



Народна банка Србије

2012
август

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

2012
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 9. августа 2012. године.

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

Извршни одбор Народне банке Србије:

Јоргованка Табаковић, гувернер

Ана Глигоријевић, вицегувернер

Бојан Марковић, вицегувернер

Диана Драгутиновић, вицегувернер

Мира Ерић Јовић, вицегувернер

**СКРАЋЕНИЦЕ КОРИШЋЕНЕ
У ОВОМ ИЗВЕШТАЈУ**

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

Не наводе се друге општепознате скраћенице.

Садржај

I. Резиме	1
II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији	5
<i>Осврт 1: Регулисање ликвидности банкарског сектора у наредном периоду</i>	8
III. Кретање инфлације	11
<i>Осврт 2: Оцена кредибилитета монетарне политике Народне банке Србије</i>	16
IV. Детерминанте инфлације	19
1. Кретања на тржишту новца и капитала и кредити банака	19
2. Кретања на девизном тржишту и курс динара	26
3. Агрегатна тражња	29
4. Економска активност	33
<i>Осврт 3: Утицај лоше пољопривредне сезоне на БДП и инфлацију у Србији</i>	35
5. Кретања на тржишту рада	37
6. Међународно окружење	39
V. Пројекција инфлације	43
Табела А. Индикатори екстерне позиције Србије	50
Табела Б. Основни макроекономски индикатори	51
Списак графикана и табела	52
Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе	54
Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије	55

I. Резиме

Међугодишња инфлација се током првог полугодишта кретала у границама дозвољеног одступања од циља, изузев у априлу, када је била незнатно испод доње границе дозвољеног одступања од циља.

Инфлациона очекивања су у мају била на најнижем нивоу од када се анкете спроводе, али су од јуна у порасту.

Процењујемо да је бруто домаћи производ у другом тромесечју остварио незнатан раст.

Изгледи у погледу економског раста зоне евра су негативни за 2012. годину, а очекивања раста за наредну годину су ревидирана наниже.

Премија ризика земаља региона је током другог тромесечја била у порасту, али је тај раст био најизраженији за Србију.

У складу са очекивањима изнетим у мајском Извештају о инфлацији, међугодишња инфлација је у априлу 2012. забележила минимум (2,7%), спустивши се незнатно испод доње границе дозвољеног одступања од циља. У наставку тромесечја уследило је њено повећање, као и нешто брже од очекиваног приближавање горњој граници циља – у јуну на ниво од 5,5%. Инфлација је у другом тромесечју износила 3,1% и њен раст је био опредељен пре свега растом цена непрерађене хране и цена производа и услуга с високом увозном компонентом.

Инфлациона очекивања финансијског сектора за наредну годину дана су у мају била на најнижем нивоу од када се прате и унутар граница дозвољеног одступања од циља. Ипак, од јуна су у порасту код свих сектора, уз повећану дисперзију, што је одраз веће неизвесности код тржишних субјеката у погледу будућих економских кретања.

Раст бруто домаћег производа од 0,6% десезонирано остварен након четири тромесечја узастопног пада резултат је опоравка индустријске производње (3,8% десезонирано) након њеног пада у првом тромесечју, због изразито неповољних временских прилика у фебруару. Државна потрошња и инвестиције и нето извоз дали су позитиван допринос расту бруто домаћег производа. С друге стране, приватне инвестиције и потрошња домаћинства биле су у паду.

Зона евра наставља да се суочава са изазовима. Неизвесност у погледу даљег тока кризе јавног дуга још је присутна, а чини се да изостаје трајно решење које би омогућило свођење јавних финансија у одрживе оквире. Рецесионе тенденције су настављене и незапосленост је на највишем нивоу од формирања монетарне уније. Иако је раст немачке привреде помогао да зона евра не уђе у рецесију у првом тромесечју, за друго тромесечје су прогнозирани негативни изгледи и економског раста Немачке. Очекивања привредног раста зоне евра, према последњој прогнози Међународног монетарног фонда, нису мењана за 2012, али су за 2013. ревидирана наниже.

Премија ризика земаља региона (мерена ЕМБИ) на крају другог тромесечја виша је у односу на крај првог тромесечја. Највећи раст је забележен у мају

због повећане неизвесности око кризе јавног дуга у Грчкој. Од јуна су премије ризика осталих земаља у региону у паду, а ЕМБИ за Србију је наставио раст по основу повећане фискалне неизвесности.

Депрецијацијски притисци су настављени током другог тромесечја.

Кретања на девизном тржишту у другом тромесечју обележили су депрецијацијски притисци. Они су у највећој мери били последица несклада између понуде и тражње за девизама, првенствено због уздржаности инвеститора за улагања у Србију, као и повећаног трошења државе. Депрецијацијски притисци су у јуну ублажени. Томе су допринели измена регулативе о обавезној резерви банака и повећање референтне каматне стопе. Захваљујући тим мерама Народна банка Србије није интервенисала на девизном тржишту месец и по дана.

Фискална политика је и у току другог тромесечја задржала експанзиван карактер.

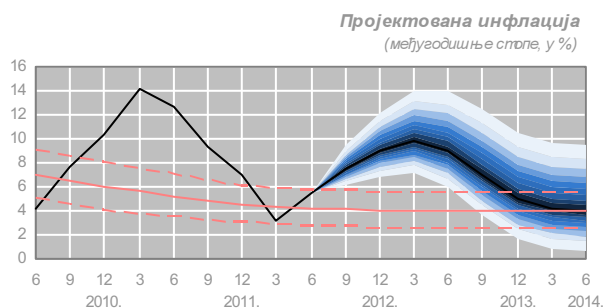
Фискална политика је током другог тромесечја имала изразито експанзиван карактер. Процењујемо да је за првих шест месеци консолидовани дефицит буџета износио око 110 милијарди динара, што чини више од 70% дефицита планираног за 2012. годину. Иако је овај фискални стимуланс позитивно утицао на бруто домаћи производ у другом тромесечју, инвеститори се због повећане фискалне неизвесности уздржавају од улагања у Србију.

Народна банка Србије је на раст инфлаторних притисака реаговала повећањем референтне каматне стопе.

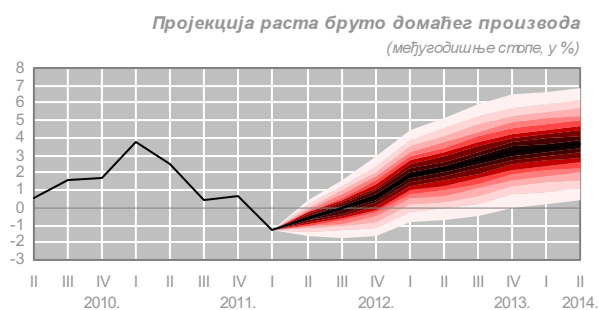
Процењујући да су инфлаторни притисци већи него што је то претпостављала мајска пројекција инфлације, Извршни одбор Народне банке Србије је од јуна повећао референтну каматну стопу за укупно 100 базних поена. Извршни одбор је притом имао у виду пре свега веће инфлаторне притиске по основу раста увозних цена, цена хране и регулисаних цена, као и чињеницу да је и даље присутна неизвесност у погледу фискалне консолидације и спровођења структурних реформи. С обзиром на пад ликвидности банака, којем су допринеле измене регулативе у погледу обавезне резерве банака и интервенције Народне банке Србије на међубанкарском девизном тржишту од почетка 2012. године, главне операције на отвореном тржишту у наредном периоду биће репо трансакције креирања ликвидности.

Раст цена примарних пољопривредних производа неповољно ће се одразити и на инфлацију и на економску активност.

Актуелан раст цена примарних пољопривредних производа на светским берзама, у околностима високе волатилности цена хране на домаћем тржишту и дуготрајне суше, одразиће се и на раст домаћих цена хране у наредном периоду. То ће, уз раст увозних и регулисаних цена, као и ефекат ниске прошлогодишње базе, условити умерен пораст међугодишње инфлације и, по свему судећи, током



У 2012. години очекујемо пад економске активности од 0,5% и раст у наредној години од 2,5%.



Кретање референтне каматне стопе у наредном периоду ће зависити од фискалне политике, ефеката пољопривредног шока и развоја ситуације у међународном окружењу.

трећег тромесечја међугодишња инфлација ће се наћи изнад горње границе дозвољеног одступања од циља. Она ће наставити да расте у наредном периоду и у првом полугодишту 2013. године требало би да достигне максимум. Након тога ће уследити њен пад, а повратак у границе дозвољеног одступања од циља очекује се до краја 2013. године. Ниска агрегатна тражња остаје главни фактор који ће успоравати раст цена у средњем року.

За разлику од мајске пројекције, пројекцију раста бруто домаћег производа за ову годину кориговали смо са 0,5% на -0,5%, пре свега због лошијих резултата пољопривредне производње од очекиваних. Такође, због ниже процене бруто домаћег производа у зони евра за наредну годину, кориговали смо наниже и нашу оцену раста бруто домаћег производа за 2013, са 3,0% на 2,5%. Највећи допринос његовом расту, као и до сада, очекујемо по основу нето извоза.

Кретање референтне каматне стопе у наредном периоду ће зависити првенствено од динамике и јачине фискалне консолидације, уз наставак аранжмана с Међународним монетарним фондом, као и од кретања цена хране и њиховог утицаја на инфлациона очекивања. Одређени ризици односе се и на развој ситуације у међународном окружењу.

II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији

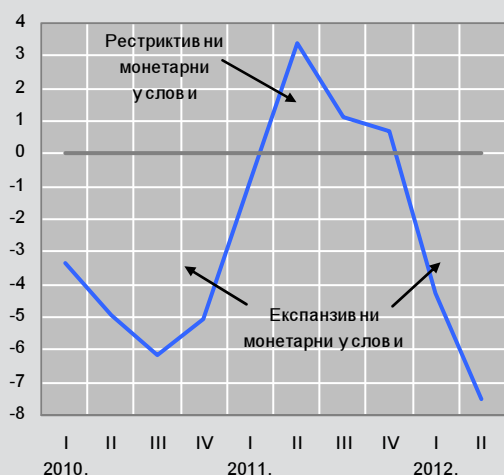
Имајући у виду пројекцију инфлације и раст инфлаторних притисака, Извршни одбор Народне банке Србије је у јуну започео циклус повећања референтне каматне стопе.

Анализе које су биле основа за одлучивање Извршног одбора Народне банке Србије на седници у јуну 2012. указивале су на нешто веће инфлаторне притиске од претпостављених у пројекцији инфлације у мајском Извештају о инфлацији. Пре свега, већи су били депрецијацијски притисци због замрзавања аранжмана с ММФ-ом, високог буџетског дефицита, ниског прилива капитала и уздржаности страних инвеститора према улагањима у условима неизвесности како у земљи – у погледу брзине формирања владе и фискалне консолидације, тако и у иностранству – у погледу разрешења дужничке кризе

у зони евра. Распољиви подаци о кретањима у буџету указивали су на неочекивано висока одступања од планираних оквира. Такође, појавиле су се назнаке да би, због неповољних временских прилика, приноси у пољопривредној производњи могли бити нижи од очекиваних.

С друге стране, успорен опоравак економске активности налагао је опрезност при доношењу одлука о висини референтне каматне стопе. Процењено је да ће, након пада у Т1, у наредном периоду БДП благо расти, пре свега по основу раста нето извоза и, у мањој мери, раста финалне потрошње. Раст извоза се очекивао по основу завршетка инвестиционог циклуса и покретања производње у извозно оријентисаним гранама, пре свега аутомобилској индустрији, чији би први ефекти

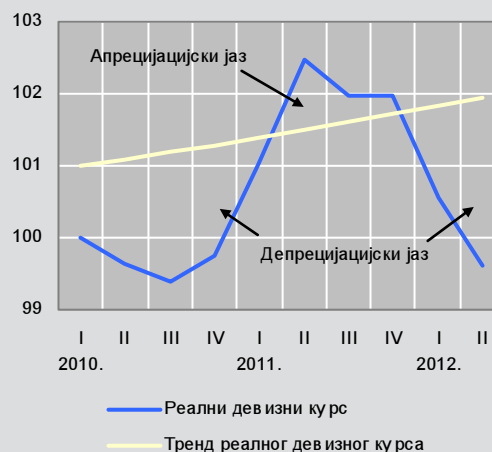
Графикон II.0.1. Индекс монетарних услова (у %)



Извор: НБС.

Експанзивност монетарне политике додатно је повећана у Т2.

Графикон II.0.2. Реални девизни курс и његов тренд (базни индекс, Т1 2010 = 100)



Извор: НБС.

Депрецијацијски јаз реалног девизног курса је у Т2 проширен.

требало да се испоље у П2 2012, а у пуној мери током 2013. године. У складу с тим, дезинфлаторни притисци по основу агрегатне тражње ће постепено слабити.

Имајући све то у виду, као и да нас у П2 очекује раст регулисаних цена, Извршни одбор је на седници у јуну одлучио да референтну каматну стопу повећа са 9,5% на 10,0%. Притом је истакао да ће степен рестриктивности монетарне политике у наредном периоду кључно зависити од динамике доношења, јачине и примене програма фискалне консолидације, уз наставак аранжмана с ММФ-ом.

На седници у јулу, Извршни одбор је референтну каматну стопу повећао за 25 б.п. (на 10,25%). На такву одлуку утицала је и чињеница да се ИПЦ по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета, као индикатор базе инфлације, која је релевантна за монетарну политику, у јуну, практично први пут од увођења режима циљане инфлације (2009. године), нашао изнад горње границе дозвољеног одступања од циља. Раст ових цена био је опредељен пре свега кретањем цена увозних производа и услуга. Одлука о повећању референтне каматне стопе донета је како би се спречило преливање раста цена пољопривредних

производа и регулисаних цена на инфлациона очекивања и допринело макроекономској стабилизацији. Извршни одбор је поновио да ће степен рестриктивности монетарне политике у наредном периоду кључно зависити од кретања у области фискалне политике, тј. динамике доношења, јачине и примене програма фискалне консолидације, уз наставак аранжмана с ММФ-ом.

Да би смањио инфлаторне притиске и превентивно деловао на инфлациона очекивања, Извршни одбор је на седници у августу повећао референтну каматну стопу за 25 б.п., на 10,5%.

Ради подршке финансијској стабилности, у јуну је измењена Одлука о обавезној резерви банака код Народне банке Србије, и то: 1) повећана је стопа обавезне резерве на динарске обавезе индексиране девизном клаузулом на 50% за све рочности; 2) постојеће стопе девизне обавезне резерве на остале изворе нису мењане, али је повећано учешће динарског дела издвајања девизне обавезне резерве са 20% на 27% на изворе рочности до две године и са 15% на 19% на изворе рочности преко две године. Те мере требало би да допринесу стабилизацији кретања на девизном тржишту, да умање разлику између трошка задуживања у динарима и девизама и додатно подстакну дугорочно финансирање у наредном периоду.

Да би обезбедила несметано функционисање девизног тржишта и ублажила прекомерну дневну осцилацију курса динара, Народна банка Србије је интервенисала на МДТ-у и од почетка године до краја јула продала око 1,3 млрд евра.

Узимајући у обзир пад ликвидности банака, којем су допринеле измене регулативе о обавезној резерви банака и интервенције Народне банке Србије на МДТ-у од почетка ове године, Извршни одбор је у јулу донео и одлуку којом су репо трансакције куповине ХоВ утврђене као главне операције на отвореном тржишту. Као флексибилан и најчешће коришћен инструмент централних банака за постизање циљева монетарне политике, оне би требало да омогуће обезбеђење ликвидности банкама.¹

Кретање индекса реалних монетарних услова указује да је у Т2 повећан степен експанзивности монетарне политике. На то је утицало проширење

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



Извор: НБС.

Након годину дана, реална каматна стопа је у Т2 била изнад свог неутралног нивоа.

¹ Видети Осврт 1, стр. 8.

депрецијацијског јаза реалног девизног курса. Друга компонента овог индекса, реална каматна стопа, била је изнад свог неутралног нивоа (тренда).

Депрецијацијски јаз реалног девизног курса, који је у Т1 отворен, проширен је у Т2 због веће просечне номиналне депрецијације динара према еврџ од разлике између домаће инфлације и инфлације у зони евра.

Реална двонедељна каматна стопа BELIBOR је била изнад свог неутралног нивоа за око 20 б.п. Реална каматна стопа BELIBOR је у Т2 повећана с обзиром на то да је њен номинални просечни тромесечни раст био бржи од раста инфлационих очекивања. Истовремено, тренд реалне каматне стопе је смањен због пада премије ризика земље, као и наставка смањења тренда реалних каматних стопа на иностраном тржишту новца.

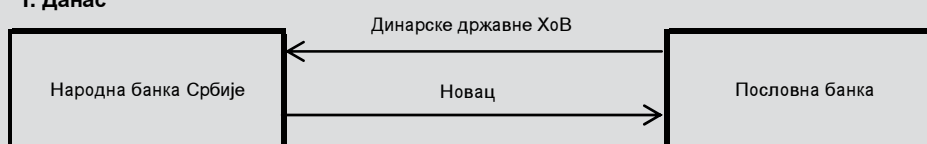
Осврт 1: Регулисање ликвидности банкарског сектора у наредном периоду

С обзиром на пад ликвидности банака, којем су допринеле измене регулативе у погледу обавезне резерве банака и интервенције Народне банке Србије на МДТ-у од почетка 2012. године, главне операције на отвореном тржишту у наредном периоду више неће бити репо трансакције продаје (повлачења ликвидности) већ репо трансакције куповине ХоВ (креирања ликвидности).¹ Оне су флексибилан и најчешће коришћен инструмент централних банака за постизање циљева монетарне политике.

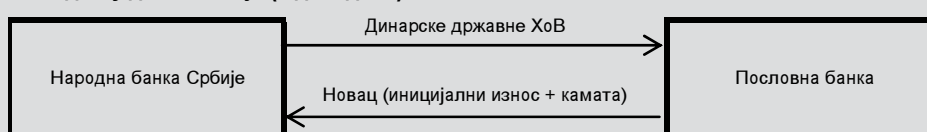
Уместо да повлачи ликвидност од банака уз колатерал као до сада, Народна банка Србије ће обезбеђивати банкама ликвидност уз колатерал. На тај начин ће привремено повећавати резерве банака како би се умањило варирање њиховог нивоа до којег долази због утицаја аутономних фактора² који су по правилу променљиви. Комбинују се у суштини две трансакције: прва, у којој Народна банка Србије пословним банкама обезбеђује новац купујући од њих ХоВ високог квалитета (динарске државне ХоВ) и друга, у којој банке поменуте ХоВ откупљују након недељу дана по одређеној цени, тј. враћају узети новац уз камату. Камата осцилира и тиме одражава трошкове позајмљивања краткорочних средстава. Аукције се организују, по правилу, једном недељно према унапред утврђеном календару.

Графикон О.1.1. Репо трансакције куповине ХоВ

1. Данас



2. Недељу дана касније (5 до 9 дана)



Новину не представља само промена главних операција у смеру обезбеђења ликвидности већ и спровођење аукција по методи варијабилне вишеструке каматне стопе, и то са утврђеном најнижом каматном стопом коју понуда банке може да садржи да би била примљена у обраду. Та каматна стопа је референтна каматна стопа Народне банке Србије, коју Извршни одбор утврђује на исти начин као и до сада. Она ефикасно сигнализира карактер монетарне политике и представља доњу границу за каматне стопе у главним операцијама. Народна банка Србије распоређује одређени износ ликвидности у зависности од текуће ликвидности и прогнозе ликвидности. Полазећи од понуда банака с највишом каматном стопом које се сматрају приоритетним, жељена количина ликвидности се распоређује све док се у потпуности не распореди или више не преостане понуда банака које су примљене у обраду. Најнижа каматна стопа по којој је распоређена ликвидност (гранична каматна стопа) у првом случају је виша, док је у другом случају једнака референтној каматној стопи.

¹ Одлука о утврђивању главних операција на отвореном тржишту, „Службени гласник РС“, бр. 67/2012.

² Аутономни фактори су фактори који нису под директним утицајем Народне банке Србије и представљају промену ликвидности банкарског сектора по основу промене депозита државе код Народне банке Србије, готовог новца у оптицају и девизних трансакција Народне банке Србије с државом.

Резултати до сада одржаних аукција репо трансакција куповине ХоВ (сваке среде, од 18. јула 2012)³ показују да су се банке прилагодиле моделу нових главних операција. На аукцијама су учествовале у просеку четири банке, а њихова укупна понуда, тј. тражња за ликвидношћу, била је нешто већа од износа који је Народна банка Србије одредила да алоцира. На последњој одржаној аукцији (8. августа) гранична каматна стопа је била једнака референтној каматној стопи.

Промена главних операција на отвореном тржишту у смеру обезбеђења ликвидности, као и скраћење рочности трансакција с две недеље на једну недељу, стимулисаће банке да активније управљају својом ликвидношћу. Такође, промена главних операција на отвореном тржишту требало би да допринесе атрактивности улагања у државне ХоВ, као и унапређењу процеса динаризиције, будући да су динарске државне ХоВ једине ХоВ које се прихватају као колатерал. Поред тога, предвиђено је различито умањење номиналне вредности (*haircut*) у зависности од њихове врсте и преостале рочности,⁴ што ће допринети ефикасном утицају не само на краткорочне већ и на дугорочне каматне стопе. Такође, промена главних операција на отвореном тржишту може стимулисати развој других финансијских инструмената и допринети ефикасној алокацији капитала на финансијском тржишту.

³ Извештаји са аукција објављују се на веб-сајту Народне банке Србије: http://www.nbs.rs/internet/cirilica/33/33_5/oot/index.html.

⁴ Одлука о утврђивање процента умањења/увећања номиналне вредности хартија од вредности, веб-сајт Народне банке Србије: http://www.nbs.rs/internet/cirilica/20/index_mon.html.

III. Кретање инфлације

Међугодишња инфлација се током П1 кретала у границама дозвољеног одступања од циља, изузев у априлу, када је била незнатно испод доње границе дозвољеног одступања. Пад мг. инфлације започет у мају претходне године настављен је до априла, а након тога је уследио постепен раст, највише по основу раста цена хране.

Очекујемо да ће инфлација у Т3 наставити да расте и да ће се мг. инфлација током тог периода наћи изнад горње границе дозвољеног одступања од циља.

Кретање инфлације у Т2

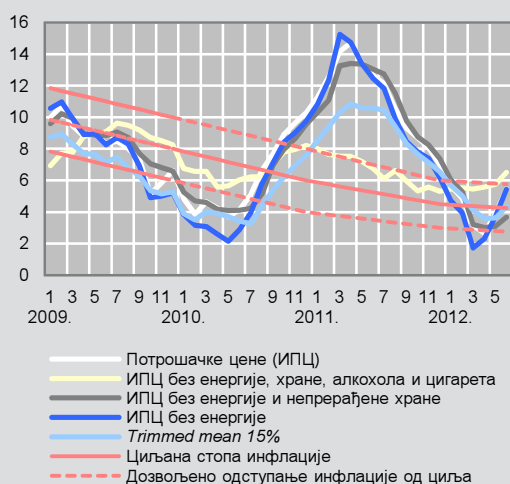
У Т2 је остварена инфлација од 3,1%. Раст потрошачких цена у највећој мери је последица раста цена непрерађене хране и производа чије су цене везане за кретање курса динара.

Пад инфлације забележен у претходној години дана настављен је у априлу, када се мг. инфлација спустила на најнижи историјски упоредиви ниво – на 2,7%. У мају и јуну уследио је њен раст и крајем Т2 мг.

инфлација је износила 5,5%, чиме се приближила горњој граници дозвољеног одступања од циља (5,75%). Од априла до јуна повећана је за 2,8 п.п., у највећој мери по основу раста цена хране (допринос 2,5 п.п.).

Потрошачке цене су у Т2 повећане за 3,1%, што је било изнад очекивања изнетих у претходном Извештају о инфлацији. Томе је највише допринео већи раст цена непрерађене хране и цена производа и услуга с високим учешћем увозне компоненте.

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



Извор: РЗС и НБС.

Пад мг. инфлације је заустављен у априлу. Крајем Т2 инфлација се приближила горњој граници дозвољеног одступања од циља.

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

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

Извор: РЗС и НБС.

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



Извор: РЗС и НБС.

Цене хране и безалкохолних пића убрзале су тримесечни раст у Т2.

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



Извор: РЗС и НБС.

Највећи допринос расту потрошачких цена у Т2 дале су цене непрерађене хране.

Цене хране и безалкохолних пића оствариле су раст од 5,8%, готово у целини због раста цена непрерађене хране (14,7%). У оквиру те групе цена, највећи допринос расту дали су поврће, воће и свеже месо. Виши раст цена воћа и поврћа од уобичајеног за тримесечје последица је неповољних временских прилика. Због високих температура и суше, ове цене су у јуну имале нижи пад од сезонски уобичајеног. Цена меса је повећана због раста трошковних притисака по основу раста цена сточне хране и повећања увозних цена.

Цене прерађене хране су у Т2 повећане за 1,0%, пре свега због раста цена уља од сунцокрета и прерађевина од меса.

Цене индустријских производа без хране и енергије повећане су за 1,7%. У оквиру њих, највећи раст су забележиле цене путничких аутомобила и производа кућне хемије.

У оквиру групе енергије, највеће повећање имале су цене горива и мазива. И поред пада светских цена нафте, депресијација динара је утицала на повећање цена нафтних деривата (1,5%).

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

	IX 2011. IX 2010.	XII 2011. XII 2010.	III 2012. III 2011.	VI 2012. VI 2011.
Потрошачке цене	9,3	7,0	3,2	5,5
Цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште	12,3	9,7	5,9	3,4
Цене произвођача пољопривредних производа	11,6	3,0	0,9	5,6*
Цене елемената и материјала за уграђивање у грађевинарству	0,2	0,5	0,8	2,3

* Мај на мај.
Извор: РЗС и НБС.

Цене услуга у Т2 повећане су за 2,4%. Највећи раст у оквиру ове категорије забележиле су цене туристичких пакет-аранжмана (20,5%) због укључивања у обрачун цена летњих аранжмана. Расту тих цена, као и цена закупа стана, допринела је и

Краткорочна пројекција инфлације

Очекујемо наставак раста м.г. инфлације у Т3 и њено кретање изнад горње границе дозвољеног одступања од циља.

Међугодишња инфлација ће наставити да расте и највероватније у јулу ће се наћи изнад горње границе дозвољеног одступања од циља. Процена је да ће се такав тренд наставити и у наредним месецима, пре свега по основу раста увозних цена и цена хране, али и ниских месечних стопа инфлације из П2 2011. године.

Посматрано на тромесечном нивоу, очекује се да ће раст цена у Т3 бити нижи него у Т2. На то ће највише утицати пад цена сезонског воћа и поврћа. Тај пад ће бити мањи од сезонски уобичајеног због високих температура и суше.

У Т3 се очекује већи допринос раста цена прерађене хране укупној инфлацији него у Т2. Те цене могле би да убрзају раст по основу повећаних трошковних притисака, пре свега због пораста цена примарних пољопривредних производа.

Највећи допринос расту инфлације у Т3 потицаће од раста цена индустријских производа без хране, првенствено по основу раста увозних цена.

Очекујемо да ће цене услуга имати раст и допринос укупној инфлацији приближно као у Т2.

У оквиру групе енергије очекујемо незнатно већи раст цена у поређењу с Т2, имајући у виду прогнозе стабилног кретања цене нафте.

У Т3 се очекује нешто већи раст регулисаних цена. У јулу су порасле цене цигарета због повећања акциза, раста цена увозних компоненти и трошкова сировина. Очекује се и пораст цене лекова и стамбено-комуналних услуга.

Раст ИПЦ-а искључујући цене енергије, хране, алкохола и цигарета требало би да у Т3 буде на приближном нивоу као у Т2, пре свега услед преношења на цене ефеката депрецијације динара из претходног периода.

Ризици остварења краткорочне пројекције односе се на неизвесност око ефеката неповољних временских прилика на цене пољопривредних производа, карактера фискалне политике и кретања у међународном окружењу.

Инфлациона очекивања

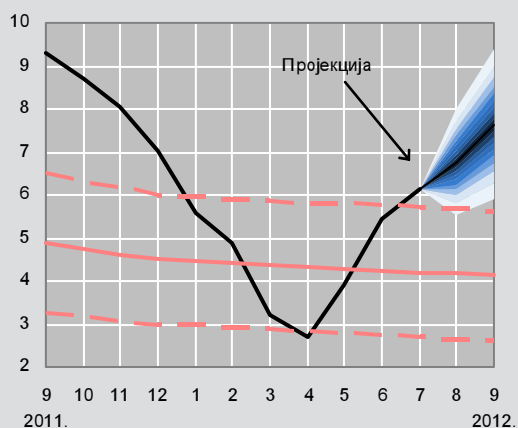
Инфлациона очекивања економских субјеката су у мају била на најнижим нивоима од када се анкете спроводе, али су у јуну почела да расту.

Смањивање инфлационих очекивања настављено је до маја код свих сектора и она су у том месецу била на најнижем нивоу од када се анкете спроводе. Инфлациона очекивања свих сектора за 12 месеци унапред су тада, и према анкети агенције Блумберг и агенције Ипсос, први пут била у границама дозвољеног одступања од циља. Упоредо с падом инфлационих очекивања дошло је до повећања њихове дисперзије, што се може довести у везу с неизвесношћу у погледу динамике формирања Владе и доношења, јачине и имплементације програма фискалне консолидације. Инфлациона очекивања свих сектора су од јуна почела да расту.

Према резултатима анкете агенције Блумберг, у априлу су инфлациона очекивања **финансијског сектора** привремено повећана на 6,2%, а потом у мају смањена на 5,5%. Инфлациона очекивања финансијског сектора у јуну су повећана на 6,0% и на том нивоу су, уз смањену дисперзију, остала у јулу. Њихов раст је настављен у августу на 6,3%.

Графикон III.0.6. Краткорочна пројекција инфлације

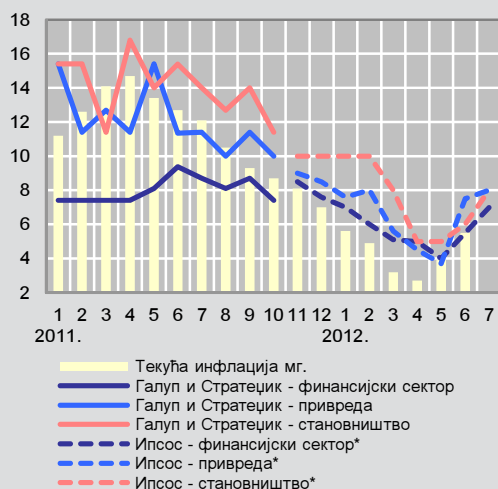
(м.г. стопе, у %)



Извор: НБС.

Инфлација ће наставити да расте и до краја Т3 њене вредности биће изнад горње границе дозвољеног одступања од циља.

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



* Агенција Ипсос од новембра 2011.

Извор: Галуп и Стратеџик, Ипсос и НБС.

Након смањења у мају на најниже нивое од када се спроводе анкете, инфлациона очекивања свих сектора су повећана.

Графикон III.0.8. Очекивана и циљана инфлација 12 месеци унапред – финансијски сектор (мг. стопе, у %)



Извор: Блумберг и НБС.

Последњих неколико месеци повећана је дисперзија инфлационих очекивања финансијског сектора.

Резултати анкете коју спроводи агенција Ипсос показују да је у прва два месеца Т2 код свих сектора настављен пад инфлационих очекивања, а да је у јуну дошло до њиховог раста. Представници **финансијског сектора** су у априлу и мају своја очекивања наставили да коригују наниже, на 5,0% и 4,0%, респективно. Тиме су се очекивања овог сектора спустила на ниво циљане стопе инфлације. Међутим, у јуну су повећана на ниво горње границе дозвољеног одступања од циља (5,5%).

На најнижи ниво од свих сектора коригована су у мају инфлациона очекивања **привреде** (3,7%), али су

наредног месеца повећана (7,5%). Инфлациона очекивања **становништва**, која су обично виша од очекивања других сектора, смањена су у априлу (за 3,0 п.п., на 5,0%) и наредног месеца се нису мењала. У јуну је дошло до њиховог раста на 6,0%. Инфлациона очекивања **синдиката**, након пада до нивоа циљане стопе инфлације у мају (4,0%), имала су у јуну најизраженији раст од свих сектора, на 10,0%.

У јулу је настављен раст инфлационих очекивања свих сектора, осим синдиката: финансијског сектора на 7,0% и привреде и становништва на 8,0%.

Осврт 2: Оцена кредибилитета монетарне политике Народне банке Србије

У својим обраћањима јавности Народна банка Србије је више пута наводила да на ценовне шокове на страни понуде, попут нафтног и пољопривредног шока или повећања стопе ПДВ-а, монетарна политика не треба да реагује. Ти шокови су, по својој природи, привременог карактера и није могуће спречити раст цена производа и услуга који су директно њима погођени. Али, монетарна политика треба да реагује уколико постоји ризик да се раст тих цена, преко раста инфлационих очекивања, прелије на остале цене. У пракси, степен реакције монетарне политике зависи од тога колико је централна банка кредибилна. Потпуно кредибилне централне банке на поменуте шокове углавном не реагују, већ само интензивнијом комуникацијом с јавношћу настоје да објасне да су шокови привременог карактера и да ће се њихови ефекти исцрпити у кратком року. Међутим, банке које не уживају потпуни кредибилитет морају, у том случају, да реагују и заостравањем монетарне политике.

Испитивање везе инфлационих очекивања и инфлационог циља представља један од начина да се кредибилитет монетарне политике емпиријски оцени. Имајући то у виду, економетријски смо оценили везу инфлационих очекивања и инфлационог циља за период од када Народна банка Србије спроводи режим имплицитног таргетирања инфлације до данас. Претпостављено је да се инфлациона очекивања за наредну годину дана формирају на бази текуће мг. инфлације, ануализоване пројекције инфлације за наредно тромесечје, али и циљане стопе инфлације за наредну годину дана, уважавајући одређени степен инерције у кретању инфлационих очекивања.

На бази серија података датих на тромесечном нивоу оценили смо следећу једначину:

$$O_t = C_3 \cdot [C_1 O_{t-1} + ((1 - C_1) \cdot (C_2 \pi_t + (1 - C_2) \cdot r_{t+1}))] + (1 - C_3) \cdot \pi_{t+4}$$

где су: O_t инфлациона очекивања финансијског сектора за наредну годину дана, π_t мг. инфлација, r_{t+1} очекивана инфлација за наредно тромесечје подигнута на годишњи ниво и π_{t+4} циљана стопа инфлације за наредну годину дана.

Резултати оцењивања заједно са статистичким својствима добијених оцена приказани су у следећој табели:

Табела О.2.1. Резултати економетријске оцене везе инфлационих очекивања и циљане стопе инфлације

	Коефицијент	Ст. грешка	t статистика	p вредност
C_3	0,845	0,05	17,387	0,000
C_1	0,688	0,06	13,362	0,000
C_2	0,905	0,09	9,973	0,000

$$\bar{R}^2 = 0,92 ; DW = 1,69$$

На основу резултата приказаних у табели, оцењена једначина инфлационих очекивања гласи:

$$O_t = 0,845 \cdot [0,688 O_{t-1} + ((1 - 0,688) \cdot (0,905 \pi_t + (1 - 0,905) \cdot r_{t+1}))] + (1 - 0,845) \cdot \pi_{t+4}$$

Оцењени коефицијент уз циљану стопу инфлације износи 0,15, што сугерише да кредибилитет Народне банке Србије износи 15%. То указује да тржишни субјекти, када формирају сопствена очекивања, имају у виду и циљ који Народна банка Србије жели да постигне. Веза поменутих променљивих оцењена је и на бази месечних серија података за два потперода (од марта 2007. до краја 2009. и од почетка 2010. године до јуна 2012. године) да би се утврдило да ли је кредибилитет монетарне политике јачао или слабио током примене

режима инфлационог таргетирања. Оцењени коефицијент уз инфлациони циљ за период од марта 2007. до краја 2009. године износи 12%, а за период од почетка 2010. до јуна 2012. године 32%.

Резултати анализе упућују на то да је у новијем периоду кредибилитет монетарне политике повећан, што се може довести у везу с повећаном транспарентношћу монетарне политике након званичног увођења режима инфлационог таргетирања, ефикаснијом комуникацијом с јавношћу и растом степена динаријације финансијског система.

На повећање кредибилитета монетарне политике указује и чињеница да су инфлациона очекивања боље усидрена. Упркос знатном убрзању инфлације током 2010. и 2011. године, као последице пољопривредног шока (са 4,2% у јуну 2010. на 14,7% у априлу 2011), инфлациона очекивања финансијског сектора су забележила далеко скромнији раст (са око 6% на око 8% у истом периоду).

IV. Детерминанте инфлације

1. Кретања на тржишту новца и капитала и кредити банака

Каматне стопе

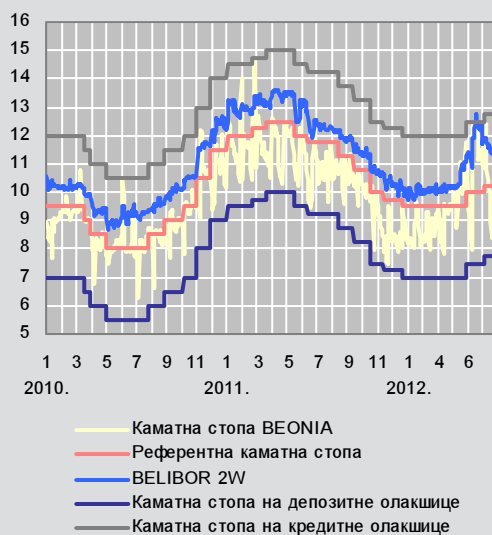
Каматне стопе на тржишту новца током Т2 забележиле су раст због смањене динарске ликвидности. С друге стране, каматне стопе на новоодобрене динарске кредите привреди и становништву су смањене.

Кретања на тржишту новца у Т2 обележена су падом динарске ликвидности, што је имало за последицу раст динарских каматних стопа на међубанкарском

тржишту новца. Током Т2 каматна стопа BEONIA је порасла за више од 2 п.п. и од почетка маја готово непрекидно се креће изнад референтне каматне стопе. Смањена динарска ликвидност утицала је и на раст промета на преконоћном међубанкарском тржишту новца – просечан дневни промет у Т2 је у односу на Т1 био виши за 6,8%.

Слична кретања имале су и каматне стопе BELIBOR. Просечне месечне вредности каматних стопа BELIBOR у јуну су у односу на март оствариле већи раст од референтне каматне стопе: раст је износио од 1,5 п.п. за рочности од 3М и 6М до 2,0 п.п. за рочност TN. Иако је на међубанкарском тржишту новца дошло до смањења нагиба криве приноса, остварен је раст каматних стопа за све рочности.

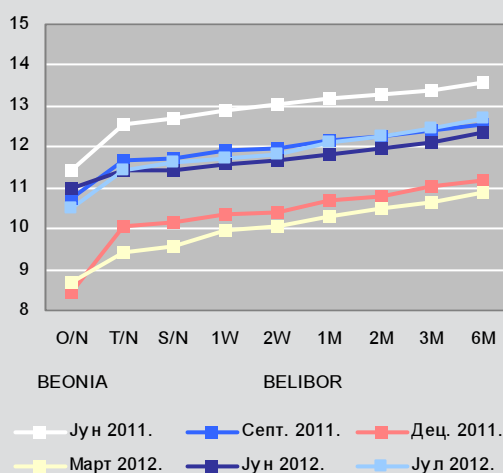
Графикон IV.1.1. Кретање каматних стопа (дневни подаци, на годишњем нивоу, у %)



Извор: Томсон Ројтерс и НБС.

Смањена динарска ликвидност у Т2 утицала је на кретање стопе BEONIA изнад референтне каматне стопе.

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



Извор: Томсон Ројтерс и НБС.

Све каматне стопе BELIBOR оствариле су раст у Т2, уз смањење нагиба криве приноса на међубанкарском тржишту новца.

У јулу је повећана динарска ликвидност банака због повећаног трошења државе и доспећа ХоВ положених код Народне банке Србије, што је утицало на пад каматних стопа на међубанкарском новчаном тржишту. Тако се крајем месеца BEONIA кретала испод референтне стопе, док су каматне стопе BELIBOR забележиле пад. BEONIA је на крају јула износила 8,4%. Каматне стопе BELIBOR кретале су се у распону од 10,1% до 12,5%, што у односу на крај претходног месеца представља пад од 0,5 п.п. до 2,4 п.п.

На примарном тржишту државних ХоВ извршне стопе су такође оствариле раст, али умеренији у односу на раст каматних стопа на међубанкарском тржишту новца. Виши раст извршних стопа за краће рочности утицао је на смањење нагиба криве приноса на примарном тржишту државних ХоВ.

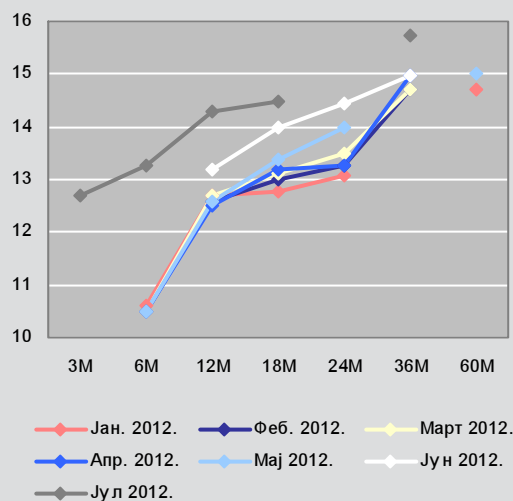
Раст извршних стопа био је очекиван с обзиром на повећање референтне каматне стопе и смањену динарску ликвидност. Аукције у мају, а посебно јуну, карактерисали су мања тражња и нижи степен реализације. Просечна реализација динарских ХоВ у Т2 износила је 45,2%, с тим што је у јуну смањена на свега 19,0%. Раст премије ризика, као и неизвесност

око динамике и јачине фискалне консолидације утицали су на смањено интересовање инвеститора и слабију реализацију у јуну. Држава је због тога одлучила да у јулу поново понуди ХоВ краћих рочности (тримесечне и шестомесечне). На две аукције тримесечних ХоВ постигнута је каматна стопа од 12,7%, док је на аукцијама шестомесечних ХоВ каматна стопа износила 13,25%. У јулу је настављен раст каматних стопа на државне ХоВ: за рочност од 12 месеци 0,9 п.п., за рочност од 18 месеци 0,5 п.п. и за рочност од 3 године 0,8 п.п.

У Т2 су одржане укупно три аукције државних ХоВ деноминираних у еврима, на којима је постигнута готово максимална реализација (99,4%). И на овом сегменту тржишта извршне стопе су оствариле раст – за рочност од две године износиле су 6,25% (раст од 0,15 п.п. у односу на март), а за рочност од 18 месеци 6,3%. У јулу су одржане две аукције ХоВ деноминираних у еврима, на којима је реализација била нижа (33,7%), док су каматне стопе остале готово непромењене.

На секундарном тржишту државних ХоВ стопе приноса до доспећа бележе раст, који је израженији за

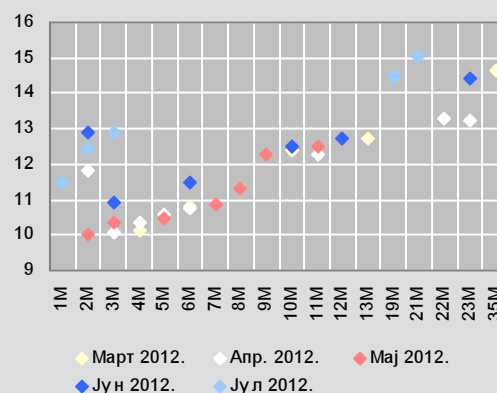
Графикон IV.1.3. Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ (на годишњем нивоу, у %)



Извор: Министарство финансија.

Смањен је нагиб криве приноса на примарном тржишту државних ХоВ.

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



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

Извор: Министарство финансија и Централни регистар ХоВ.

Промет на секундарном тржишту је смањен, а стопе приноса до доспећа повећане.

краће рочности. Стопе за рочност од три месеца повећане су за 0,9 п.п., на 10,9%, а за рочност од шест месеци за 0,7 п.п., на 11,5%. Стопе приноса до доспећа за рочност дужу од једне године остале су у односу на крај Т1 углавном непромењене. Укупан обим промета на секундарном тржишту у Т2 износио је 9,2 млрд динара и био је нижи за 59,6% него у Т1. У јулу је на секундарном тржишту настављен раст стопа приноса.

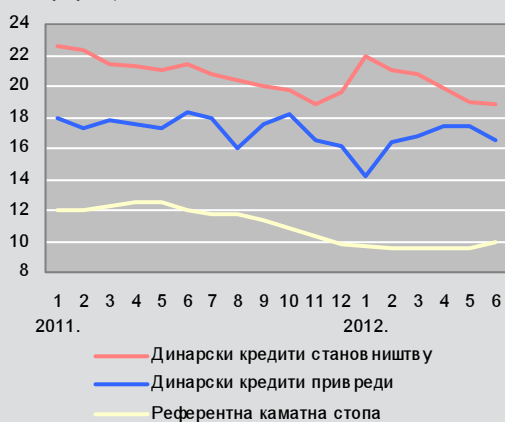
Просечна пондерисана каматна стопа на новоодобрене динарске кредите привреди и становништву у Т2 је смањена и износи 17,3%. Каматне стопе на новоодобрене динарске кредите становништву смањене су за 2,0 п.п., на 18,8%, а привреди за 0,2 п.п., на 16,6%.

Каматне стопе свих категорија новоодобрених динарских кредита становништву бележе пад у Т2. Највећи пад је забележен код потрошачких и осталих кредита⁵.

Паду каматних стопа на кредите привреди допринео је пад каматних стопа на остале кредите⁶ (са 17,1% на 15,5%), док су каматне стопе на кредите за обртна

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

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



Извор: НБС.

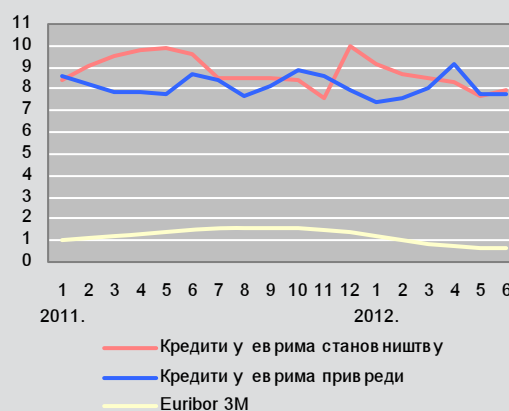
* Искључени револвинг кредити, прекорачења по текућем рачуну и дуг по кредитним картицама.

Каматне стопе на кредите становништву и привреди су смањене.

⁵ Категорија осталих кредита становништву односи се пре свега на готовинске кредите.

Графикон IV.1.6. Кретање каматних стопа на новоодобрене кредите у еврима и евроиндексиране кредите привреди и становништву*

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



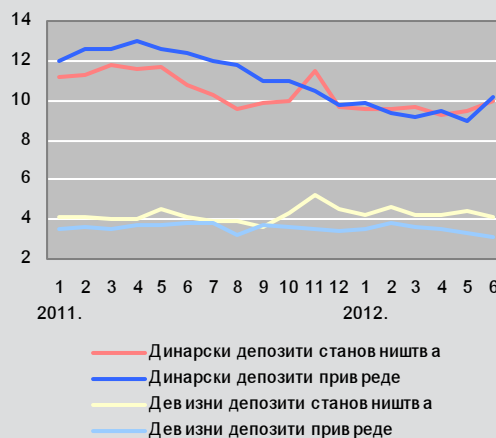
Извор: НБС и Европска банкарска федерација (ЕБФ).

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

Каматне стопе на кредите у еврима и евроиндексиране кредите пратиле су кретање Euribor-а у Т2.

Графикон IV.1.7. Кретање каматних стопа на новоположене орочене депозите становништва и привреде

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



Извор: НБС.

Каматне стопе на новоположене депозите у Т2 задржале су се на сличном нивоу као у Т1.

⁶ Категорија осталих кредита привреди односи се пре свега на кредите за ликвидност и факторинг послове.

средства остале непромењене. С друге стране, каматне стопе на кредите за инвестиције су порасле (са 14,2% на 18,4%), али због малог учешћа ових кредита у укупном износу новоодобрених кредита тај раст није утицао на раст каматне стопе на укупне кредите привреди.

Каматне стопе на кредите у еврима и евроиндексиране динарске кредите забележиле су пад од 0,3 п.п. и у јуну су се кретале на нивоу од 7,8%. Пад је био израженији код каматних стопа на кредите становништву (0,6 п.п.), док су кредити привреди били јефтинији за 0,3 п.п. Ниже каматне стопе на овом сегменту могу се довести у везу с нижим вредностима *Euribor*-а.

Каматне стопе на новоположене орочене депозите бележе благ раст у Т2. Већи раст оствариле су стопе на орочене динарске депозите привреде (1,0 п.п.) него код становништва (0,2 п.п.). Каматна стопа на штедњу становништва у еврима је смањена на 4,1%, а каматна стопа на девизне орочене депозите привреде на 3,1%.

Кретања на берзи

Кретања на Београдској, као и свим регионалним берзама, карактерише пад цена акција у Т2.

Вредности оба индекса Београдске берзе смањене су у Т2. Током тог периода индекс најликвиднијих акција BELEX15 бележио је континуиран месечни пад вредности и на крају јуна је износио 436 индексних поена (пад од 18,0% у односу на крај марта). Општи индекс BELEXline исказао је блажи пад (13,7%) и крајем Т2 је износио 887,6 индексних поена.

Пад референтних индекса карактерисао је све берзе у региону. На то су утицали пре свега спорији привредни раст од очекиваног и криза јавног дуга у зони евра. Израженији пад индекса на Београдској берзи у односу на регион последица је и повећане неизвесности у земљи у околностима састављања нове владе и будуће економске политике. Такође, искључење акција Агробанке с листинга Берзе негативно се одразило на акције из финансијског сектора, које су биле међу ликвиднијим на Београдској берзи.

Наведени фактори деловали су и на пад промета на Берзи. Он је у Т2 износио 3,4 млрд динара, што је у односу на претходно тромесечје ниже за 38,1%. Промет у трговању акцијама износио је 2,5 млрд динара, или за 38,7% мање него у Т1. На нивоу тромесечја, страни инвеститори су нето купили акције у износу од 0,1 млрд динара (5,4% учешћа), од чега највише у априлу. У мају и јуну, активност

Графикон IV.1.8. Индекс BELEX 15 и промет на Београдској берзи

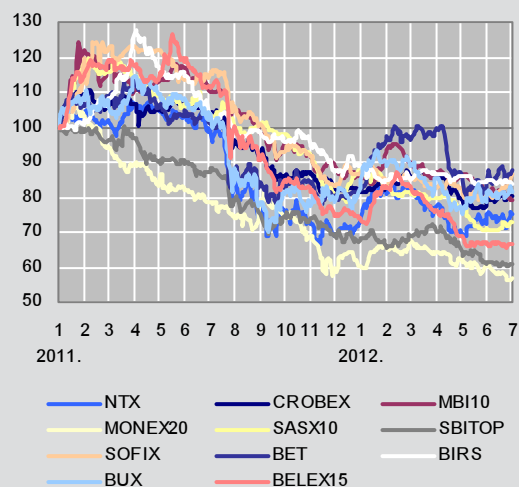


Извор: Београдска берза.

Смањење промета и пад цена акција карактеришу кретања на Београдској берзи током Т2.

Графикон IV.1.9. Кретање берзанских индекса у региону

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



Извор: Београдска берза и веб-сајтови берзи у региону.

Пад вредности индекса током Т2 забележен је на свим берзама у региону.

страних инвеститора на Београдској берзи била је уједначена у погледу продаје и куповине акција.

Промет обвезницама износио је 0,8 млрд динара и био је мањи за трећину него у Т1. Највише се трговало серијом која доспева 2016. године, која је у укупном промету обвезницама учествовала са 30,7%. Стопе приноса до доспећа крајем тромесечја кретале су се у распону од 5,4% до 5,8%.

Тржишна капитализација Београдске берзе у Т2 смањена је за 123,9 млрд динара и крајем тромесечја износила је 727,6 млрд динара. Највећи допринос том смањењу потиче од пада цена акција, што је резултирало падом тржишне капитализације акција за 102,2 млрд динара. Висок пад тржишне капитализације Београдске берзе у Т2 допринео је и паду њеног учешћа у БДП-у за 4,2 п.п. (са 26,7% у марту на 22,5% у јуну).

На свим регионалним берзама референтни индекси исказали су пад. Највећи пад после Београдске берзе регистрован је на Љубљанској берзи, где је индекс SBITOP смањен 13,2%. Најмања негативна корекција индекса остварена је на Софијској берзи и Бањалучкој берзи – индекси SOFIX и BIRS смањени су за 5,2% и 3,1%, респективно.

У јулу је на Београдској берзи знатно повећан промет акцијама – износио је 5,7 млрд динара, док је од почетка године просечан месечни промет акцијама износио 1,1 млрд динара. Ипак, тај раст промета не указује на повећану активност инвеститора будући да је ту реч о блок трговању које подразумева раније уговорену трансакцију због промене власништва. У овом месецу пад вредности оба индекса Београдске берзе је успорен – BELEX15 је смањен за 0,1%, а BELEXline за 1,8%.

Монетарни агрегати

Динарски монетарни агрегати М1 и М2 су током Т2 забележили реалан м.г. пад, док је М3 незнатно порастао. Раст нето потраживања од државе током Т2 највише је допринео расту М3.

Укупан примарни новац је крајем Т2 у односу на крај Т1 повећан – номинално за 8,9%, односно реално за 5,7%. Динарски примарни новац је номинално повећан за 33,8%, а реално за 29,8%.

Примарни новац је током Т2 у највећој мери креиран смањењем пласмана банака у репо ХоВ. Банке су у

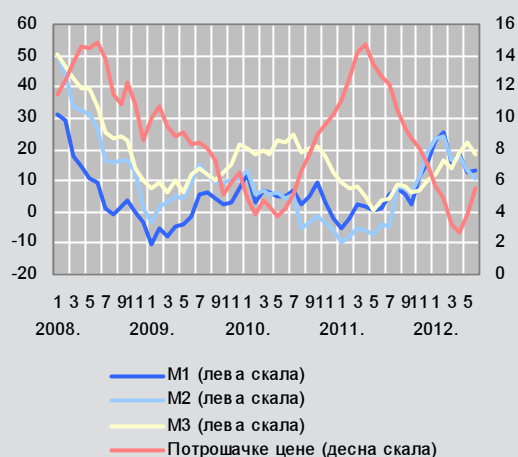
Табела IV.1.1. Монетарни агрегати
(реалне м.г. стопе, у %)

	2011.		2012.		Учешће у М3 Јун 2012. (у %)
	Септ.	Дец.	Март	Јун	
М3	-1,1	3,1	10,5	12,0	100,0
Девизни депозити	13,5	7,4	5,1	7,3	72,0
М2	-1,5	11,1	12,7	4,8	28,0
Динарски орочени и штедни депозити	1,4	15,5	13,4	0,8	11,1
М1	-3,4	8,4	12,2	7,7	16,9
Депозити по виђењу	-3,1	3,9	4,0	1,7	10,3
Готов новац у оптицају	-4,0	16,3	27,3	18,5	6,6

Извор: НБС.

том периоду из репо стока повукле 103,7 млрд динара, што се доводи у везу с већим издвајањем динара по основу динарског дела девизне обавезне резерве и интервенција Народне банке на МДТ-у. Током Т2 држава је наставила да троши средства с рачуна код Народне банке Србије и тако додатно допринела расту примарног новца. С друге стране, повлачење примарног новца је вршено највише интервенцијама Народне банке Србије на МДТ-у.

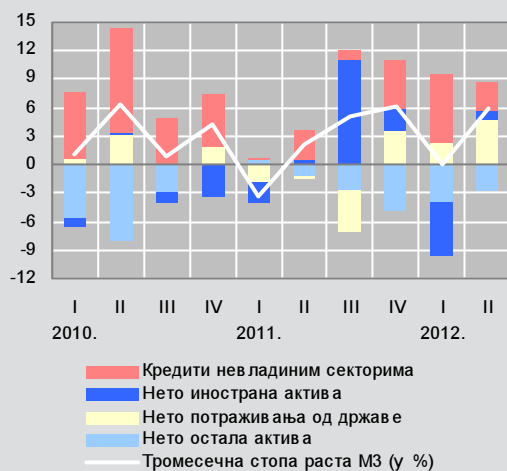
Графикон IV.1.10. Монетарни агрегати и
потрошачке цене
(м.г. стопе, у %)



Извор: РЗС и НБС.

Динарска компонента понуде новца у Т2 бележи успоравање раста на м.г. нивоу, док је истовремено м.г. раст М3 убрзан због раста девизних депозита.

Графикон IV.1.11. Доприноси расту МЗ
(у п.п.)



Извор: НБС.

Раст нето потраживања од државе дао је највећи допринос расту МЗ. Кредитирање становништва и раст нето иностране активе деловали су у истом смеру.

У структури динарског примарног новца, резерве банака су повећане за 69,5 млрд динара, пре свега због повећања обрачунате динарске обавезне резерве (43,2 млрд динара)⁷. Готов новац у оптицају је смањен за 1,5 млрд динара. Ипак, и даље је изнад нивоа из новембра 2011, када је започето повећано трошење средстава с рачуна државе код Народне банке Србије.

Динарска компонента понуде новца је током Т2 реално смањена, док је најшири монетарни агрегат М3 повећан због раста девизних депозита. Динарски монетарни агрегати М1 и М2 бележе реални пад од 2,0% и 3,1%, респективно, а најшири монетарни агрегат М3 реални раст за 2,7%. Посматрано на мг. нивоу, М1 и М2 успоравају раст (7,7% и 4,8%, респективно), а М3 благо убрзава раст (12,0%).

Држава је трошењем депозита код Народне банке Србије и повећаним задуживањем код банака путем емисија ХоВ највише допринела расту МЗ у Т2. И кредитирање становништва такође је допринело расту МЗ, а у истом смеру деловао је и раст нето иностране активе банака.

Са аспекта структуре, компоненте новчане масе М3 показале су различита кретања током Т2. Динарски штедни и орочени депозити су забележили највећи пад (3,0 млрд динара), а у мањој мери је смањен и готов новац у оптицају (1,5 млрд динара). С друге стране, динарски трансакциони и девизни депозити су повећани за 4,2 млрд динара и 407,0 млн евра, респективно.

Девизна штедња становништва је повећана за 179,1 млн евра, док је динарска штедња становништва смањена за 3,4 млрд динара у поређењу с Т1. Већи раст девизне штедње у највећој мери је резултат полагања на штедњу средстава добијених наплатом обвезница старе девизне штедње доспелих крајем маја. И у Т2 грађани су давали предност штедњи на кратак рок, тј. до годину дана.

Вредност монетарног мултипликатора је знатније смањена у односу на крај Т1, с обзиром на бржи раст примарног новца од раста динарских депозита. Будући да је раст примарног новца у Т2 узрокован пре свега повећањем динарске обавезне резерве, монетарни мултипликатор би се у наредном периоду могао задржати на садашњем нивоу. Брзина оптицаја новца је непромењена у односу на крај Т1.

У јулу је М1, према прелиминарним подацима, забележио раст, пре свега због раста готовог новца у оптицају. С друге стране, штедни и орочени депозити су опали, што је утицало на пад М2. Најшири монетарни агрегат М3 остварио је номинални раст. Међутим, девизни депозити по искључењу ефекта промене курса динара су остали на сличном нивоу као у јуну.

Кредити банака

Кредитна активност банака је током Т2 забележила благ пад. Код становништва је остварен раст, док је код привреде забележен пад углавном због тога што је неколико банака отписало део ненаплативих потраживања.

Према композитној мери⁸, мг. раст укупних кредита, искључујући ефекат промене девизног курса, у Т2 је

⁷ У априлу и јуну 2012. године Народна банка Србије је изменила Одлуку о обавезној резерви банака код Народне банке Србије. Између осталог, измене су подразумевале повећање учешћа динарског дела издавања девизне обавезне резерве. Последица таквих измена било је повећање обрачунате обавезне резерве у динарима.

⁸ Као показатељ укупног задуживања, обухвата домаће кредитирање приватног сектора, јавних предузећа и локалних нивоа власти, као и директно задуживање предузећа у иностранству.

успорен и износио је 1,7% (за 2,6 п.п. ниже него у Т1).

Укупни домаћи кредити банака су у Т2 номинално већи за 37,7 млрд динара. Уколико се искључи ефекат промене девизног курса, они су мањи за 18,3 млрд динара. Кредитна активност банака на мг. нивоу наставила је да расте успореним темпом. Међугодишња стопа раста домаћих кредита без ефекта промене девизног курса⁹ у јуну је износила 3,2%, што је за 3,8 п.п. ниже од стопе забележене у марту ове године.

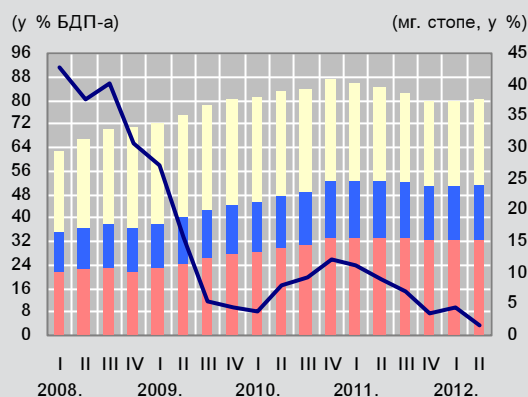
Учешће укупних домаћих кредита у БДП-у готово је непромењено у односу на Т1 и у јуну је износило 52,8%. Док је кредитирање привреде из домаћих извора у извесној мери смањено, задуживање привреде у иностранству је повећано.

Раст нето потраживања банака од иностранства негативно се одразио на кредитну активност у Т2. Део средстава ослобођених по основу девизне

обавезне резерве банке су користиле за раздуживање према иностранству. Раст домаће штедње деловао је у супротном смеру. Раст краткорочних девизних депозита (првенствено становништва) дао је већи допринос томе него раст динарских депозита. Део средстава која су банке током Т2 повукле из репо стока искоришћен је за финансирање кредитне активности.

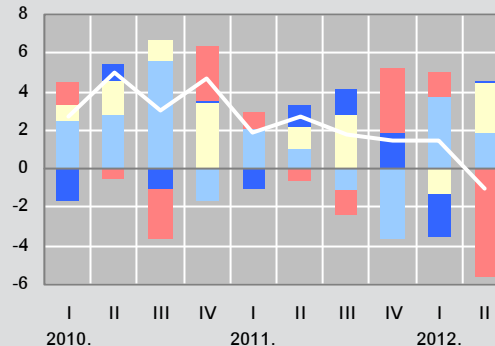
Потраживања банака по основу кредита привреди номинално су повећана за 7,0 млрд динара, док је искључујући ефекат промене девизног курса дошло до њиховог пада. Тај пад је у највећој мери резултат отписа ненаплативих потраживања код неколико банака. Кредити за обртна средства одобравани су у истој, а инвестициони кредити у нешто мањој мери у односу на Т1. Са становишта секторске структуре, највећи део кредита у Т2 пласиран је у саобраћај, али мање него у Т1.

Графикон IV.1.12. Учешће кредита у БДП-у и раст кредитне активности*



Кредити становништву су у Т2, за разлику од Т1, остварили раст, док су кредити привреди забележили благ пад.

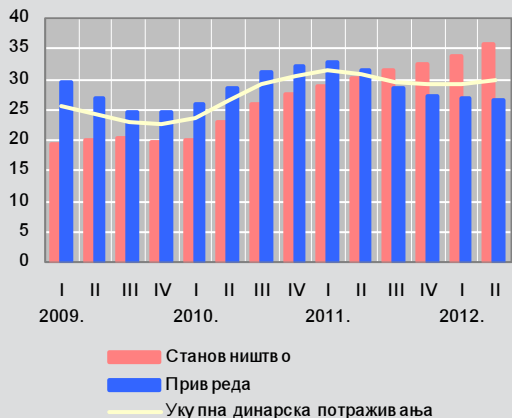
Графикон IV.1.13. Доприноси тромесечној стопи раста кредита банака* (у п. п.)



На смањење кредитне активности у Т2 деловао је пре свега раст потраживања банака од иностранства.

⁹ Обрачунато по курсу динара према еврџу на дан 31. августа 2008, уз претпоставку да су сви девизни и девизно индексирани кредити одобрени у еврџима.

Графикон IV.1.14. Учешће динарских потраживања у укупним динарским потраживањима банака од привреде и становништва* (у %)



* Искључујући ефекат промене курса.

Извор: НБС.

Раст учешћа динарских кредита у Т2 настављен је код сектора становништва, док је код сектора привреде успорен пад овог учешћа.

Кредитирање становништва, након смањења у Т1, бележи раст у Т2. Номинално, потраживања по основу кредита становништву повећана су за 27,1 млрд динара, док је повећање искључујући ефекат промене девизног курса износило 9,5 млрд динара. Највише је одобрено нових стамбених кредита. Порасло је и задужење по основу готовинских и потрошачких кредита, што се може довести у везу с падом каматних стопа на ове кредите. Истовремено расте и задуживање по основу најскупљих видова кредитирања – кредитних картица и прекорачења на текућим рачунима.

И на субвенционисаном сегменту тржишта запажа се релативно низак степен активности, мада већи у поређењу с Т1. Током Т2 одобрено је око 7,7 млрд динара кредита уз субвенцију државе, од чега се око 4,4 млрд односи на пољопривредне кредите по основу уредбе за ову годину. Будући да су средства предвиђена буџетом за субвенционисање стамбених кредита (у износу од 1,7 млрд динара) већ реализована у првој половини године, могуће је да ће

у наредном периоду доћи до успоравања раста ове категорије кредита. Банке су током маја и јуна одобравале субвенционисане кредите за унапређење енергетске ефикасности, али, с обзиром на мали износ средстава издвојен за ову намену, овај програм се није у већој мери одразио на динамику кредитирања.

Учешће динарских кредита у укупним кредитима привреде и становништву у односу на март смањено је за 0,1 п.п. и у јуну је износило 27,8%. Учешће динарских кредита код привреде је смањено, док је код становништва повећано. Када се искључи ефекат промене девизног курса¹⁰, учешће динарских кредита у укупним кредитима привреде и становништву порасло је за 0,7 п.п. (на 29,9%).

Способност отплате кредита, мерена учешћем NPL у укупним кредитима, незнатно је побољшана у односу на Т1. Укупно учешће NPL, рачунато по бруто принципу, у јуну је износило 19,5% (по нето принципу 11,5%). Посматрано по секторима, учешће NPL код привреде је смањено за 1,2 п.п., на 21,4%.¹¹ Кашњење становништва у отплати кредита повећано је за 0,2 п.п. и у јуну је износило 8,4%.¹² Ипак, и поред високог учешћа NPL, стабилност банкарског сектора је на задовољавајућем нивоу, на шта указују други релевантни показатељи – коефицијент адекватности капитала, који је у јуну износио 17,2%, и покриће обрачунатом резервом за процењене губитке по билансним ставкама, које је у истом месецу износило 124,4%.

2. Кретања на девизном тржишту и курс динара

Депрецијацијски притисци на девизном тржишту који су били присутни током Т2 ублажени су у јуну. Народна банка Србије је у току Т2 повећала обим интервенција на МДТ-у у односу на Т1.

Током априла и маја на девизном тржишту су забележени депрецијацијски притисци, па је крајем маја у односу на крај марта динар према еврџу депрецирао 4,5%. У јуну су кретања стабилизована и динар је апрецирао 0,7%. На нивоу Т2, динар је према еврџу просечно депрецирао 5,0%.

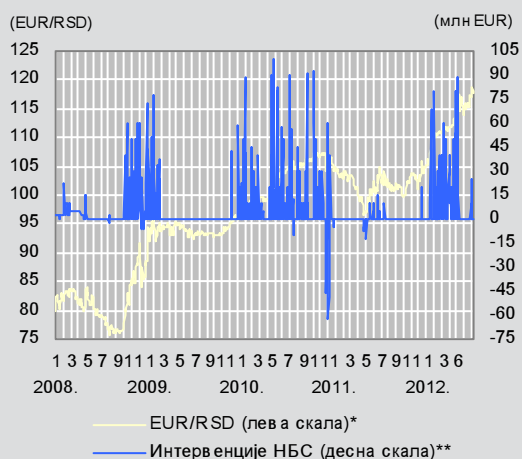
¹⁰ Обрачунато по курсу динара према еврџу на дан 31. децембра 2011.

¹¹ Један од разлога високог учешћа NPL је неповољан порески третман директног описа ненаплативих потраживања, па банке врше директни отпис тек после окончања свих претходних правних радњи на наплати потраживања (уновчавање

средстава обезбеђења, окончање стечајних поступака и сл.). Судски поступци често трају по неколико година, уз неизванстан исход и пратеће трошкове спора.

¹² Ако се укључе предузетници, кашњење у отплати кредита је непромењено и износило је 9,9%.

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



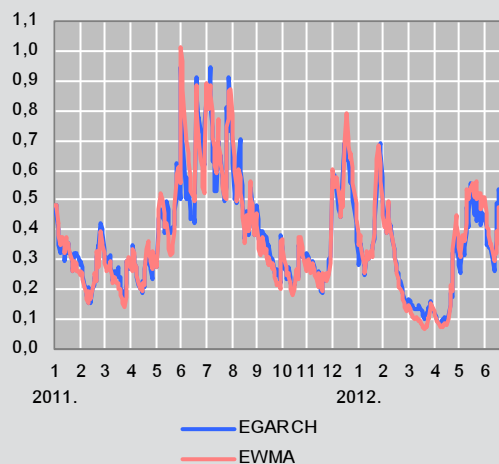
* 1 EUR у RSD.

** + продаја; - куповина.

Изв ор: НБС.

Депрецијацијски притисци на девизном тржишту ублажени су у јуну.

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



Изв ор: НБС.

Дневне осцилације курса динара су у Т2 смањене у односу на претходно тромесечје.

Депрецијација динара према евра, у условима слабљења евра према долару, утицала је да динар током Т2 у односу на долар у просеку ослаби 7,1%. Номинални ефективни курс динара¹³ је у Т2 у односу на Т1 просечно депрецирао 5,4%.

Кретања на девизном тржишту у Т2 карактерисало је јачање депрецијацијских притисака услед изражене неравнотеже између тражње и понуде девиза. Нерезиденти су у Т2 и даље били нето купци девиза, што је уз повећану нето продају девиза резидентима и нижи нето откуп ефикативне од мењача и физичких лица утицало да јаз између понуде и тражње и даље буде изражен. Таква кретања могла би се довести у везу с повећаном неизвесношћу у погледу формирања нове владе и динамике и јачине фискалне консолидације. Притисци су били најизраженији током маја, када је и забележена највећа месечна депрецијација динара од почетка године (4,0% на крају месеца).

Депрецијацијски притисци су у јуну ублажени. Томе су највише допринели измена регулативе о обавезној

резерви банака и повећање референтне каматне стопе. Народна банка Србије је у јуну повећала део девизне обавезне резерве банака који се издваја у динарима, што је утицало да се ослободе девизна ликвидна средства и смањи динарска ликвидност. Неопходна динарска средства банке су обезбедиле смањењем пласмана у репо ХоВ Народне банке Србије, али и продајом девиза на МДТ-у, додатно утичући на тај начин на ублажавање депрецијацијских притисака. Стога је у јуну, први пут ове године, остварена номинална апрецијација динара (0,7%).

Просечан дневни промет на МДТ-у је у Т2 у односу на Т1 смањен (19,8%), али је на месечном нивоу растао током тромесечја. Упоредо с растом промета из месеца у месец забележено је и повећано осцилирање курса динара мерено методама EWMA¹⁴ и EGARCH¹⁵. Ипак, на нивоу тромесечја осцилирање девизног курса је смањено у односу на Т1.

Да би обезбедила несметано функционисање девизног тржишта и ублажила прекомерне дневне

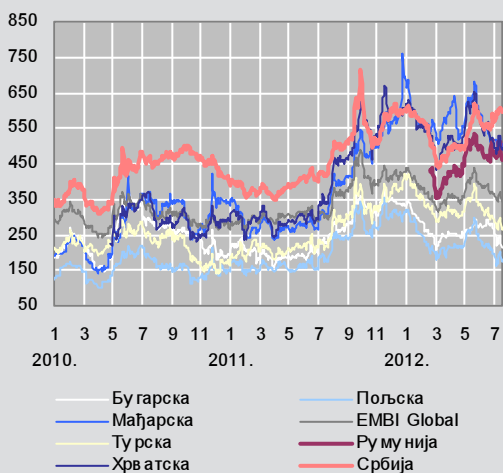
¹³ Израчунао као геометријски просек номиналних курсева EUR/RSD и USD/RSD, с пондерима 0,8 и 0,2, односно према формули $(EUR/RSD^{0,8}) \cdot (USD/RSD^{0,2})$.

¹⁴ EWMA (*Exponentially Weighted Moving Average*) – метод пондерисаних покретних просека код кога се процентуалним дневним променама девизног

курса додељују различити пондери за различите временске тренутке, при чему ти пондери експоненцијално опадају удаљавањем од садашњег момента.

¹⁵ EGARCH (*Exponential General Autoregressive Conditional Heteroskedastic*) – метод оцене условне варијансе који приказује асиметричан ефекат позитивних и негативних шокова на оцену условне варијансе.

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



Извор: JP Morgan.

Кретање ЕМВИ земаља у региону карактерисала је слична динамика током Т2.

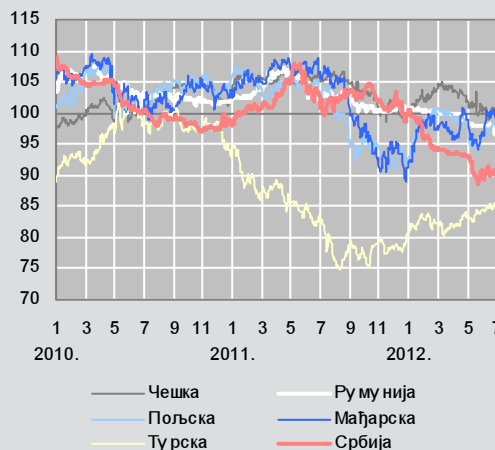
осцилације курса, Народна банка Србије је током Т2 на МДТ-у продала 790,3 млн евра. Истовремено, ради подстицања развоја међубанкарске своп трговине и тржишта инструмената заштите од девизног ризика, Народна банка Србије је наставила са организовањем редовних тромесечних девизних своп аукција. Тако је у Т2 продала 16 млн евра, а купила 36 млн евра.

Премију ризика свих земаља у окружењу, мерену ЕМВИ, карактерисала су слична кретања у Т2. Након раста у мају, изазваног кризом јавног дуга у зони евра, у јуну је уследио пад ЕМВИ због повећања приноса на 10-годишње обвезнице САД. Кад је реч о Србији, највиша вредност премије ризика у Т2 забележена је почетком јуна (619 б.п.), али се та вредност до краја Т2 смањила за 60 б.п. Пад премије ризика у јуну карактерисао је и остале земље у региону, при чему је највиши пад регистрован код Мађарске (144 б.п.) и Хрватске (103 б.п.).

У јулу је дошло до раста премије ризика Србије због неизвесности у погледу фискалне консолидације. Раст премије ризика, уз повећано трошење државе и скроман прилив капитала, утицао је на наставак депрецијацијских притисака. Динар је у јулу депрецирао према еврџу за 1,9%. Крајем јула, Народна банка Србије је након месец и по дана на МДТ-у интервенисала продајом укупно 44,5 млн евра, како би ублажила прекомерну дневну осцилацију курса динара.

Већина валута посматраних земаља у региону са сличним режимом девизног курса током Т2 је

Графикон IV.2.4. Кретање курса одређених националних валута према еврџу
(дневни подаци, 30. 06. 2010 = 100)



Извор: НБС и веб-сајтови централних банака.

*Раст представља апрецијацију.

Динар је, као и већина валута земаља у региону, ослабио према еврџу током Т2.

деpreciрала у односу на еврџу. Посматрано крајем периода, највише је ослабила чешка круна (3,5%), затим пољски злот (2,3%) и румунски леј (1,6%), док је до јачања дошло код мађарске форинте (2,6%) и турске лире (4,3%).

Прилив капитала из иностранства

Скроман прилив капитала у Т2 по основу СДИ и портфолио инвестиција био је недовољан за покривање дефицита текућег рачуна, што је утицало на повећање депрецијацијских притисака.

У току Т2 забележен је нето одлив капитала од 438,1 млн евра. На одлив је утицала измена регулативе о обавезној резерви банака, по основу чега је у том периоду ослобођено 559,2 млн евра. Већи део тих средстава банке су положиле на рачуне у иностранству, а остатак су искористиле за раздуживање према иностранству. Будући да су се та средства пре измене поменуте регулативе налазила на рачунима девизне обавезне резерве банака код Народне банке Србије, она нису имала ефекат на кретања на девизном тржишту.

Ако се искључи одлив по основу ефекта промене обавезне резерве, нето прилив капитала у Т2 је био скроман, 121,1 млн евра, и недовољан да покрије дефицит текућег рачуна од 718,1 млн евра. Посматрано по категоријама, прилив капитала по

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



* Прелиминарни подаци.

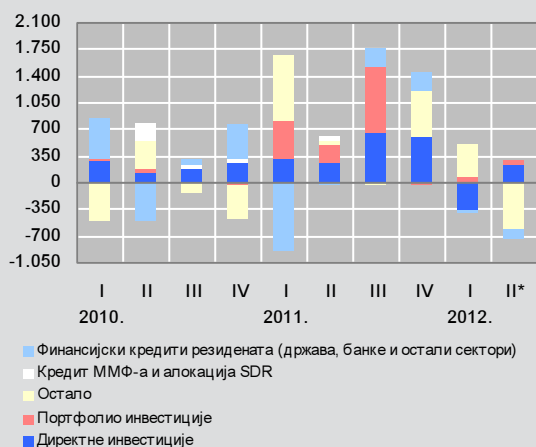
Извор: РЗС и НБС.

Одлив капитала остварен је по основу измена Одлуке о обавезној резерви, док је код осталих категорија забележен скроман прилив.

основу СДИ и портфолио инвестиција био је већи него у Т1, док је по основу финансијских кредита забележен нето одлив.

Нето прилив СДИ у Т2 износио је 231,8 млн евра. Од тога се преко половине односило на улагања у трговину, аутомобилску и дуванску индустрију.

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



* Прелиминарни подаци.

Извор: РЗС и НБС.

Током Т2 остварен је нето прилив по основу СДИ и портфолио инвестиција, док је по основу осталих инвестиција забележен нето одлив капитала.

Повећана неизвесност на финансијском тржишту утицала је на слабије интересовање страних инвеститора за портфолио улагања. По том основу је у Т2 забележен прилив од 59,9 млн евра, што је за око 21% мање него у Т1.

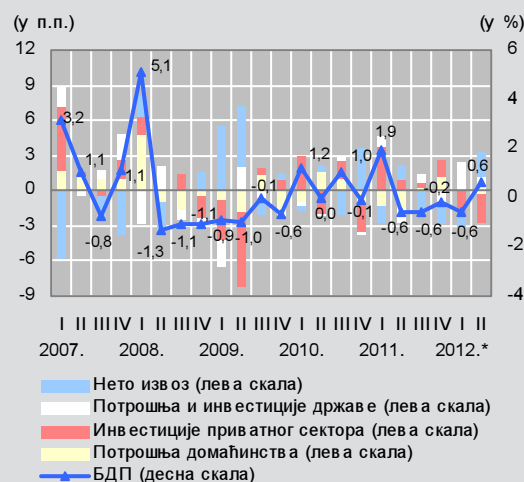
Нето задуженост по основу финансијских кредита смањена је током Т2. Банке су наставиле да се раздужују према иностранству и по том основу је забележен нето одлив капитала од 337,6 млн евра. Предузећа су, с друге стране, повећала своје обавезе према инокредиторима у нето износу од 131,5 млн евра, пре свега по основу кредита предузећа Фијат аутомобили Србија. Држава се у истом периоду нето задужила за 87,3 млн евра.

3. Агрегатна тражња

Према нашој процени, агрегатна тражња је остварила благ раст у Т2, док је на мг. нивоу успорила пад. Раст нето извоза, уз раст потрошње и инвестиција државе, допринео је расту агрегатне тражње.

Након пада у четири узастопна тромесечја, агрегатна тражња је у Т2 забележила благ опоравак. Раст нето извоза, захваљујући бржем расту извоза од увоза, позитивно је утицао на раст БДП-а (допринос 2,0 п.п.). Позитиван допринос потиче и од државне потрошње и

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



* Процена НБС.

Извор: РЗС и НБС.

Тромесечном расту БДП-а у Т2 допринели су раст нето извоза и потрошња и инвестиције државе.

од инвестиција. С друге стране, инвестиције приватног сектора и потрошња домаћинстава су смањене.

Таква кретања утицала су да пад агрегатне тражње на м.г. нивоу буде успорен у Т2 на $-0,6\%$. Пад нето извоза је заустављен и бележи благ раст, док је домаћа тражња, због смањења приватних инвестиција, опала.

Према пројекцији Народне банке Србије, БДП ће у 2012. години опати за $0,5\%$ као последица пада потрошње домаћинстава и приватних инвестиција. На кретање БДП-а у П2 позитивно ће утицати раст нето извоза, по основу раста производње у аутомобилској индустрији и депрецијације динара, и, у мањој мери, потрошње и инвестиција државе.

Домаћа тражња

Потрошња домаћинстава

Потрошња домаћинстава је опала у Т2.

Процењујемо да је потрошња домаћинстава у Т2 смањена у односу на Т1, док на м.г. нивоу бележи благ раст. На то указује пад промета у трговини на мало,

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



* Процена НБС за Т2 2012. године.

Извор: НБС.

Потрошња домаћинстава је у Т2 забележила реалан пад.

који је основни индикатор кретања потрошње домаћинстава. И остали индикатори попут процењеног пада личне потрошње, на основу Анкете о потрошњи домаћинстава, смањене активности у области путничког саобраћаја, као и нижег промета у угоститељству, потврђују овакво кретање.

Укупни извори потрошње домаћинстава¹⁶ током Т2 бележе благ раст од $0,2\%$ дсз., који је последица раста дознака и потрошачких и готовинских кредита. Раст штедње није оставио простора за раст потрошње. Смањење масе зарада и социјалних трансфера такође потврђују да је потрошња домаћинстава опала.

Инвестиције приватног сектора

У Т2 је дошло до пада инвестиција приватног сектора.

Инвестиције приватног сектора су, према нашој процени, у Т2 забележиле пад од $12,0\%$ дсз. и негативно утицале на кретање БДП-а са $2,3$ п.п. Због тога су и укупне инвестиције опале за $8,4\%$ дсз. ($-1,9$ п.п.). Међугодишњи пад инвестиција приватног сектора износио је $31,7\%$.

Табела IV.3.1. Индикатори кретања инвестиција

	2011.			2012.	
	II	III	IV	I	II
Реални показатељи (дсз. подаци, тромесечни раст, у %)					
Грађевинарство	3,3	1,9	2,1	0,7	-0,8*
Индустријска производња капиталних производа (физички обим)	-19,0	-8,6	6,0	14,3	-6,6
Извоз капиталних производа**	-6,6	10,4	3,1	-0,5	1,9
Увоз средстава за рад**	0,7	5,9	1,2	-2,2	-5,1
Залихе капиталних производа	2,5	-3,7	-12,9	-5,0	-12,3
Индустријска производња интермедијарних производа (физички обим)	-1,2	-2,6	-2,6	-4,2	6,2
Извоз интермедијарних производа**	-6,5	-2,8	1,4	-8,8	3,4
Увоз интермедијарних производа**	-0,7	-5,1	-0,2	10,3	-4,3
Залихе интермедијарних производа	-4,4	-1,9	-4,4	-1,0	3,8
Инвестиције државе***	-25,2	0,3	-3,6	27,6	11,4

* Процена НБС.

** Извоз и увоз су изражени у еврима.

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

¹⁶ Маса зарада, социјални трансфери, кредити становништву и дознаке.

На пад инвестиција у основна средства указује смањење увоза средстава за рад, као и производње капиталних производа. О паду инвестиционе активности сведочи и знатно мањи износ одобренних инвестиционих кредита у Т2.

Потрошња и инвестиције државе

Потрошња и инвестиције државе су у Т2 оствариле раст.

Позитиван допринос економској активности у Т2 дале су потрошња и инвестиције државе (1,3 п.п.). Ова компонента агрегатне тражње бележи раст од 5,1% дсз., док на мг. нивоу раст износи 11,2%, чему је у већој мери допринео раст потрошње државе.

Процењујемо да је потрошња државе порасла 4,1% дсз. На раст је утицало повећање издатака за куповину робе и услуга (13,1% дсз.).

Инвестиције државе у Т2 оствариле су раст од 11,4% дсз., што потврђује раст консолидованих капиталних расхода.

Нето екстерна тражња

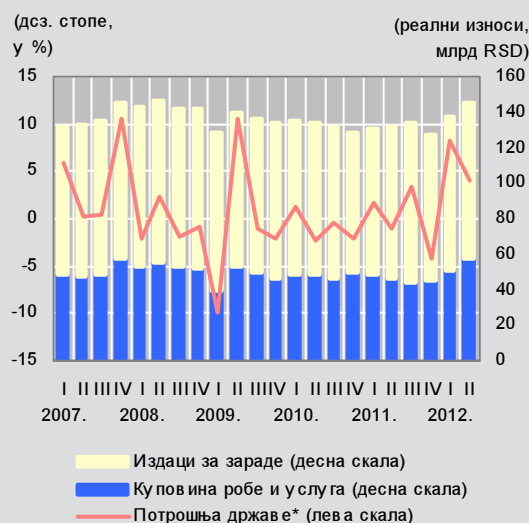
За разлику од Т1, нето екстерна тражња је у Т2 позитивно допринела расту БДП-а.

Нето екстерна тражња бележи раст од 10,3% дсз. у Т2 (допринос БДП-у 2,0 п.п.) и резултат је реалног раста извоза и пада увоза робе и услуга, делом и због реализације извоза који није могао бити извршен у Т1 због неповољних временских прилика.

Бржи мг. раст извоза (7,9%) од увоза (5,4%) у Т2 утицао је да нето извоз на мг. нивоу оствари благ раст од 1,1% (допринос БДП-у 0,1 п.п.).

Робни извоз изражен у еврима је у Т2 остварио раст од 5,8% дсз. У оквиру извоза, највећи раст је забележен код пољопривредних производа, електричне опреме, металских и прехранбених производа. Знатан раст извоза пољопривредних производа, пре свега кукуруза, резултат је извоза који није могао бити реализован у Т1 због ледостаја. Пад је евидентиран код извоза основних метала због смањења производње у црној металургији.

Графикон IV.3.3. Потрошња државе

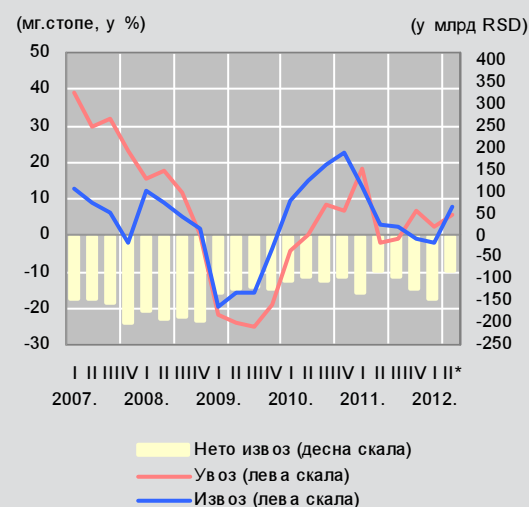


* Процена НБС за Т2 2012. године.

Извор: НБС.

Потрошња државе је у Т2 остварила реалан раст.

Графикон IV.3.4. Извоз и увоз робе и услуга (у сталним ценама 2009)



* Процена НБС.

Извор: НБС.

Извоз је на мг. нивоу брже растао од увоза.

Пад робног увоза у Т2 (за 2,7% дсз.) једним делом рефлектује и заокружење инвестиционог циклуса у аутомобилској индустрији, с обзиром на то да је највећи пад имао увоз опреме и средстава за репродукцију. Посматрано према економској намени ЕУ, све категорије увоза, осим трајних производа за широку потрошњу, бележе пад. Највећи пад је забележен код енергије и интермедијарних производа.

Таква кретања утицала су да на крају Т2 извоз буде за 13,5% изнад, а увоз за 14,4% испод свог преткризног нивоа¹⁷.

Цена нафте на крају Т2 је била за 20,2% нижа у односу на крај Т1, а њен највећи пад је забележен у мају. Кретање цене било је одраз неизвесности у погледу даљег развоја тржишних услова и геополитичких ризика. Понуда нафте је повећана због раста производње у земљама ОПЕС-а, посебно Саудијској Арабији. С друге стране, тражња на глобалном нивоу је смањена услед споријег привредног раста од очекиваног у земљама највећим потрошачима нафте. И политичка неизвесност и наставак кризе јавног дуга у зони евра допринели су паду цене овог енергента. Смиривање геополитичких

Графикон IV.3.6. Кретање цена нафте и бакра (просечне месечне цене, у USD)



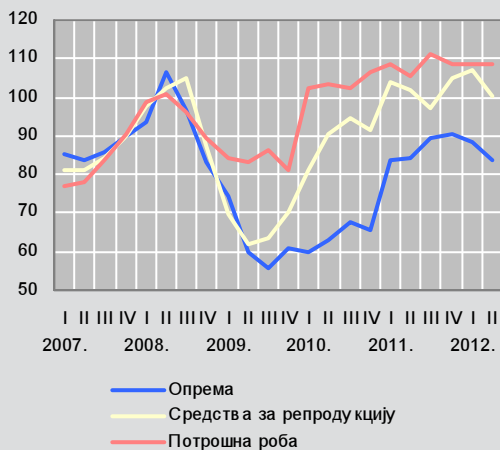
Извор: Блумберг, тржиште фјучерса и НБС.

* Цена нафтних фјучерса за нафту типа "урал" израчуната је на основу историјских разлика у цени нафте типа "брент" и нафте типа "урал".

Током Т2 цене нафте и бакра су забележиле пад. За наредни период очекивања у погледу кретања цена ових производа су стабилна.

Графикон IV.3.5. Кретање главних компоненти увоза

(дсз. подаци, ГП 2008 = 100)



Извор: РЗС и НБС.

Заокружење инвестиционог циклуса у аутомобилској индустрији утиче на пад увоза опреме и средстава за репродукцију.

Графикон IV.3.7. Индекс светских цена хране (реално, 2002 – 2004 = 100)



Извор: ФАО, УН.

Цене хране на светском тржишту забележиле су пад у Т2, да би од јула уследио њихов раст.

¹⁷ III 2008. године.

тензија на Блиском истоку у јуну умањило је неизвесност у погледу будуће производње нафте и, у условима споријег опоравка од очекиваног, утицало на стабилизацију очекивања у погледу кретања цене нафте у наредном периоду.

Током јула цена нафте је порасла под утицајем раста тражње у САД, с једне стране, као и јачања напетости на Блиском истоку и бојазни од пада испорука нафте због отежаног транспорта, с друге. Аналитичари, међутим, очекују да ће раст цене нафте бити привремен.

Цена бакра је у односу на крај Т1 смањена за 10,3%. Као и у случају нафте, највећи пад цене регистрован је у мају и приписује се факторима тражње. Тако је кретање цене овог метала било одређено вестима о успоравању привредног раста највећих потрошача бакра, Кине и САД, као и забринутошћу око кризе јавног дуга у зони евра.

Индекс светских цена хране је у Т2 забележио пад од 7,1% у односу на крај Т1. Највећи пад су имале цене шећера, млечних производа и уља. Крајем јуна цене примарних пољопривредних производа на светском тржишту почеле су да расту због генерално лоших временских прилика. Недавно објављени неповољнији изгледи пољопривредне производње указују на наставак раста цена примарних пољопривредних производа, а тиме и на повећане притиске на раст светских цена хране. Тако је индекс светских цена хране само у јулу порастао за 6,2%.

4. Економска активност

Процењујемо да је у Т2 дошло до благог опоравка економске активности. Негативан производни јаз се смањује.

Процењени тромесечни раст БДП-а и НДВ-а у Т2 износио је 0,6% и 0,8% дсз., респективно, и то највише захваљујући расту у прерађивачкој индустрији. Економска активност је била испод преткризног нивоа (БДП за 2,7%, а НДВ за 1,7%), тј. нивоа из П1 2008. године.

Раст БДП-а, остварен након четири тромесечја узастопног пада, резултат је опоравка индустријске

производње (3,8% дсз.). На раст је утицала ниска база из Т1, када је, због неповољних временских прилика у фебруару, прекида у снабдевању електричном енергијом и једномесечног прекида рада Железаре Смедерево, дошло до пада индустријске производње (-4,8% дсз.).

Физички обим индустријске производње остварио је раст од 4,0% дсз. у Т2. Тај раст је такође резултат ниске базе из Т1, а вођен је растом физичког обима прерађивачке индустрије од 6,6% дсз. (допринос укупној индустријској производњи 4,8 п.п.). И сектор рударства је остварио раст од 3,7% дсз. (допринос 0,2 п.п.), док је снабдевање електричном енергијом, гасом и паром забележило пад од 5,8% дсз. (допринос -1,0 п.п.).

У оквиру прерађивачке индустрије највећи дсз. раст активности остварен је у производњи деривата нафте (допринос укупној индустријској производњи 1,5 п.п.) и производњи основних метала (0,8 п.п.). Највећи дсз. пад обима производње забележен је у производњи осталих саобраћајних средстава (допринос -1,0 п.п.).

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



* Процена НБС.

Извор: РЗС и НБС.

БДП и НДВ су исказали раст у Т2, у највећој мери као последица ниске базе из Т1.

Према проценама, бруто додата вредност у грађевинарству је опала за 0,8% дсз.

Промет у трговини на мало је опао за 3,1% дсз. и нижи је за 27,9% у односу на преткризни ниво.

Бруто додата вредност пољопривреде бележи пад од 2,7% дсз., због високих температура и суше које се неповољно одражавају на приносе јесењих ратарских култура, воћа и поврћа.

Процењује се да је пад економске активности на мг. нивоу у Т2 настављен (-0,6%, према прелиминарној оцени РЗС-а), али у односу на Т1 успореним темпом. Тај пад је пре свега последица пада пољопривредне производње, који се процењује на око 11,5% мг., што доприноси паду БДП-а са 0,9 п.п. У Т2 НДВ је забележила раст од 0,6% мг.

Успоравање пада економске активности резултат је, у највећој мери, раста активности у секторима информисања и комуникација и грађевинарства. Сектор информисања и комуникација бележи уобичајено висок раст (7,0% мг., допринос 0,5 п.п.). У сектору грађевинарства остварен је раст бруто додате вредности од 3,4% мг. (допринос 0,1 п.п.), што је ниже него у Т1.

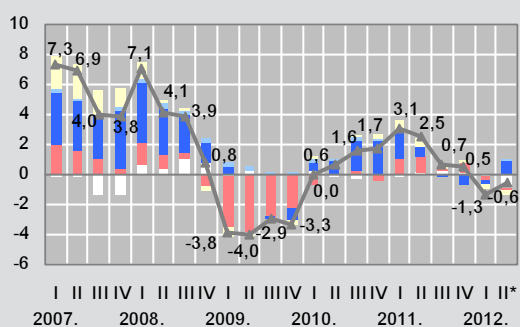
Након пада у четири узастопна тромесечја, сектор трговине остварио је раст од 1,4% (допринос 0,2 п.п.), на шта указује мг. раст промета у трговини на мало.

Пад индустријске производње у Т2 на нивоу је пада забележеног у Т1 и износи 2,9% мг. (допринос -0,5 п.п.). Највећи допринос том паду потиче од сектора снабдевања електричном енергијом, гасом и паром.

Тромесечни раст економске активности у Т2 одразио се на смањење негативног производног јаза. Ипак, производни јаз је још увек отворен, тако да и у наредном периоду можемо очекивати дезинфлаторне притиске са стране агрегатне тражње. Међутим, с обзиром на то да у условима кризе потенцијални БДП може бити прецењен (због еродирања производних капацитета и смањења радних способности лица која су незапослена дуго времена), постоји могућност да је стварни производни јаз мањи од процењеног. На то указује и оцена негативног производног јаза добијена путем *Hodrick-Prescott*-овог филтера (НР филтер), која је нижа у поређењу са оценом добијеном путем Калмановог филтера. У том случају, дезинфлаторни притисци са стране агрегатне тражње могли би бити слабији од процењених.

Без обзира на то што и даље очекујемо позитивне резултате у другој половини године по основу покретања производње у аутомобилској индустрији, кориговали смо пројекцију раста БДП-а за ову годину са 0,5% на -0,5% због знатно лошијих резултата пољопривредне производње од очекиваних.

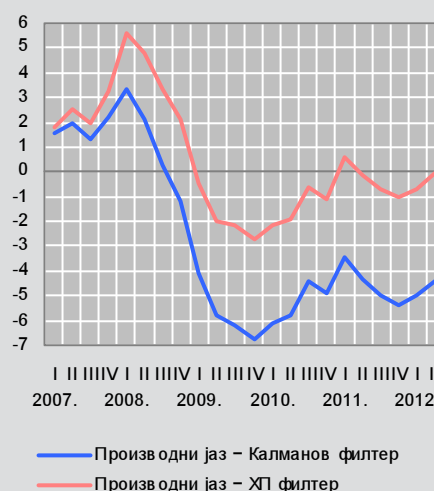
Графикон IV.4.2. Доприноси мг. стопи раста БДП-а – производна страна (у п.п.)



* Процена НБС.
 Извор: РЗС и НБС.

Највећи негативан допринос мг. кретању БДП-а у Т2 потиче од индустријске производње.

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



Извор: НБС.

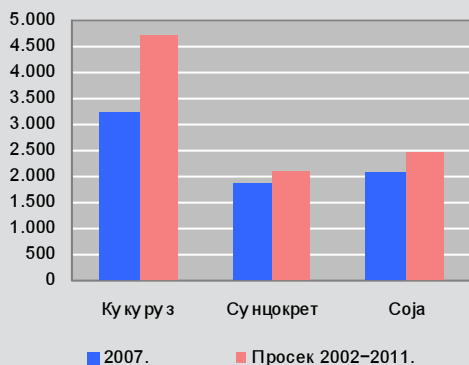
Негативан производни јаз је смањен у Т2.

Осврт 3: Утицај лоше пољопривредне сезоне на БДП и инфлацију у Србији

Неповољни временски услови у 2012. години (изузетно хладно време у Т1, високе температуре и ниска влажност земљишта крајем Т2 и почетком Т3) оставили су негативне последице на домаћу пољопривредну производњу. Она ће бити знатно нижа од прошлогодишње и одразиће се на укупну економску активност у овој години. Такође, мања производња утицаће на раст цена пољопривредних производа, а посредно и на раст цена хране, будући да су пољопривредни производи основне сировине у прехранбеној индустрији.

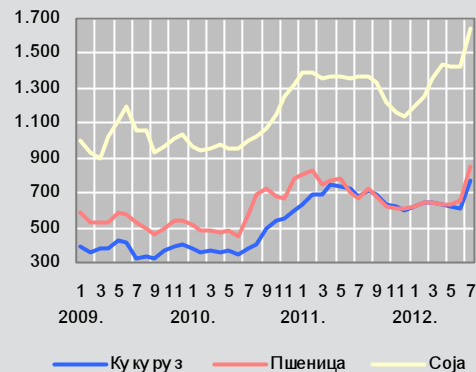
Лоша пољопривредна сезона и ниски приноси нису необичајена појава у Србији у последњој деценији. У 2007. години, на пример, пољопривредна производња је забележила пад од 7,8% (графикон О.3.1) као последица високих температура и сушног периода током јула и августа. Слична ситуација је и у овој години, с тим што се највећи пад приноса очекује код јесењих пољопривредних култура (кукуруза, соје, сунцокрета и шећерне репе). Пад производње и очекивани раст цена кукуруза и соје утицаће и на пад сточарске производње, будући да су ове културе основне компоненте у производњи сточне хране. Неповољни временски услови одразили су се такође на производњу воћа и поврћа. Ако претпоставимо да ове године приноси јесењих култура буду на нивоу из 2007. године, да производња воћа и поврћа забележи пад од 5% и да сточарска производња опадне за 4% укупан пад пољопривредне производње износио би око 12%. Већи пад пољопривредне производње у 2012. од пада у 2007. години био би последица базног ефекта. Наиме, пад у 2007. години од 7,8% уследио је након неколико лоших пољопривредних сезона, док би потенцијални пад у 2012. години уследио након неколико релативно добрих сезона. Претпостављени пад пољопривредне производње од око 12% допринео би паду економске активности за око 1,0 п.п. Имајући то у виду, процењујемо да ће раст економске активности у 2012. години бити нижи од претходно пројектованог.

Графикон О.3.1. Просечни приноси пољопривредних култура (kg/ha)



Извор: РЗС.

Графикон О.3.2. Светске цене пољопривредних производа (USD/bsh)



Извор: Chicago Board of Trade – CBOT.

Лоши временски услови утицали су да се од средине јуна прогнозе пољопривредне производње у земљама које су водеће извознице пољопривредних производа (САД, Русија, Украјина, Аргентина) коригују наниже, што је резултирало растом цена примарних пољопривредних производа на светским берзама (графикон О.3.2). Раст светских цена почео се преливати и на домаће тржиште, додатно појачан ефектима депресијације курса динара из претходног периода. То ће у наредном периоду стварати инфлаторни притисак на раст цена прерађене хране. Инфлаторни притисак могао би се очекивати и по основу раста цена непрерађене хране (свежег меса и воћа и поврћа). Цене свежег меса су у јуну забележиле виши раст од очекиваног због раста цена сточне хране и депресијације курса динара, а очекује се да ће ови фактори бити на снази и у наредном периоду. Такође, мања производња воћа и поврћа утицаће да сезонски пад цена ових производа (карактеристичан за Т3) буде нижи од

очекиваног. Наша процена је да ће ефекти лоше пољопривредне сезоне утицати на раст м.г. инфлације са 2–3 п.п., с тим што ће се највећи ефекат овог раста остварити у П1 2013.

Скок цена хране који нас очекује у наредном периоду биће привременог карактера и његови ефекти ће се у м.г. стопи инфлације задржати наредних 12 месеци. Да подсетимо, слична кретања карактерисала су и П2 2010. године, када се раст светских цена примарних пољопривредних производа прелио и на Србију и утицао на раст м.г. инфлације од 10,5 п.п. Ипак, предвиђа се да ће раст светских цена хране ове године бити нижи него у 2010, па ће самим тим бити нижи и пораст инфлације. Поред тога, због либерализације трговине са ЕУ, нижи је ниво царина и прелевана на увоз пољопривредних производа (ниво оптерећења увоза у 2012. је у просеку за око 30% нижи него у 2009), што би додатно могло да допринесе умеренијем варирању цена хране и мањем порасту инфлације у односу на 2010. годину.

5. Кретања на тржишту рада

Зараде

Након раста у претходном тромесечју, реалне зараде су у Т2 смањене. Прекинут је једногодишњи тренд пада продуктивности рада у индустрији, што је успорило раст јединичних трошкова рада.

Према дсз. подацима, номиналне нето зараде су у Т2 забележиле раст у односу на претходно тромесечје од 1,5%, а реалне нето зараде пад од 1,4%. Реалне нето зараде у јавном сектору мање су за 1,8% дсз., док је у приватном сектору дошло до њиховог раста за 0,2% дсз. Раст зарада у приватном сектору током кризе доводи се у везу пре свега са отпуштањем радника с нижим зарадама, тако да је просек зарада оних који су задржали посао нешто већи. То потврђују подаци о највећем смањењу запослености код основних једноставних занимања.

Посматрано по делатностима, нето зараде у свим секторима реално су опале у односу на претходно тромесечје. Највећи пад бележи се у сектору пољопривреде, шумарства и рибарства, као и сектору рударства.

У односу на исти период претходне године реалне зараде су порасле, али је тај раст успорен на 5,3% (са 6,3% у Т1). Успоравање раста реалних зарада бележи

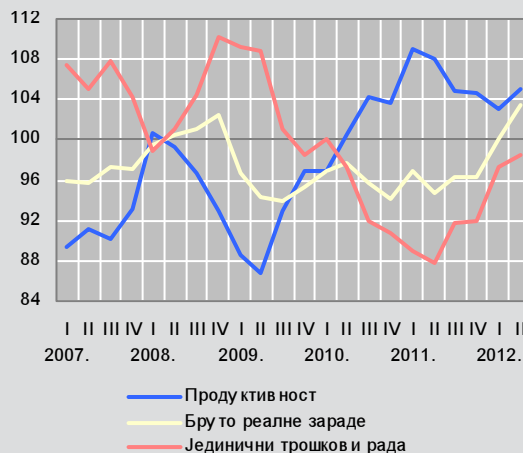
Графикон IV.5.1. Кретање просечних нето зарада
(дсз. подаци, П1 2008 = 100)



Извор: РЗС.

Реални раст зарада у Т2 остварен је у приватном сектору, док је у јавном забележен пад.

Графикон IV.5.2. Кретање продуктивности, бруто реалних зарада и јединичних трошкова рада у индустрији
(дсз. подаци, П1 2008 = 100)



Извор: РЗС.

Продуктивност рада у индустрији је у Т2 повећана, али јединични трошкови рада расту због бржег раста бруто реалних зарада.

јавни сектор (на 1,8%, у поређењу са 4,9% у Т1), док је у приватном сектору реални раст зарада убрзан (на 7,0%, у поређењу са 6,0% у Т1).

Просечна нето зарада запослених у Републици Србији у Т2 износила је 41.664 динара.

Након годину дана пада, продуктивност рада у индустрији је у Т2 остварила раст. Захваљујући томе, раст јединичних трошкова рада у индустрији је успорен (1,3% дсз.). Ипак, јединични трошкови рада су већи у односу на претходно тромесечје због нешто бржег раста бруто реалних зарада (3,5% дсз.) у односу на раст продуктивности рада (2,0% дсз.). Позитивна кретања бележе се у прерађивачкој индустрији. Јединични трошкови рада су мањи за 5,4% дсз. у односу на Т1 због знатно бржег раста продуктивности рада (6,2 дсз.) од раста бруто реалних зарада (0,6% дсз.).

Запосленост

Према априлској Анкети о радној снази, стопа незапослености је повећана на 25,5%. И остали показатељи кретања на тржишту рада су погоршани.

Успорен опоравак економске активности одразио се на наставак негативног тренда на тржишту рада. Као

што се и очекивало, подаци из Анкете о радној снази из априла 2012. неповољнији су у односу на Анкету из новембра 2011. године. Стопа незапослености, тј. учешће незапослених у укупном броју активних становника¹⁸, у априлу је износила 25,5% и повећана је за 1,8 п.п. у односу на новембар. Број незапослених је био већи за 44.961 лице и износио је 736.802. Имајући у виду кретања у реалном сектору, не може се очекивати да ће резултати наредне анкете, у октобру 2012, показати смањење незапослености. Такав тренд присутан је и у другим земљама у региону и у великој мери зависи од економског опоравка зоне евра.

Међу показатељима кретања на тржишту рада посебно је неповољно даље повећање ионако високе дугорочне незапослености, тј. незапослености од

годину дана и дуже. Учешће незапослених годину дана и дуже у укупном броју незапосленог становништва повећано је на 78,1% у априлу 2012, са 74,0% у новембру 2011. Притом, у поређењу с новембарским подацима, учешће оних који су незапослени четири године и дуже повећано је за 3,0 п.п. и износи 44,4%. Стопа дугорочне незапослености повећана је на 19,9% у априлу, са 17,6% у новембру 2011.

Укупан број запослених (у формалној и неформалној економији)¹⁹, према априлској Анкети о радној снази, износио је 2.157.618 лица, што је за 66.890 лица мање у односу на новембар 2011. Тиме је стопа запослености, тј. учешће запослених у укупном броју становника старости 15 и више година, смањена за 1,0 п.п. и износи 34,3%. Највеће смањење запослености забележено је код основних једноставних занимања (за 39.346 лица). Посматрано по секторима, до највећег пада запослености дошло је у пољопривреди, прерађивачкој индустрији и грађевинарству.

Повећање броја незапослених и даље је мање од пада броја запослених, што указује на то да је један број људи постао неактиван и одустао од тражења посла. Стога је настављено смањење стопе активности, тј. учешћа активних становника у укупном броју становника старости 15 и више година. Стопа активности је у априлу 2012. смањена за 0,2 п.п. у односу на новембар 2011. и износи 46,1%.

Априлска Анкета о радној снази бележи и пад стопе неформалне запослености.²⁰ Стопа неформалне запослености смањена је са 17,8%, колико је износила у новембру 2011, на 17,0% у априлу 2012.

Према подацима Републичког завода за статистику, на основу Анкете РАД, укупан број формално запослених²¹ је током Т2 незнатно повећан, за 138 лица, и износи 1.730.207 лица.

Графикон IV.5.3. Стопе запослености, незапослености и активности према Анкети о радној снази (у %)



Извор: РЗС.

Према априлској Анкети о радној снази, сви показатељи кретања на тржишту рада су погоршани.

¹⁸ Активно становништво (радну снагу) чине сва запослена и незапослена лица старости 15 и више година.

¹⁹ Према Анкети о радној снази, запосленим се сматра свако лице које је у посматраној седмици најмање један сат обављало неки плаћени посао (у ноћу или напути), као и лице које је имало запослење, али је у тој седмици било одсутно с посла. У запослене раднике укључују се и индивидуални пољопривредници, као и помажући чланови у домаћинству којима рад у домаћинству представља једини извор средстава за живот. Према томе, у Анкети се не узима у обзир формални статус лица које се анкетира, него се радни статус тог лица одређује на основу стварне активности коју је оно обављало у посматраној седмици.

²⁰ Неформална запосленост (рад „на црно“) обухвата запослене у нерестрикованим фирмама или у регистрованим фирмама али без формалног уговора о раду и без социјалног и пензијског осигурања, као и неплаћене помажуће чланове домаћинства.

²¹ Запослени који имају заснован радни однос с послодавцем (правна лица и приватни предузетници) на основу уговора о раду. Запосленима се не сматрају лица која раде на основу уговора о делу или уговора о обављању привремених и повремених послова.

6. Међународно окружење

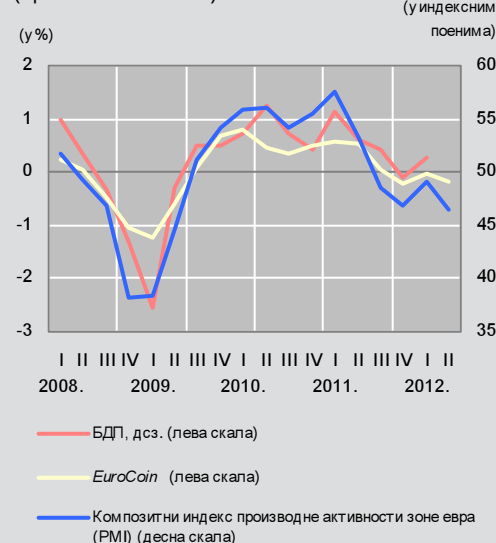
Међународно окружење у Т2 карактерише неизвесност у погледу даљег тока кризе јавног дуга у зони евра и наставак рецесионих притисака.

Зона евра наставља да се суочава са изазовима. После формирања нове владе у Грчкој, неизвесност у погледу останка Грчке у зони евра делимично је умањена. Заоштравање кризе у банкарском сектору утицало је да Шпанија затражи и добије помоћ министара финансија земаља зоне евра у виду кредитне линије за докапитализацију проблематичних банака у износу до 100 млрд евра. Крајем јуна и Кипар се придружио групи земаља које су затражиле званичну помоћ.

Након пада од 0,3% у Т4 2011, економија зоне евра је у Т1 2012. стагнирала, уз наставак продубљивања разлика међу чланицама. Иако је у Т1 избегнут технички улазак у рецесију, рани индикатори економске активности PMI и Eurocoin указују на пад активности у Т2 и могућ негативан раст од око 0,6%. Незапосленост је на највишем нивоу од формирања монетарне уније (11,2% у јуну), а регион очекује негативан раст у 2012. и благ опоравак у 2013. Негативне прогнозе економског раста, потпомогнуте политичким тензијама и изостанком трајног решења за довођење јавних финансија у одрживе оквире, утицале су да државне ХоВ високозадужених земаља зоне евра наставе да бележе високе приносе.

Пројекција економског раста ММФ-а за зону евра из јула није мењана за ову годину (-0,3%), али се за наредну годину очекује нешто нижи раст у односу на пројекцију из априла (0,7%). Према најновијој прогнози Consensus Forecast-а, у зони евра се у 2012. очекује пад активности од 0,5% и благ раст од 0,5% у 2013. Притом се највећи пад активности предвиђа за Португал, Италију и Шпанију (-3,35, -2,0% и -1,7%, респективно). Немачка је, захваљујући снажном

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



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

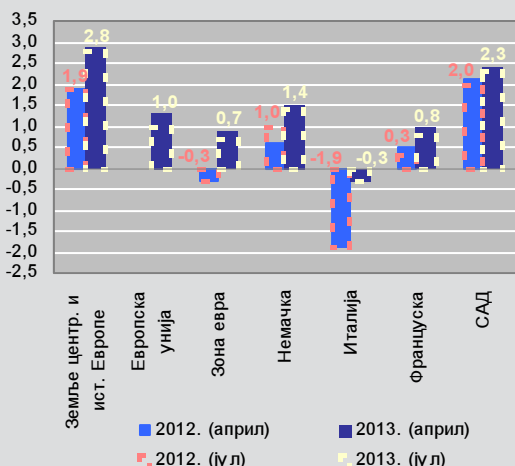
Индикатори указују на пад економске активности у Т2.

извозу и домаћој тражњи, анулирала пад БДП-а из Т4 2011. и у Т1 2012. остварила раст од 0,5%. Међутим, и код ове државе рани индикатори економске активности упозоравају на могућност негативног раста у Т2. С обзиром на то да досадашње мере нису дале очекиване резултате, све више јача свест да је за излазак из кризе, поред штедње, неопходно укључивање мера за подстицање привредног раста²². Истовремено, све је више заговорника издавања заједничких еврообвезница како би се олакшао терет дуга земаља с највишим приносима на државне обвезнице, чему се Немачка противи. На самиту ЕУ крајем јуна договорено је формирање јединственог надзорног органа за банке зоне евра, док ће Европски стабилизациони механизам имати право да директно

²² На самиту крајем јуна постигнут је договор лидера ЕУ о улагању 120 млрд евра ради подстицања раста у земљама које су највише погођене кризом.

докапитализује проблематичне банке, чиме би се смањило даље задуживање чланица зоне евра.

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



* Ревизија у односу на априлски *World Economic Outlook Update*.

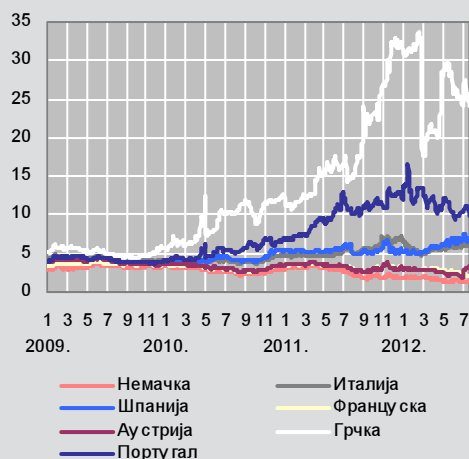
Извор: ММФ *WEO Update* (јул 2012) и ММФ *WEO* (април 2012).

Изгледи у погледу привредног раста Немачке су побољшани, а Француске и САД благо погоршани.

Рејтинг агенција *Moody's* смањила је током јула изгледе кредитног рејтинга Немачке, Холандије и Луксембурга са стабилног на негативан због ризика од изласка Грчке из зоне евра и потребе да те земље пруже финансијску помоћ Италији и Шпанији. Иста агенција смањила је и кредитни рејтинг Италије у јулу. Током T2 *Standard&Poor's*, *Fitch* и *Moody's* су смањили рејтинг Шпаније, а *Fitch* је смањила и рејтинг Грчке и Кипра.

Криза у зони евра утиче на успоравање раста у централној и источној Европи, а у појединим земљама региона и на рецесију. Прогнозе за тај део Европе и даље су песимистичне. Опоравак се не очекује до краја 2012, а у 2013. наставиће се притисак на потрошњу и успорен раст приватних и јавних инвестиција. Светска банка у новом извештају *EU 11 Regular Economic Report* предвиђа успоравање привредног раста за 11 земаља централне и источне Европе, са 3,1% у 2011. на 1,5% у 2012. години. Највећи раст у 2012. прогнозира се за Пољску, док се пад очекује у Словенији, Хрватској и Мађарској. Србија је међу земљама региона за које се очекује слаб раст. Извесно олакшање земљама региона које се боре с високим увозним трошковима и инфлацијом требало би да донесе смањење цена сировина, посебно нафте. И поред неизвесности у погледу даљих перспектива, вероватни сценарио је – постепено, регионално

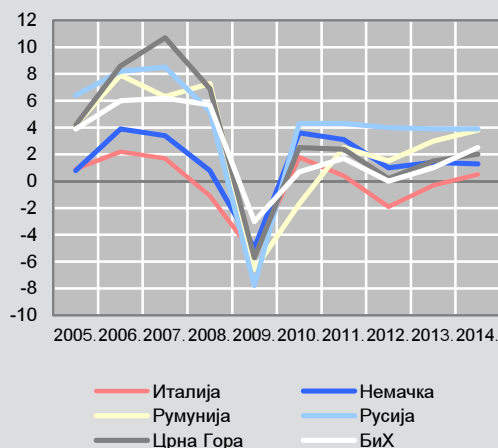
Графикон IV.6.3. Принос на државне обвезнице земаља зоне евра (дневни подаци, у %)



Извор: Блумберг.

Принос на десетогодишње *ХоВ* Шпаније у јуну је премашио 7%, тј. ниво за који су Грчка, Португал и Ирска затражили помоћ.

Графикон IV.6.4. Кретање БДП-а главних спољнотрговинских партнера Србије (мг. стопе, у %)



Извор: ММФ *WEO* (последњи расположиви подаци).

Значајнији опоравак наших главних спољнотрговинских партнера очекује се тек од 2013. године.

неуједначено, слабење утицаја кризе из зоне евра и благ економски опоравак.

Инфлаторни притисци у зони евра постепено се смањују, а стопа инфлације приближава циљаној. Међугодишња инфлација је у јулу износила 2,4% и непромењена је трећи месец заредом. У условима очекиваног даљег пада инфлације и продужених рецесионих притисака, ЕЦБ је почетком јула наставила са ублажавањем монетарне политике смањивши референтну стопу на до сада најнижи ниво, на 0,75%²³. Према очекивањима ЕЦБ-а, инфлација ће наставити да опада током 2012, а у 2013. ће се спустити испод 2%. Преовлађују очекивања да ће се у наредном периоду наставити даље ублажавање монетарне политике.

Кретања и пројекције макроекономских показатеља у САД повољнији су у односу на зону евра. Ипак, у односу на априлску пројекцију, прогнозе привредног раста и незапослености су погоршане. Стопа инфлације у САД наставила је да се смањује и у јуну је износила 1,7% м.г., док је економски раст остварен у Т1 (1,9%) нижи у односу на Т4 2011. (3,0%). На јунском састанку, Одбор гувернера ФЕД-а је одлучио да референтну стопу задржи на нивоу од 0,25% и најавио њено задржавање на ниском нивоу до краја 2014. Одлучио је и да програм *Operation Twist*, који је требало да буде окончан крајем Т2, буде продужен до краја 2012. Упркос очекивањима, која су темељена на

ниском економском расту и споријем расту запослености од очекиваног, нова рунда квантитативних олакшица је изостала.

У региону централне и источне Европе у већини земаља дошло је до слабења инфлаторних притисака, највише због пада цене нафте. Централна банка Пољске је референтну стопу повећала за 25 б.п. због раста очекиване инфлације изнад циља, док је у Чешкој, због успоравања привредног раста, ова стопа смањена за исту вредност. Централна банка Мађарске је саопштила да може да смањи референтну стопу (тренутно 7,0%), која је највиша у ЕУ, тек по закључењу финансијског аранжмана владе са ЕУ и ММФ-ом, који би смањио премију ризика земље.

Вредност курса евра према долару је ослабила у Т2, нарочито у мају, кад је пад износио 8%. Пад је био последица продубљивања дужничке кризе у зони евра и неизвесности око исхода парламентарних избора у Грчкој. Инвеститори, несклони ризику, потражили су сигурносно уточиште у долару и швајцарском франку. Цена злата има тенденцију пада због нешто смањеног интересовања инвеститора. Пад тражње за овим племенитим металом резултат је јачања долара, али и смањења инфлације, будући да се злато традиционално сматра заштитником вредности средстава од инфлације. Током јула курс евра према долару је ојачао, чему су допринеле изјаве званичника ЕЦБ-а да ће бити предузете додатне мере за очување зоне евра.

²³ Последњи пут референтна стопа је смањена на 1% на седници у децембру 2011.

V. Пројекција инфлације

Међугодишња инфлација ће у Т3 2012. године наставити да расте, уз прелазак горње границе дозвољеног одступања од циља. Свој максимум требало би да достигне у току П1 2013. године и након тога започне повратак у границе дозвољеног одступања од циља, у којима ће се наћи до краја 2013. године. Инфлација ће у наредном периоду расти пре свега по основу раста цена хране и увозних цена, као и ефекта врло ниске прошлогодишње базе. Насупрот томе ће деловати ниска агрегатна тражња. Ризици остварења пројекције инфлације односе се на домаћа фискална кретања, цене хране и развој ситуације у међународном окружењу.

БДП ће у 2013. години, након пада у 2012. (0,5%), остварити раст од 2,5%, чему ће највише допринети раст нето извоза.

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

У складу са очекивањима изнетим у мајском Извештају о инфлацији, м.г. инфлација је у априлу забележила свој минимум (2,7%), спустивши се незнатно испод доње границе дозвољеног одступања од циља. Уследило је њено повећање, које је у јуну било нешто брже у односу на централну пројекцију инфлације из мајског Извештаја, због знатно више од очекиване корекције цене меса. На крају Т2 м.г. инфлација је износила 5,5%.

Тромесечна инфлација у Т2 износила је 3,1%, на шта је највише утицало поскупљење непрерађене хране (раст цена свежег воћа и поврћа и свежег меса). Раст цена меса, који је приметан од краја маја, последица је раста цена сточне хране (пре свега сојине сачме), као и слабљења динара, које је повећало увозну цену меса. Знатнији раст забележиле су и цене производа и услуга које су директно везане за кретање курса динара према еврџу.

Инфлациона очекивања финансијског сектора су у мају била на најнижем нивоу од када се прате (4,0% према анкети агенције Ипсос и 5,5% према анкети агенције Блумберг) и унутар граница дозвољеног одступања од циља. Ипак, од јуна су у порасту и тренутно за годину дана унапред износе 6,2% (анкета агенције Блумберг), односно 7,0% (анкета агенције Ипсос). Од јуна је приметно и повећање дисперзије одговора појединачних испитаника у погледу очекиване инфлације, што указује да тржиште у наредном периоду очекује већу економску неизвесност.

Динар је у току Т2 номинално депрецирао 5,0% према еврџу.²⁴ Депрецијацијске притиске изазивала је изражена неравнотежа између понуде и тражње за девизама, која је била пре свега последица уздржаности страних инвеститора за улагања и повећаног трошења државе. Интервенције Народне банке Србије на МДТ-у (790,3 млн евра у Т2), као и измене регулативе у вези са обавезном резервом

²⁴ Просечна депрецијација у периоду.

банака деловали су у правцу ублажавања депрецијацијских притисака, али су допринели и смањењу динарске ликвидности банкарског сектора.

Премија ризика (мерена ЕМВИ) земаља у региону била је виша на крају Т2 него на крају Т1, али је највеће повећање забележила у случају Србије (за 86 б.п.). Крајем Т2, први пут у последњих пет месеци, ЕМВИ за Србију био је највиши у региону (553 б.п.). Док су премије ризика других земаља региона од јуна у паду, ЕМВИ за Србију је наставио да расте као последица уздржаности страних инвеститора, изазване повећаном неизвесношћу у погледу фискалних кретања. Крајем јула он је износио око 600 б.п.

Фискална политика је и у Т2 била експанзивна. Процењујемо да је у првих шест месеци ове године консолидовани буџетски дефицит износио око 110 млрд динара, тј. више од 70% дефицита за 2012. годину који је договорен с ММФ-ом. На већи дефицит од очекиваног утицао је бржи раст расхода од планираног, а пре свега издатака по основу субвенција, капиталних расхода и расхода за куповину добара и услуга. Знатно одступање оствареног дефицита од планираног и брз раст јавног дуга указују на потребу што динамичнијег спровођења фискалне консолидације.

Процењује се да је БДП у Т2 порастао 0,6% дез., док је на мг. нивоу успорио пад са 1,3% на 0,6%. Нето извоз (захваљујући расту извоза робе и услуга и паду увоза) и државна потрошња позитивно су утицали на раст БДП-а. С друге стране, инвестиције приватног сектора и потрошња домаћинства забележиле су пад.

У складу с растом БДП-а, производни јаз је у Т2 благо смањен, али је и даље негативан, што указује да ће дезинфлаторни притисци по основу тражње карактерисати и наредни период. У прилог томе говоре и најновија кретања на тржишту рада. Према Анкети о радној снази, стопа незапослености је у априлу порасла на 25,5% (са 23,7% у новембру 2011), док су стопе формалне и неформалне запослености смањене.

Међународно окружење у Т2 карактерисали су неизвесност у погледу даљег тока кризе јавног дуга у зони евра и наставак рецесионих притисака. Иако у Т1 зона евра није технички ушла у рецесију, индикатори економског раста (PMI и *Eurocoin*) указују на могућ пад БДП-а зоне евра у Т2 2012. У

таквим условима, и уз очекивање даљег пада инфлације, ЕЦБ је почетком јула наставила са ублажавањем монетарне политике снизивши референтну каматну стопу на досад најнижи ниво (на 0,75%).

Светске цене хране (*FAO Food Price Index*) биле су у паду у Т2 и у јуну су достигле најнижи ниво од септембра 2010. године. Међутим, цене примарних пољопривредних производа на светском тржишту недавно су опет почеле да расту због лоших временских прилика на глобалном нивоу. Тако је, због лоше жетве соје у Јужној Америци, цена сојине сачме на светском тржишту скочила, а то је утицало на пораст њене цене и код нас. На домаћој берзи цене главних примарних пољопривредних производа – кукуруза и пшенице – у Т2 су порасле за 6,0% и 4,6%, респективно. Недавно објављени неповољнији изгледи глобалне пољопривредне производње утицаће на кретања цена на светским берзама, а то ће појачати притиске и на домаће цене у условима суше и генерално великог варирања цена хране у Србији.

Цена сирове нафте на светским берзама у Т2 је забележила знатан пад по основу мање тражње и неповољних економских вести у зони евра и САД. Ипак, дезинфлаторно дејство тог фактора на цене нафтних деривата на домаћем тржишту у великој мери је ублажено због слабљења динара према долару (7,1% у просеку у Т2).

Народна банка Србије је од Т2 појачала рестриктивност монетарне политике. Референтна каматна стопа је повећавана у три наврата – за 0,5 п.п. у јуну и за по 0,25 п.п. у јулу и августу, тако да сада износи 10,5%. Због континуираног смањења динарске ликвидности банкарског сектора од почетка године, Народна банка Србије је у јулу, као главне операције на отвореном тржишту, увела операције обезбеђења ликвидности, тј. репо трансакције куповине ХоВ, с роком доспећа трансакције од недељу дана.

Према индексу монетарних услова, оцењујемо да су монетарни услови и у Т2 били експанзивни. На то указује проширивање депрецијацијског јаза реалног девизног курса, због чега би у наредном периоду могло доћи до пораста маргиналних трошкова нето увозника. С друге стране, реална каматна стопа је деловала рестриктивно будући да је у Т2 повећана изнад нивоа свог тренда.

Претпоставке пројекције

Екстерне претпоставке

Иако је раст немачке привреде у великој мери потпомогао да зона евра у Т1 технички не уђе у рецесију, рани индикатори економске активности указују на могућност пада БДП-а и у Немачкој у Т2. Међутим, Бундесбанка и ММФ недавно су ревидирали навише своје пројекције раста немачког БДП-а у 2012. години, наводећи као разлог за то снажну домаћу тражњу. У текућој средњорочној пројекцији инфлације претпоставка о расту БДП-а зоне евра у 2012. години остала је непромењена у односу на мајску, тј. предвиђа се пад БДП-а од 0,5%. Ипак, очекивани опоравак у 2013. је ублажен са 0,9% на 0,5%. Будући да ће већина земаља зоне евра морати да спроводи фискалну консолидацију, то ће, уз неизвесност у погледу даљег развоја кризе јавног дуга, утицати на смањење домаће тражње.

Према пројекцији ЕЦБ-а, инфлација у зони евра требало би да настави да се снижава у 2012. години и у 2013. падне испод 2,0%, што сугерише да ће ЕЦБ наставити са снижавањем референтне каматне стопе. Очекивани благ раст економске активности и добро усидрена дугорочна инфлациона очекивања требало би да утичу на ублажавање притисака на цене у зони евра у наредном периоду.

Због пада цена нафте на светском тржишту у Т2, претпоставка о цени нафте типа „урал“ на крају 2012. године ревидирана је благо наниже. Процењује се да текући раст цене нафте, због ембарга ЕУ на увоз нафте из Ирана, неће имати дугорочан тренд. Претпоставка пројекције је да се, с обзиром на очекивано смањене глобалне тражње, цена нафте неће повећати ни у 2013. години. Штавише, кретање фјучерса на нафту сигнализира да је пад цена нафте могући и у 2013. години.

Интерне претпоставке

Текућа средњорочна пројекција инфлације заснива се на претпоставци да ће до раста регулисаних цена, који је изостао у П1, доћи у другој половини године.

Цене воћа и поврћа ће због овогодишње суше имати већи раст од очекиваног. Будући да ће због тога бити на веома високом нивоу, у наредној години очекујемо њихов релативан пад (спорији раст од осталих цена) чак и у случају просечне пољопривредне сезоне.

Такође, претпоставка текуће пројекције је повећање стопе ПДВ-а за 2,0 п.п. То повећање би имало једнократан утицај на инфлацију, с тим што би се тај ефекат у м. стопи инфлације задржао годину дана.

Пројекција инфлације

Међугодишња инфлација ће у Т3 2012. године наставити да расте, уз прелазак горње границе дозвољеног одступања од циља. Свој максимум требало би да достигне у току П1 2013. године и након тога започне повратак у границе дозвољеног одступања од циља, који ће се десити до краја 2013. године.

На раст инфлације, као што је најављено у мајском Извештају о инфлацији, утицаће неколико фактора: трошковни притисци на цене хране, депрецијација динара из претходног периода и бржи раст регулисаних цена.

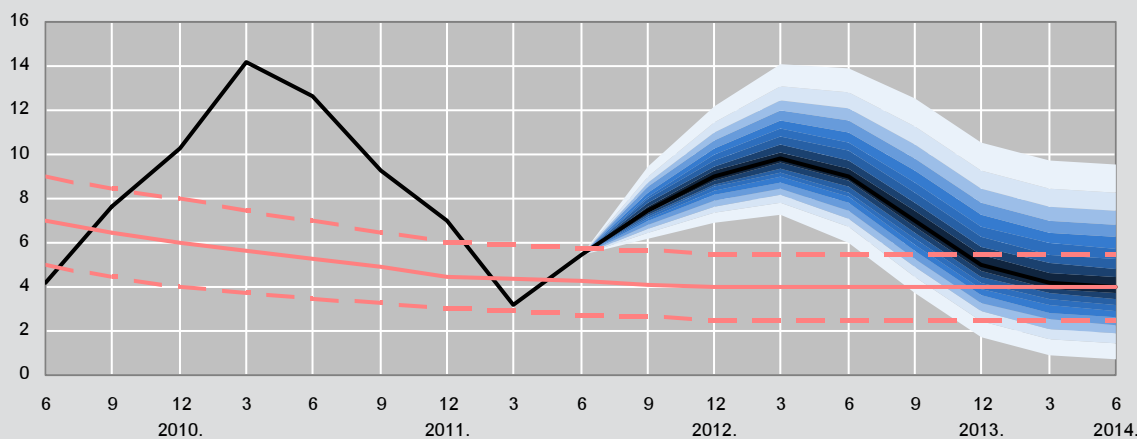
С обзиром на релативно низак ниво цена воћа и поврћа пре почетка овогодишње пољопривредне сезоне, корекција ових цена и пораст инфлације по том основу већ су антиципирани. Међутим, због изразито неповољних временских прилика, овогодишња пољопривредна сезона вероватно ће

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

	2012.		2013.	
Екстерне претпоставке				
Инфлација у зони евра (Т4 на Т4)	2,0%	(+0,1)	1,7%	(-)
Референтна каматна стопа ЕЦБ (на крају године)	0,5%	(-0,5)	0,5%	(-0,5)
Раст БДП-а у зони евра	-0,5%	(-)	0,5%	(-0,4)
Цена уралске нафте по барелу (крај године, у USD)	105	(-5)	105	(-5)
Интерне претпоставке				
Регулисана цена (дец. на дец.)	9,3%	(+1,5)	7,2%	(-)
Цене воћа и поврћа (дец. на дец.)	19,5%	(+11,7)	2,2%	(-6,4)
Трендови				
Апрецијацијски тренд реалног курса (просек)	2,0%	(-)	2,2%	(-)
Тренд реалне камате (просек)	4,6%	(+0,5)	3,6%	(+0,5)

Извор: НБС.

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



Инфлација се од Т2 2012. налази у порасту и максимум би требало да достигне у П1 2013. године. Након тога ће уследити њен постепен пад и повратак у границе дозвољеног одступања од циља до краја 2013. Пројекција је асиметрична навише због неизвесности у погледу фискалних кретања, цена хране, као и развоја ситуације у међународном окружењу.

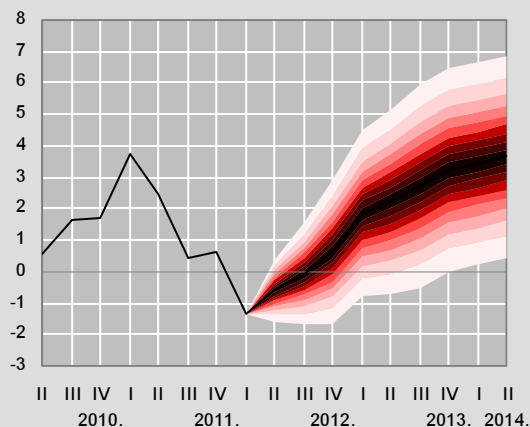
Овај тип графикона приказује различите вероватноће остварења пројекције инфлације у наредних осам тромесечја. Централна пројекција је у најтамнијем делу графикона и вероватноћа да ће пасти у овај распон износи 10%. Свака следећа нијанса укључује такође 10% вероватноће, тако да цео распон обухвата 90%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

бити слична сезони у 2007. години²⁵, због чега се очекује да мг. раст цена воћа и поврћа у Т3 и Т4 ове године буде изражен. Трошковним притисцима на цене прерађене хране допринеће и започето поскупљење примарних пољопривредних производа (пре свега кукуруза и пшенице). Додатну отежавајућу околност представљају лошији резултати пољопривредне производње на глобалном нивоу, који ће се одразити на цене примарних пољопривредних производа и на светском тржишту.

Депрецијација динара из претходног периода делом се прелила на цене и истовремено довела до раста реалних маргиналних трошкова нето увозника, што ће у наредном периоду вршити притиске на раст цена. Ипак, јачина инфлаторних притисака по том основу зависиће од могућности нето увозника да у условима ниске тражње повећају своје цене.

Регулисане цене у П1 готово да нису кориговане, захваљујући чему су имале дезинфлаторан утицај. Под претпоставком да ће електрична енергија поскупети у Т4, већи утицај на инфлацију регулисане

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



Извор: НБС.

Економска активност ће у 2012. забележити пад, али се у 2013. очекује њен опоравак.

²⁵ 2007. година такође је била сушна година.

цене ће извршити у П2 текуће године. Одсуство стратегије у погледу динамике и брзине корекције цена под контролом државе из године у годину повећава релативно високо осцилирање домаће инфлације.

С повећањем притисака на инфлацију због наведених фактора, очекујемо пораст инфлационих очекивања. На ограничавање раста инфлационих очекивања требало би да утиче кретање домаће економске активности и продубљивање негативног производног јаза до средине 2013.

Насупрот очекиваном инфлаторном дејству цена хране, регулисаних и увозних цена, ниска агрегатна тражња биће главни дезинфлаторни фактор, тј. успораваће раст цена у посматраном периоду пројекције инфлације. Притом се и домаћа и нето екстерна тражња налазе на ниском нивоу.

Централна пројекција БДП-а у текућој години, за разлику од пројекције раста БДП-а у 2012. години (раст од 0,5%) која је објављена у мајском Извештају о инфлацији, јесте његов пад од 0,5% због лошијих резултата овогодишње пољопривредне производње. Посматрано с расходне стране, та пројекција се, као и раније, заснива на споријем привредном опоравку главних спољнотрговинских партнера Србије, који ће се одразити на пад извозне тражње и домаћих инвестиција. Упркос томе, нето извоз би у 2012. години требало позитивно да утиче на БДП, као резултат до сада реализованих инвестиција у аутомобилској индустрији и слабљења динара у претходном периоду. С друге стране, инвестиције у основне фондове и финална потрошња ће вероватно бити у паду ове године.

Након пада у 2012. години, БДП би у 2013. требало да оствари раст од 2,5%, чему ће највише допринети раст нето извоза. Распон пројекције раста БДП-а је симетричан, тј. вероватноћа одступања навише и наниже је подједнака.

Ризици остварења пројекције

Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације односи се пре свега на кретања у области фискалне политике и цене хране. У извесној мери,

ризичи остварења пројекције односе се и на развој ситуације у међународном окружењу.

Након знатне експанзивности фискалне политике у П1, одржање макроекономске стабилности земље захтева фискално прилагођавање и његово спровођење у што краћем року.

У тренутку када је светско финансијско тржиште веома осетљиво на показатеље одрживости јавног дуга, не може се пренагласити значај одрживих јавних финансија. Раст премије ризика Србије, који би вероватно био интензивира у одсуству валидног програма фискалне консолидације, и потенцијални депрецијацијски притисци могли би да појачају притиске на инфлацију.

Цене пољопривредних производа у Србији карактерише, генерално, висок степен волатилности. Томе је у претходном периоду допринела висока царинска заштита на увоз ових производа, стимулисање њиховог извоза у условима раста цене на светском тржишту, као и неадекватна политика робних резерви. Дакле, волатилност цена пољопривредних производа, а тиме и притисци на цене хране у наредном периоду, могли би да буду мањи уколико би се предузимале мере које се не би одразиле на смањење понуде тих производа на домаћем тржишту у условима када је она већ редукована.

Уколико се не поврати поверење инвеститора у одрживост јавних финансија појединих чланица зоне евра, могуће је погоршање кризе у тој зони, које би за Србију значило мању могућност извоза и раст премије ризика. Криза у зони евра утицала би на смањење прилива инвестиција и већи пад домаће привредне активности, док би потенцијални раст премије ризика и депрецијацијски притисци појачали инфлаторне притиске.

Узимајући у обзир све ризике пројекције, наша процена је да су они асиметрични навише, због могућег одсуства валидног програма фискалне консолидације, потенцијалног раста премије ризика земље и депрецијацијских притисака, као и могућег бржег од очекиваног раста инфлационих очекивања.

Поређење и остварење пројекција

Нова пројекција инфлације виша је у односу на пројекцију из мајског Извештаја о инфлацији. Разлог је пре свега виши раст увозних цена и знатно лошија пољопривредна сезона, не само код нас већ и у свету, што се већ одражава на цене примарних пољопривредних производа и непрерађене хране.

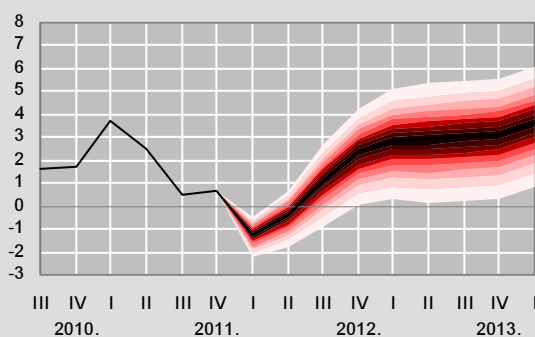
У последњој години дана инфлација се налазила у оквиру граница распона пројекције објављене у

Извештају о инфлацији у августу 2011. године. До Т2 она се кретала незнатно испод централне вредности пројекције, да би затим у Т2 порасла изнад ње. Тај пораст последица је раста цена свежег меса и нижег од очекиваног пада цена воћа и поврћа у јуну.

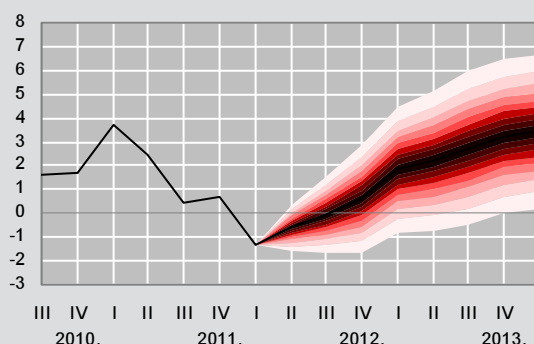
Нова пројекција раста БДП-а нижа је у односу на мајску пројекцију у готово целом периоду пројекције. На ревизију наниже за 2012. годину утицала је лоша пољопривредна сезона, а за 2013. очекивани нижи раст БДП-а зоне евра.

Графикон V.0.3. Поређење текуће с претходном пројекцијом раста БДП-а

Мајска пројекција
(мг. стопе, у %)



Августовска пројекција
(мг. стопе, у %)

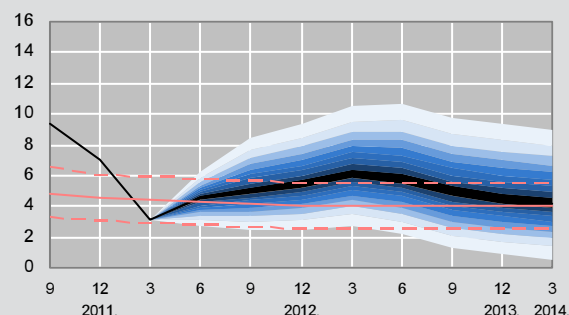


Извор: НБС.

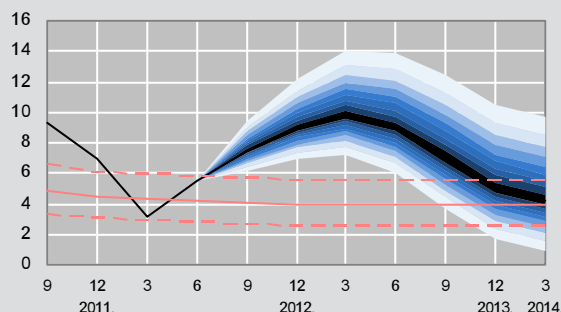
Нова пројекција раста БДП-а је у односу на пројекцију из маја 2012. нижа у готово целом периоду пројекције.

Графикон V.0.4. Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације

Мајска пројекција
(мг. стопе, у %)



Августовска пројекција
(мг. стопе, у %)



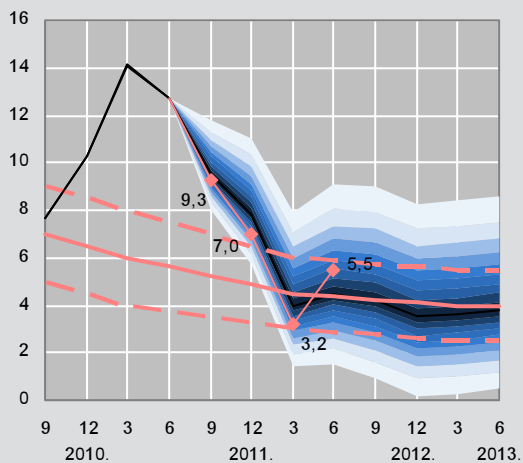
Извор: НБС.

Нова пројекција инфлације је у односу на пројекцију из маја 2012. виша у целом периоду пројекције.

Очекивано кретање референтне каматне стопе у наредном периоду

Кретање референтне каматне стопе у наредном периоду зависиће првенствено од динамике и јачине фискалне консолидације, уз наставак аранжмана с ММФ-ом, и од кретања цена хране и њиховог утицаја на инфлациона очекивања за наредну годину дана. Одређени ризици односе се и на развој ситуације у међународном окружењу.

Графикон V.0.5. Остварење пројекције инфлације из августа 2011.
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

У последњој години дана мг. инфлација кретала се у оквиру граница распона пројекције из августа 2011.

Табела А
Индикатори екстерне позиције Србије

	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	I 2012.	II 2012.
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	8,6	7,8	7,1
Девизне резерве/краткорочни дуг	360,7	535,6	702,2	519,2	941,7	917,5	380,8	528,8	546,4	1.860,8	1.914,1	2.971,0
Девизне резерве/БДП	13,6	16,4	16,3	24,2	38,7	33,8	25,0	36,6	35,7	38,7	35,5	33,3
Отплата дуга/БДП	1,4	2,0	3,9	4,7	7,0	10,1	10,6	11,5	12,3	13,1	12,1	14,5
Отплата дуга/извоз робе и услуга	7,0	9,0	16,4	17,7	23,5	33,2	34,0	39,1	33,8	35,5	33,7	34,4
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)												
Спољни дуг/БДП	58,7	55,9	49,8	60,1	60,9	60,2	64,6	77,7	84,9	77,5	77,2	79,0
Краткорочни дуг/БДП	3,8	3,1	2,3	4,7	4,1	3,7	6,6	6,9	6,5	2,1	1,9	1,1
Спољни дуг/извоз робе и услуга	300,9	251,6	211,5	228,9	204,1	197,3	207,6	265,3	236,2	210,3	211,1	208,5
ИНДИКАТОРИ ИЗЛОЖЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКОМ РИЗИКУ (у %)												
Девизне резерве/М1	143,3	195,1	220,1	290,3	356,1	306,7	300,4	393,4	416,6	429,6	462,9	437,4
Девизне резерве/примарни новац	131,9	167,8	165,5	169,8	179,5	173,8	140,7	190,5	196,4	207,6	219,4	192,2
СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ)/БДП	59,3	63,9	73,7	73,6	81,2	85,8	86,8	73,6	90,3	90,9	93,7	102,4
МЕМОРАНДУМ: (у млн евра)												
БДП	16.028	17.306	19.026	20.306	23.305	28.468	32.668	28.957	28.006	31.140	7.005	7.164 ¹⁾
Спољни дуг	9.402	9.678	9.466	12.196	14.182	17.139	21.088	22.487	23.786	24.125	24.068	24.086
Сервисирање спољног дуга	218	348	736	945	1.635	2.885	3.453	3.314	3.403	4.072	848	1.042
Девизне резерве НБС	2.186	2.836	3.104	4.921	9.020	9.634	8.162	10.602	10.002	12.058	11.073	10.161
Краткорочни дуг	606	529	442	948	958	1.050	2.143	2.005	1.830	648	579	342
Биланс текућих трансакција	-671	-1.347	-2.620	-1.778	-2.356	-5.053	-7.054	-2.084	-2.082	-2.968	-1.177	-718
			2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.		
			Нов.	Мај	Јул	Феб.	Апр.	Јун	Дец.	Дец.	Нов.	Март
КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ	S&P	B+		BB-	BB-		BB-	BB-	BB-		BB	
					/позитиван		/стабилан	/негативан	/стабилан		/стабилан	
	Fitch		BB-			BB-	BB-	BB-		BB-		
						/стабилан	/негативан		/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.

¹⁾ Процена НБС.

Напомене:

1. Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.

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

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

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

5. У складу с ВРМ5, део процењених дознака пребачен је из финансијског у текући биланс.

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

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

Табела Б
Основни макроекономски индикатори

	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	I 2012.	II 2012.
Реални раст БДП-а (у %) ¹⁾	4,3	2,5	9,3	5,4	3,6	5,4	3,8	-3,5	1,0	1,6	-1,3	-0,6
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	7	3,2	5,5
Девизне резерве НБС (у млн евра)	2.186	2.836	3.104	4.921	9.020	9.634	8.162	10.602	10.002	12.058	11.073	10.161
Извоз (у млн евра) ³⁾	3.125	3.847	4.475	5.330	6.949	8.686	10.157	8.478	10.070	11.470	2.519	3.030
- 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	13,9	-2,6	5,1
Увоз (у млн евра) ³⁾	-6.387	-7.206	-9.543	-9.613	-11.971	-16.016	-18.843	-13.577	-14.838	-16.823	-4.042	-4.302
- 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	13,4	5,5	5,8
Текући рачун платног биланса ⁴⁾												
(у млн евра)	-671	-1.347	-2.620	-1.778	-2.356	-5.053	-7.054	-2.084	-2.082	-2.968	-1.177	-718
у % БДП-а	-4,2	-7,8	-13,8	-8,8	-10,1	-17,7	-21,6	-7,2	-7,4	-9,5	-16,8	-10,0
Незапосленост по Анкети (у %) ⁵⁾	13,3	14,6	18,5	20,8	20,9	18,1	13,6	16,1	19,2	23,0	25,5	
Зараде (просечне за период, у еврима)	152,1	176,9	194,6	210,4	259,5	347,6	402,42	337,9	330,1	372,5	357,6	363,5
Републички буџетски дефицит/суфицит (у % БДП-а) ⁶⁾	-4,3	-2,6	-0,3	0,3	-1,9	-1,7	-1,7	-3,4	-3,7	-4,2	-7,0	-7,2
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а)	-1,8	-2,4	0,8	0,9	-1,9	-2,0	-2,6	-4,5	-4,7	-5,0	-7,1	/
Јавни дуг Републике Србије, државне ХоВ по номиналној вредности (спољни + унутрашњи, у % БДП-а) ⁷⁾	72,9	66,9	55,3	52,2	37,6	30,9	29,2	34,5	44,0	47,7	50,7	54,7
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	73,34	82,38	88,77
Курс динара према долару (крај периода)	58,98	54,64	57,94	72,22	59,98	53,73	62,90	66,73	79,28	80,87	83,31	92,15
Курс динара према еврџу (просек у периоду)	60,66	65,13	72,70	83,00	84,10	79,96	81,44	93,95	103,04	101,95	108,11	113,73
Курс динара према еврџу (крај периода)	61,52	68,31	78,89	85,50	79,00	79,24	88,60	95,89	105,50	104,64	111,36	115,82
<i>Меморандум</i>												
БДП (у млн евра)	16.028	17.306	19.026	20.306	23.305	28.468	32.668	28.957	28.006	31.140	7.005	7.164 ⁹⁾

¹⁾ У сталним ценама претходне године.

²⁾ Цене на мало до 2006. године.

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

⁴⁾ У складу с ВРМ5, део проценених 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 проценени БДП.

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

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

⁹⁾ Процена НБС.

Напомене:

1. Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.

Списак графикана и табела

Графикони

II.0.1.	Индекс монетарних услова	5
II.0.2.	Реални девизни курс и његов тренд	5
II.0.3.	Реална каматна стопа и њен тренд	6
III.0.1.	Кретање цена (мг. стопе)	11
III.0.2.	Кретање цена (тримесечне стопе)	12
III.0.3.	Допринос тримесечној стопи раста потрошачких цена	12
III.0.4.	Допринос мг. стопи раста потрошачких цена	13
III.0.5.	Домаћа и увозна инфлација	13
III.0.6.	Краткорочна пројекција инфлације	14
III.0.7.	Очекивана и циљана инфлација 12 месеци унапред – по секторима	15
III.0.8.	Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред – финансијски сектор	15
IV.1.1.	Кретање каматних стопа	19
IV.1.2.	Крива приноса на међубанкарском тржишту новца	19
IV.1.3.	Каматне стопе на примарном тржишту државних ХоВ	20
IV.1.4.	Крива приноса на секундарном тржишту државних ХоВ	20
IV.1.5.	Кретање каматних стопа на новоодобрене динарске кредите привреди и становништву	21
IV.1.6.	Кретање каматних стопа на новоодобрене кредите у еврима и евроиндексиране кредите привреди и становништву	21
IV.1.7.	Кретање каматних стопа на новоположене орочене депозите становништва и привреде	21
IV.1.8.	Индекс BELEX 15 и промет на Београдској берзи	22
IV.1.9.	Кретање берзанских индекса у земљама у региону	22
IV.1.10.	Монетарни агрегати и потрошачке цене	23
IV.1.11.	Доприноси расту МЗ	24
IV.1.12.	Учешће кредита у БДП-у и раст кредитне активности	25
IV.1.13.	Доприноси тримесечној стопи раста кредита банака	25
IV.1.14.	Учешће динарских потраживања у укупним динарским потраживањима банака од привреде и становништва	26
IV.2.1.	Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту	27
IV.2.2.	Краткорочна волатилност курса динара према евр	27
IV.2.3.	Показатељ премије ризика – ЕМБИ по земљама	28
IV.2.4.	Кретање курсева одређених националних валута према евр	28
IV.2.5.	Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала	29
IV.2.6.	Структура финансијског биланса	29
IV.3.1.	Доприноси тримесечној стопи раста БДП-а – расходна страна	29
IV.3.2.	Потрошња домаћинства	30
IV.3.3.	Потрошња државе	31
IV.3.4.	Извоз и увоз робе и услуга	31
IV.3.5.	Кретање главних компоненти увоза	32
IV.3.6.	Кретање цена нафте и бакра	32
IV.3.7.	Индекс светских цена хране	32
IV.4.1.	Кретање индикатора економске активности	33
IV.4.2.	Доприноси мг. стопи раста БДП-а – производна страна	34
IV.4.3.	Производни јаз	34

IV.5.1.	Кретање просечних нето зарада	37
IV.5.2.	Кретање продуктивности, бруто реалних зарада и јединичних трошкова рада у индустрији	37
IV.5.3.	Стопе запослености, незапослености и активности према Анкети о радној снази	38
IV.6.1.	Кретање БДП-а и индикатора економске активности зоне евра	39
IV.6.2.	Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2012. и 2013. годину ММФ-а	40
IV.6.3.	Принос на државне обвезнице земаља зоне евра	40
IV.6.4.	Кретање БДП-а главних спољнотрговинских партнера Србије	40
V.0.1.	Пројекција инфлације	46
V.0.2.	Пројекција раста БДП-а	46
V.0.3.	Поређење текуће с претходном пројекцијом раста БДП-а	48
V.0.4.	Поређење текуће с претходном пројекцијом инфлације	48
V.0.5.	Остварење пројекције инфлације из августа 2011.	49

Табеле

III.0.1.	Раст потрошачких цена по компонентама	11
III.0.2.	Показатељи раста цена	12
IV.1.1.	Монетарни агрегати	23
IV.3.1.	Индикатори кретања инвестиција	30
V.0.1.	Претпоставке пројекције	45
Табела А. Индикатори екстерне позиције Србије		50
Табела Б. Основни макроекономски индикатори		51

Графикони у освртима

O.1.1.	Репо трансакције куповине ХоВ	8
O.3.1.	Просечни приноси пољопривредних култура	35
O.3.2.	Светске цене пољопривредних производа	35

Табеле у освртима

O.2.1.	Резултати економетријске оцене везе инфлационих очекивања и циљане стопе инфлације	16
--------	------------------------------------------------------------------------------------	----

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

Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе

2011. година

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

2012. година

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

Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије

Саопштење са седнице Извршног одбора, 7. јун 2012.

Извршни одбор Народне банке Србије повећао је референтну каматну стопу са 9,5% на 10%.

Иако је међугодишња инфлација у априлу била око доње границе инфлационог циља, од маја се очекује њен умерен пораст ка циљу. Тај пораст биће последица раста увозних цена, доласка нове пољопривредне сезоне као и раста регулисаних цена у другој половини године. Према пројекцији Народне банке Србије, инфлација ће се крајем текуће и почетком следеће године кретати око горње границе дозвољеног одступања од циља. Имајући то у виду, Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је да референтну каматну стопу повећа на 10%.

Извршни одбор подсећа да ће степен рестриктивности монетарне политике у наредном периоду кључно зависити од брзине доношења, интензитета и имплементације програма фискалне консолидације, уз наставак аранжмана с ММФ-ом.

Ради даље подршке финансијској стабилности Извршни одбор је на данашњој седници одлучио да:

- задржи постојеће стопе девизне обавезне резерве, али уз повећање учешћа динарског дела издвајања девизне обавезне резерве са 20% на 27% на изворе рочности до две године и са 15% на 19% на изворе рочности преко две године,

- повећа стопу обавезне резерве на динарске обавезе индексиране девизном клаузулом на 50% за све рочности.

Ове мере би требало да умање разлику између трошка задуживања у динарима и девизама, допринесу стабилизацији кретања на девизном тржишту и додатно подстакну дугорочно задуживање у наредном периоду.

Донете одлуке ће детаљније образложити гувернер Дејан Шошкић на сутрашњој конференцији за новинаре.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће се донети одлука о референтној каматној стопи одржаће се 12. јула.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 12. јул 2012.

Извршни одбор Народне банке Србије повећао је референтну каматну стопу са 10,0% на 10,25%.

У складу с пројекцијама Народне банке Србије од маја је уследио пораст међугодишње инфлације који је последица доласка нове пољопривредне сезоне и раста увозних цена. У наредном периоду очекује се даљи умерени раст међугодишње инфлације услед ефекта ниске базе, цена пољопривредних производа, као и раста регулисаних цена у другој половини године. Под дејством ових фактора међугодишња инфлација ће се привремено кретати изнад горње границе дозвољеног одступања од циља. Како би спречио преливање на инфлациона очекивања и допринео макроекономској стабилизацији, Извршни одбор Народне банке Србије је одлучио да референтну каматну стопу повећа на 10,25%.

Извршни одбор Народне банке Србије истиче да ће степен рестриктивности монетарне политике у наредном периоду кључно зависити од кретања у домену фискалне политике, тј. брзине доношења, интензитета и имплементације програма фискалне консолидације, уз наставак аранжмана с ММФ-ом.

Донету одлуку ће детаљније образложити гувернер Дејан Шошкић на конференцији за новинаре у понедељак 16. јула.

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

Саопштење са седнице Извршног одбора, 9. август 2012.

Извршни одбор Народне банке Србије повећао је референтну каматну стопу са 10,25% на 10,50%.

Међугодишња инфлација се у јуну приближила горњој граници дозвољеног одступања од циља. У наредном периоду очекује се даљи раст инфлације по основу очекиваног раста цена хране због лоше пољопривредне сезоне, увозних и регулисаних цена, као и ниске прошлгодишње базе. Инфлација би свој максимум требало да достигне у првој половини 2013. године, а затим да започне повратак ка циљу. Имајући то у виду, као и повећање премије ризика земље, Извршни одбор је одлучио, како би смањио инфлаторне притиске и превентивно деловао на инфлациона очекивања, да повећа референтну стопу.

Извршни одбор истиче да ће степен рестриктивности монетарне политике у наредном периоду зависити од динамике фискалне консолидације, кретања цена хране и развоја ситуације у међународном окружењу.

На данашњој седници Извршни одбор је разматрао и усвојио августовски Извештај о инфлацији, који ће јавности бити представљен у среду 15. августа.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће се донети одлука о референтној каматној стопи одржаће се 6. септембра.

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