17,75% у јануару 2009. на 8,0% у мају ове године.

Процењујемо да је реакција монетарне политике била адекватна узимајући у обзир јачину светске финансијске и економске кризе као још увек значајне присутне неизвесности на средњи и дуги рок. Томе у прилог говори и чињеница да је у другој половини 2009. године Република Србија остварила благ раст економске активности уз релативно мали фискални дефицит. Тиме се Србија сврстала у групу земаља код којих је утицај светске кризе на економски раст и стабилност био знатно мањи.

2) У ком периоду се очекује повратак инфлације у оквире дозвољеног одступања од циља?

Извршни одбор Народне банке Србије очекује да се у другој половини 2010. инфлација врати у оквире дозвољеног одступања од циља, а крајем године да се приближи циљу (6%). На средњи рок, уз планиране корекције регулисаних цена (7±2% у 2011, 6±2% у 2012), очекујемо да ће се инфлација кретати у границама дозвољеног одступања од циља 4,5±1,5% у 2011, односно 4,0±1,5% у 2012.

3) Које мере економске политике је потребно предузети да би се инфлација вратила у оквире дозвољеног одступања од циља?

Монетарна политика је у току 2010. у знатној мери ублажена смањењем референтне каматне стопе и обавезне резерве. Смањењу степена рестриктивности монетарне политике допринело је и продубљивање депрецијацијског јаза реалног девизног курса и по основу номиналне депрецијације динара и по основу нижег преносног ефекта депрецијације на инфлацију. Такође, по основу смањења стопе обавезне резерве и у наредном периоду биће ослобођена динарска и девизна ликвидност. С обзиром на то да се пуни ефекти поменутих мера монетарне политике на инфлацију испољавају са закашњењем, сматрамо да ће до сада предузете мере економске политике вратити инфлацију у границе циља у средњем року.

Извршни одбор Народне банке Србије ће наставити да спроводи монетарну политику у складу с постизањем циљане инфлације на средњи рок. С тим у вези, Извршни одбор ће пратити све релевантне факторе инфлације, процењивати њихов ефекат на инфлацију, идентификовати кључне ризике остварења циљане инфлације и настојати да на евентуална одступања благовремено реагује. Остваривање циљаних стопа инфлације и постизање средњорочне стабилности цена ће дати значајан допринос остваривању макроекономске стабилности и одрживом привредном расту и запослености – као основним циљевима економске политике Владе Републике Србије.

Сходно интерном договору, саопштење за јавност биће постављено на веб страницу Народне банке Србије.

С поштовањем,

Председавајући Извршног одбора

Народне банке Србије

Радован Јелашић

Списак графикона и табела

Графикони

II.0.1. Индекс монетарних услова 9
II.0.2. Реални девизни курс и његов тренд 10
II.0.3. Реална каматна стопа и њен тренд 10

III.0.1. Кретање цена (тромесечни раст) 11
III.0.2. Кретање цена (међугодишњи раст) 11
III.0.3. Базна инфлација по компонентама 12
III.0.4. Допринос тромесечној стопи раста потрошачких цена 13
III.0.5. Очекивана и циљана инфлација за наредну годину 13
III.06. Краткорочна пројекција инфлације 14

IV.1.1. Кретање каматних стопа 17
IV.1.2. Ликвидност банака и распон каматне стопе BEONIA и референтне каматне стопе 18
IV.1.3. Извршне стопе на трезорске записе 18
IV.1.4. Референтна каматна стопа НБС и каматне стопе пословних банака 16
IV.1.5. Структура М3 22
IV.1.6. Допринос расту М3 22
IV.1.7. Реални домаћи кредити и директно задуживање предузећа у иностранству 23
IV.1.8. Доприноси расту пласмана банака 24
IV.1.9. Реални домаћи кредити и реални БДП 24

IV.2.1. Кретање курса динара и двонедељне репо стопе 25
IV.2.2. Дневне промене курса динара према евру 26
IV.2.3. Показатељи премије ризика – EMBI по земљама 26
IV.2.4. Кретање курсева одређених националних валута према евру 26
IV.2.5. Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала 27
IV.2.6. Структура финансијског биланса 27

IV.3.1. Индекс BELEX 15 28
IV.3.2. Кретање берзанских индекса у земљама у окружењу 28

IV.4.1. Доприноси међугодишњем расту БДП-а 29
IV.4.2. Раст БДП-а и домаће тражње 29
IV.4.3. Јавна потрошња 30
IV.4.4. Коришћење капацитета у индустрији 32
IV.4.5. Извоз и увоз робе 33
IV.4.6. Домаћа и увозна инфлација 33
IV.4.7. Кретање цена нафте и бакра 34

IV.5.1. Кретање индикатора економске активности 35
IV.5.2. Тромесечни покретни просеци индустријске производње и трговине на мало 35
IV.5.3. Допринос међугодишњем расту БДП-а 36
IV.5.4. Производни јаз 36

IV.6.1. Кретање просечних нето зарада – укупно и јавни сектор 37
IV.6.2. Кретање продуктивности, бруто реалних зарада и јединичних трошкова рада у индустрији 37
IV.6.3. Незапосленост 38
IV.6.4. Запосленост по секторима 38

IV.7.1. БДП и инфлација у зони евра 40
IV.7.2. Раст БДП-а најважнијих спољнотрговинских партнера Србије и пројекције 40

V.0.1. Пројектована инфлација 45
V.0.2. Пројекција раста бруто домаћег производа 45
V.0.3. Поређење текуће с претходном пројекцијом 47
V.0.4. Остварење пројекције из августа 2009. 47

Табеле

III.0.1. Показатељи раста цена 12
III.0.2. Раст потрошачких цена по компонентама 12
III.0.3. Најзначајније очекиване промене регулисаних цена у трећем тромесечју 14

IV.1.1. Субвенционисани кредити 25

IV.4.1. Индикатори кретања инвестиција 32

V.0.1. Претпоставке пројекције 44

Табела А. Индикатори екстерне позиције Србије 49
Табела Б. Основни макроекономски индикатори 50
Табела В. Основни макроекономски индикатори према пројекцији ММФ-а 51

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

Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе у 2010. години

У складу са Законом о изменама Закона о Народној банци Србије ("Службени гласник РС", бр. 44/2010), Извршни одбор, као орган Народне банке Србије, преузео је сва овлашћења досадашњег Монетарног одбора.

Датум	Референтна каматна стопа (на годишњем нивоу, у %)	Промена (у базним поенима)
Одржане седнице		
12. јануар	9,50	0
21. јануар	9,50	0
4. фебруар	9,50	0
22. фебруар	9,50	0
5. март	9,50	0
23. март	9,00	-50
8. април	8,50	-50
20. април	8,50	0
11. мај	8,00	-50
19. мај	8,00	0
7. јун	8,00	0
22. јун	8,00	0
2. јул	8,00	0
22. јул	8,00	0
Планиране седнице		
5. август		
19. август		
7. септембар		
21. септембар		
7. октобар		
21. октобар		
5. новембар		
19. новембар		
7. децембар		
21. децембар		

Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије

Саопштење са седнице Монетарног одбора, 11. 5. 2010.

Монетарни одбор Народне банке Србије је на данашњој седници одлучио да референтну каматну стопу смањи за 0,5 процентних поена, тако да она од данас износи осам одсто.

Монетарни одбор је констатовао да се инфлација и даље налази испод доње границе циља и оценио да ће се таква кретања задржати и у наредном периоду. Ниска домаћа тражња и спор опоравак светске и домаће привреде имаће и у наредном периоду дезинфлаторни ефекат. Такође, недавне турбуленције на светским финансијским тржиштима повећавају могућност да опоравак економске активности буде слабији од очекиваног. Поменути фактори, по оцени Монетарног одбора, повећавају ризик да се инфлација и на средњи рок задржи испод циља.

О разлозима за смањивање степена рестриктивности монетарне политике, као и о инфлаторним ризицима који и даље постоје, говориће гувернер Народне банке Србије Радован Јелашић на конференцији за новинаре, која ће се одржати у петак, 14. маја 2010. године.

Саопштење са седнице Монетарног одбора, 19. мај 2010.

Монетарни одбор је на данашњој седници разматрао текућа економска кретања и одлучио да референтну каматну стопу задржи на непромењеном нивоу од осам одсто.

Саопштење са седнице Монетарног одбора, 7. јун 2010.

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

Наредна седница Монетарног одбора одржаће се 22. јуна 2010. године.

Саопштење са седнице Монетарног одбора, 22. јун 2010.

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

Наредна седница Монетарног одбора одржаће се 6. јула 2010. године.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 2. јул 2010.

Данас је одржана прва седница Извршног одбора у складу са Законом о изменама и допунама Закона о Народној банци Србије који је ступио на снагу 1. јула 2010. године.

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

Наредна седница Извршног одбора одбора одржаће се 20. јула 2010. године.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 22. јул 2010.

Извршни одбор Народне банке Србије је на данашњој седници разматрао актуелна економска кретања и одлучио да референтну каматну стопу задржи на непромењеном нивоу од осам одсто.

Наредна седница Извршног одбора Народне банке Србије одржаће се 5. августа 2010. године.

CIP - Каталогизација у публикацији
Народна библиотека Србије, Београд

33

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

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