Народна банка Србије

2011

август

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

2011 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 и активности централне банке.

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

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

Августовски *Извештај о инфлацији* размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 11. августа 2011. 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.

СКРАЋЕНИЦЕ КОРИШЋЕНЕ У ОВОМ ИЗВЕШТАЈУ

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

Не наводе се друге општепознате скраћенице.

Садржај

I. Резиме 1

II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја 3

III. Кретање инфлације 5

IV. Детерминанте инфлације 9

1. Кретања на тржишту новца 9

2. Кретања на девизном тржишту и курс динара 15

Осврт 1: Стране директне инвестиције у Србију 19

3. Кретања на тржишту капитала 21

4. Агрегатна тражња 22

5. Економска активност 26

Осврт 2: Ревизија података о тромесечном БДП-у 29

6. Кретања на тржишту рада 31

7. Међународно окружење 33

V. Пројекција инфлације 35

Табела А. Индикатори екстерне позиције Србије 40

Табела Б. Основни макроекономски индикатори 41

Списак графикона и табела 42

Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе 44

Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије 45

I. Резиме

Највиши ниво инфлације је иза нас...

Међугодишња инфлација је у априлу 2011. достигла максимум и након тога почела да опада. Инфлација је опадала крећући се уз доњу границу распона пројекције инфлације објављене у мајском Извештају о инфлацији и крајем јуна је износила 12,7% (циљ за јун 2011. је 5,3±1,8%).

... и инфлација је у другом тромесечју знатно успорена.

У другом тромесечју инфлација је знатно успорена (1,2%), а у јуну је забележена дефлација (–0,3%). Успоравање инфлације је резултат пре свега стабилизације цена прехрамбених производа и, сезонски неуобичајеног, пада цена воћа и поврћа. Стабилизација цена прехрамбених производа дугује се исцрпљивању ефеката прошлогодишњих поскупљења примарних пољопривредних производа, као и првим назнакама да би овогодишња пољопривредна сезона могла бити успешнија од прошлогодишње. Највећи позитиван допринос инфлацији у другом тромесечју дале су регулисане цене (0,9 п.п.). Оне су већ у првој половини године остариле раст виши од раста договореног за целу 2011. годину.

Економска активност је стагнирала, а опоравак ће се убрзати од друге половине године.

Економска активност је у другом тромесечју, према нашој процени, стагнирала као последица, у највећој мери, пада производње у оквиру прерађивачке индустрије и наставка пада промета у трговини. Очекује се да ће од друге половине године економска активност убрзати опоравак. Процењује се да ће раст БДП-а у 2011. години износити око 3,0% и засниваће се првенствено на бржем расту индустријске производње и успешнијој пољопривредној години.

Агрегатна тражња је и даље ниска.

Агрегатна тражња је и даље на ниском нивоу (производни јаз је продубљен у другом тромесечју), а очекује се да ће и у наредном периоду бити главни дезинфлаторни фактор. Ипак, са опоравком привредне активности дезинфлаторно дејство овог фактора ће слабити.

Економска криза у појединим чланицама зоне евра утицала је на смањење портфолио инвестиција...

Прилив портфолио инвестиција је настављен и утицао је у највећој мери на апрецијацију динара у другом тромесечју. Међутим, због повећане неизвесности на тржишту у јуну, узроковане економским проблемима у неколико земаља зоне

евра и повећањем премије ризика земље, уследили су депрецијацијски притисци. Повећан опрез инвеститора у погледу улагања у било коју националну валуту имао је утицаја на кретање свих валута у региону, па и динара.

... а требало би да до краја године значајан прилив буде остварен по основу страних директних инвестиција.

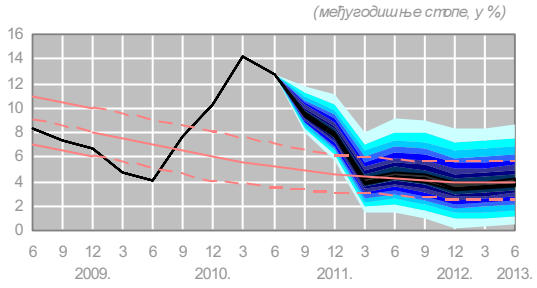
У јулу је прилив капитала био знатно већи, пре свега захваљујући приливу по основу страних директних инвестиција. Оне би у овој години требало да буду међу значајнијим приливима из иностранства. Важно је то што би стране директне инвестиције требало да буду више усмерене ка трговини и прерађивачкој индустрији.

Инфлациона очекивања су и даље релативно висока.

Иако се инфлација налази на силазној путањи, инфлационо очекивања још увек не бележе пад, али се то очекује у наредном периоду.

Ублажавање монетарне политике је започето у јуну...

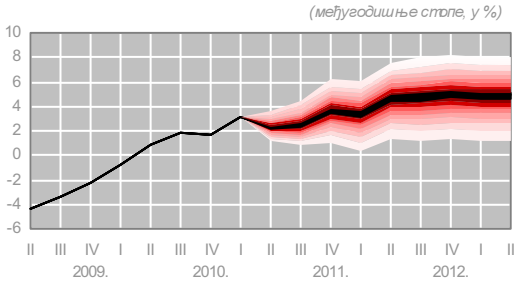
Пројектована инфлација
(међугодишње стопе, у %)



Повећањем референтне каматне стопе у априлу завршен је циклус заоштравања монетарне политике. Процењено је да ће, с новом пољопривредном сезоном и знатним падом цена хране, у наредном периоду преовладавати дезинфлаторни притисци и да су се стекли услови за ублажавање монетарне политике. Ублажавање је започето смањењем референтне каматне стопе у јуну за 50 б.п., а настављено у јулу смањењем за 25 б.п., на 11,75%.

... како би инфлација у првом полугодишту наредне године, без већих осцилација, била на циљу.

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



Инфлација ће опадати до краја године и у границама циља ће се наћи у првом полугодишту наредне године. Главни фактори који ће на то утицати су успоравање раста цена пољопривредних производа, ниска агрегатна тражња и пад инфлационих очекивања. У току 2011. и 2012. очекује се бржи опоравак економске активности, генерисан превасходно растом инвестиционе тражње приватног сектора у текућој и растом нето извоза у наредној години.

Кључни ризици остварења пројекције су кретање премије ризика земље, фискална политика и кретање цена хране.

Највећи ризици остварења пројекције инфлације односе се на кретање премије ризика земље, могуће повећање експанзивности фискалне политике и кретање цена хране. Распон пројекције је благо асиметричан навише због могућег повећања фискалне експанзивности услед приближавања републичких и локалних избора.

Кретање референтне каматне стопе у наредном периоду ће зависити од ефеката који могу да проистекну из остварења ризика у појединим развијеним земљама и валутним зонама, као и фискалних ризика у земљи.

На основу текуће пројекције, а узимајући у обзир ризике, Извршни одбор Народне банке Србије процењује да ће даље кретање референтне каматне стопе зависити од ефеката који могу да проистекну из остварења ризика у појединим развијеним земљама и валутним зонама, као и фискалних ризика у земљи.

II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја

Повећањем референтне каматне стопе у априлу завршен је циклус заоштравања монетарне политике. Њено ублажавање започето је смањењем референтне каматне стопе у јуну.

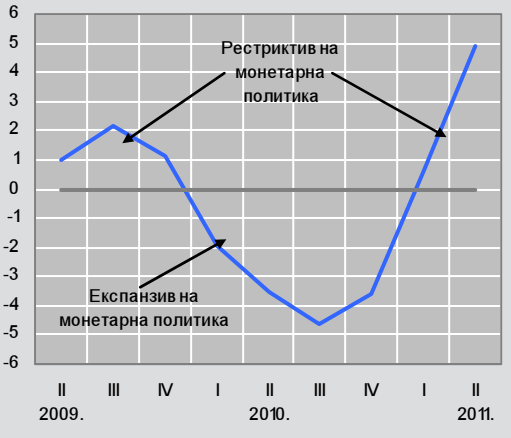
Од августа прошле до априла ове године Народна банка Србије је монетарну политику заоштравала, водећи рачуна да се инфлација у средњем року стабилизује око циља. Референтна каматна стопа је у априлу повећана за 25 б.п., на 12,5%. Оцена Извршног одбора Народне банке Србије је била да на стопу инфлације још увек пресудан утицај има неочекивано високи раст цена хране (прехрамбени производи и воће и поврће), проузрокован светским кретањима, али и затеченим системским решењима, која утичу на функционисање тржишта хране. Монетарна политика је заоштрена како би се спречили секундарни ефекти, тј. преливање раста цена хране на остале цене преко раста инфлационих очекивања. Извршни одбор је такође оценио да ће се инфлаторни притисци по основу раста цена прехрамбених производа с новом пољопривредном сезоном, тј. од јула, знатно смањити.

На седници у мају, Извршни одбор је одлучио да референтну каматну стопу не мења. Таква одлука се заснивала на пројекцији објављеној у претходном Извештају о инфлацији према којој ће инфлација, након достизања максимума у априлу или мају, опадати ка циљу и у границама дозвољеног одступања се наћи у П1 наредне године. Инфлација ће опадати пре свега по основу слабљења трошковних притисака на раст цена хране у случају уобичајено добре пољопривредне сезоне, као и ниске агрегатне тражње. Таква пројекција инфлације била је у складу с пројекцијом раста БДП-а од 3,0% у 2011. и 4,5% у 2012. години. Имајући у виду кључне ризике остварења пројекције – кретање премије ризика, цене хране и фискалну политику – Извршни одбор је оценио да је референтна каматна стопа при врху или на врху тренутног циклуса. Указао је такође да постоје и ризици који захтевају да се у наредном периоду степен рестриктивности монетарне политике врло опрезно смањује, узимајући у обзир све расположиве инструменте монетарног регулисања.

На седници почетком јуна, Извршни одбор је референтну каматну стопу смањио за 50 б.п., на 12,0%. Међугодишња инфлација је, заиста, максимум достигла у априлу и у мају је започет њен пад. Опадање инфлације ће у највећој мери бити резултат слабљења трошковних притисака на раст цена хране, као и ниске агрегатне тражње и предузетих мера монетарне политике.

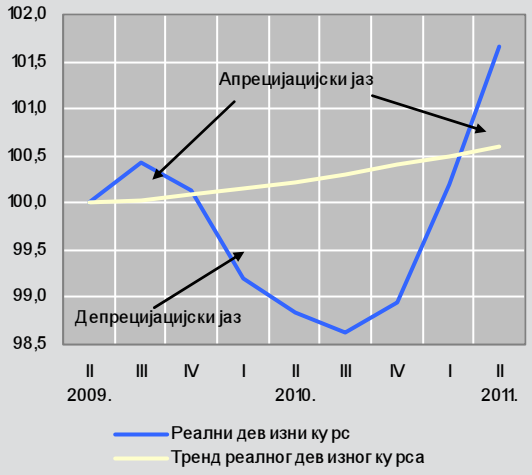
Одлуку о даљем смањењу референтне каматне стопе у јулу за 25 б.п., на 11,75%, Извршни одбор је донео оцењујући да ће у наредном периоду преовлађивати дезинфлаторни притисци. Пад инфлаторних притисака по основу цена хране је наглашенији од очекиваног, а није искључена ни могућност да с наступањем нове пољопривредне сезоне цене хране

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



Индекс монетарних услова указује на повећање степена рестриктивности монетарне политике у Т2.

Графикон II.0.2. **Реални девизни курс и његов тренд**
(базни индекс, II 2009 = 100)



Рестриктивност монетарне политике је повећана у Т2 због проширења апрецијацијског јаза реалног девизног курса.

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

Одступање реалне каматне стопе од њеног тренда се није променило, с обзиром на то да су у Т2 задржали своје нивое из Т1.

имају дезинфлаторан утицај. При томе, пад цена пшенице и кукуруза на светским тржиштима се још није у потпуности одразио на домаће тржиште, али се то очекује, што ће такође смањити трошковне притиске на цене хране. Поред тога, дезинфлаторни утицај агрегатне тражње је и даље наглашен, мада се са опоравком привредне активности очекује постепено смањење дезинфлаторног дејства овог фактора. С даљим опадањем међугодишњих стопа инфлације, очекује се и смањење инфлационих очекивања и инфлаторних притисака по том основу. Инфлација ће током П2 2011. године наставити да пада, с тим што ће се вероватно кретати изнад горње границе циља. Враћање у границе циља и приближавање централној вредности очекује се у П1 2012.

Заоштравање монетарне политике од августа прошле до априла ове године резултирало је повећањем степена рестриктивности монетарне политике у Т2. На то указује кретање индекса реалних монетарних услова. Индекс је порастао по основу проширења апрецијацијског јаза реалног девизног курса, док је реална каматна стопа у истој мери навише одступала од неутралног нивоа (тренда), као и у Т1.

Проширење апрецијацијског јаза реалног девизног курса у Т2 проузроковано је номиналном апрецијацијом динара према евру и бржим растом домаћих цена од цена у зони евра.

Будући да се ниво реалне камате, као и њеног тренда, није мењао у односу на претходно тромесечје, реална двонедељна каматна стопа BELIBOR је и даље изнад неутралног нивоа у просеку за око 100 б.п. Висина реалне каматне стопе је остала иста с обзиром на то да је њен номинални просечни тромесечни раст био праћен растом инфлационих очекивања. Истовремено, њен тренд је на нивоу претходног тромесечја, јер је утицај раста премије ризика земље био неутралисан растом тренда реалних каматних стопа на иностраном тржишту новца.

III. Кретање инфлације

Међугодишња инфлација је у априлу забележила свој максимум и отпочела повратак ка циљу. Раст потрошачких цена у Т2 био је знатно нижи од раста у Т1, као резултат стабилизације цена прехрамбених производа и, сезонски неуобичајеног, пада цена воћа и поврћа.

Према процени, међугодишња инфлација ће у Т3 2011. наставити да се враћа ка циљу.

Кретање инфлације у Т2

Раст потрошачких цена је у Т2 износио 1,2% и резултат је, у највећој мери, раста регулисаних цена. Цене хране су по први пут у последњој години дана деловале дезинфлаторно.

Међугодишња инфлација, мерена растом ИПЦ, почела је да опада у Т2, као што је било најављено у претходном Извештају о инфлацији, и крајем јуна је износила 12,7% (циљ за јун 5,3±1,8%). Након достизања максимума у априлу, међугодишња инфлација је опадала крећући се уз доњу границу

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

	IX 2010. / IX 2009.	XII 2010. / XII 2009.	III 2011. / III 2010.	VI 2011. / VI 2010.
Потрошачке цене	7,7	10,3	14,1	12,7
Базна инфлација	5,7	8,8	13,2	13,6
Цене произвођача у индустрији	14,0	16,2	17,1	15,8
Цене произвођача пољопривредних производа	22,8	29,3	39,1	28,6

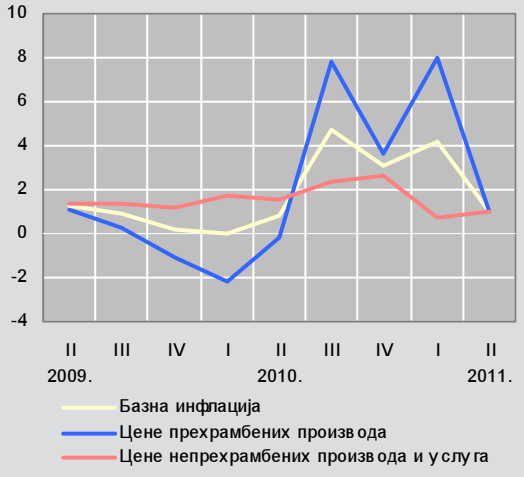
Графикон III.0.1. **Кретање цена**
(тромесечни раст, у %)

Захваљујући стабилизацији цена прехрамбених производа, раст укупне и базне инфлације у Т2 је знатно успорен.

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

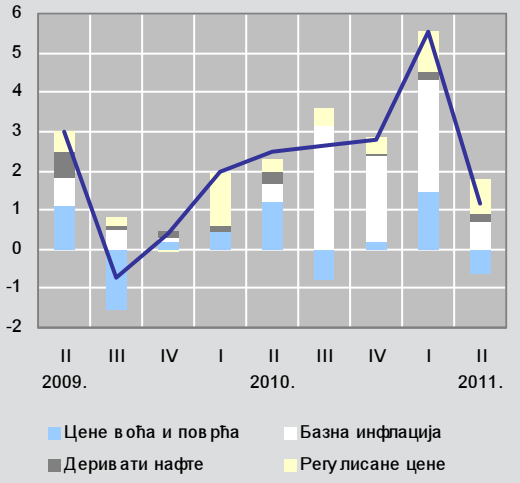
Међугодишња инфлација је у априлу достигла свој максимум и започела повратак ка циљу.

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



Цене прехрамбених производа су у Т2 знатно успориле раст, који је износио колико и раст цена непрехрамбених производа.

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



Раст потрошачких цена у Т2 био је у највећој мери одређен растом регулисаних цена.

распона пројекције из мајског Извештаја, а у јуну је, по први пут од децембра 2009, забележена дефлација (–0,3%).

На тромесечном нивоу, инфлација је била знатно успорена, као резултат пре свега стабилизације цена прехрамбених производа и, сезонски неуобичајеног, пада цена воћа и поврћа. Раст ИПЦ је износио 1,2% и након годину дана цене хране (прехрамбених производа и воћа и поврћа) имале су дезинфлаторни утицај (–0,3 п.п.).

У складу с тим, знатно је успорена и **базна инфлација** – раст цена које се формирају слободно, на тржишту (1,0%, допринос 0,7 п.п.). У оквиру ње, раст цена прехрамбених производа (1,0%, допринос 0,3 п.п.) био је знатно мањи у односу на Т1 (8,0%) и изједначен је с растом цена непрехрамбених производа. У Т2 је чак забележено појефтињење неких основних животних намирница, нпр. уља (–3,9%), меса (–2,5%) и јаја (–1,9%). Раст цена непрехрамбених производа и услуга, с друге стране, остао је стабилан (допринос 0,4 п.п.).

Цене воћа и поврћа су у Т2 забележиле пад (9,1%, допринос –0,6 п.п.) – први пут у последњих 20 година.[2]

Графикон III.0.5. **Допринос међугодишњој стопи раста потрошачких цена**
(у процентним поенима)

Паду међугодишње инфлације у Т2 допринео је пре свега пад цена воћа и поврћа.

[2] Како се ИПЦ објављује од 2007, у периоду пре тога посматрани су подаци о кретању цена пољопривредних производа у оквиру индекса цена на мало.

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

	2010.			2011.	
	II	III	IV	I	II
Потрошачке цене	2,5	2,6	2,8	5,5	1,2
Базна инфлација	0,7	4,7	3,1	4,2	1,0
Воће и поврће	21,4	-11,7	3,7	25,3	-9,1
Регулисане цене	1,4	2,2	1,8	4,7	4,1
Електрична енергија	0,0	0,0	0,0	0,0	13,5
Гас за домаћинство	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Комунално-стамбене услуге	1,3	5,9	9,9	3,3	1,8
Услуге друштвене заштите	0,3	0,0	2,5	0,0	0,3
Саобраћајне услуге (регулисане)	0,2	1,7	0,1	13,1	0,5
ПТТ услуге	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Цигарете	0,0	5,6	0,0	19,1	-2,6
Лекови	5,0	1,8	3,0	3,8	2,5
Остало	12,6	0,8	0,2	0,2	0,0
Нафтни деривати	6,8	0,8	1,3	5,1	5,6

Пад је резултат високог нивоа цена воћа и поврћа у претходном периоду и веће понуде с наступањем нове сезоне, која је и на светском тржишту утицала на пад цена примарних пољопривредних производа.[3] Захваљујући томе, трошковни притисци на произвођаче прехрамбених производа су смањени.

Регулисане цене су у Т2 забележиле раст од 4,1% (допринос 0,9 п.п.), готово у потпуности као последица поскупљења електричне енергије у априлу (0,8 п.п.). У првих шест месеци раст регулисаних цена је износио 9,1%, чиме је већ премашено њихово повећање које је договорено с Владом за целу 2011. годину (7±2%).

Цене нафтних деривата су током Т2 порасле за 5,6% (0,2 п.п.), будући да јачање динара у том периоду није било довољно да неутралише пораст цене уралске нафте на светском тржишту. С друге стране, поскупљење нафтних деривата било је нешто мање од очекиваног, јер цена домаћег горива, након изједначавања акциза на домаћа и страна горива, није порасла за цео износ повећања акциза.[4]

Инфлациона очекивања

Иако је инфлација на силазној путањи, инфлациона очекивања су и даље релативно висока.

Према анкети агенције **Блумберг**, аналитичари финансијског сектора у последња три месеца нису променили очекивања о кретању инфлације за наредну годину дана. У односу на крај Т1, када су износила 8,3%, ова очекивања су у априлу снижена на 8,0% и на том нивоу су стабилизована.

Анкета агенције **Галуп** показује, међутим, дивергентна очекивања учесника на тржишту. Инфлациона очекивања финансијског сектора повећана су са 7,4% у марту на 9,4% у јуну. У истом периоду, очекивања привреде су смањена са 12,7% на 11,4%. Јунска очекивања синдиката у погледу будуће инфлације била су на нивоу с краја Т1 (11,4%), док су код становништва повећана (са 11,4% на 15,4%).

Инфлациона очекивања су и даље релативно висока – изнад горње границе дозвољеног одступања од циља

Графикон III.0.6. **Очекивана и циљана инфлација за наредну годину**
(у %)

И поред пада цена у Т2, инфлациона очекивања су и даље релативно висока.

[3] Цене пшенице на светском тржишту су у јуну пале око 25%, а кукуруза око 20%. Трговање новим родом пшенице и кукуруза на домаћој берзи такође је почело по ценама нижим за 25–35% у односу на цене рода из прошле сезоне.

[4] Уместо очекиваних 1,8%, цена домаћег горива порасла је за 1,0%.

за наредну годину дана. И поред тога што се, након достигнутог врхунца у априлу, мг. инфлација налази на силазној путањи, инфлациона очекивања не бележе пад, али се то очекује у наредном периоду.

Очекивано кретање инфлације у Т3

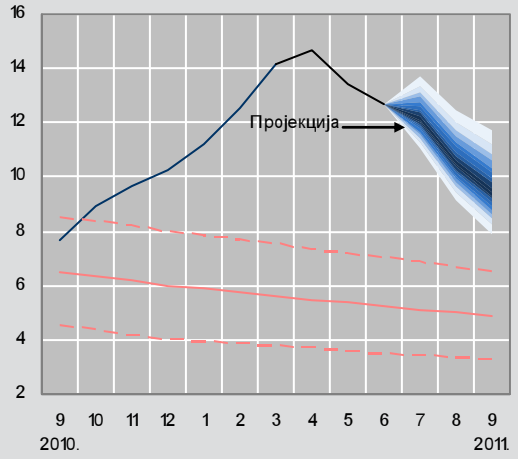
Пад инфлације у Т3 биће резултат очекиваног пада цена воћа и поврћа и стабилизације цена прехрамбених производа.

Потрошачке цене требало би да у Т3 опадају, пре свега као резултат очекиваног наставка пада цена воћа и поврћа. Уз ефекат високе прошлогодишње базе (због знатно виших месечних стопа инфлације у Т3 2010), очекује се да међугодишња инфлација у Т3 настави свој повратак ка циљу.

Раст базне инфлације у Т3 биће нижи од раста у Т2 по основу очекиваног даљег успоравања раста цена прехрамбених производа. Наиме, пад цена примарних пољопривредних производа, тј. инпута у прехрамбеној индустрији, који је започет у Т2, омогућиће произвођачима прехрамбених производа не само да не подижу цене својих производа у наредном периоду већ ће и отворити простор за њихово снижење. Разлог је то што су у тренутне цене углавном укалкулисане цене инпута из периода када су оне биле на максимуму. На успоравање раста цена прехрамбених производа утицаће и нова уредба Владе којом се до септембра ограничава цена тзв. народног хлеба и према којој је нова максимална цена нижа за 15%. Кретање цена непрехрамбених производа и услуга у оквиру базне инфлације требало би да буде слично кретању у Т2. Оцењује се да је ниска тражња главни фактор који ће утицати на то да раст цена у оквиру ове групе остане низак.

На кретање потрошачких цена највише би требало да утичу цене воћа и поврћа. Очекује се да ће оне знатно опасти, што је сезонски уобичајено због веће понуде с наступањем нове пољопривредне сезоне.

Графикон III.0.7. **Краткорочна пројекција инфлације**
(међугодишњи раст, у %)



Према краткорочној пројекцији, инфлација ће у Т3 наставити повратак ка циљу.

Раст регулисаних цена требало би да буде знатно нижи него у Т2, с обзиром на то да нема већих званичних најава њихових корекција. Највећи део овог раста односиће се на поскупљење услуга фиксне телефоније. Поред тога, повећање регулисаних цена које је за ову годину договорено с Владом већ је реализовано.

Према процени, цене нафтних деривата требало би да наставе да расту и у Т3, али мање него у Т2.

Главни ризик пројекције представља неизвесност у погледу кретања цена воћа и поврћа у новој пољопривредној сезони, имајући у виду да се оно, у случају неповољних временских прилика, може знатно разликовати у односу на нашу пројекцију, као и да ове цене карактерише висок степен осцилирања.

IV. Детерминанте инфлације

1. Кретања на тржишту новца

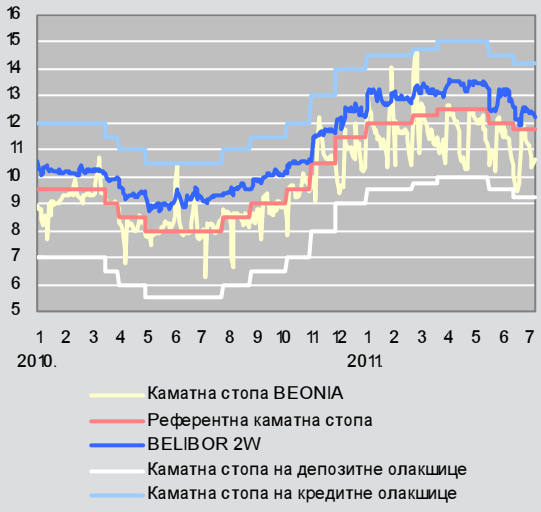
Каматне стопе

Нови циклус ублажавања монетарне политике започет у јуну утицао је на смањење каматних стопа на тржишту новца. Због одложеног дејства мера монетарне политике, ефекат на каматне стопе на динарске кредите очекује се у наредном периоду.

У току Т2 каматна стопа BEONIA је била нижа од референтне каматне стопе Народне банке Србије. Одступање на нивоу тромесечја је износило –0,8 п.п., док је тромесечни просек у претходне две године био –0,2 п.п. Такво кретање каматне стопе на преконоћном тржишту новца указује на знатно побољшање ликвидности банкарског сектора у односу на Т1. Побољшање ликвидности потврђује и изостанак раста ове каматне стопе крајем периода издвајања обавезне резерве, као и пад промета на овом тржишту од 27,8%. Такво кретање каматне стопе BEONIA одвијало се у условима раста интересовања банака за улагање у репо ХоВ.[5]

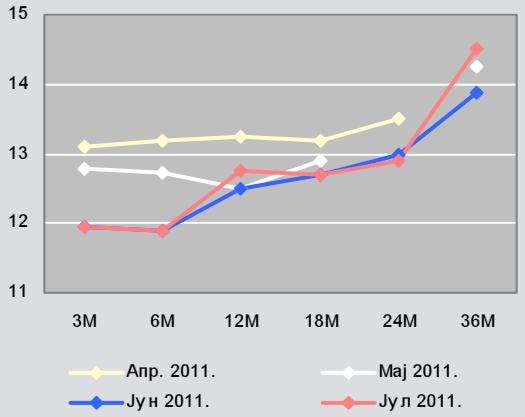
Кретање каматне стопе BELIBOR било је детерминисано кретањем референтне стопе. У односу на март, просечне стопе у јуну су забележиле нешто

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



Каматна стопа BEONIA се током Т2 кретала испод референтне каматне стопе због високе ликвидности банкарског сектора.

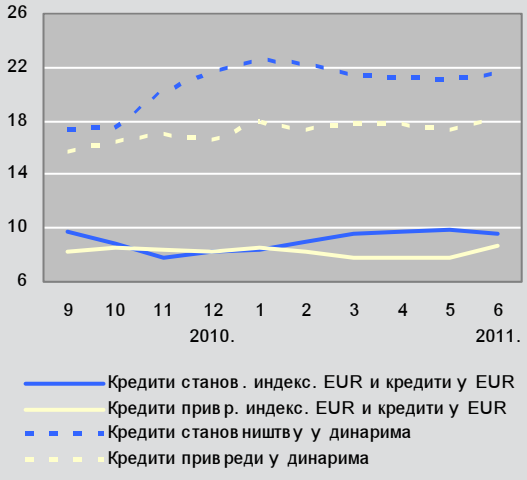
Графикон IV.1.2. **Крива приноса на примарном тржишту државних ХоВ**
(на годишњем нивоу, у %)



На пад извршних стопа за краће рочности утицало је снижење референтне стопе и смањење понуде краткорочних трезорских записа. Повећана понуда дугорочних државних ХоВ није наишла на одговарајућу тражњу, што се одразило и на кретање извршних стопа.

[5] У Т2 је забележен раст стања репо ХоВ – његова просечна вредност у јуну износила је 79,8 млрд динара (у марту 49,7 млрд динара).

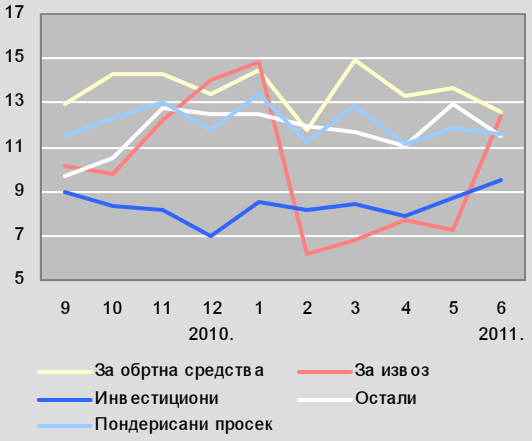
Графикон IV.1.3. **Кретање каматних стопа банака на новоодобрене кредите***
(на годишњем нивоу, у %)



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

У односу на крај Т1, цена динарских и девизних кредита за становништво није промењена, док је за предузећа повећана.

Графикон IV.1.4. **Кретање каматних стопа на динарске кредите привреди***
(на годишњем нивоу, у %)



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

Пад каматних стопа на динарске кредите привреди подстакнут је пре свега смањењем каматних стопа на кредите за обртна средства.

нижи пад за рочности од једне недеље до једног месеца, док су каматне стопе за остале рочности биле у паду од око 30 б.п. Крајем периода вредности BELIBOR-а су се кретале у распону од 12,4%, за најкраћу рочност, до 13,4%, за рочност од шест месеци.

И извршне стопе на трезорске записе за рочност до једне године су биле у паду. Пад је био посебно изражен за рочности од три и шест месеци и на нивоу тромесечја је износио 105 и 110 б.п., респективно. На то је утицало смањење обима емисије краткорочних записа на око 20% укупне емисије државних ХоВ у Т2. Тражња је на скоро свим аукцијама премашивала понуду, због чега је и реализација била висока (98%). То се директно одразило на кретање извршних стопа за рочности од три и шест месеци, тако да су оне крајем периода бележиле вредности које су биле ниже од референтне каматне стопе.

Насупрот томе, извршне стопе за рочности од 18 месеци и 24 месеца бележе благ раст, што се делом може приписати кретањима са краја Т1. Тада је изузетно интересовање страних инвеститора за улагање у државне ХоВ резултирало знатно бржим падом извршних стопа за рочности дуже од једне године (на којима је дозвољено учешће нерезидентима), па је крива приноса крајем Т1 у једном делу имала инверзан нагиб. Повећан обим емисије државних ХоВ рочности дуже од једне године у Т2 и скоро непромењен степен реализације (уз нешто мање учешће страних инвеститора) нису утицали на даљи пад извршних стопа на те хартије.

У складу с таквим кретањима формирана је растућа крива приноса, али на нижем нивоу.

У Т2 су организоване и две аукције државних обвезница деноминираних у еврима, с полугодишњом исплатом купона и фиксном каматном стопом од 5,0% за рочност од три године и 5,85% за рочност од 15 година. Од понуђених 202,6 млн евра, продате су обвезнице у номиналном износу од 105,8 млн евра.

Почетком јула доспело је 20,1 млрд динара шестомесечних трезорских записа индексираних еврима. Држава се није одлучила за нову емисију ове врсте хартија, већ је емитовала записе деноминиране у еврима у номиналном износу од 150 млн евра с роком доспећа од 18 месеци. На тој аукцији је забележена готово максимална реализација по извршној стопи од 5,4%.

У секундарном трговању је остварен промет од 15,5 млрд динара и 32,9 млн евра. Од укупно оствареног промета дугорочних динарских ХоВ, 4,0 млрд динара

односи се на хартије које су продате на датум салдирања.[6] Крајем тромесечја стопе приноса до доспећа кретале су се у распону од 11,7%, за рочност од два месеца, до 12,4%, за рочност од годину дана.

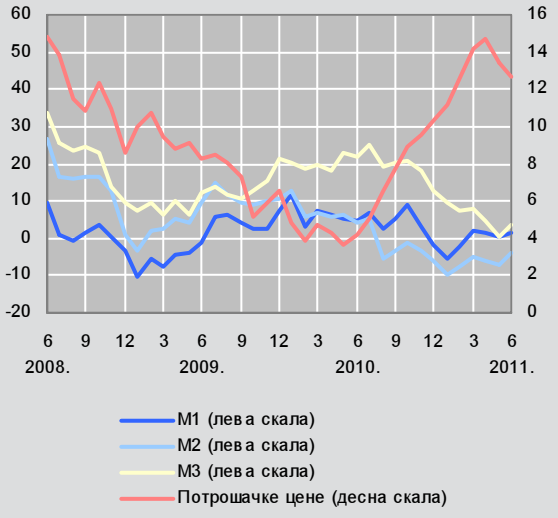
Каматне стопе на кредите становништу нису знатније промењене у односу на крај Т1 и кретале су се на нивоу од 21,5% за динарске кредите, док је цена кредита индексираних еврима повећана за 0,1 п.п. и износи 9,7%. Интензивније одобравање субвенционисаних кредита одразило се на смањење каматних стопа на новоодобрене потрошачке и стамбене кредите у односу на крај Т1, тако да су ове стопе у јуну износиле 14,0% и 5,4%, респективно.

Цена динарских кредита привреди повећана је за 50 б.п., на 18,3%, а на кредите индексиране еврима за 80 б.п., на 8,7%, чему је највише допринело поскупљење извозних и инвестиционих кредита. Каматна стопа на кредите за ликвидност је смањена.

Код оба сектора су смањене каматне стопе на најскупље задуживање – на револвинг кредите, дуг по кредитним картицама и прекорачења по текућем рачуну.

Каматна стопа на орочене динарске депозите становништва је смањена за 10 б.п., на 10,7%, док је каматна стопа на депозите у еврима благо повећана и крајем периода је износила 4,2%. Слична кретања забележена су и код каматних стопа на депозите привреде: на динарске су крајем Т2 износиле 12,4%, а на индексиране еврима 3,8%.

Графикон IV.1.5. **Монетарни агрегати и потрошачке цене**
(међугодишње стопе, у %)



Међугодишњи пад понуде новца почео је да се успорава током Т2.

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

	2010.		2011.		Учешће у М3 Јун 2011. (у %)
	Септ.	Дец.	Март	Јун	
М3	11,5	2,3	-5,3	-7,9	100,0
Девизни депозити	25,1	12,1	0,4	-4,7	70,1
М2	-10,3	-14,8	-17,0	-14,7	29,9
Динарски орочени и штедни депозити	-20,1	-20,1	-25,2	-20,4	12,3
М1	-2,4	-11,1	-10,4	-10,2	17,6
Депозити по виђењу	-4,1	-10,1	-6,3	-7,5	11,3
Готов новац у оптицају	0,7	-12,9	-17,0	-14,7	6,3

Монетарни агрегати

Након пада у Т1, понуда новца је повећана током Т2. У условима смањења инфлације успорава се и реални мг. пад новчаних агрегата.

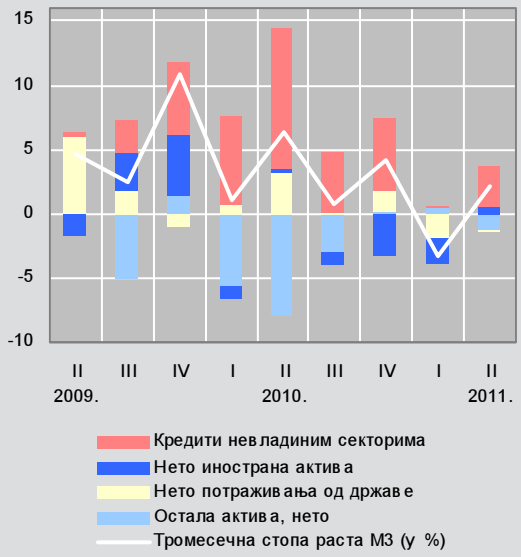
Динарски примарни новац је у Т2 реално повећан за 6,0%. Емитовање новца је вршено путем девизних трансакција, док су динарске трансакције деловале у смеру повлачења примарног новца.

Укупне девизне резерве Народне банке Србије су током Т2 повећане за 48 млн евра, а нето инострана актива за 264 млн евра. Повећању девизних резерви Народне банке Србије допринело је задуживање државе у девизама како код иностраних кредитора, тако и емисијом записа деноминираних у еврима. С друге стране, ослобађање средстава издвојених по основу обавезне девизне резерве[7] и исплата доспеле серије обвезница старе девизне штедње

[6] С обзиром да се одвија на датум салдирања (за дугорочне ХоВ датум салдирања је два дана након аукције), ово трговање се не може сматрати секундарним трговањем у правом смислу те речи.

[7] Усклађивање према новој Одлуци завршено је са априлским обрачуном обавезне резерве.

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



Раст кредитне активности је у највећој мери допринео повећању М3.

представљају најзначајнији појединачни одлив из девизних резерви.

Део примарног новца емитован девизним трансакцијама апсорбован је у највећој мери повећаним улагањем у репо ХоВ. Стање тих хартија у Т2 је, с повећањем од 17,6 млрд динара, достигло 73,9 млрд динара.[8]

Након смањења карактеристичног за Т1, понуда новца је у Т2 остварила раст. Монетарни агрегати М1 и М2 су реално повећани за 1,8% и 3,8%, респективно, док је апрецијација динара у Т2 утицала да М3 оствари нижи раст (1,0%) у односу на друге агрегате.

Дугорочни пад понуде новца почиње да се успорава и у номиналном и у реалном изразу. У односу на јун претходне године, М1, М2 и М3 су реално мањи за 10,2%, 14,7% и 7,9%, респективно.

Расту динарске компоненте новчане масе највише су допринели повећање средстава на жиро-рачунима привреде, као и раст средстава на рачунима других финансијских организација и органа локалне самоуправе. Становништво и даље предност придаје штедњи у страној валути, док су средства на динарским рачунима грађана незнатно смањена. С друге стране, девизни депозити становништва остварили су већи раст него у Т1, у великој мери и због исплате нове серије обвезница старе девизне штедње.

И поред апрецијације динара, раст нето иностране активе, првенствено банака, позитивно је деловао на раст М3. Кредитна активност, пре свега кредитирање привреде и становништва, највише је утицала на раст М3 (3,2 п.п.). Смањено кредитирање државе (смањење динарског и раст девизног задужења) имало је супротан ефекат (–0,3 п.п.).

Монетарни мултипликатор је незнатно смањен у односу на Т1, мада је посматрано у дужем периоду присутна тенденција његовог благог повећања.

Брзина оптицаја новца је смањена, у складу с повећањем понуде новца и споријим растом економске активности.

Динарски примарни новац је током јула повећан за 13,9 млрд динара, пре свега као резултат трошења динарских депозита државе, док је раст улагања банака у репо ХоВ деловао у супротном смеру. Сви шири новчани агрегати бележе раст, највише због повећања готовог новца у оптицају и раста средстава на трансакционим рачунима. И девизни депозити су током јула повећани, за разлику од динарских штедних и орочених депозита који су смањени.

Кредити банака

Иако је раст кредитне активности у Т2 био динамичнији него у Т1, на мг. нивоу је и даље успорен.

Реални раст укупних кредита привреди и становништву у Т2 износио је 2,5%, што је за 0,7 п.п. више од раста оствареног у Т1. Кредити предузећима су реално већи за 2,4%, а становништву за 2,7%. Номинално, укупни кредити банака су повећани за 42,8 млрд динара. Када се искључи ефекат промене курса динара, повећање кредита је износило 44,3

[8] Започети циклус смањења референтне стопе није утицао на опредељење банака да улажу у репо ХоВ. Напротив, просечне месечне вредности стања репо ХоВ исказују пораст.

Графикон IV.1.7. **Реална потраживања банака по кредитима и директно задуживање предузећа у иностранству**
(тромесечне стопе раста, у %)

*Дефлационирано инфлацијом, по искључењу ефекта промене курса.

Раст кредита становништву је бржи него у Т1, док је код привреде на истом нивоу. Предузећа и даље доминантно користе домаће изворе финансирања.

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

Банке су током Т2 користиле искључиво домаће изворе за финансирање кредитне активности.

млрд динара. И поред тога што је био већи него у Т1, раст кредитне активности на мг. нивоу наставља да се успорава. Реална мг. стопа раста кредита је у јуну износила 12,1%, што је за 2,5 п.п. ниже од стопе забележене крајем Т1.

Банке су се у Т2 ослањале на домаће изворе финансирања кредитне активности. Највећи део средстава банкама је био расположив по основу раста динарских депозита, пре свега привреде. Раст девизних депозита становништва је, као и иначе, значајно допринео финансирању кредитне активности. Средства ослобођена по основу смањења издвојене девизне обавезне резерве делом је неутралисао раст улагања у репо ХоВ. Негативан утицај на кредитну активност имали су раст потраживања и смањење обавеза банака према иностранству.

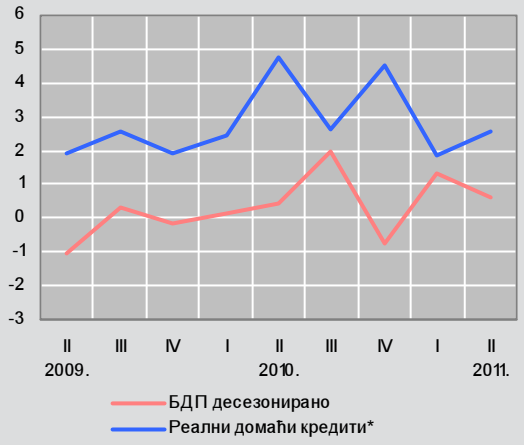
Кредити привреди су номинално повећани за 19,3 млрд динара, односно за 24,8 млрд динара када се искључи ефекат промене курса динара. Банке су највише одобриле нових кредита за ликвидност. Повећано је и одобравање инвестиционих кредита, као и кредита за извозне послове. Део повећања кредита за обртна средства и инвестиције дугује се и повећаном одобравању субвенционисаних кредита. Посматрано по секторима, највише су кредитирана предузећа из области индустрије, трговине и саобраћаја, као и грађевинарства.

Влада је у јуну донела препоруку која би требало да допринесе привременом олакшању терета отплате кредита и помогне привреди у премошћавању проблема неликвидности. Препоруком се банкама сугерише да омогуће репрограмирање обавеза предузећима одобравањем грејс периода од годину дана, у коме би предузећа плаћала само камату, а за исти период би се продужио рок отплате кредита.

Раздуживање предузећа према иностранству је настављено. Обавезе према иностранству по основу узетих финансијских кредита смањене су у Т2 за 160 млн евра, док је раст трговинских кредита износио 174 млн евра.

Кредитирање становништва је било знатно веће него у Т1. Номинално, кредити становништву су повећани

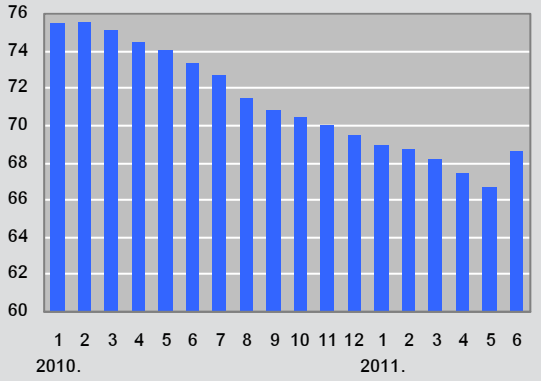
Графикон IV.1.9. **Реална потраживања банака по кредитима и БДП**
(тромесечне стопе раста, у %)



* Дефлационирано инфлацијом, по искључењу ефекта промене курса.

За разлику од економске активности, раст кредитне активности је током Т2 убрзан.

Графикон IV.1.10. **Учешће индексираних и девизних потраживања у укупним потраживањима банака од прив. и станов.**
(у %)



Депрецијација динара у јуну, али и повећано одобравање девизних и девизно индексираних кредита, привремено су прекинули тренд раста динаризације.

18,8 млрд динара, а по искључењу ефекта промене курса 14,8 млрд динара. Такав раст је у највећој мери био резултат повећаног одобравања стамбених кредита, који имају и највеће учешће у новоодобреним кредитима. Грађани су користили и потрошачке кредите у већем обиму него у Т1, док је задуживање по основу кредитних картица и коришћења минусног салда на текућим рачунима на сличном нивоу као и раније.

Ради смањења ризика у финансијском систему и даљег усмеравања грађана ка задуживању у динарима, Народна банка Србије је у мају донела нови сет мера[9]. Постављени су додатни захтеви за девизно и девизно индексирано кредитирање тиме што је индексација кредита дозвољена само еврима, уведена обавеза полагања депозита, тј. учешћа од 30% за нестамбене кредите, и ограничен максимални износ хипотекарног девизног и девизно индексираног кредита на 80% вредности заложене некретнине.

Активност на субвенционисаном сегменту кредитног тржишта интензивирана је током Т2. Одобрено је укупно 60,5 млрд динара субвенционисаних кредита, од чега највише за ликвидност (50,9 млрд динара). С обзиром на то да су средства за субвенционисање

Табела IV.1.2. **Субвенционисани кредити у 2010. и 2011.**

	2010.			2011.	
	Т2	Т3	Т4	Т1	Т2
Програм мера Владе за ублажавање негативних ефеката светске финансијске кризе					
	(у млрд динара)				
Укупно реализовано	**65,6**	**56,3**	**37,6**	**27,0**	**59,0**
Ликвидност	44,6	34,9	22,7	24,3	50,9
Инвестиције	5,0	9,0	9,8	1,8	6,6
Потрошачки	4,1	0,6	1,7	0,9	1,5
Динарски готовински	11,9	11,8	3,4	-	-
Субвенционисани стамбени кредити					
	2,2	**2,5**	**2,0**	**0,9**	**1,3**
Субвенционисани кредити за војску					
	0,1	**0,4**	**0,3**	**0**	**0,2**
Субвенционисани кредити за пољопривреднике					
	3,1	**2,6**	**2,4**	**-**	**-**

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

камате на ове кредите потрошена у мају, у наредном периоду можемо очекивати смањење активности на

[9] Одлука НБС о мерама за очување и јачање стабилности финансијског система која је ступила на снагу 30. јуна 2011.

овом сегменту уколико ребалансом буџета не буду обезбеђена додатна средства за ове намене. У истом периоду одобрено је укупно 1,3 млрд динара субвенционисаних стамбених кредита. И овде се очекује смањење активности имајући у виду степен искоришћености средстава предвиђених за субвенције у 2011. години.

У јуну је, после дужег времена, учешће динарских пласмана у укупним пласманима привремено смањено на 31,4%. Депрецијација динара у јуну допринела је паду учешћа динарских пласмана у укупним пласманима. Када се искључи ефекат промене курса, то учешће би износило 32,5%. Поред тога, настојање да се у последњем тренутку избегну додатни захтеви у погледу девизног и девизно индексираног кредитирања од 30. јуна (када су ступиле на снагу мере Народне банке Србије) резултирало је већим одобравањем стамбених, али и потрошачких кредита, и знатним растом учешћа девизних и девизно индексираних кредита становништву у јуну.

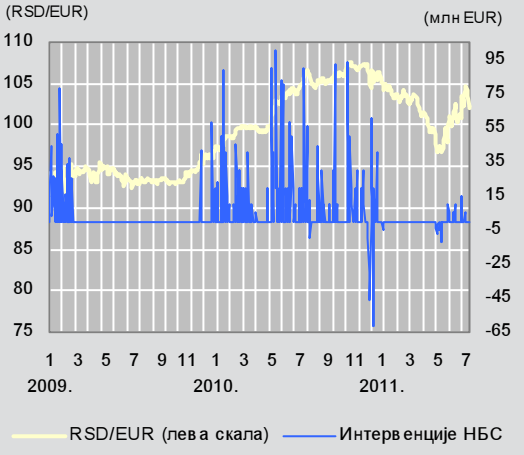
Способност отплате кредита привреде и становништва мерена учешћем NPL смањена је у односу на T1. Учешће NPL рачунато по бруто принципу износило је у јуну 18,6% (11,4% по нето принципу). Учешће кредита привреди који су у доцњи дужој од 90 дана је повећано за 1,6 п.п. и износило је 23,7%, док је кашњење у отплати кредита становништва незнатно повећано (за 0,1 п.п.) на 8,1%.

2. Кретања на девизном тржишту и курс динара

Динар је у T2 ојачао према евру у просеку 4,2%. Економски проблеми у појединим земљама зоне евра, као и одустајање државе од обнављања емисије записа индексираних евром, одразили су се на слабљење динара од јуна. Опоравак ликвидности МДТ-а праћен је повећањем дневних осцилација курса динара.

Јачање динара према евру, присутно од краја прошле године, настављено је до почетка јуна, када су почели да се јављају депрецијацијски притисци. На нивоу

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



Након куповине девиза у мају, Народна банка Србије је у јуну и јулу интервенисала продајом девиза на МДТ-у.

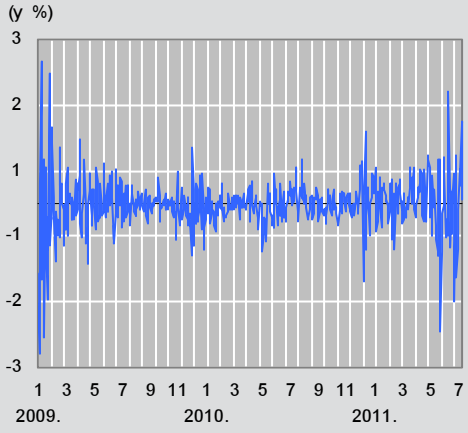
тромесечја, динар је апрецирао према евру у просеку 4,2% у односу на T1. Курс динара се кретао у распону од 96,7 до 103,3 динар/евро.

Апрецијација динара у T2 резултат је, у највећој мери, наставка прилива капитала у виду портфолио инвестиција. Ово тромесечје карактерисала је стабилна тражња домаћих предузећа за девизама и нешто већи прилив девиза у банке по основу нето откупа од мењача и девизне штедње грађана него у T1. Међутим, повећана тржишна неизвесност од јуна, узрокована дужничком кризом у неким земљама зоне евра и повећањем премије ризика земље, као и одустајањем државе од обнављања емисије шестомесечних записа индексираних еврима (око 200 млн евра), уз најаву емисије ХоВ деномираних у еврима, утицала је на појаву депрецијацијских притисака, па је динар у јуну у просеку ослабио 1,6% према евру, а у јулу 2,5%.

Обим међубанкарске трговине на МДТ-у повећаван је од маја и у јуну је достигао 94 млн евра просечно дневно, а у јулу 117 млн евра (без Народне банке Србије).[10] Повећање дубине међубанкарског девизног тржишта било је праћено и повећаним дневним осцилацијама курса динара. Ипак, оне су у овој

[10] Просечан дневни промет у T2 износио је 78 млн евра, што представља повећање од 46% у односу на T1, а 86% у односу на 2010. годину.

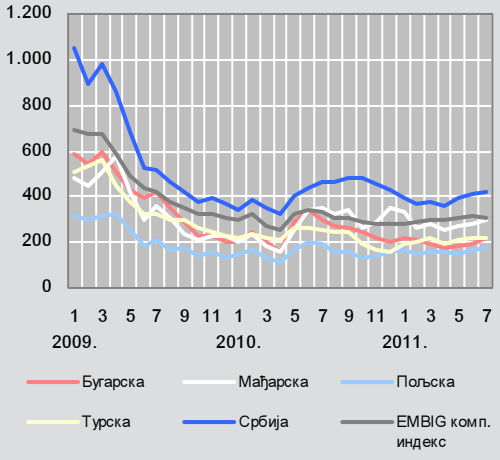
Графикон IV.2.2. **Дневне промене курса динара према евру***



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

Већа ликвидност МДТ-а праћена је повећањем дневних осцилација курса динара у јуну и јулу.

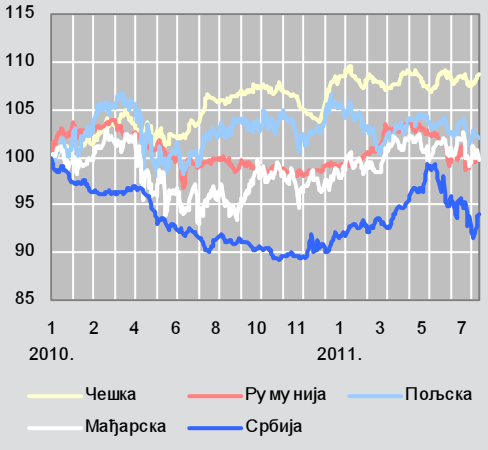
Графикон IV.2.3. **Показатељ премије ризика – EMBI по земљама**
(месечни просеци, у базним поенима)



Извор: *JP Morgan.*

Од маја све посматране земље бележе пораст премије ризика.

Графикон IV.2.4. **Кретање курсева одређених националних валута према евру**
(4. 1. 2010 = 100)



Нестабилније кретање вредности домаћих валута према евру у јуну и јулу забележиле су и остале посматране земље с флексибилним курсом.

години и даље ниже од осцилација других валута чији се курс слободно формира, нпр. пољског злота, мађарске форинте и турске лире. Нешто веће флуктуације курса динара требало би позитивно да утичу на коришћење инструмената заштите од девизног ризика и процес динаризације.

Народна банка Србије је у Т2 интервенисала на МДТ-у куповином укупно 40 млн евра и продајом укупно 30 млн евра. У јулу, Народна банка је продала банкама 20 млн евра. На тромесечним девизним своп аукцијама, које поново организује од марта[11], Народна банка Србије је у Т2 банкама укупно своп продала 4,0 млн евра и од банака укупно своп купила 44,0 млн евра. У јулу је своп купљено 6,0 млн евра и своп продато 5,0 млн евра.

Дужничка криза у појединим земљама зоне евра поново је, као у истом периоду прошле године, утицала на премију ризика Србије мерену индексом EMBI *(Emerging Markets Bond Index)*, која је од маја порасла за око 60 б.п. На крају јула индекс EMBI за Србију је износио 439 б.п. Економски проблеми у тим земљама одразили су се на пораст вредности индекса EMBI и у осталим посматраним земљама у транзицији, али нешто блаже.

С обзиром на јачање динара према евру, и евра према долару[12], у Т2 је остварена просечна апрецијација

[11] Аукције се организују једном недељно с циљем подстицања међубанкарске своп трговине девизама и развоја тржишта инструмената заштите од девизног ризика.

[11] Посматрано као просечан курс USD/EUR у Т2 у односу на просечан курс у Т1.

динара према долару од 9,4%. Уз јачање номиналног ефективног курса динара[13] (5,4%) и, с друге стране, бржи раст домаћих цена од иностраних, у Т2 је остварена реална ефективна апрецијација динара од 7,3% (6,1% према евру и 11,4% према долару).

Прилив капитала из иностранства

Дужничка криза у појединим чланицама зоне евра одразила се на мањи прилив капитала по основу портфолио инвестиција у Т2. Прилив капитала у јулу је био већи, пре свега захваљујући приливу по основу страних директних инвестиција.

Повољан каматни диференцијал, повећање кредитног рејтинга Србије у марту (рејтинг агенција *Standard & Poor's*) и препоруке инвестиционих кућа да се улаже у динаре и динарске ХоВ резултирали су у Т2 наставком прилива девиза по основу портфолио инвестиција. Ипак, због неизвесности у погледу дужничке кризе у појединим чланицама зоне евра и повећања премије ризика земље, тај прилив (243 млн евра) био је мањи од прилива остваренога у Т1.

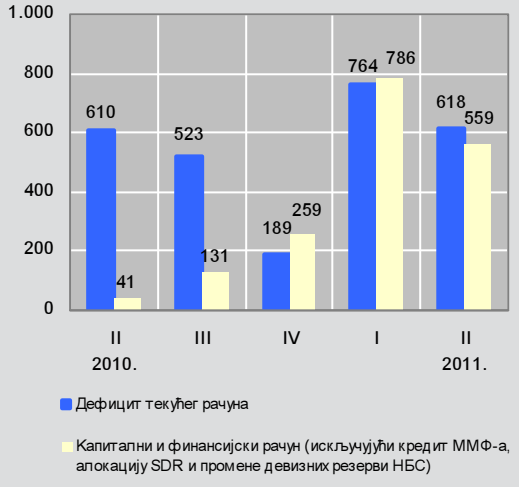
Прилив по основу страних директних инвестиција био је скроман – 271 млн евра, с тим што је у априлу достигао 113 млн евра. У страним директним инвестицијама доминирала су улагања у прерађивачку индустрију (производња гвожђа и челика, прехрамбених производа и пића, неметалних минерала, текстила), трговину и финансијски сектор.

Раздуживање банака и предузећа према иностранству је настављено. Банке су се у Т2 нето раздужиле 131 млн евра, а предузећа 160 млн евра.

Република Србија се у априлу задужила на светском финансијском тржишту за око 290 млн евра. Кредит је, уз гаранцију Светске банке, узет од банке *Société Générale* ради финансирања буџетског дефицита и рефинансирања дуга.

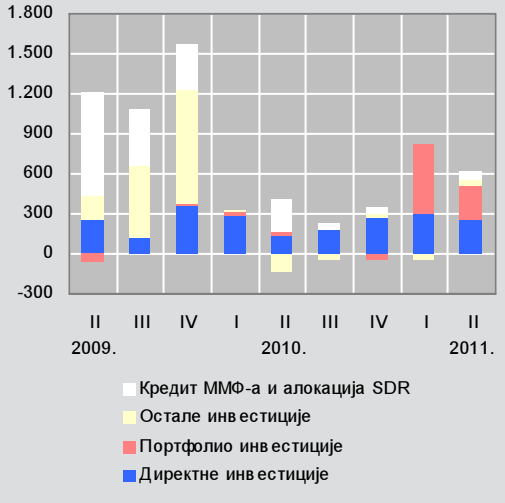
По основу недавно окончаног стенд-бај аранжмана с ММФ-ом, у априлу је повучено око 15% расположивих средстава у оквиру седме, последње транше. Тиме су девизне резерве земље повећане за 51,7 млн евра.[14]

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



Прилив капитала у Т2 био је нешто мањи од дефицита текућег рачуна.

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



У Т2 остварен је мањи прилив капитала по основу портфолио инвестиција него у Т1.

Према прелиминарним подацима, прилив по основу страних директних инвестиција је у јулу повећан на

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

[14] Због стабилног нивоа девизних резерви и потребе да се трошкови овог кредитног аранжмана минимизирају, транше се нису повлачиле у целокупно одобреном износу. Од укупно одобрених 2,9 милијарди евра у оквиру стенд-бај аранжмана, повучено је око 1,5 милијарди евра.

око 465 млн евра, захваљујући продаји предузећа „Делта Макси“, док је прилив по основу портфолио инвестиција износио око 85 млн евра. Банке су наставиле да се нето раздужују према иностранству (91 млн евра), док су предузећа забележила нето задужење (97 млн евра), пре свега због кредита који је узео „Фијат аутомобили Србија“ (250 млн евра).

Осврт 1: Стране директне инвестиције у Србију

Стране директне инвестиције (СДИ) на глобалном нивоу још нису достигле преткризни ниво, али је вероватно да ће се то десити током ове године, док би максимум из 2007. требало да буде достигнут 2013.[1] Већа спремност инвеститора на ту врсту улагања отвара могућности и изазове за креаторе економске политике у свим земљама, посебно земљама у успону, који ће морати да их привуку како би остварили циљеве у погледу раста и развоја у наредном периоду.

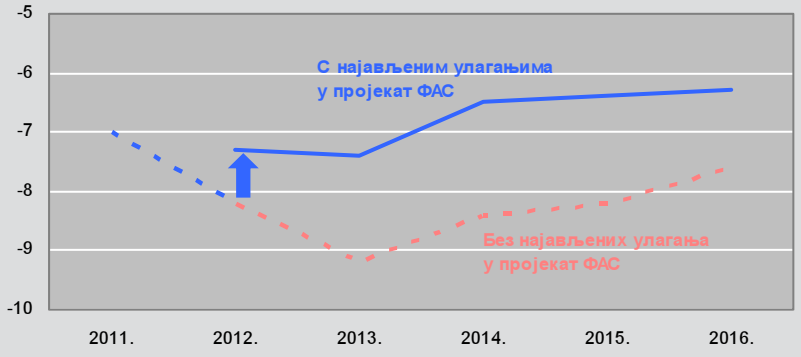
Србија у том погледу није изузетак – СДИ су услов постизања планираних стопа раста економске и спољнотрговинске активности. Иако су приливи по овом основу након кризе још увек веома скромни, Србија ипак има водећу позицију у региону – према извештају Конференције за трговину и развој Уједињених нација (UNCTAD)[1] Србија је са 1,3 млрд USD страних улагања у 2010. години била испред Албаније (1,1 млрд), Словеније (834 млн) и Хрватске (583 млн). СДИ су током кризе у свим земљама смањене, али је то смањење било знатно мање у Србији него нпр. у Хрватској и Бугарској.

Према пројекцији платног биланса Народне банке Србије, СДИ би у овој години требало да буду међу најзначајнијим приливима из иностранства и да износе око 2 млрд USD. Важно је то што би оне требало да буду више усмерене ка трговини и прерађивачкој индустрији – највише у области производње основних метала, текстила и моторних возила.

У сектору трговине, поред већ реализоване инвестиције „Делез Групе“ у трговински ланац „Делта Макси“, очекују се додатна улагања „Делез Групе“ у трговинске ланце „Ц маркет“, „Србија“, „Пекабета“ и „Звезда“. Такође, према најавама „Меркатора“ очекују се додатна улагања у 2011. години.

Србија у последње три године бележи велика страна улагања у области производње основних метала (смедеревска железара *US Steel*, Ливница Кикинда), а на основу података за прву половину ове године и најава за наредни период, оправдана је претпоставка да ће се тај тренд наставити. Производња текстила је привукла италијански Бенетон, који је ове године започео инвестирање у српску текстилну индустрију и, према најавама, могу се очекивати додатна улагања. Од осталих сектора, знатнија страна улагања очекују се у финансијском сектору (банке, али и осигуравајућа друштва), телекомуникацијама, грађевинарству и енергетици.

Графикон О.1.1. **Текући дефицит у % БДП-а***



* Процена НБС на основу најављених страних улагања у пројекат ФАС.

[1] *World Investment Report 2011*, United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD), July 2011.

Најзначајнија најављена страна директна инвестиција у Србији требало би да буде пројекат „Фијата аутомобила Србија“ (ФАС). Наиме, у 2012. години требало би да почне производња нових модела аутомобила, готово у целини намењених извозу, и то претежно на тржиште Европске уније.[2]

Захваљујући позитивном утицају на стопе раста извоза од 1,8 п.п. годишње, ефекти ове инвестиције би се директно огледали у смањењу учешћа текућег дефицита у БДП-у за 1,5 п.п. годишње током посматраног периода. Учешће текућег дефицита у БДП-у било би смањено са 7,0% у 2011. на 6,3% у 2016. години, а не повећано на 7,6% ако би се изузели ефекти ове инвестиције.

Са становишта ефеката на економску активност Србије, процењује се да би раст нето извоза ФАС у периоду од 2012. до 2016. утицао на додатни раст БДП-а за око 0,4 п.п. просечно годишње, односно кумулативно током посматраног периода за 2 п.п.

[2] Ефекти би могли бити и већи у случају додатне производње и извоза на два велика потенцијална тржишта: САД и Русију.

3. Кретања на тржишту капитала

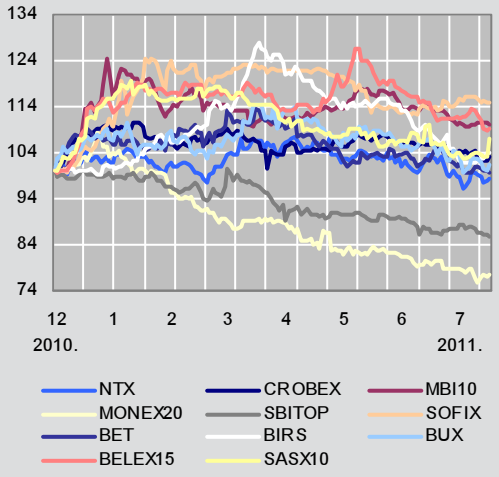
Очекивани напредак Србије у процесу евроинтеграција одразио се на берзу у мају, али је у јуну дошло до негативних кретања због економских проблема у појединим земљама зоне евра. Индекси на Београдској берзи, као и на већини берзи у региону, бележе смањење вредности.

Графикон IV.3.1. **Индекс BELEX 15**

Извор: Београдска берза.

Након позитивних мајских кретања на Београдској берзи, уследио је пад цена акција и промета.

Графикон IV.3.2. **Кретање берзанских индекса у земљама у окружењу**
(у индексним поенима, нормализовано, 31. 12. 2010 = 100)



У Т2 су скоро сви регионални берзански индекси били у паду.

Након раста домаћих берзанских индекса у мају, у јуну је уследио њихов пад, тако да је крајем Т2 вредност оба индекса била нешто нижа у односу на Т1 – индекса BELEX 15 за 1,4%, а BELEXline-а за 2,6%. На раст је утицао очекивани напредак Србије у процесу евроинтеграција и тражња за акцијама Нафтне индустрије Србије. Међутим, због раста неизвесности на тржишту, изазваног економским проблемима у неким чланицама зоне евра, у јуну су цене акција пале, што је у блажем степену настављено и у јулу.

Укупан обим промета у Т2 је мањи за 16,0% него у претходном тромесечју и износио је 7,9 млрд динара. Највише се трговало акцијама – на њих се односи скоро 95% оствареног промета. Учешће страних инвеститора у укупном промету акцијама веће је у односу на претходно тромесечје (46,3% у односу на 42,2%) и резултирало је нето куповином акција у укупном износу од 2,1 млрд динара.

С друге стране, трговање обвезницама старе девизне штедње је износило само 0,4 млрд динара, што представља трећину просека оствареног у претходним тромесечјима. Један од разлога ниског промета је и доспеће серије А2011 крајем маја. Стопе приноса до доспећа на обвезнице старе девизне штедње су крајем периода износиле 5,2% за све серије (доспећа од 2012. до 2016. године).

Тржишна капитализација Београдске берзе је у Т2 смањена за 71,8 млрд и крајем периода је износила 899,1 млрд динара. На смањење тржишне капитализације утицало је искључење акција *Hypo -Alpe Adria* банке с Берзе у априлу, због њеног преласка у затворено акционарско друштво.

На већини берзи у региону вредности индексних показатеља бележе пад у односу на крај претходног тромесечја. Највећи пад (10,8%) забележио је индекс SBITOP Љубљанске берзе. Раст је остварен (0,7%) једино на Скопској берзи (MB10).

4. Агрегатна тражња

Након раста у претходном тромесечју, процењује се да је агрегатна тражња у Т2 стагнирала.

Процењује се да је домаћа тражња у Т2 забележила незнатан пад (0,2%), пре свега због пада финалне потрошње. С друге стране, нешто бржи пад домаће тражње за увозним добрима и услугама од пада извоза резултирао је благим повећањем нето извоза (1,6%).

Са становишта утицаја на кретање БДП-а у Т2 (0,0%), позитиван допринос по основу нето екстерне тражње (0,2 п.п.) неутралисан је негативним доприносом по основу домаће тражње (–0,2 п.п.). У оквиру домаће тражње, пад су, поред потрошње домаћинстава, забележиле такође финална потрошња државе и инвестиције у основна средства, док су инвестиције у обртна средства порасле.

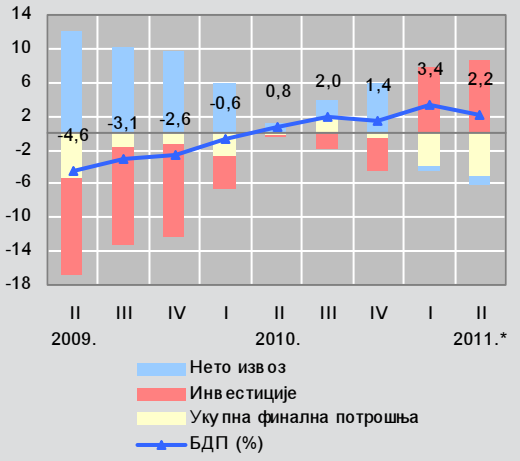
Према ревидираној процени РЗС-а, раст БДП-а у 2010. години износио је 1,0%.[15] Он је био заснован на расту нето извоза (допринос 3,7 п.п), а утицај укупне финалне потрошње и инвестиција је био негативан (доприноси –0,2 п.п. и –2,6 п.п., респективно). Очекивано убрзање раста БДП-а у овој години од 3,0% требало би да се заснива првенствено на расту инвестиционе активности, а у мањој мери и на расту нето извоза и финалне потрошње.

Графикон IV.4.1. **Раст БДП-а и домаће тражње**
(десезонирани подаци, тромесечни раст, у %)

* Процена НБС.

Домаћа тражња је у Т2 забележила благ пад, а БДП стагнацију.

Графикон IV.4.2. **Доприноси међугодишњем расту БДП-а**
(у процентним поенима)



* Процена НБС.

Међугодишњи раст БДП-а у Т2 резултат је раста инвестиција.

Домаћа тражња

Потрошња домаћинстава

Пад потрошње домаћинстава, започет у другој половини прошле године, настављен је и у Т2.

Процењује се да је потрошња домаћинстава у Т2 у односу на претходно тромесечје забележила пад (–1,1% дсз.), чиме је негативно утицала на раст економске активности (допринос –0,8 п.п.).

Ова процена се заснива на бази оцењеног реалног пада промета у трговини на мало и велико и на зеленим пијацама у Т2. Међутим, не искључује се ни могућност да је пад потрошње домаћинстава прецењен из два разлога. Могуће је, наиме, да је приказани промет мањи због повећања склоности потрошача ка куповини по дисконтним ценама, као и због повећања натуралне потрошње. Обе појаве биле

[15] Видети Осврт 2, стр. 29.

би резултат ниске куповне моћи становништва и начин да се, уз ограничену куповну моћ, прибави више потрошних добара.

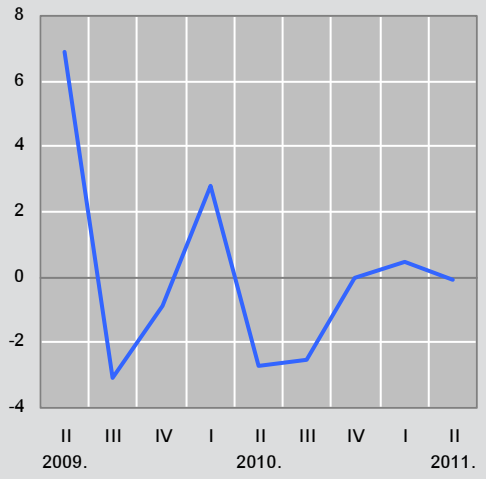
Иако је у Т2 остварен раст реалних прихода домаћинстава (зараде, пензије и социјална примања) – који представљају основни извор потрошње – он је био незнатан.

Раст реалних прихода резултат је пре свега реалног раста трансфера социјалног осигурања. Такође, забележен је раст нето прилива по основу дознака, као и већи износ одобрених потрошачких и осталих кредита становништву који су намењени финансирању потрошње.

Бржи раст извора потрошње од саме потрошње може се тумачити двојако – може указивати на повећање потрошње домаћинстава у наредном периоду, али и на то да је обим нерегистрованих плаћања у претходном периоду повећан.

Након стагнирања у 2010, очекује се да се у 2011. години потрошња домаћинстава у извесној мери опорави (раст од 0,8%), највише по основу реалног раста зарада у јавном сектору.

Графикон IV.4.3. **Потрошња државе**
(десезонирани подаци, тромесечни раст, у %)



Јавна потрошња је у Т2 забележила незнатан пад.

Потрошња државе

Потрошња државе је у Т2 забележила благ пад у односу на претходно тромесечје.

Потрошња државе, обрачуната на основу издатака за куповину робе и услуга и издатака за зараде у јавним службама, била је у Т2 у односу на Т1 реално мања за 0,1% када се искључи утицај сезоне. У поређењу са истим периодом прошле године, потрошња државе је реално смањена за 1,8%.

У наредном периоду, кретање јавне потрошње детерминисаће доминантно два фактора супротног деловања. Први је дефицит републичког буџета, који је у првих шест месеци 2011. био већи од планираног, достижући 60% износа предвиђеног Законом о буџету за 2011. годину. Имајући то у виду, јавну потрошњу би у другој половини године требало смањити уколико се не жели одустати од утврђених фискалних оквира. Други фактор је приближавање републичких и локалних избора, што често са собом носи ризик од фискалне експанзије.

Инвестициона активност

Раст инвестиционе активности у Т2 је успорен због пада приватних инвестиција, а заснован је пре свега на инвестицијама у обртне фондове.

Процењује се да је раст инвестиционе активности у Т2 успорен, првенствено као резултат пада приватних инвестиција. Наиме, инвестиције приватног сектора у основне фондове су пале 9,4% дсз., док кретање капиталних издатака указује на незнатан раст инвестиционе активности државе (0,2% дсз.).

На пад инвестиција у основне фондове указује веће смањење увоза од извоза капиталних добара у условима смањене домаће производње ових производа. Као последица тога, допринос приватних инвестиција у основне фондове расту БДП-а у Т2 је износио –1,7 п.п.

С друге стране, раст инвестиција у обртне фондове, тј. залихе, знатно је убрзан. У оквиру готових

Табела IV.4.1. **Индикатори кретања инвестиција**

	2005-2008. (просек)	2010.			2011.	
		II	III	IV	I	II
Реални показатељи *(десезонирани подаци, тромесечни раст, у %)*						
Грађевинарство	2,2	-3,0	0,5	0,4	-0,8	0,0 *
Индустријска производња капиталних производа (физички обим)	-6,5	5,4	-8,2	12,4	22,2	-22,4
Извоз капиталних производа**	29,3	14,3	0,7	14,7	-16,7	-4,9
Увоз капиталних производа**	11,2	9,5	15,7	-2,4	10,4	-12,8
Залихе капиталних производа	-1,6	12,9	-7,9	-9,9	53,0	2,5
Индустријска производња интермедијарних производа (физички обим)	3,9	8,2	1,3	-4,1	7,7	-1,0
Извоз интермедијарних производа**	17,6	6,0	-1,5	11,2	9,5	-7,7
Увоз интермедијарних производа**	15,4	13,5	6,1	4,6	4,2	-2,5
Залихе интермедијарних производа	0,5	-1,6	-0,4	-2,7	3,2	-2,6
Инвестиције државе**	16,2	-2,5	2,2	0,1	-3,4	0,2
Финансијски показатељи						
Средњорочно и дугорочно задуживање привреде у иностранству (нето, у млн EUR)	528,8	-270,0	-150,0	-228,4	-213,2	-169,0
Домаћи краткорочни кредити одобрени привреди (у млрд динара)	51,8	38,9	19,3	33,0	-2,7	-25,8
Домаћи дугорочни кредити одобрени привреди (у млрд динара)	43,3	35,3	13,5	27,1	8,9	43,6
Домаћи дугорочни кредити одобрени становништву (у млрд динара)	78,9	44,3	21,6	12,8	-9,1	19,9

* Процена НБС.

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

индустријских производа, највећи реални прираст остварили су залихе трајних производа широке потрошње и залихе капиталних производа.

У складу с ранијим најавама нових инвестиционих пројеката, у Т2 је забележено веће одобравање инвестиционих кредита у односу на Т1. У наредном периоду се очекује бржи раст инвестиционе активности приватног сектора, што ће у највећој мери допринети расту економске активности у 2011. години.

Нето екстерна тражња

Нешто бржи пад увоза од извоза позитивно је утицао на кретање економске активности у Т2.

Десезонирано посматрано, у Т2 је остварен нешто бржи пад увоза од извоза, чиме је спољнотрговинска размена позитивно утицала на кретање БДП-а (допринос нето извоза 0,2 п.п.).

Међугодишње посматрано, спољнотрговинска размена имала је негативан утицај на БДП у Т2 (допринос –1,1 п.п.), иако је раст робног извоза био бржи од раста увоза (16% наспрам 12% мг.).[16]

На пад робног извоза највише је утицао пад извоза основних метала (гвожђа и челика) и хране (житарица, воћа и поврћа, шећера). Пад извоза пољопривредних производа последица је, једним делом, забране извоза пшенице од средине марта до средине јуна. С друге стране, паду увоза је првенствено допринео мањи увоз средстава за производњу (пре свега репроматеријала). Настављен је такође пад увоза робе широке потрошње (око 2%).

Извоз робе је крајем Т2, десезонирано посматрано, био за око 9% виши од свог просечног нивоа у преткризном периоду[17], док је увоз био око 21% испод тог нивоа.

Увозна инфлација је друго тромесечје заредом била негативна (–3,1%).[18] Увозна дефлација у Т2 резултат је веће апрецијације номиналног ефективног курса динара (4,7%) у односу на Т1, будући да је у истом периоду раст цена у ЕУ и САД (1,6%) у просеку био виши него у Т1. Такво кретање увозних цена имало

[16] Разлог је знатно веће учешће увоза роба и услуга у БДП-у од извоза.

[17] Јануар-септембар 2008. године.

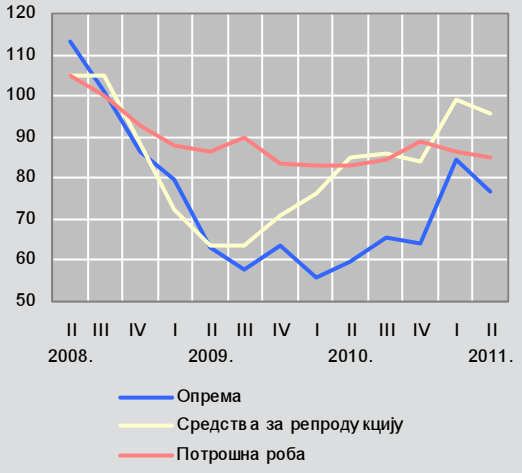
[18] Однос просека два узастопна тромесечја.

је утицај на успоравање и базне и укупне инфлације у Т2.

Цена нафте пала је у Т2 за око 10%. Међутим, током тромесечја њено кретање карактерисале су велике осцилације. Након одржавања на релативно високом нивоу у априлу, почетком маја забележила је знатан пад, будући да је постало јасно да ће опоравак светске привреде у 2011. бити спорији од очекиваног. Међутим, од средине маја цена нафте је поново била у порасту до друге половине јуна, када је Међународна агенција за енергију саопштила да ће из стратешких резерви пустити на тржиште додатне количине нафте. У првој половини јула цена нафте је поново расла, услед пада залиха нафте у САД и појачане тражње, а затим благо опала, због страха од ширења дужничке кризе у зони евра и неизвесности око повећања лимита јавног дуга САД.

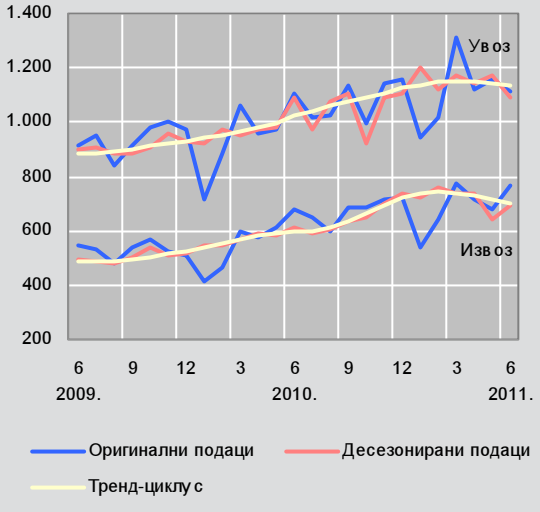
Цена бакра је наставила да пада, али споријим темпом него у Т1. Цена црвеног метала је средином

Графикон IV.4.5. **Кретање главних компоненти увоза**
(десезонирано, 2008 = 100)



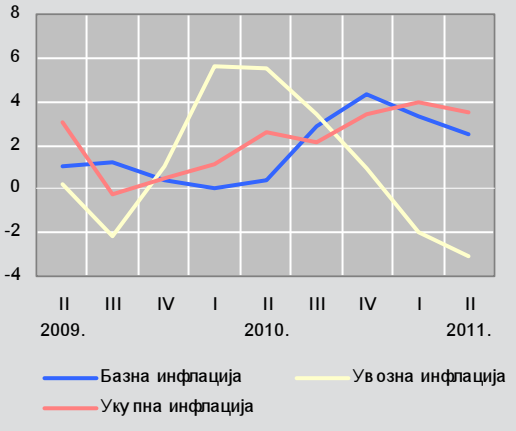
У Т2 је забележен пад увоза и средстава за производњу и робе широке потрошње.

Графикон IV.4.4. **Извоз и увоз робе**
(у млн EUR)



Нето извоз је повећан у поређењу са Т1 због нешто бржег пада увоза у односу на извоз.

Графикон IV.4.6. **Домаћа и увозна инфлација***
(тромесечне стопе раста, у %)

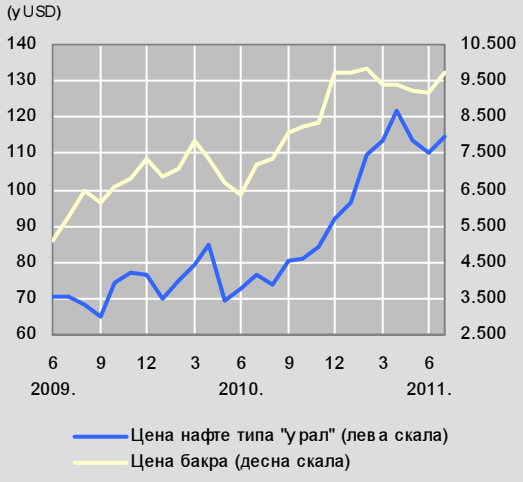


Извор: НБС и *Eurostat*.

* Однос просека два узастопна тромесечја.

Увозна дефлација у Т2 резултат је номиналне ефективне апрецијације динара.

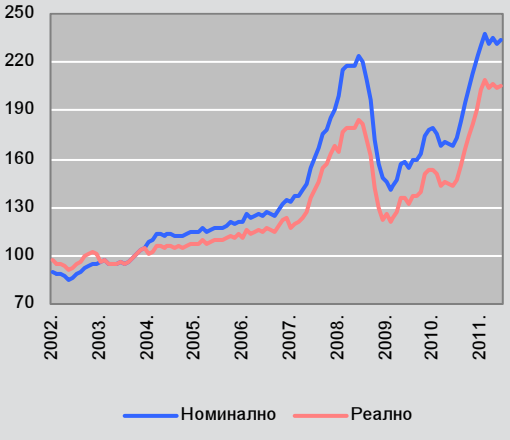
Графикон IV.4.7. **Кретање цена нафте и бакра**



Извор: *Bloomberg.*

Цена нафте у Т2 у односу на Т1 бележи знатан пад, посебно у јуну, а цена бакра благ пад. У јулу је поново остварен њихов раст.

Графикон IV.4.8. **Индекс светских цена хране** (2002 - 2004 = 100)



Извор: ФАО, УН.

Цене хране на светском тржишту стабилизовале су се у Т2.

фебруара достигла рекорд од 10.148 долара по тони, да би након тога, до краја Т1, пала за око 8%. У Т2 пад цене бакра је износио 2,4%. Основни узрок наставка снижења цене бакра јесте смањена тражња из Кине, највећег светског потрошача бакра, због мера које Кина предузима с циљем смањења прегрејаности економије.

Кретање цена хране на светском тржишту, мерено индексом светских цена хране *(FAO Food Price Index)*, стабилизовано је у Т2. Наиме, након осам месеци узастопног раста (од јула 2010. до фебруара 2011), цене хране су од марта стабилне. У наредном периоду очекују се мирнија кретања на тржишту примарних пољопривредних производа.

5. Економска активност

Према нашој проценама, економска активност мерена БДП-ом је у Т2 стагнирала, а мерена НДВ-ом је опадала, што је утицало на продубљивање негативног производног јаза.

БДП је у Т1 2011. имао раст незнатно виши од раста који смо очекивали (и објавили у мајском Извештају о инфлацији) и износио је 1,4% дсз. (3,4% мг.)[19]. Томе је највише допринео раст у секторима индустријске производње (пре свега прерађивачке индустрије), пољопривредне производње и саобраћаја и складиштења. НДВ је остварила раст од 1,1% дсз., док је на међугодишњем нивоу раст убрзала на 3,0%.

Процењује се да је у Т2 економска активност стагнирала (стопа раста БДП-а 0,0% дсз.[20]), а да је НДВ смањена за 0,6%. Међугодишње посматрано, раст БДП-а је успорен, на 2,2%, док је раст НДВ износио 1,4%. Као последица таквих кретања, економска активност је и даље испод нивоа на којем је била пре кризе.[21]

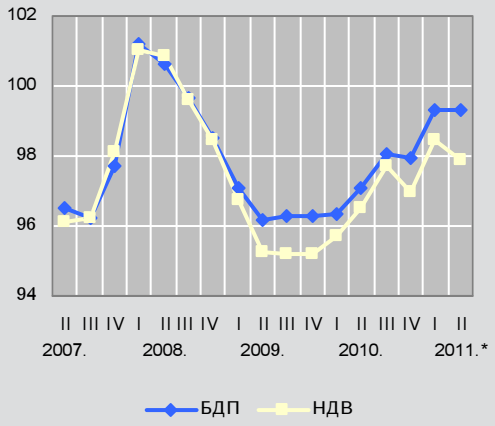
Стагнација економске активности у Т2 последица је, у највећој мери, пада производње у оквиру прерађивачке индустрије (–0,2 п.п.), као и наставка пада промета у трговини.

[19] Посматрано у ценама из претходне године и по новој класификацији делатности (2010).

[20] На основу прелиминарне процене РЗС-а о мг. расту БДП-а у Т2 (2,2%).

[21] Преткризним периодом сматрамо П1 2008. године.

Графикон IV.5.1. **Кретање индикатора економске активности**
(десезонирани подаци, 2008 = 100)



* Процена НБС.

Процењује се да је БДП стагнирао, а НДВ опала у Т2, као последица пада индустријске производње.

Графикон IV.5.2. **Доприноси међугодишњем расту БДП-а**
(у процентним поенима)

* Процена НБС.

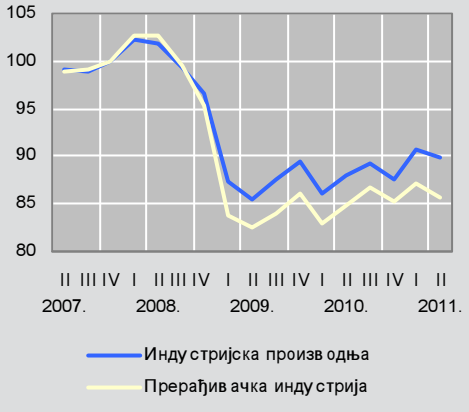
У Т2 се очекује успоравање међугодишњег раста економске активности.

Међугодишњи раст БДП-а у Т2 заснован је, у највећој мери, на расту пољопривредне производње (0,5 п.п.) и на расту активности у сектору саобраћаја и складиштења и у сектору информисања и комуникација (по 0,4 п.п.).

Због пада производње у прерађивачкој индустрији, и укупна индустријска производња је у Т2 забележила пад (0,9% дсз.). Ипак, раст, пре свега у мају, у остала два сектора – снабдевању електричном енергијом, гасом и паром[22] и рударству – допринео је да пад индустријске производње не буде већи.

На пад прерађивачке индустрије највише је утицао пад у производњи моторних возила и приколица и у производњи прехрамбених производа. Производња основних метала такође је смањена, пре свега као последица гашења једне високе пећи у смедеревској железари *US Steel* почетком маја. С друге стране, највећи раст је остварен у производњи кокса и деривата нафте, као и основних фармацеутских производа и препарата.

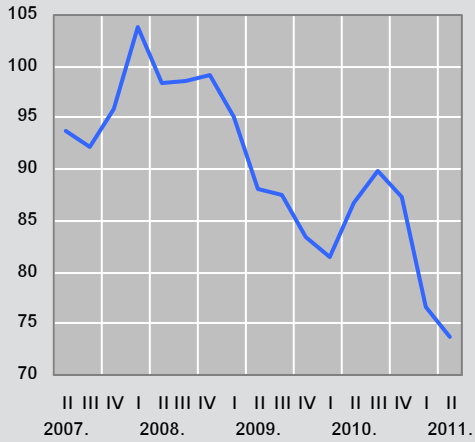
Графикон IV.5.3. **Кретање индустријске производње**
(десезонирани подаци, 2008 = 100)



Пад индустријске производње у Т2 последица је пада у области прерађивачке индустрије.

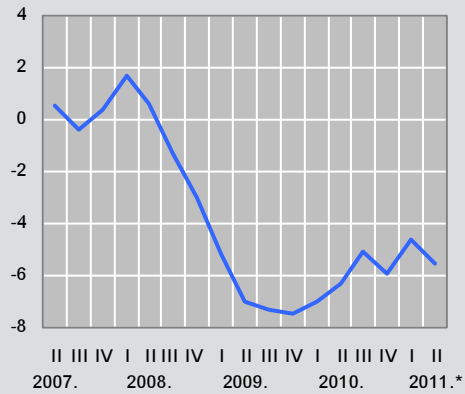
[22] Према новој класификацији делатности (2010), то је Сектор Д – Снабдевање електричном енергијом, гасом, паром и климатизација.

Графикон IV.5.4. **Кретање трговине на мало**
(десезонирани подаци, 2008 = 100)



Пад промета у трговини на мало је настављен у Т2.

Графикон IV.5.5. **Производни јаз***
(процентуално одступање од тренда)



* Процена НБС.

Негативни производни јаз је у Т2 продубљен због стагнације економске активности.

Пад промета у трговини на велико и мало настављен је и у Т2, као последица и даље ниске агрегатне тражње. Она ће и у наредном периоду бити битан дезинфлаторни фактор.

Након пада у Т1, процењујемо да је у Т2 дошло до опоравка грађевинске активности. На то указује раст производње производа од неметалних минерала – цемента, црепова, плочица и стакла.

Раст активности у Т2 забележен је у секторима пољопривредне производње, саобраћаја и складиштења, информисања и комуникација, као и финансијског посредовања. Активност у сектору услуга смештаја и исхране се такође опоравља, што потврђује раст броја ноћења туриста (за око 10% у односу на Т1).

Према ревидираној процени РЗС-а, раст БДП-а у 2010. години износио је 1,0%.[23] Према нашој процени, раст БДП-а у овој години ће износити око 3,0% и заснивaће се, у највећој мери, на бржем расту индустријске производње и успешнијој пољопривредној години.

Очекивано успоравање економске активности у Т2 указује на продубљивање негативног производног јаза и јачање дезинфлаторних притисака по том основу.

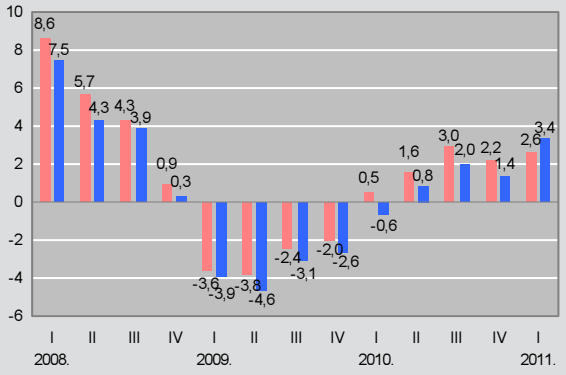
[23] У ценама из претходне године.

Осврт 2: Ревизија података о тромесечном БДП-у

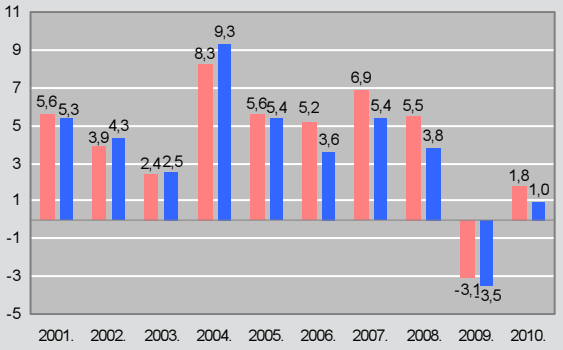
Након ревизије годишњих националних рачуна[1], Републички завод за статистику (РЗС) објавио је крајем јуна ревидиране стопе реалног раста БДП-а за период Т1 2001–Т1 2011. Обрачун је извршен по новој класификацији делатности (2010) и у сталним ценама из претходне године. Прелазак са обрачуна у сталним ценама са фиксном базом на обрачун у ценама из претходне године утицао је на то да се раније објављене тромесечне стопе реалног раста промене (графикон 1).

У складу с новом методологијом ревидирана је и процена реалног тромесечног раста БДП-а у 2010. години. На основу тога, стопа реалног раста БДП-а у 2010. години износи 1,0%, уместо 1,8%, колико је износила по старој методологији (графикон 2).

Графикон О.2.1. **Реални раст тромесечног БДП-а**
(мг. стопе, у %)



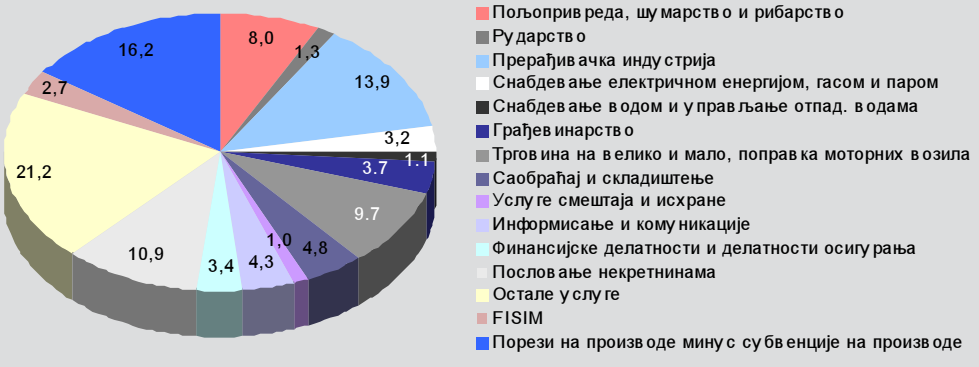
Графикон О.2.2. **Реални раст БДП-а**
(мг. стопе, у %)



Стара методологија Нова методологија

Такође, РЗС је први пут објавио податке о тромесечном номиналном БДП-у, укупно и по делатностима, за период Т1 2001–Т1 2011. године.

Графикон О.2.3. **Структура номиналног БДП-а у 2010. години***
(у %)



* Номинални БДП за 2010. годину је збир четири тромесечја.

[1] Видети Осврт 3 у Извештају о инфлацији из маја 2011, стр. 30.

Увођење нове класификације делатности, као и ревизија података о годишњем БДП-у[2], утицали су на промену секторске структуре БДП-а. Међу значајнијим променама је раст учешћа сектора осталих услуга за око 6 п.п., са 15% на 21% БДП-а.[3] Сектор пословања некретнинама смањио је учешће са 16% на 11% БДП-а, док мање учешће за око 1 п.п. бележе сектори пољопривреде, укупне индустријске производње, грађевинарства и трговине. Сектор снабдевања водом и управљања отпадним водама је издвојен и чини 1% БДП-а. Сектор саобраћаја, складиштења и веза је раздвојен на два сектора (саобраћај и складиштење и информисање и комуникације) који сада заједно чине 9%, уместо 8% БДП-а.

[2] Ibid.

[3] Сектор осталих услуга је раздвојен на следеће секторе: стручне, научне, иновационе и техничке делатности; административне и помоћне услужне делатности; државна управа и обавезно социјално осигурање; образовање; здравствена и социјална заштита; уметност, забава и рекреација; остале услужне делатности и делатност домаћинства као послодавца.

6. Кретања на тржишту рада

Зараде

Нето зараде су у Т2 номинално порасле, док су реално стагнирале. Пад јединичних трошкова рада у индустрији је успорен.

Према десезонираним подацима, номиналне зараде су у Т2 у односу на претходно тромесечје повећане за 2,9%. Пораст номиналних зарада забележен је и у приватном и у јавном сектору (1,9% и 4,6%, респективно). Реалне зараде су, међутим, стагнирале. Стагнација је била резултат пада реалних зарада у приватном сектору (0,6%), с једне стране, и пораста реалних зарада у јавном сектору (2,2%), с друге.

Раст зарада у јавном сектору био је условљен одмрзавањем плата, као и исплатама тромесечних бонуса, регреса и заосталих зарада.

Графикон IV.6.1. **Кретање просечних нето зарада**
(десезонирани подаци, тромесечни раст, у %)

Реалне зараде су у Т2 повећане у јавном сектору, док су у приватном забележиле пад.

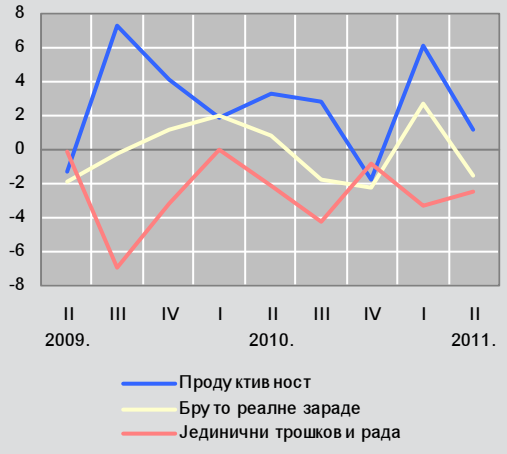
Раст номиналних нето зарада регистрован је у већини делатности. Реално посматрано, међутим, нето зараде су у највећем броју делатности забележиле пад. Највећи пад је био у сектору рударства, сектору стручне, научне, иновационе и техничке делатности и у сектору трговине.

Међугодишње посматрано, номиналне зараде су у Т2 благо убрзале раст (11,1%), док су реалне успориле пад (2,1%). Знатно бржи раст номиналних зарада забележен је у јавном сектору (10,2% мг.), док је раст зарада у приватном сектору благо успорен (9,7% мг.). Посматрано у реалном изразу, пад зарада у јавном сектору је успорен (3,0% мг.), а у приватном убрзан (3,4% мг.).

Просечна нето зарада у Т2 износила је 37.994 динара.

Пад јединичних трошкова рада у индустрији у Т2 је настављен, пре свега по основу пада бруто реалних зарада. Ипак, због споријег пораста продуктивности рада у односу на претходно тромесечје, овај пад је успорен. С друге стране, јединични трошкови рада у прерађивачкој индустрији су незнатно порасли због благог пораста бруто реалних плата.

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



Јединични трошкови рада наставили су пад у Т2, пре свега по основу пада бруто реалних зарада.

Запосленост

Број запослених у Т2 и даље стагнира. Према Анкети о радној снази, стопа незапослености је у априлу повећана на 22,2%.

Мале промене у броју запослених у готово свим делатностима у Т2 резултирале су стагнацијом броја запослених у односу на Т1 (раст од свега 547 лица). У оквиру тога, од сектора који су забележили пад запослености највећи је био у сектору уметности, забаве и рекреације, сектору образовања и сектору прерађивачке индустрије (укупно 1.791 лице, допринос укупној запослености –0,1 п.п.). Међутим, тај пад је неутралисан растом запослености у секторима грађевинарства и услуга (највише у информисању и комуникацијама).

У односу на исти период прошле године, број запослених у Т2 успорио је пад са 3,4% на 3,1%. Такво кретање резултат је успоравања пада броја запослених пре свега у секторима прерађивачке индустрије, као и саобраћаја и складиштења.

Према априлској **Анкети о радној снази**, стопа незапослености повећана је са 19,2% у октобру 2010. на 22,2% у априлу ове године. Број незапослених порастао је за око 84.000. Погоршана је и структура незапослених лица према дужини тражења посла – стопа дугорочне незапослености (годину дана и дуже) у укупном броју активних лица повећана је за 2,5 п.п. (са 13,8% на 16,3%).

Према истој анкети, стопа запослености (учешће запослених у укупном становништву старом 15 и више година) у односу на октобар 2010. смањена је за 1,5 п.п. и износила је 36,2%. Тиме је настављен тренд њеног пада започет у октобру 2008. Највећи пад запослености забележен је у старосној групи од 45 до 54 године (око 53.000 лица).

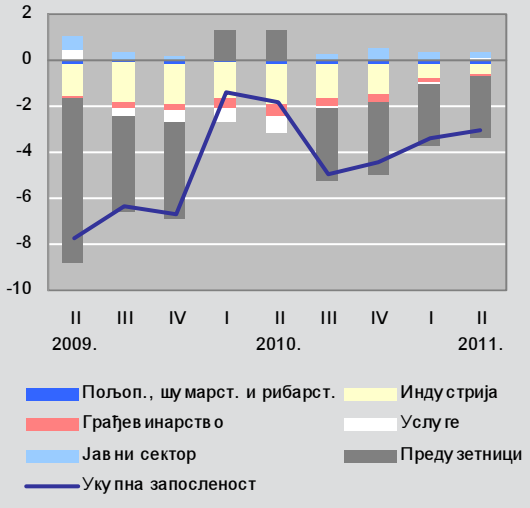
Ниску запосленост прати и релативно лоша структура запослености. Наиме, готово једна петина запослених је неформално запослена, тј. ради „на црно“.[24] Од октобра 2010, стопа неформалне запослености у укупном броју запослених је незнатно повећана (са 19,6% на 19,9%).

Графикон IV.6.3. **Незапосленост**

Извор: РЗС.

Према априлској Анкети о радној снази, стопа незапослености је повећана на 22,2%.

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



Извор: РЗС.

Међугодишњи пад запослености је у Т2 наставио да успорава.

[24] Обухвата запослене у нерегистрованој фирми, запослене у регистрованој фирми, али без формалног уговора о раду и без социјалног и пензионог осигурања, и неплаћене помажуће чланове домаћинства.

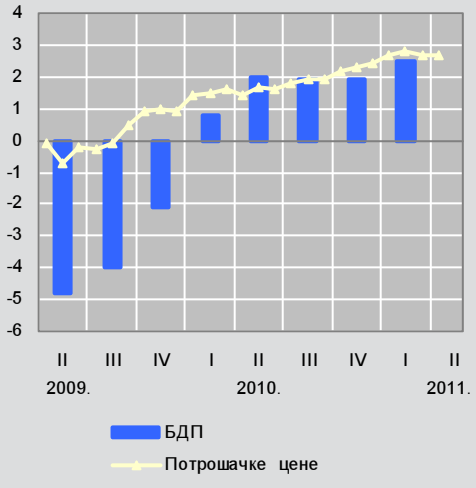
7. Међународно окружење

Опоравак глобалне економије је у Т2 био успорен. Криза у зони евра се наставља, а монетарна политика заоштрава.

Према прелиминарним проценама економских аналитичара, глобални привредни раст је у Т2 успорен, а потом би требало у другој половини године да се убрза. Опоравак ће и даље бити неуједначен, као последица јачања ризика. Као највећи ризик види се продубљивање економске кризе у појединим чланицама зоне евра и неизвесност око извршавања њихових обавеза. Поред тога, фискални дефицити развијених земаља, пре свега САД, додатно повећавају неповерење инвеститора. Због тога се предвиђа да ће развијене земље имати спорији опоравак привредне активности него тржишта у успону. Проблеми с којима се, са своје стране, суочавају тржишта у успону су појачани инфлаторни притисци и могућност прегревања економија због знатног прилива страног капитала и инвестиција (пре свега у азијске и латиноамеричке земље).

Финансијско-дужничка криза у зони евра се наставља. Европска унија и ММФ су одобрили нови пакет помоћи Грчкој, у износу од 159 млрд евра, у којем добровољно учествују и приватне финансијске институције са око 50 млрд евра. Сарадња те три стране сматра се позитивним сигналом за разрешење дужничке кризе појединих земаља зоне евра. Међутим, ефекти фискалне консолидације још увек нису извесни. Томе у прилог сведочи и најновије снижење кредитног рејтинга Грчке од стране агенције *Fitch* (с *B+* на *CCC*). Пре тога исто су урадиле и агенције *Standard & Poor's* и *Moody's*. Тиме је Грчка постала једна од најниже рангираних земаља на свету.

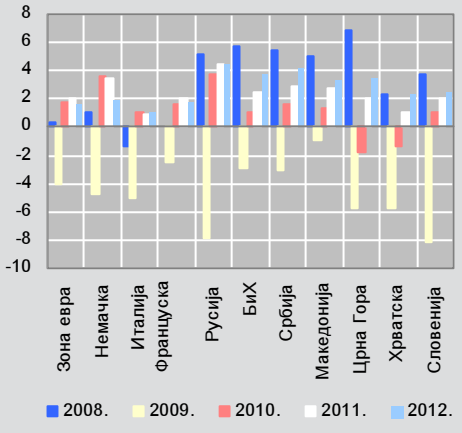
Графикон IV.7.1. **БДП и инфлација у зони евра**
(међугодишње стопе раста)



Извор: *Eurostat.*

Инфлаторни притисци су незнатно смањени у Т2. Привредни раст у Т1 био је убрзан, док се у Т2 очекује успоравање.

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



Извор: *Consensus Forecast*, јул 2011, осим за Црну Гору (IMF WEO, април 2011)

У Немачкој и Русији се предвиђа висок привредни раст у 2011. години, док би код наших спољнотрговинских партнера из региона раст требало да буде умеренији.

У међувремену је, због страховања од ширења кризе на веће чланице зоне евра, такође дошло до пораста приноса на десетогодишње државне обвезнице Италије и Шпаније. Ти приноси налазе се на највишем нивоу од формирања ЕМУ. Италијански парламент је недавно усвојио пакет мера штедње у јавном сектору, али је то имало ограничен утицај на смањење неповерења финансијских тржишта.

Након убрзања привредног раста у зони евра у Т1, подстакнутог повећањем инвестиционе активности у Немачкој и Француској, у Т2 се очекује извесно успоравање раста. Узроци се могу тражити у заоштравању монетарне политике ЕЦБ-а, као и у знатно већим ризицима улагања у поједине земље зоне евра. Ипак, иако слабији него у Т1, раст БДП-а би у Немачкој требало да буде солидан (2,9% мг., према *Consensus Forecast*-у).

Код спољнотрговинских партнера Србије из региона, у БиХ и Црној Гори се у 2011. очекује умерен привредни раст, а нешто већи у Македонији. Међу земљама централне и источне Европе, највећи раст привредне активности очекује се у Русији, Пољској, Украјини и Естонији (4–5%).

Раст цена хране и енергената, започет у јулу 2010. године, а прекинут тек у марту 2011, и по том основу настали инфлаторни притисци основни су узрок заоштравања монетарне политике у Т2 у зони евра. ЕЦБ је у априлу референтну каматну стопу повећала за 25 б.п., а још једно повећање је најавила за почетак јула.

Раст инфлаторних притисака утицао је и на заоштравање монетарне политике централних банака земаља централне и источне Европе. Најбржи заокрет ка рестриктивности показује пољска централна банка. Она је, због повећане инфлације и инфлационих очекивања, као и ризика од јачања притисака по основу раста зарада, почетком јуна референтну стопу подигла за нових 25 б.п. (четврти пут од почетка године).

Након знатног успоравања економског раста у САД у Т1, у Т2 се очекује одређено убрзање. Међутим, не очекује се да ће оно бити довољно да подстакне раст запослености. Велики проблем америчке привреде остају висок јавни дуг и повећање буџетског дефицита, као и изостанак адекватних мера за његову консолидацију. Договор о повећању лимита јавног дуга за 2.400 млрд долара (са 14.300 млрд долара) и смањењу трошкова у наредних десет година у приближно истом износу је ипак постигнут. Почетком августа, рејтинг агенција *Standard & Poor's* снизила је по први пут у историји кредитни рејтинг САД, са ААА на АА+, уз могућност даљег смањења (негативни изгледи).

Иако су инфлаторни притисци у САД знатно повећани, базна инфлација, на коју ФЕД највише обраћа пажњу, и даље је ниска. ФЕД је саопштио да ће програм квантитативног попуштања, *QE 2*, бити завршен како је раније предвиђено – крајем јуна и да се неће настављати. То се може протумачити као први корак ка окончању изразито експанзивне монетарне политике ФЕД-а вођене у претходном периоду.

Кретање вредности америчког долара према евру у Т2 било је променљиво – након слабљења током априла, долар је у мају јачао (због неизвесности око одрживости дуга неких земаља зоне евра и ризика од ширења кризе и на остале чланице ЕМУ), да би, након што је ЕЦБ најавила даље заоштравање монетарне политике, у јуну дошло до његовог новог слабљења. Швајцарски франак и јапански јен, као валуте „сигурног уточишта“, настављају да одржавају високу вредност према долару, због и даље повећане аверзије инвеститора према ризику.

V. Пројекција инфлације

Инфлација ће током П2 2011. године наставити да пада, с тим што ће се вероватно кретати изнад горње границе циља. Враћање у границе циља и приближавање централној вредности очекује се у П1 2012. Главни фактори који ће на то утицати су успоравање раста цена хране, ниска агрегатна тражња и пад инфлационих очекивања. У току 2011. и 2012. очекује се бржи опоравак економске активности, генерисан превасходно растом инвестиционе активности приватног сектора у текућој, и нето извоза у наредној години.

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

Почетни услови

Међугодишња стопа инфлације је у априлу 2011. достигла свој максимум, након чега је почела да пада, у складу с нашим очекивањима из мајског Извештаја о инфлацији. Инфлација је у Т2 износила 1,2%, што представља успоравање у односу на Т1 (5,5%). Успоравање инфлације је резултат стабилизације цена прехрамбених производа и пада цена воћа и поврћа.

Стабилизација цена прехрамбених производа дугује се исцрпљивању ефеката прошлогодишњих поскупљења примарних пољопривредних производа, као и првим назнакама да би овогодишња пољопривредна сезона могла бити знатно успешнија. У мањој мери, на успоравање раста ових цена утицало је и јачање динара.

И цене већине других примарних производа су у паду. Цене сирове нафте су крајем Т2 опале око 10% у односу на крај Т1 због успоравања раста светске привреде, као и интервенције Међународне агенције за енергетику на страни понуде. На крају Т2, цене основних метала (бакар, алуминијум, гвожђе, цинк) ниже су у односу на крај претходног тромесечја, док кретање цена индустријских сировина карактеришу различите тенденције (памук и гума су у паду, кожа и вуна у порасту).

Апрецијацијски притисци присутни од почетка 2011. прекинути су у јуну и јулу. Економски проблеми у зони евра, који су допринели порасту премије ризика земље, као и одустајање државе од обнављања емисије записа индексираних евром, имали су за последицу слабљење динара. Опоравак ликвидности МДТ-а праћен је повећањем дневних осцилација курса динара.

Ипак, на нивоу тромесечја, динар је у Т2 номинално апрецирао у односу на евро, што је заједно с вишом инфлацијом у Србији у односу на зону евра утицало на проширење апрецијацијског јаза реалног девизног курса отвореног почетком године. Апрецијацијски јаз реалног девизног курса је индикатор пада реалних маргиналних трошкова нето увозника, што ће у средњем року условити ниже притиске на раст њихових цена на домаћем тржишту.

Инфлациона очекивања финансијског сектора су изнад горње границе дозвољеног одступања од циља за годину дана унапред. Ипак, пад међугодишњих стопа инфлације би требало да у наредном периоду повуче наниже и инфлациона очекивања.

Агрегатна тражња је и даље на ниском нивоу (негативан производни јаз је продубљен у Т2), па се очекује да и у наредном периоду она буде главни дезинфлаторни фактор.

Након оствареног раста економске активности у Т1 (3,4% мг.), у Т2 ће доћи до њеног успоравања (2,2% мг.). То је у складу са очекивањем да ће економска

активност на тромесечном нивоу у Т2 стагнирати (стопа раста 0,0% дсз.).

Привреда зоне евра остварила је снажан раст у Т1 2011, али се за наредни период прогнозира успоравање раста, због неизвесности изазваних економским проблемима у појединим земљама зоне евра. То би могло утицати и на смањење извозне тражње Србије, будући да су земље чланице зоне евра, пре свих Немачка и Италија, наши главни спољнотрговински партнери.

Монетарна политика је у Т2 попримила знатно рестриктивнији карактер у односу на Т1, највише због проширења апрецијацијског јаза реалног девизног курса. У складу са опадајућим инфлаторним притисцима, од јуна је започет циклус ублажавања монетарне политике.

Претпоставке пројекције

Регулисане цене су већ у првој половини године остариле већи раст од раста договореног за целу 2011. С обзиром на то, свако даље повећање ових цена утицало би на успоравање враћања инфлације у циљане оквире. У 2012. се очекује нижи раст цена под контролом државе.

Релативне цене воћа и поврћа се, и поред пада у Т2, крећу изнад нивоа свог вишегодишњег просека, па се у наредном периоду очекује њихов даљи десезонирани пад. Сличне тенденције ће вероватно карактерисати и цене примарних пољопривредних производа (кукуруз, пшеница), на шта указују цене фјучерса на светским берзама и почетак трговине новим родом ових производа у Србији.

У наредном периоду се претпоставља и наставак умерене конвергенције нивоа цена у Србији ка нивоу у зони евра, тј. апрецијацијски тренд реалног девизног курса. Претпоставка пројекције је да ће, након раста у Т3, премија ризика постепено опадати у средњем року. Апрецијацијски тренд реалног курса и пад премије ризика утицаће и на пад тренда реалне каматне стопе.

Задржавање инфлације у зони евра изнад циља (испод, али близу 2%), које ће бити настављено током целе 2011. године, утицало је да ЕЦБ крене у циклус заоштравања монетарне политике. Због тога је референтна стопа ЕЦБ, након повећања од 25 б.п. у априлу, повећана и у јулу у истом износу, а сличан тренд се очекује и у наредном периоду.

Пројекција инфлације

Инфлација ће током П2 2011. године наставити да пада, с тим што ће се вероватно кретати изнад горње границе циља. Враћање у границе циља и приближавање централној вредности очекује се у П1 2012.

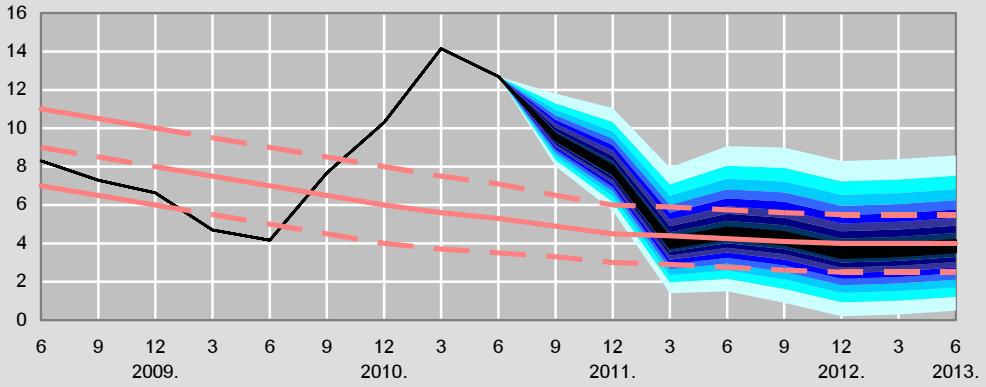
Очекује се да ће потрошачке цене у Т3 2011. падати. Пад ће у највећој мери бити одређен очекивано ниским ценама воћа и поврћа, док би остале компоненте потрошачких цена требало да делују у супротном правцу.

Цене воћа и поврћа, након сезонски неуобичајеног пада у Т2, и у текућем тромесечју ће вероватно бити у паду, у складу са сезонским кретањем цена ове групе производа.

Табела V.0.1. **Претпоставке пројекције**

	2011.	2012.
Екстерне претпоставке		
Инфлација у ЕУ (Т4 на Т4)	2,6%	1,9%
Референтна каматна стопа ЕЦБ (на крају године)	1,75%	2,75%
Раст БДП-а у зони евра	2,0%	1,7%
Цена уралске нафте по барелу (крај године, у USD)	107	107
Интерне претпоставке		
Регулисане цене (дец. на дец.)	11,6%	7,0%
Цене воћа и поврћа (дец. на дец.)	1,0%	6,0%
Трендови		
Апрецијацијски тренд реалног курса (просек)	1,7%	2,2%
Тренд реалне камате (просек)	4,5%	4,1%

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



Инфлација ће током П2 2011. наставити да опада ка циљу, а повратак у циљане оквире очекује се у П1 2012. Распон пројекције асиметричан је навише због ризика у погледу експанзивније фискалне политике.

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%.

Базна инфлација ће у Т3 успорити раст због стабилизације кретања своје прехрамбене компоненте, као резултат пада цена инпута у њиховој производњи. Кретање цена непрехрамбених производа и услуга у оквиру базне инфлације биће слично кретању у Т2. Оцењује се да је ниска тражња главни фактор који ће утицати на то да раст цена у оквиру ове групе остане низак.

Регулисане цене ће имати знатно нижи раст у односу на Т2. Раст ће се највећим делом односити на услуге фиксне телефоније. Истовремено, може се очекивати и раст цена нафтних деривата, али мањи него у Т2.

Агрегатна тражња је и даље изузетно ниска и као таква наставља дезинфлаторно да делује. Ипак, у наредном периоду се са опоравком привредне активности очекује постепено смањење дезинфлаторног дејства овог фактора.

Након номиналне апрецијације у Т2, у јулу је дошло до преокрета у кретању курса динара. Уколико се слабљење динара настави током Т3, у наредном периоду треба очекивати изостанак дезинфлаторног ефекта по основу пада увозних цена. С друге стране, дезинфлаторни утицај у средњем року ће наставити да врши отворени апрецијацијски јаз реалног курса, који указује на то да су реални маргинални трошкови нето увозника и даље ниски.

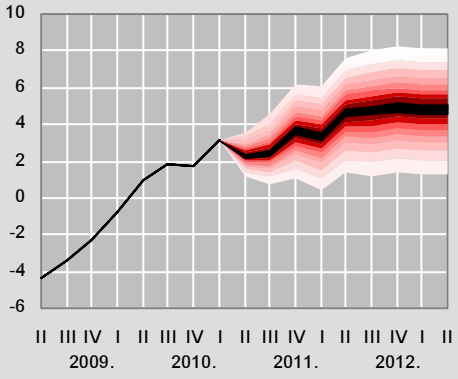
Инфлациона очекивања и даље стагнирају на нивоу с краја Т1, иако су међугодишње стопе инфлације исказале пад у мају и јуну. С даљим опадањем међугодишњих стопа инфлације у П2 2011, очекује се да ће и инфлациона очекивања падати и тиме генерисати дезинфлаторне притиске.

Снажан пад цена пољопривредних производа, ниска агрегатна тражња, ниски маргинални трошкови нето увозника и пад инфлационих очекивања – утицаће на пад месечних стопа инфлације, а уз високу базу из претходне године и на пад међугодишњих стопа инфлације.

Очекује се да ће економска активност почев од П2 убрзати свој опоравак. Веће одобравање инвестиционих кредита у Т2 требало би да позитивно утиче на инвестициону тражњу, за коју се очекује да буде главни покретач раста економске активности у 2011.

Нето извоз би и у наредном периоду требало да позитивно доприноси расту БДП-а, али знатно скромније него у претходној години. Такође, раст увоза опреме и репроматеријала, као резултат покретања најављених инвестиционих пројеката, и апрецијације динара у П1 2011, могао би додатно да умањи допринос нето извоза расту БДП-а. Ипак, реализација започетих инвестиција утицаће и на раст извоза, тако да се у 2012. поново очекује значајнији допринос нето извоза расту економске активности.

Графикон V.0.2. **Пројекција раста БДП-а**
(међугодишње стопе, у %)



Током 2011. и 2012. очекује се да економска активност убрза свој раст. Највећи допринос расту у 2011. потицаће од инвестиционе тражње, док ће у 2012. раст у највећој мери бити генерисан нето извозом.

Поред тога, пољопривредна производња ће, након релативно лоше пољопривредне сезоне у 2010, у 2011. години вероватно остварити снажан раст и тиме дати значајан допринос расту економске активности. Такође, знатно више откупне цене пољопривредних производа у односу на претходну годину могле би утицати и на одлуке пољопривредника да више инвестирају у производњу.

Ризици остварења пројекције

Ризици који се тичу остварења нове пројекције односе се на кретање премије ризика земље, могућу експанзивнију фискалну политику и кретање цена хране у наредном периоду.

Повећана неизвесност у вези са економским проблемима у појединим земљама зоне евра утицала је на пораст премије ризика у Србији. Та појава карактерише читав регион, будући да је он у великој мери зависан од економских кретања у зони евра. У случају заоштравања кризе, у Србији би могло доћи до раста инфлаторних притисака по основу повећања премије ризика, смањења прилива капитала и, последично, номиналне депрецијације динара. У супротном, пад премије ризика на ниво с краја Т1 2011. могао би утицати на повратак поверења инвеститора у погледу улагања код нас, прилив капитала и апрецијацију динара.

Приближавање републичких и локалних избора ће, као што је то често случај, бити велики изазов за задржавање дефицита буџета у планираном оквиру. Поред тога што би већи буџетски дефицит довео до раста премије ризика земље, импликације на раст цена зависиле би и од начина његовог финансирања (интерно или екстерно задуживање државе, повећање пореског оптерећења), али би, у сваком случају, дошло до раста инфлаторних притисака.

Будући да је половина жетве пољопривредних производа завршена са знатно већим приносима у односу на претходну сезону (а сличне прогнозе се дају и за остатак сезоне), стварају се услови за релативни пад цена пољопривредних производа и мање притиске на раст цена хране, који би могли бити чак и израженији ако се наставе повољни временски услови. С друге стране, и даље постоји могућност да се до краја жетве погоршају временски услови, што би умањило дезинфлаторне ефекте који би могли настати по основу цена хране.

Распон пројекције је благо асиметричан навише због могућег повећања фискалне експанзивности услед приближавања републичких и локалних избора.

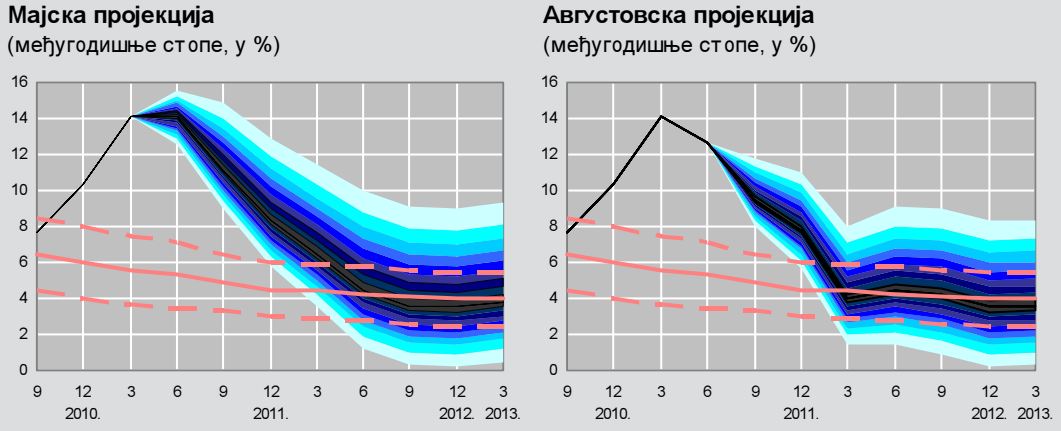
Поређење и остварење пројекција

Августовска пројекција инфлације је у односу на пројекцију из мајског Извештаја о инфлацији нижа у П2 2011. и у П1 2012, док у остатку периода пројекције имају слично кретање.

Дезинфлаторније дејство у новој пројекцији имају цене хране, због пада цена воћа и поврћа, док је инфлаторније деловао раст премије ризика.

Повољне временске прилике у Т2 погодовале су производњи воћа и поврћа и њиховој већој понуди, што је утицало на сезонски неочекиван пад цена ове групе производа у том периоду. Погодни временски услови деловали су и на смањење цена примарних пољопривредних производа на светском тржишту, утичући у већој мери него што се очекивало на смањење трошковних притисака код произвођача прехрамбених производа. Додатни допринос смањењу трошковних притисака дале су и назнаке о успешнијој пољопривредној сезони од прошлогодишње.

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



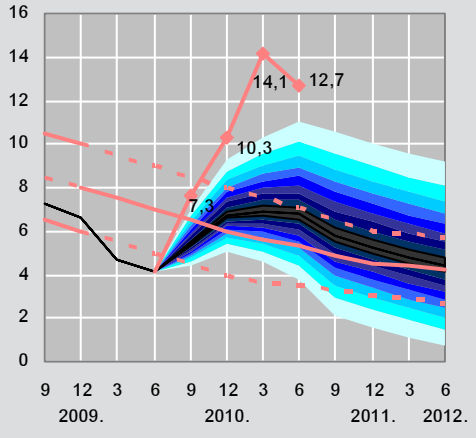
Августовска пројекција инфлације је у односу на пројекцију из мајског Извештаја о инфлацији нижа у П2 2011. и у П1 2012, док у остатку периода пројекције имају слично кретање.

Дужничка криза у појединим чланицама зоне евра утицала је на перцепцију инвеститора у погледу ризика улагања у цео регион југоисточне Европе. Код нас је, као последица тога, дошло до неочекиваног раста премије ризика и номиналне депрецијације динара.

Ипак, дезинфлаторни притисци који потичу од цена хране имали су већи ефекат од инфлаторних притисака по основу номиналне депрецијације, па је стога и нова пројекција инфлације у П2 2011. и П1 2012. нижа од претходне, док су на средњи рок инфлаторни притисци исти.

На крају 2010. и у П1 2011. инфлација је била знатно изнад горње границе пројекције која је објављена у Извештају о инфлацији из августа 2010. Главни фактор који је одредио такво кретање јесте снажан шок цена хране у П2 2010. и на почетку 2011. Раст регулисаних цена у П1 2011. додатно је допринео да цене порасту изван пројектованог распона.

Графикон V.0.4. **Остварење пројекције инфлације из августа 2010.**
(међугодишње стопе, у %)



Инфлација је крајем 2010. и у П1 2011. била изнад горње границе пројектованог нивоа из Извештаја о инфлацији из августа 2010.

Очекивано кретање референтне каматне стопе у наредном периоду

На основу текуће пројекције, а узимајући у обзир ризике, Извршни одбор Народне банке Србије процењује да ће даље кретање референтне каматне стопе зависити од ефеката који могу да проистекну из остварења ризика у појединим развијеним земљама и валутним зонама, као и фискалних ризика у земљи.

Табела А
Индикатори екстерне позиције Србије

	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	I 2011.	II 2011.
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ ЛИКВИДНОСТИ (у %)											
Девизне резерве/увоз робе и услуга (у месецима)	4,1	4,7	3,9	6,1	9,0	7,2	5,2	9,4	8,1	7,7	7,5
Девизне резерве/краткорочни дуг	360,7	535,6	702,2	519,2	941,7	917,5	380,8	528,8	546,4	889,1	1.031,6
Девизне резерве/БДП	13,6	16,4	16,3	24,2	38,7	33,8	25,0	36,7	34,5	33,7	32,8
Отплата дуга/БДП	1,4	2,0	3,9	4,7	7,0	10,1	10,6	11,5	11,8	14,6	11,2
Отплата дуга/извоз робе и услуга	7,0	9,0	16,4	17,7	23,5	33,2	34,0	39,1	34,0	40,4	30,9
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)											
Спољни дуг/БДП	58,7	55,9	49,8	60,1	60,9	60,2	64,6	77,9	82,1	77,0	74,8
Краткорочни дуг/БДП	3,8	3,1	2,3	4,7	4,1	3,7	6,6	6,9	6,3	3,8	3,2
Спољни дуг/извоз робе и услуга	300,9	251,6	211,5	228,9	204,1	197,3	207,6	265,3	236,2	213,0	206,3
ИНДИКАТОРИ ИЗЛОЖЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКОМ РИЗИКУ (у %)											
Девизне резерве/М1	143,3	195,1	220,1	290,3	356,1	306,7	300,4	393,4	416,6	446,7	431,1
Девизне резерве/примарни новац	131,9	167,8	165,5	169,8	179,5	173,8	140,7	190,5	196,4	202,5	209,4
СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ)/БДП	59,3	63,9	73,7	73,6	81,2	85,8	86,8	73,6	86,4	91,8	86,9
МЕМОРАНДУМ: (у милионима евра)											
БДП	16.028	17.306	19.026	20.306	23.305	28.468	32.668	28.883	28.984	7.032	8.032
Спољни дуг	9.402	9.678	9.466	12.196	14.182	17.139	21.088	22.487	23.786	22.672	22.734
Сервисирање спољног дуга	218	348	736	945	1.635	2.885	3.453	3.314	3.403	1.026	898
Девизне резерве НБС	2.186	2.836	3.104	4.921	9.020	9.634	8.162	10.602	10.002	9.919	9.967
Краткорочни дуг	606	529	442	948	958	1.050	2.143	2.005	1.830	1.116	966
Биланс текућих трансакција	-671	-1.347	-2.620	-1.778	-2.356	-5.053	-7.054	-2.084	-2.082	-764	-618
			Нов. 2004.	Јул 2005.	Феб. 2006.	Јун 2007.	Март 2008.	Дец. 2009.		Март 2011.	
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: BB- /стабилан	Standard & Poor's и Fitch: BB-/стабилан	Standard & Poor's: BB /стабилан Fitch: BB-/стабилан	Standard & Poor's: BB /стабилан 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. налази се страница за Републику Србију с подацима из монетарне статистике. За потребе тог извештаја, НБС је своје статистичке извештаје ускладила с међународним статистичким стандардима и методологијом која је, на нивоу ММФ-а, усклађена за све земље. С тим у вези, ускладили смо индикаторе изложености финансијском ризику.
3. Размена са Црном Гором регистрована је према припадајућим трансакцијама од 2003. године.
4. Отплата спољног дуга не укључује превремену отплату дуга.
5. БДП за 2010. годину је процена Народне банке Србије.
6. У складу с *BPM5*, део процењених дознака пребачен је из финансијског у текући биланс.
7. Од 1. јануара 2010. РЗС, према препорукама Канцеларије УН, увео је општи систем трговине, који представља шири концепт и код извоза и увоза. Обухвата сву робу која улази на економску територију земље или је напушта, са изузетком робе која је у транзиту. Упоредиве податке РЗС је објавио за 2007, 2008. и 2009. годину. Претходне године су дате према специјалном систему трговине.
8. Од септембра 2010. измењена је методологија статистике спољног дуга тако да се у спољни дуг јавног сектора укључују обавезе по основу алокације SDR (443,5 млн евра), искоришћене у децембру 2009, као и капитализована камата према Париском клубу поверилаца (86,4 млн евра), док су из спољног дуга приватног сектора искључени кредити закључени пре 20. децембра 2000. по којима се не врше плаћања (875,4 млн евра, од чега се 397 млн евра односи на домаће банке, а 478,4 млн евра на домаћа предузећа).
9. Код података који укључују БДП, за месец април се користи вредност за Т1, а за месеце мај процена БДП-а за Т2.

Табела Б
Основни макроекономски индикатори

	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	I 2011.	II 2011.
Реални раст БДП-а (у %)[8]	4,3	2,5	9,3	5,4	3,6	5,4	3,8	-3,5	1,0	3,4	2,2
Потрошачке цене (у % у односу на исти месец претходне године)[2]	14,8	7,8	13,7	17,7	6,6	11,0	8,6	6,6	10,3	14,1	12,7
Базна инфлација (у % у односу на исти месец претходне године)[2]	4,4	6,1	11,0	14,5	5,9	7,9	10,8	3,6	8,6	13,2	13,6
Девизне резерве НБС (у млн евра)	2.186	2.836	3.104	4.921	9.020	9.634	8.162	10.602	10.002	9.919	9.967
Извоз (у млн евра)[3]	3.125	3.847	4.475	5.330	6.949	8.686	10.157	8.478	10.070	2.583	2.882
- стопа раста у % у односу на претходну годину	16,0	23,1	16,3	19,1	30,4	25,0	16,9	-16,5	18,8	28,5	15,5
Увоз (у млн евра)[3][7]	-6.387	-7.206	-9.543	-9.613	-11.971	-16.016	-18.843	-13.577	-14.838	-3.873	-4.096
- стопа раста у % у односу на претходну годину	27,2	12,8	32,4	0,7	24,5	33,8	17,7	-28,0	9,3	20,5	11,9
Текући рачун платног биланса[4][7]											
(у млн евра)	-671	-1.347	-2.620	-1.778	-2.356	-5.053	-7.054	-2.084	-2.082	-764	-618
у % БДП-а	-4,2	-7,8	-13,8	-8,8	-10,1	-17,7	-21,6	-7,2	-7,2	-10,9	-7,7
Незапосленост по Анкети (у %)[5]	13,3	14,6	18,5	20,8	20,9	18,1	13,6	16,1	19,2	/	22,2
Зараде (просечне за период, у еврима)	152,1	176,9	194,6	210,4	259,5	347,6	358,4	337,9	330,1	338,3	380,9
Републички буџетски дефицит/суфицит (у % БДП-а)[6]	-4,3	-2,6	-0,3	0,3	-1,9	-1,7	-1,7	-3,3	-3,6	-4,2	-5,1
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а)	-1,8	-2,4	0,8	0,9	-1,9	-2,0	-2,5	-4,6	-4,6	-2,9	-5,4
Јавни дуг Републике Србије (спољни + унутрашњи, у % БДП-а)[6]	71,9	63,7	50,9	50,6	40,1	31,8	26,9	34,1	41,9	43,1	43,7
Курс динара према долару (просек у периоду)	64,70	57,56	58,44	66,90	67,01	58,39	55,76	67,47	77,91	75,92	69,41
Курс динара према долару (крај периода)	58,98	54,64	57,94	72,22	59,98	53,73	62,90	66,73	79,28	73,22	70,64
Курс динара према евру (просек у периоду)	60,66	65,13	72,70	83,00	84,10	79,96	81,44	93,95	103,04	103,95	99,80
Курс динара према евру (крај периода)	61,52	68,31	78,89	85,50	79,00	79,24	88,60	95,89	105,50	103,60	102,46
Меморандум											
БДП (у млн евра)	16.028	17.306	19.026	20.306	23.305	28.468	32.668	28.883	28,984[1]	7,032[1]	8,032[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: Министарства финансија РС за јавни дуг и НБС за процењени БДП.

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

[8] У сталним ценама претходне године.

Напомена: Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.

Списак графикона и табела

Графикони

II.0.1.	Индекс монетарних услова	3
II.0.2.	Реални девизни курс и његов тренд	4
II.0.3.	Реална каматна стопа и њен тренд	4
III.0.1.	Кретање цена (тромесечни раст)	5
III.0.2.	Кретање цена (међугодишњи раст)	5
III.0.3.	Базна инфлација по компонентама	6
III.0.4.	Допринос тромесечној стопи раста потрошачких цена	6
III.0.5.	Допринос међугодишњој стопи раста потрошачких цена	7
III.0.6.	Очекивана и циљана инфлација за наредну годину	9
III.0.7.	Краткорочна пројекција инфлације	8
IV.1.1.	Кретање каматних стопа	9
IV.1.2.	Крива приноса на примарном тржишту државних хартија од вредности	9
IV.1.3.	Кретање активних каматних стопа банака на новоодобрене кредите	10
IV.1.4.	Кретање каматних стопа на динарске кредите привреди	10
IV.1.5.	Монетарни агрегати и потрошачке цене	11
IV.1.6.	Допринос расту М3	12
IV.1.7.	Реална потраживања банака по кредитима и директно задуживање предузећа у иностранству	13
IV.1.8.	Доприноси расту пласмана банака	13
IV.1.9.	Реална потраживања банака по кредитима и БДП	14
IV.1.10.	Учешће индексираних и девизних потраживања у укупним потраживањима банака од привреде и становништва	14
IV.2.1.	Кретање курса динара и интервенције НБС на девизном тржишту	15
IV.2.2.	Дневне промене курса динара према евру	16
IV.2.3.	Показатељи премије ризика – EMBI по земљама	16
IV.2.4.	Кретање курсева одређених националних валута према евру	16
IV.2.5.	Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала	17
IV.2.6.	Структура финансијског биланса	17
IV.3.1.	Индекс BELEX 15	21
IV.3.2.	Кретање берзанских индекса у земљама у окружењу	21
IV.4.1.	Раст БДП-а и домаће тражње	22
IV.4.2.	Доприноси међугодишњем расту БДП-а	22
IV.4.3.	Потрошња државе	23
IV.4.4.	Извоз и увоз робе	25
IV.4.5.	Кретање главних компоненти увоза	25
IV.4.6.	Домаћа и увозна инфлација	25
IV.4.7.	Кретање цена нафте и бакра	26
IV.4.8.	Индекс светских цена хране	26
IV.5.1.	Кретање индикатора економске активности	27
IV.5.2.	Допринос међугодишњем расту БДП-а	27
IV.5.3.	Кретање индустријске производње	27
IV.5.4.	Кретање трговине на мало	28
IV.5.5.	Производни јаз	28

IV.6.1. Кретање просечних нето зарада 31
IV.6.2. Кретање продуктивности, бруто реалних зарада и јединичних трошкова рада у индустрији 31
IV.6.3. Незапосленост 32
IV.6.4. Запосленост по секторима 32

IV.7.1. БДП и инфлација у зони евра 33
IV.7.2. Раст БДП-а Србије и најважнијих спољнотрговинских партнера и пројекције 33

V.0.1. Пројектована инфлација 37
V.0.2. Пројекција раста бруто домаћег производа 38
V.0.3. Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације 39
V.0.4. Остварење пројекције инфлације из августа 2010. 39

Табеле

III.0.1. Показатељи раста цена 5
III.0.2. Раст потрошачких цена по компонентама 7

IV.1.1. Монетарни агрегати 11
IV.1.2. Субвенционисани кредити 14

IV.4.1. Индикатори кретања инвестиција 24

V.0.1. Претпоставке пројекције 36

Табела А. Индикатори екстерне позиције Србије 40
Табела Б. Основни макроекономски индикатори 41

Графикони и табеле у освртима

О 1.1. Текући дефицит у % БДП-а 19

О 2.1. Реални раст тромесечног БДП-а 29
О 2.2. Реални раст БДП-а 29
О 2.3. Структура номиналног БДП-а у 2010. години 29

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

2010. година

Датум	Референтна каматна стопа (на годишњем нивоу, у %)	Промена (у базним поенима)
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
5. август	8,50	+50
19. август	8,50	0
7. септембар	9,00	+50
14. октобар	9,50	+50
11. новембар	10,50	+100
9. децембар	11,50	+100

2011. година

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

* 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 Монетарног одбора Народне банке Србије.

Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије

Саопштење са седнице Извршног одбора, 12. мај 2011.

Након разматрања актуелних економских кретања и мајске пројекције инфлације, Извршни одбор Народне банке Србије је на данашњој седници одлучио да референтну каматну стопу задржи на нивоу од 12,5 одсто.

Инфлација ће свој максимум достићи у априлу или у мају, а затим ће почети да опада ка циљу, да би се у границама дозвољеног одступања од циља нашла у првој половини 2012. године. Инфлација ће опадати пре свега по основу слабљења трошковних притисака на раст цена хране у случају уобичајено добре пољопривредне сезоне, као и ниске агрегатне тражње.

Извршни одбор је оценио да је референтна каматна стопа при врху или на врху тренутног циклуса. Међутим, постојећи инфлаторни притисци захтевају да се у наредном периоду врло опрезно смањује степен рестриктивности монетарне политике, узимајући у обзир све расположиве инструменте монетарног регулисања.

На данашњој седници, Извршни одбор је усвојио и Извештај о инфлацији – мај 2011. године. Он ће бити објављен 18. маја, за када је заказана његова јавна презентација.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће се донети одлука о референтној каматној стопи одржаће се 9. јуна 2011. године.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 9. јун 2011.

Након разматрања актуелних економских кретања, Извршни одбор Народне банке Србије је на данашњој седници одлучио да референтну каматну стопу смањи за 50 базних поена, на ниво од 12 одсто.

Извршни одбор је оценио да је највиши ниво инфлације иза нас и да ће инфлација у наредном периоду опадати.

Опадање инфлације ће у највећој мери бити резултат слабљења трошковних притисака на раст цена хране у случају уобичајено добре пољопривредне сезоне, као и ниске агрегатне тражње и предузетих мера монетарне политике.

Извршни Одбор процењује да је смањење референтне каматне стопе неопходно како би се инфлација на средњи рок стабилизовала око циља.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће се донети одлука о референтној каматној стопи одржаће се 7. јула 2011. године.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 7. јул 2011.

Након разматрања актуелних економских кретања, Извршни одбор Народне банке Србије је на данашњој седници одлучио да референтну каматну стопу смањи за 0,25 процентних поена, тако да она од данас износи 11,75 одсто.

Извршни одбор оцењује да инфлациони притисци по основу цена хране настављају наглашенији пад, уз могућност да у наредном периоду, с наступањем нове пољопривредне сезоне, цене хране имају негативан утицај на инфлацију. При томе, пад цена пшенице и кукуруза на светским тржиштима још се није у потпуности прелио на домаће тржиште, али се то очекује, што ће такође смањити трошковне притиске на цене хране.

Дезинфлациони утицај агрегатне тражње је и даље наглашен, а инфлациона очекивања постепено јењавају и последњих месеци су у доњем опсегу пројекције Народне банке Србије из мајског Извештаја о инфлацији. Даља динамика снижавања референтне каматне стопе зависиће од остваривања ризика, поготово у области фискалне политике.

Оцењујући да ће у наредном периоду преовлађивати дезинфлаторни притисци, Извршни одбор је одлучио да референтну каматну стопу смањи за 0,25 процентних поена, да би се у првом полугодишту наредне године инфлација, без већих осцилација, приближила циљу.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће се донети одлука о референтној каматној стопи одржаће се 11. августа 2011. 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