

НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

**ИЗВЕШТАЈ
О ИНФЛАЦИЈИ**
Четврто тромесечје 2006.

Београд, фебруар 2007.

Уводна напомена

Будући да је основни циљ Народне банке Србије постизање и очување стабилности цена – Меморандум Народне банке Србије о принципима новог оквира монетарне политике, који је Монетарни одбор усвојио на седници 30. августа 2006. године, усмерен је управо на ефикасно остварење тог циља.

Према поменутом оквиру монетарне политике, Народна банка Србије одржава ценовну стабилност у оквирима дефинисаног инфлаторног коридора, уз коришћење референтне каматне стопе као основног инструмента и осталих мера монетарне политике као помоћног инструментаријума. Пошто Народна банка Србије предвиђа да у скорој будућности формално усвоји режим циљане инфлације, у чијој је основи јачање транспарентности монетарне политике и ефикасна комуникација с јавношћу, определила се да, у складу с тим, тромесечно припрема и објављује Извештај о инфлацији као најважније средство информисања јавности. Овим извештајем ће се јавности пружити на увид дешавања у економији која опредељују одлуке Монетарног одбора 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 Монетарног одбора, као и оцену ефикасности монетарне политике која је спровођена у протеклом тромесечју. Саставни део Извештаја је и пројекција инфлације за најмање четири наредна тромесечја, приказ претпоставки на којима се та пројекција заснива, као и анализа главних ризика у остваривању 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 утицати и на сузбијање инфлаторних очекивања и одржавање стабилности цена, што и јесте основни циљ Народне банке Србије.

Извештај о инфлацији за четврто тромесечје 2006. године размотрен је и усвојен на седници Монетарног одбора 28. фебруара 2007. године.

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

Монетарни одбор Народне банке Србије:

Радован Јелашић, *гувернер*

Ана Глигоријевић, *вицегувернер*

Диана Драгутиновић, *вицегувернер*

Мира Ерић-Јовић, *вицегувернер*

С а д р ж а ј

I. Резиме.....	1
II. Кретање инфлације.....	2
III. Детерминанте инфлације.....	5
1. Монетарни услови.....	5
Каматне стопе.....	5
Кретање курса динара.....	11
2. Увозне цене.....	14
3. Платнобилансна кретања.....	18
4. Монетарна кретања и монетарна политика.....	23
Примарни новац.....	23
Новчана маса.....	24
Кредити банака приватном сектору.....	26
Ликвидност банака.....	27
Штедња становништва.....	28
Штедни записи Народне банке Србије.....	29
5. Кретање понуде и тражње.....	30
Понуда и извори раста.....	30
Тражња и употреба бруто домаћег производа.....	31
6. Кретања на тржишту рада.....	36
Зараде.....	36
Запосленост.....	37
IV. Пројекција инфлације.....	38
1. Инфлациона очекивања.....	38
2. Средњорочна пројекција инфлације.....	38
<i>Додатак 1: Програм монетарне политике Народне банке Србије у 2007. години.....</i>	<i>44</i>
<i>Додатак 2: Промене обавезне резерве банака.....</i>	<i>47</i>
<i>Додатак 3: Пруденцијалне мере за ограничење кредитног раста.....</i>	<i>53</i>
Списак табела и графикана.....	59
Саопштења са седница Монетарног одбора Народне банке Србије.....	61

I. Резиме

Укупна и базна инфлација су у 2006. години износиле 6,6% и 5,9%, респективно. Такав ниво инфлације потврђује ефикасност мера монетарне политике предузетих с циљем обезбеђивања услова за прелазак на режим таргетирања инфлације.

У четвртном тромесечју 2006. базна инфлација је износила само 0,3%. Тиме је, за само три месеца, међугодишња базна инфлација са 10,1% у септембру смањена на 5,9% у децембру. Захваљујући томе, остварена базна инфлација се нашла испод пројектованог распона за ту годину (7–9%). Главни фактор наглог успоравања базне инфлације била је номинална ап्रेसијација динара присутна од средине 2006, узрокована и одржавана високим нето девизним приливом из иностранства. Управо због тога, Народна банка Србије је, у настојању да одржи базну инфлацију у пројектованом распону, на ублажавање ап्रेसијацијских притисака деловала смањивањем референтне каматне стопе и стопе обавезне резерве, као и куповином девиза на међубанкарском тржишту. Иако је у четвртном тромесечју дошло до попуштања монетарне политике, она је остала рестриктивна због очекиване фискалне експанзије и других инфлаторних ризика.

Након наглог смањења у трећем и у четвртном тромесечју, међугодишњи раст агрегатне тражње је забележио успоравање и он је, према оценама, износио 11,8% (према 22,7% у другом тромесечју).

Раст реалног бруто домаћег производа у четвртном тромесечју процењује се на 5%, а за целу годину на 5,8% (што је испод планираног). Удео спољнотрговинског дефицита у оцењеном бруто домаћем производу је повећан. То делимично одражава и ефекте ап्रेसијације динара на увоз, будући да извозни прилив и даље бележи високу стопу раста.

На структуру и динамику укупне потрошње доминантан утицај је имала фискална политика. У односу на четврто тромесечје претходне године, државни расходи су номинално повећани за 48,1%. То је представљало основ благог раста потрошње становништва, док је утицај на материјалну потрошњу државе и инвестиције био далеко већи. Будући да ефекти повећања агрегатне тражње по овом основу још нису у потпуности неутралисани, монетарна политика Народне банке Србије ће и у наредном периоду бити усмерена на даљу редукацију инфлационих притисака.

На тржишту новца се уочава знатан пад и смањење осцилација каматних стопа, као резултат сужавања коридора каматних стопа Народне банке Србије. На девизном тржишту, у условима наставка снажних апресијацијских притисака, Народна банка је успела да успори јачање динара. У односу на евро, динар је у четвртном тромесечју номинално апресирао за 3,8% (према 4,9% у трећем тромесечју).

Према текућој централној пројекцији Народне банке Србије, базна инфлација ће у 2007. години износити 4,7%, или за 0,2 процентна поена мање у односу на централну пројекцију у «Извештају о инфлацији» за треће тромесечје 2006. Уколико раст регулисаних цена и цена пољопривредних производа буде око 9%, укупан раст малопродајних цена у 2007. ће, у том случају, износити 6,7%. Потенцијални ризици везани за остварење пројекције базне инфлације, извесно, неће моћи да произведу утицај који би је повећао изнад горње границе пројектованог распона (8%). С друге стране, знатно је већа вероватноћа да се базна инфлација нађе испод доње границе пројектованог распона (4%).

У првом тромесечју 2007. године очекује се задржавање базне инфлације на ниском нивоу. Уз раст регулисаних цена од 2 до 2,5%, раст цена на мало у првом тромесечју 2007. се процењује на 1,2–2,0%.

Табела 1.0.1.

Основни макроекономски индикатори

	2006.			
	Септ.	Окт.	Нов.	Дец.
Цене на мало (међугодишњи раст, у %)	11,6	9,3	8,8	6,6
Базна инфлација (међугодишњи раст, у %)	10,1	8,0	6,8	5,9
Belibor (90 дана, месечни просек на годишњем нивоу)	21,1	20,2	18,5	16,5
МЗ (међугодишњи раст, у %)	35,7	33,1	34,3	39,8
БДП (међугодишњи раст) ¹⁾	4,6	...	...	5,0
Консолидовани фискални резултат (% БДП-а) ¹⁾				
Методологија Министарства финансија	5,6	...	...	-5,0
Методологија ММФ-а	-0,1	...	...	-7,2
Салдо робе и услуга (% БДП-а) ¹⁾	-17,8	...	...	-19,8

¹⁾ Тромесечни подаци.

II. Кретање инфлације

Базна инфлација је у 2006. години била нижа од циљане. У четвртном тромесечју она је забележила значајан пад као последица апресијације динара. То је, заједно с неочекиваним падом цена нафтних деривата и одлагањем корекција цена комунално–стамбених услуга, утицало да раст цена на мало буде знатно нижи од пројектованог. У првом тромесечју 2007. очекујемо раст цена на мало од 1,2 до 2,0% и базну инфлацију близу нуле.

Сви међугодишњи показатељи о инфлацији у четвртном тромесечју су у паду. **Укупна инфлација** (раст цена на мало) на крају 2006. године је износила **6,6%**, што представља знатан пад у односу на међугодишњу стопу раста од 11,5% с краја трећег тромесечја, односно 17,7% с краја 2005. године. Томе су допринеле све три основне компоненте раста цена на мало: базна инфлација, регулисане цене и цене пољопривредних производа. **Базна инфлација** је у четвртном тромесечју знатно смањена и на крају године је њена међугодишња стопа раста износила **5,9%** према 10,1% с краја трећег тромесечја.

У последња три месеца 2006. **базна инфлација** је износила само **0,3%**¹, према 1,7% у трећем тромесечју. Главни фактор тог успоравања била је апресијација динара у трећем и четвртном тромесечју, а њени ефекти ће се продужити и у наредном периоду. Индиректан допринос паду базне инфлације, али у знатно мањој мери, дало је и смањење цена нафте на светском тржишту (кроз смањење трошкова производње), које је, уз јачање динара, за последицу имало пад цена нафтних деривата од чак 13,3% у последња четири месеца 2006. (8,2% у последњем тромесечју). Већи ефекат пада цена нафте на базну инфлацију могуће је очекивати у наредном периоду.

Табела II.0.1.

Показатељи раста цена
(стопе раста у %)

	XII 2004. XII 2003.	XII 2005. XII 2004.	XII 2006. XII 2005.
Цене на мало	13,7	17,7	6,6
Базна инфлација	11,0	14,5	5,9
Трошкови живота	13,1	17,1	6,0
Цене робе	12,9	16,3	6,1
Цене услуга	14,2	22,3	5,2
Цене произвођача у индустрији	12,0	15,4	7,3
Цене произвођача пољопривредних произ. ¹⁾	10,4	11,8	7,3

¹⁾ Новембар на новембар.

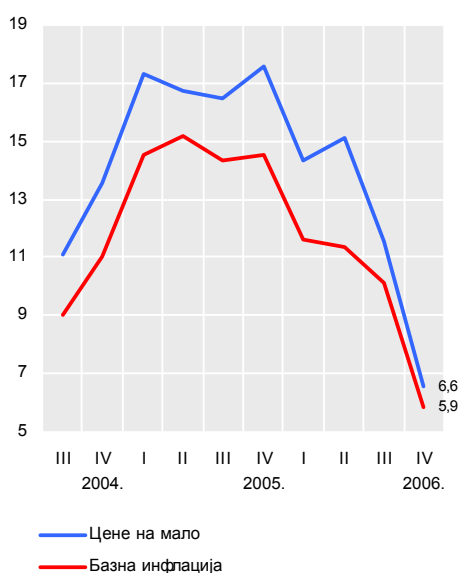
Графикон II.0.1.

Кретање цена
(тримесечни раст, у %)



Графикон II.0.2.

Кретање цена
(међугодишњи раст, у %)

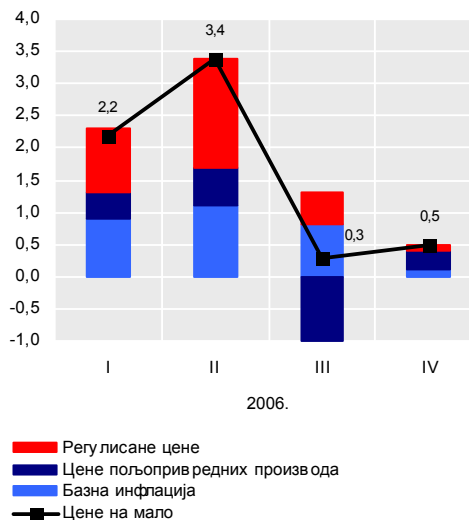


¹ По месецима: октобар 0,1%, новембар 0,2%, децембар 0,0%.

Цене на мало у четвртном тромесечју забележиле су пораст од **0,5%**². Поред ниске базне инфлације, благом порасту цена на мало допринели су пад цена нафтних деривата (–0,8 процентних поена) и одлагање корекција појединих регулисаних цена које су најављене за крај године. Укупан допринос регулисаних цена износио је 0,1 процентни поен. Цене пољопривредних производа имале су уобичајен сезонски раст од 10,5% и њихов допринос расту цена на мало износио је 0,3 процентна поена.

Графикон II.0.3.

Допринос расту цена на мало
(у процентним поенима)



Табела II.0.2.

Раст цена на мало по компонентама
(у %)

	I	II	III	IV	2006.
Цене на мало	2,2	3,4	0,3	0,5	6,6
Базна инфлација	1,7	2,1	1,7	0,3	5,9
Цене пољопривредних производа	11,1	16,9	-26,0	10,5	6,2
Регулисана цена	2,1	3,8	1,2	0,1	7,4
Електрична енергија	0,0	11,7	0,0	0,0	11,7
Нафтни деривати	6,6	3,5	-1,6	-8,2	-0,4
Комунално-стамбене услуге	0,5	0,4	0,6	1,4	3,0
Услуге друштвене заштите	1,6	0,0	0,1	9,1	10,9
Саобраћајне услуге (регулисана)	1,2	-0,6	6,1	1,0	7,8
ПТТ услуге	-0,3	5,8	0,0	4,2	10,0
Цигарете	0,0	5,5	4,7	7,7	18,9
Лекови	7,0	1,5	5,6	2,4	17,4
Остало	1,8	2,3	3,0	0,8	8,1

Табела II.0.3.

Доприноси стопи раста цена на мало
(у процентним поенима)

	I	II	III	IV	2006.
Цене на мало	2,2	3,4	0,3	0,5	6,6
Базна инфлација	0,9	1,1	0,8	0,1	3,0
Цене пољопривредних производа	0,4	0,6	-1,0	0,3	0,2
Регулисана цена	1,0	1,7	0,5	0,1	3,4
Електрична енергија	0,0	0,8	0,0	0,0	0,8
Нафтни деривати	0,6	0,3	-0,2	-0,8	0,0
Комунално-стамбене услуге	0,0	0,0	0,1	0,1	0,3
Услуге друштвене заштите	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2
Саобраћајне услуге (регулисана)	0,0	0,0	0,2	0,0	0,3
ПТТ услуге	0,0	0,2	0,0	0,2	0,4
Цигарете	0,0	0,2	0,2	0,3	0,6
Лекови	0,2	0,0	0,1	0,1	0,4
Остало	0,1	0,1	0,2	0,0	0,4

Остварење циљане инфлације у 2006. години

Базна инфлација на крају 2006. године (5,9%) била је нижа од циљане (7–9%). Главни узроци одступања од циља били су високи апresiasiјски притисци и, у мањој мери, индиректни ефекти знатног смањења цена нафте на светском тржишту.

Цене на мало су такође забележиле знатно нижи пораст од пројектованих 9,3% за ову годину.³ Уз ниску базну инфлацију, томе је допринео обрт у кретању светских цена нафте, захваљујући

² По месецима: октобар -0,4%, новембар 0,8%, децембар 0,1%.

³ Меморандум о буџету и економској и фискалној политици за 2006. годину, са пројекцијама за 2007. и 2008. годину.

чему су, и поред повећања акциза, деривати нафте у току 2006. појефтинили за 0,4%, као и изостанак најављених корекција цена комунално-стамбених услуга.

Очекивано кретање инфлације у првом тромесечју 2007. године

Базна инфлација у првом тромесечју 2007. године биће под утицајем неколико фактора. Смањење пореза на доходак на почетку године – иако ће утицати на пад трошкова рада – на дужи рок ће имати одређене инфлаторне ефекте (у мањој мери и у првом тромесечју), због повећања ликвидности предузећа (за око 30 милијарди динара у 2007, према проценама Министарства финансија). С друге стране, апресијација динара и пад цена нафтних деривата из другог полугодишта 2006. имаће (одложене) значајне дезинфлаторне ефекте на почетку године. Стога у **првом тромесечју 2007. очекујемо задржавање базне инфлације на ниском нивоу – близу нуле**, што значи да би међугодишња базна инфлација крајем тромесечја износила 4 – 4,5%.

Кључни фактори раста регулисаних цена биће: корекција цена комунално-стамбених услуга, која је била најављена за крај 2006. године; пораст акциза на цигарете, који ће се одразити на пораст њихових цена за око 10%, и наставак пада светских цена нафте почетком 2007. године. Редовно усклађивање акциза са ценама на мало, које се очекује у фебруару, имаће релативно мали ефекат на раст цена, будући да је инфлација у другом полугодишту 2006, на бази које ће се кориговати акцизе, износила само 0,9%. **Регулисане цене ће порасти од 2 до 2,5%.** У априлу ће цена електричне енергије порасти око 20% и то ће представљати изванредан трошковни удар на (базну) инфлацију у другом тромесечју.

У погледу цена пољопривредних производа, очекујемо њихов уобичајени сезонски пораст, 5 – 10%. Узимајући све изнето у обзир, према нашим проценама, **раст цена на мало ће се у првом тромесечју** кретати у распону од **1,2 до 2,0%**, па би међугодишњи раст цена на мало крајем тромесечја износио 5,5 – 6,3%.

III. Детерминанте инфлације

1. Монетарни услови

Брзо опадање инфлације и њене прогнозе подстакле су Монетарни одбор да ублажи степен рестриктивности монетарне политике смањивањем референтне каматне стопе током четвртог тромесечја у више наврата. Референтна каматна стопа је укупно смањена за 400 базних поена. При том је рестриктивност монетарне политике задржана, на шта указује кретање реалних каматних стопа изнад и кретање реалног девизног курса испод њиховог средњорочног тренда.

Монетарна политика је задржала рестриктиван карактер и у последњем тромесечју 2006. године. При том је номинална и реална апresiasiја динара створила услове за њено ублажавање смањењем референтне каматне стопе на 14%, стопе обавезне резерве на динарску основицу на 10% и стопе девизне обавезне резерве на краткорочно задуживање у иностранству на 45%, као и другим мерама.

Реални девизни курс се кретао знатно испод свог дугорочног тренда, а реалне каматне стопе на двонедељне репо операције, и поред пада номиналних каматних стопа, знатно изнад дугорочног тренда. Такво кретање реалног девизног курса упућује на већу апresiasiаност реалног девизног курса него што то сугерише његов тренд оцењен за последње четири године.

Рестриктивности монетарне политике допринеле су мере монетарне политике предузете још крајем 2005. и у првом полугођу 2006. Међутим, оне су, због одгођеног дејства, тек у другом полугођу утицале на успоравање динамике кредитирања приватног сектора, што је са реалном апresiasiацијом курса динара довело до успоравања економске активности.

У зависности од кретања инфлације у наредном периоду, као и осталих монетарних кретања, Народна банка Србије ће политику референтне каматне стопе прилагодити у правцу остварења циља у погледу базне инфлације.

Каматне стопе

Тржиште новца је реаговало на смањивање референтне каматне стопе и каматне стопе су смањене. Каматне стопе банака (осим на девизне штедне улоге орочене на годину дана) такође су смањене. Пошто су активне каматне стопе банака смањене у већој мери него пасивне, каматна маржа банака је смањена.

Референтна каматна стопа је током четвртог тромесечја смањена четири пута: први и други пут током новембра, на 17,5% и 16,5%, а трећи и четврти пут током децембра, на 15,5% и 14%.

Са постепеним снижавањем референтне каматне стопе у четвртом тромесечју са 18% на 14% настављено је опадање просечне пондерисане каматне стопе на репо операције. Та стопа је на крају децембра износила 15,3%, што представља смањење од 272 базна поена у односу на треће тромесечје.

С обзиром на то да су репо каматне стопе и даље знатно више од инфлације, њихово смањење није имало негативан ефекат на обим репо продаје. Нето стање продатих хартија од вредности је повећано за 85,5%, са 80,2 на 148,8 милијарди динара, тако да је остварен нето ефекат у правцу повлачења ликвидних средстава банака у износу од 68,6 милијарди динара. При том је настављен тренд раста учешћа двонедељних репо продаја (са 83,6% на 96,4%) услед ограничене понуде хартија од вредности са роком доспећа од 60 дана.

Смањењем референтне каматне стопе суужен је коридор каматних стопа Народне банке Србије, тј. смањене су каматне стопе на кредитне и депозитне олакшице.

Каматне стопе на кредитне олакшице (ломбардне кредите) у четвртном тромесечју у односу на треће смањене су за пет процентних поена, тако да износе 17%, 19% и 21% на годишњем нивоу, тј. за три, пет и седам процентних поена су више од референтне каматне стопе за исти месец у зависности од броја дана коришћења кредита.

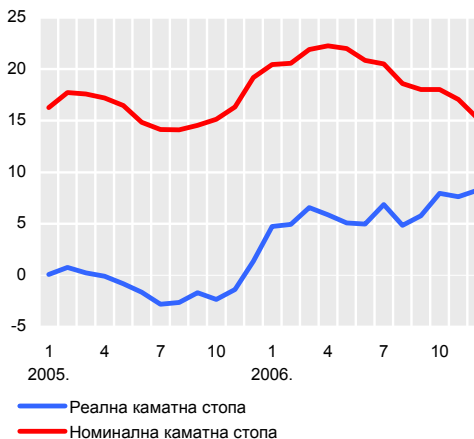
Каматна стопа на депозитне олакшице је смањена на 11% на годишњем нивоу, што у односу на крај трећег тромесечја представља смањење од три процентна поена.

Према томе, **коридор каматних стопа Народне банке Србије** је у децембру смањен на шест процентних поена (± 3 процентна поена у односу на референтну каматну стопу). Горња граница каматног коридора износи 17% (каматна стопа на ломбардне кредите коришћене до седам радних дана), а доња граница 11% (каматна стопа на депозитне олакшице). У односу на крај трећег тромесечја, овај распон је смањен за два процентна поена захваљујући бржем смањењу каматних стопа на ломбардне кредите.

Графикон III.1.1.

Просечна пондерисана каматна стопа на репо операције

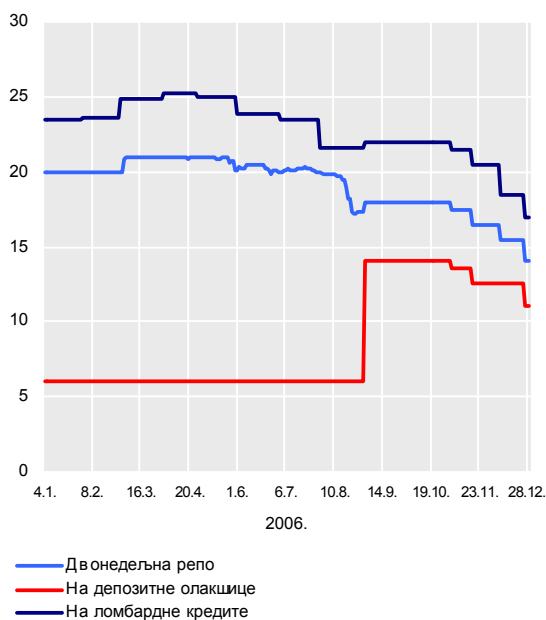
(номинално и реално, дефлационирано растом цена на мало на годишњем нивоу, у %)



Графикон III.1.2.

Каматне стопе НБС

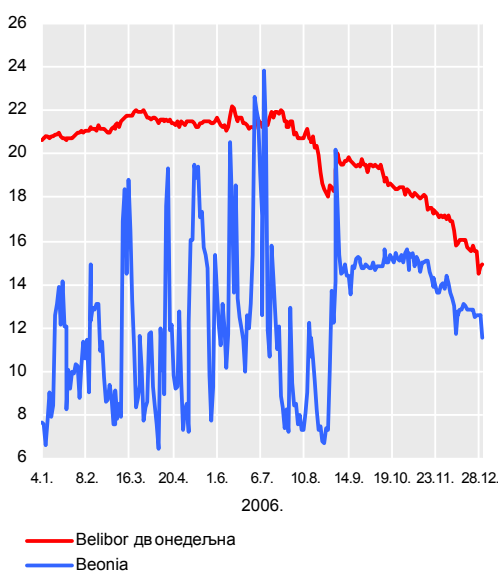
(дневни подаци, на годишњем нивоу, у %)



Графикон III.1.3.

Каматне стопе на тржишту новца

(дневни подаци, на годишњем нивоу, у %)

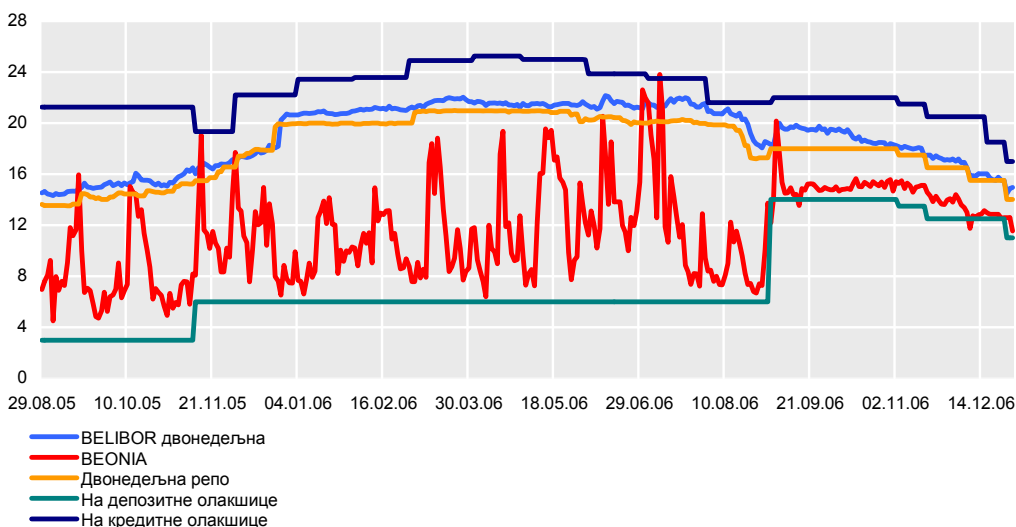


Извор: Reuters.

Графикон III.1.4.

Кретање каматних стопа

(дневни подаци, на годишњем нивоу, у %)



Извор: Народна банка Србије и Reuters.

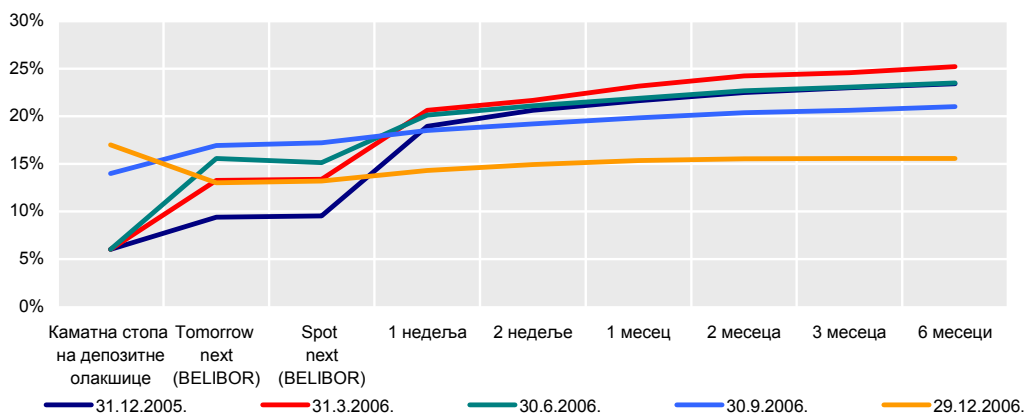
Под утицајем смањења референтне каматне стопе Народне банке Србије, **каматне стопе на међубанкарском тржишту новца** исказале су опадајући тренд. Просечна вредност каматне стопе **Beonia** је у децембру износила 12,88% (у односу на септембар смањена је за 214 базних поена). Просечан дневни износ депозита од 2.257 милиона динара представља повећање од 396 милиона динара у односу на септембар.

Каматне стопе на тржишту новца **Belibor**, Tommorrow Next и Spot Next, у децембру су достигле просечан ниво од 14,09% и 14,19%, респективно. Просечне каматне стопе Belibor кретале су се у распону од 15,25%, за рачност од једне недеље, до 16,63%, за рачност од шест месеци.

Графикон III.1.5.

Крива приноса на међубанкарском тржишту новца

(на годишњем нивоу)



Извор: Народна банка Србије и Reuters.

Крива приноса на тржишту новца током 2006. године имала је позитиван нагиб, који се смањује са повећањем рочности. На крају четвртог, у односу на претходна тромесечја 2006. године, крива приноса је била на nižем нивоу, тј. забележено је смањење приноса на све рокове доспећа.

Пасивне каматне стопе пословних банака биле су, и номинално и реално, на nižем нивоу у четвртом у односу на треће тромесечје. Пондерисана каматна стопа банака на **укупне динарске депозите** имала је током четвртог тромесечја опадајући тренд и у децембру је износила 0,42% месечно, односно 5,06% годишње⁴. У односу на крај трећег тромесечја, смањена је за 81 базни поен на годишњем нивоу.

Такође, каматна стопа на **штедне записе Народне банке Србије** смањена је за обе емисије током четвртог тромесечја: за четврту емисију, 6. новембра, на 17%, а за пету емисију, 20. новембра, на 16%.⁵

У условима опадајуће инфлације, смањење каматне стопе није умањило атрактивност улагања у штедне записе. Ако се, нпр., приход који се остварује куповином записа упореди са приходом на орочени девизни штедни улог са каматом од, углавном, 5% годишње у досадашњем периоду, евидентно је да је принос на штедне записе Народне банке Србије био већи него принос на орочену девизну штедњу.⁶

На основу података осам водећих банака по висини девизне штедне, утврдили смо да су у децембру просечне пондерисане каматне стопе на **девизне штедне депозите** смањене, осим на депозите орочене на годину дана.

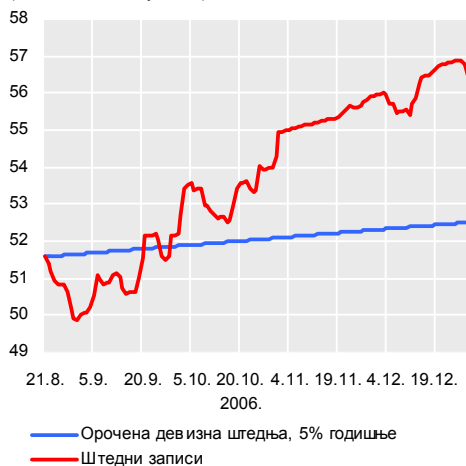
Активне каматне стопе пословних банака⁷ су током четвртог тромесечја имале опадајући тренд. У децембру су износиле 1,26% месечно, што одговара годишњем нивоу од 15,88%. У односу на крај трећег тромесечја, активне каматне стопе су смањене за 227 базних поена на годишњем нивоу.

Будући да су активне каматне стопе банака забележиле веће смањење него пасивне, смањена је и **каматна маржа**: она је у децембру износила 10,82%, што је за 146 базних поена мање у односу на крај трећег тромесечја.

Графикон III.1.6.

Цена штедних записа треће емисије и орочена девизна штедња

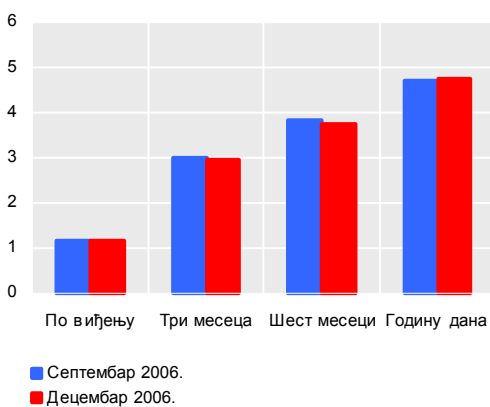
(дневни подаци, у EUR)



Графикон III.1.7.

Просечна пондерисана каматна стопа на девизне штедне улоге¹⁾

(на годишњем нивоу, у %)



¹⁾ Обухваћено осам пословних банака са највишим обимом девизне штедне.

⁴ У складу с методологијом монетарне статистике, прате се само каматне стопе на динарске депозите.

⁵ Каматна стопа за прве две емисије у 2006. години износила је 24% (мај и јун), а за трећу 19% (август).

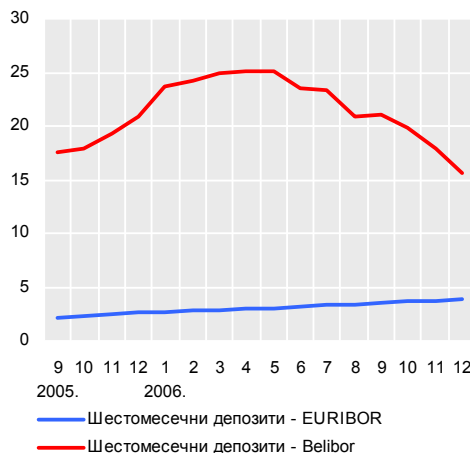
⁶ Посебну погодност штедних записа Народне банке Србије, поред високе ликвидности и ниског ризика, представља чињеница да ова врста штедне не подлеже опорезивању.

⁷ Методологија монетарне статистике не исказује посебно кредите са валутном клаузулом, већ их укључује у динарске кредите. То директно утиче на статистику каматних стопа, па се каматне стопе на динарске кредите израчунавају као пондерисани просек уговорених камата независно од тога да ли је предвиђена валутна клаузула. Будући да су готово сви кредити одобрени са валутном клаузулом, на графиконима су приказане (номиналне) каматне стопе кориговане за износ месечне промене курса динара према евр (чиме добијамо коректније обрачунате каматне стопе на одобрене динарске кредите под претпоставком да немају девизну клаузулу). Тако обрачунате каматне стопе, дефлациониране ценама на мало на годишњем нивоу, поуздана су мера реалних каматних стопа. Номинална каматна стопа на годишњем нивоу = $(1 + \text{уговорена каматна стопа на годишњем нивоу}) * (\text{индекс курса динара према евр у текућем у односу на исти месец претходне године}/100) - 1$.

Графикон III.1.8.

Кретање каматних стопа на тржишту новца ЕУ и Србије

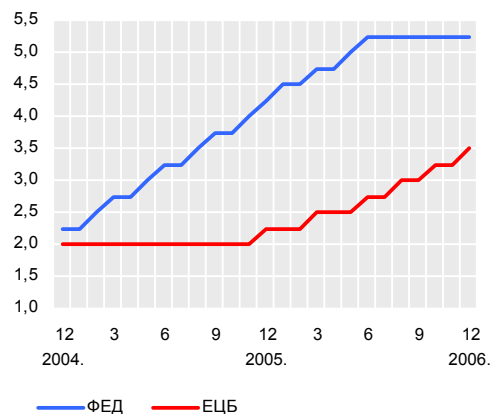
(на годишњем нивоу, у %)

Извор: Reuters и ЕЦБ, *Monthly Bulletin*.

Графикон III.1.9.

Кретање репо стопа ЕЦБ-а и ФЕД-а

(на годишњем нивоу, у %)

Извор: ЕЦБ, *Monthly Bulletin* и *Federal Reserve Bulletin*.

У наредном периоду очекује се наставак тренда смањења каматне марже, и то по два основа: (1) због даљег смањења активних каматних стопа пословних банака, које су смањењем референтне каматне стопе Народне банке стимулисане да нижим активним каматним стопама придобију што више клијената, и (2) због повећане конкуренције банака у погледу прикупљања домаће штедње као јефтинијег извора финансирања и могућег повећања пасивних каматних стопа по том основу. Насупрот томе, на повећање активних каматних стопа могли би утицати релативно споро реструктурирање привреде и ограничен директан приступ привредних субјеката иностраним изворима финансирања.

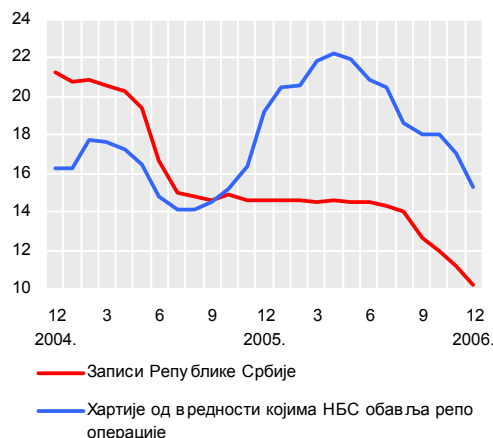
Мада су каматне стопе на финансијском тржишту Србије знатно веће од каматних стопа у Европској унији и САД, та разлика се током четвртог тромесечја даље смањивала, највећим делом због смањења каматних стопа у Србији, а далеко мање због повећања референтних каматних стопа у ЕУ.⁸ Изузетно висок каматни диференцијал и даље утиче на висок прилив капитала који је осетљив на промене каматних стопа (инострани кредити).

Продаја државних записа Републике Србије, са роком доспећа од 91 дан, на седам аукција током четвртог тромесечја била је скромна у односу на репо продају Народне банке Србије. Просечна пондерисана стопа приноса на ове хартије од вредности у четвртном тромесечју је износила 11,9% на годишњем нивоу, што је за 290 базних поена мање у односу на треће тромесечје. Релативно неповољна каматна стопа у односу на репо стопе Народне банке Србије резултирала је прометом државним записима од свега 4,9 милијарди динара.

Графикон III.1.10.

Пондерисане каматне стопе на хартије од вредности

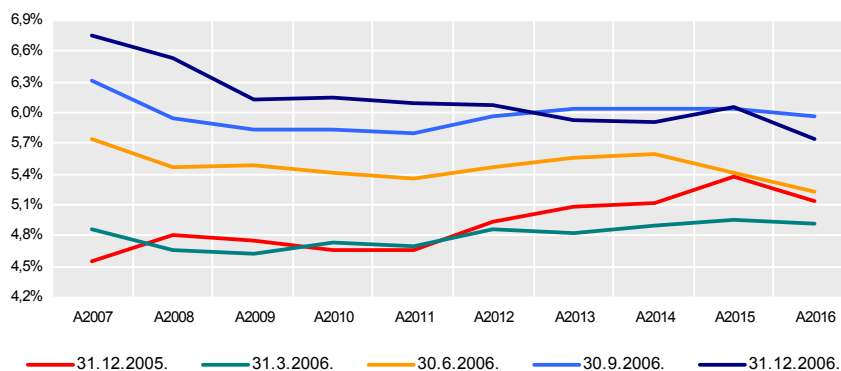
(на годишњем нивоу, у %)



Извор: НБС и Министарство финансија Републике Србије.

⁸ ЕЦБ је у децембру своју референтну каматну стопу подигла на 3,50%, тј. за 25 базних поена, што представља шесто повећање током 2006. године. До краја 2007. се очекује да та стопа достигне ниво од 3,75%, што би представљало процењену неутралну каматну стопу. Кретање инфлације и привредни раст омогућили су да ФЕД у августу 2006. донесе одлуку о заустављању раста основне каматне стопе на нивоу од 5,25%, колико је износила и у децембру.

Графикон III.1.11.

Кретање приноса на обвезнице старе девизне штедње
(на годишњем нивоу)

Извор: Београдска берза.

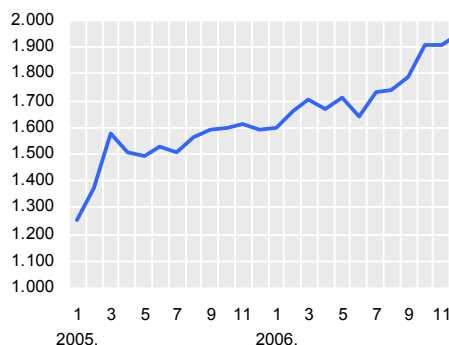
Обим промета обвезницама Републике Србије на Београдској берзи у четвртном тромесечју достигао је 56,2 милиона евра, што у односу на треће представља повећање за 22,1 милион евра. Повећање годишњих стопа приноса у четвртном у односу на треће тромесечје забележиле су обвезнице свих серија, осим серије A2014. Стопа приноса кретала се 31. децембра 2006. у распону од 5,74% (за обвезнице серије A2016) до 6,75% (за обвезнице серије A2007).

Промет акцијама остварен у четвртном тромесечју износио је преко 34 милијарде динара. У односу на треће тромесечје, промет је био већи за 14,3 милијарде динара. Учешће акција у укупној трговини на Берзи током четвртог тромесечја износило је 88,5%, док је на годишњем нивоу достигло 86,8%.

Највише се трговало по методу континуираног трговања. На првом месту по обиму је и даље трговина акцијама пословних банака.

Промене цена акција којима се тргује на Београдској берзи изражавају се кроз вредност *Belexfm* индекса⁹, који је и током четвртог тромесечја имао узлазни тренд. Вредност овог индекса последњег дана у децембру достигла је 1.952,3 индексних поена, а то у односу на последњи дан септембра представља повећање од 162,2 индексних поена. Вредност индекса се у четвртном тромесечју кретала у распону од 1.775,3 до 1.952,3 индексних поена, што представља његову највећу досад забележену вредност.

Графикон III.1.12.

Кретање вредности BELEXfm индекса

Извор: Београдска берза.

⁹ *Belexfm* индекс исказује промене цена акција, пондерисаних тржишном капитализацијом, свих издавалаца којима се тргује на слободном берзанском тржишту.

Кретање курса динара

Смањивање референтне каматне стопе је деловало у правцу попуштања монетарне политике и кроз ублажавање ап्रेसијацијских притисака насталих по основу прилива капитала. Да би спречила веће јачање динара, које би могло угрозити остварење циљане стопе инфлације, Народна банка Србије је углавном реаговала куповином девиза на састанку Међубанкарског девизног тржишта.

Динар је у односу на евро номинално апресирао за 3,8% у последњем тромесечју 2006. (последњег дана децембра евро је вредео 79 динара). У поређењу са ап्रेसијацијом регистрованом у трећем тромесечју од 4,9%, то одражава извесно смањење степена јачања вредности домаће валуте. Ап्रेसијацијски притисци изражени од средине 2006. године задржали су се све до децембра, када је вредност домаће валуте забележила незнатно смањење (0,4%).

Просечан номинални курс евра у четвртном тромесечју износио је 79,6 динара, приближно исто као у првом тромесечју 2005. године (80,2 RSD/EUR). Ап्रेसијација динара на међугодишњем нивоу од 7,7% представља до сада највећи забележен степен апресијације.

У односу на долар, курс динара је од краја септембра до краја децембра апресирао за 7,6%. То представља највеће јачање динара у односу на долар регистровано у једном тромесечју у току 2006. године.

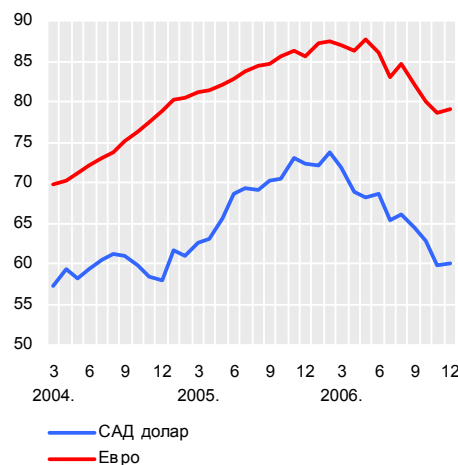
Просечан курс долара у четвртном тромесечју износио је 61,7 RSD/USD. Имајући у виду да је у истом периоду 2005. тај курс износио 72,0 динара за један долар, то представља међугодишњу апресијацију од чак 16,7%.

С обзиром на то да је динар у последњем тромесечју номинално ојачао у односу на обе валуте које чине структуру “корпе валута” која улази у обрачун индекса номиналног ефективног курса (у коме је пондер за евро 70%, а за долар 30%), то је резултирало апресијацијом овог индекса од 4,9%. Посматрано на међугодишњем нивоу, овај индекс је апресирао за 8,2%.

Номинална апресијација курса динара према евра, посебно изражена од половине 2006. године, може се објаснити високим нето приливом капитала, који је и у последњем тромесечју знатно премашао потребе финансирања дефицита текућих трансакција. Такав прилив резултат је страних директних инвестиција, капиталних трансакција, али и коришћења кредита у иностранству, пре свега захваљујући повољнијим условима задуживања и прибављања средстава (виши кредитни рејтинг, смањење премије ризика). На висок прилив капитала у последњем тромесечју утицале су и високе реалне камате на домаћем тржишту.

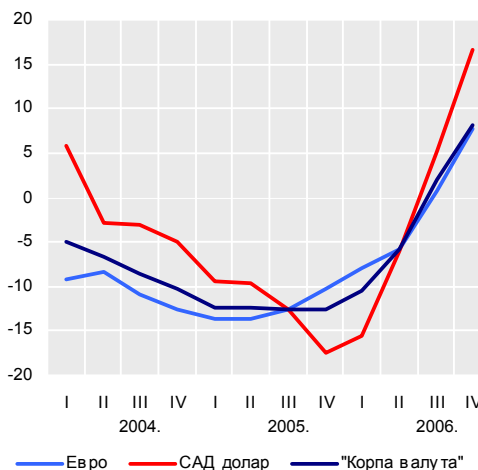
Графикон III.1.13.

Номинални курс динара
(вредност у динарима крајем периода)



Графикон III.1.14.

Међугодишње промене просечног номиналног курса динара¹⁾
(у %)



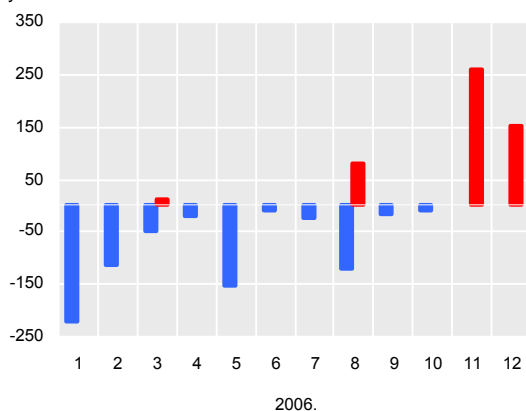
¹⁾ Негативне стопе представљају депресијацију, а позитивне апресијацију динара.

На апресијацијске притиске изражене у последњем тромесечју, Народна банка Србије је углавном одговарала куповином девиза на састанку Међубанкарског девизног тржишта, како би ублажила даље јачање динара. Услед велике понуде девиза банака у последња два месеца, Народна банка је на састанку Међубанкарског девизног тржишта била нето купац и њена просечна дневна куповина у тим месецима је износила 11,8 и 7,3 милиона евра, респективно.

Графикон III.1.15.

Интервенције НБС на фиксинг састанку¹⁾

у млн EUR

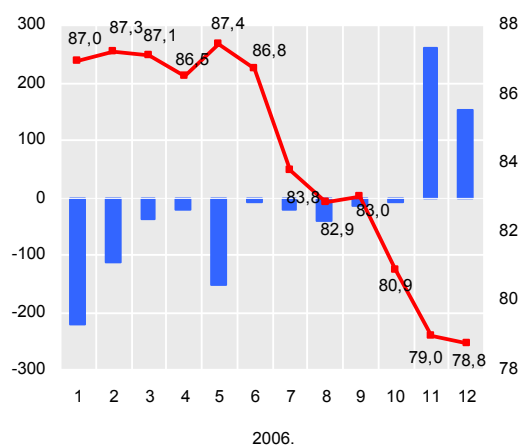


¹⁾ Позитивне вредности представљају куповину, а негативне вредности продају девиза.

Графикон III.1.16.

Нето интервенције НБС на фиксинг састанку и просечан курс евра

у млн EUR

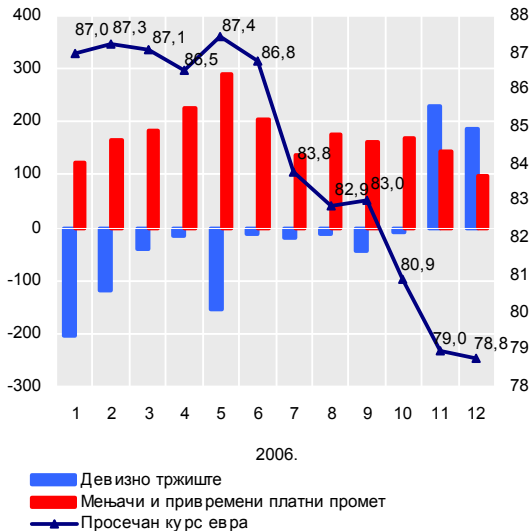


■ Нето интервенције НБС на фиксинг састанку
— Просечан курс евра

Графикон III.1.17.

Интервенције НБС на девизном тржишту и просечан курс евра¹⁾

у млн EUR

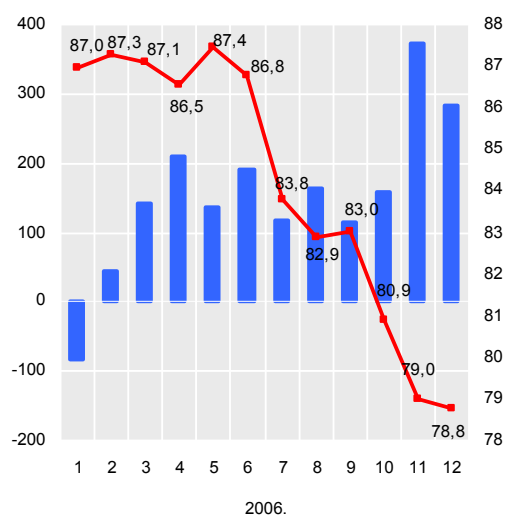


¹⁾ Позитивне вредности представљају куповину, а негативне вредности продају девиза.

Графикон III.1.18.

Нето интервенције НБС на девизном тржишту и просечан курс евра

у млн EUR



■ Нето интервенције НБС на девизном тржишту
— Просечан курс евра

У четвртном тромесечју курс динара формиран на састанку Међубанкарског девизног тржишта кретао се у распону од 78,2500 до 82,0850 динара за један евро. Иако то представља релативно велики распон, дневне осцилације су ублажене.

Од почетка 2006. године, удео Народне банке у укупном промету на међубанкарском тржишту се знатно смањио – са 54,5% у јануару на 18,4% у децембру.

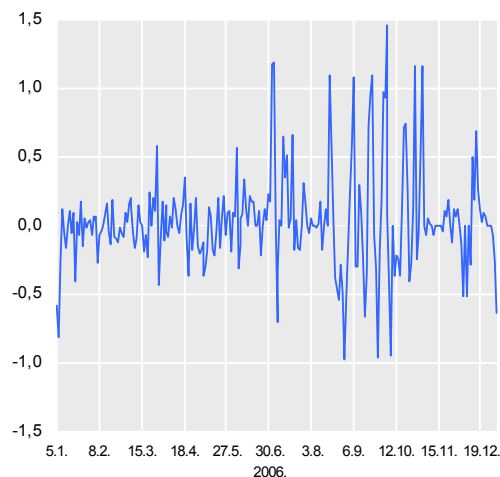
Међутим, у четвртном тромесечју, а посебно у новембру и децембру, услед јаких апресијацијских притисака, Народна банка је, и поред тога што је у неколико наврата референтну каматну стопу снижавала, била принуђена да на састанку Међубанкарског тржишта интервенише значајном куповином девиза како би ублажила даљу апресијацију динара. Тиме је свој удео у укупном промету на међубанкарском девизном тржишту у поређењу с трећим тромесечјем знатно повећала. С друге стране, обим купопродаје девиза између банака на међубанкарском девизном тржишту је у односу треће тромесечје био мањи за око 13%.

Наставак апресијацијских притисака по основу нето капиталног прилива може се очекивати и у 2007. години, с тим што ће они бити мање изражени. Народна банка ће и убудуће на такве притиске, у складу с новим оквиром монетарне политике, реаговати смањењем референтне каматне стопе и, супротно, њеним повећањем у случају депресијацијских притисака.

Уз апресијацију номиналног ефективног курса и бржи раст домаћих цена на мало од раста иностраних цена, реални ефективни курс динара је у посматраном периоду ојачао за 5,3%. У односу на валуте појединачно, динар је реално апресирао и према евр (3,8%) и према долару (8,7%).

Графикон III.1.19.

Дневне промене курса динара према евр¹⁾
(у %)



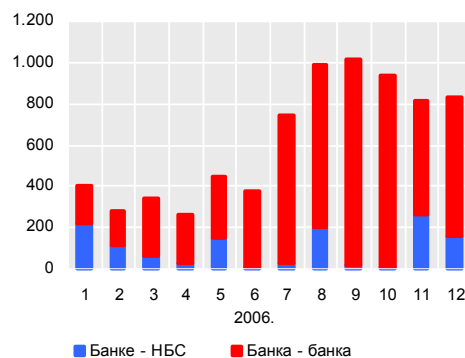
¹⁾ Негативне стопе представљају депресијацију, а позитивне апресијацију динара.

Графикон III.1.20.

Структура укупног промета девиза на МДТ-у

на

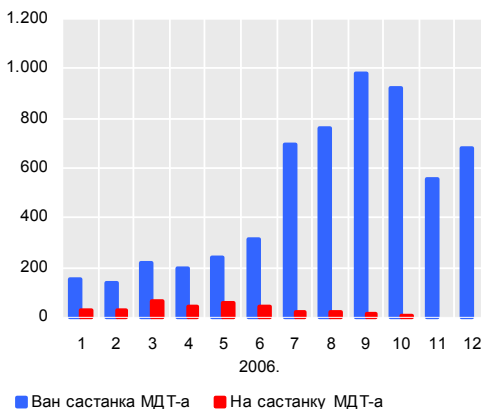
у млн EUR



Графикон III.1.21.

Купопродаја девиза између банака на МДТ-у

у млн EUR

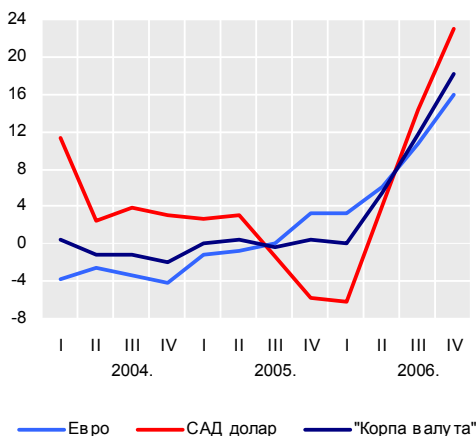


Посматрано на међугодишњем нивоу, реални ефективни курс је ап्रेसирао за 18,1%, а реални курсеви евра и долара за 15,9% и 22,9%, респективно.

Графикон III.1.22.

Међугодишње промене просечног реалног курса динара¹⁾

(у %)

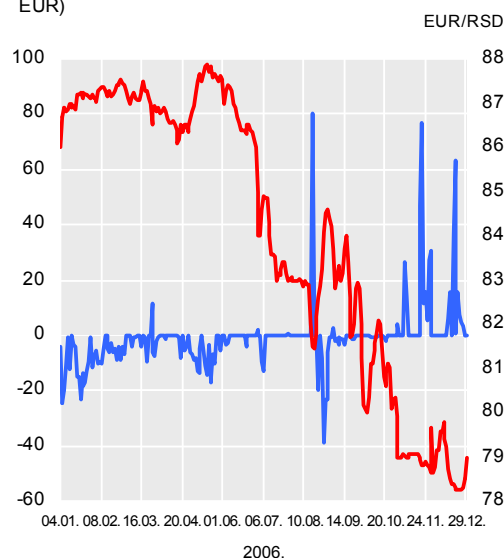


¹⁾ Негативне стопе представљају депресијацију, а позитивне апресијацију динара.

Графикон III.1.23.

Куповина/продаја девиза од стране НБС на састанку МДТ-а и курс евра

(у млн EUR)



— Интервенције НБС на састанку МДТ-а (лева скала)
— Курс (десна скала)

2. Увозне цене

Цене нафте и цене обојених метала на светском тржишту су током четвртог тромесечја стабилзоване. Увозне цене опреме и потрошних добара су порасле. Међутим, апресијација динара се одразила на пад увозних цена, што је имало дезинфлаторан утицај.

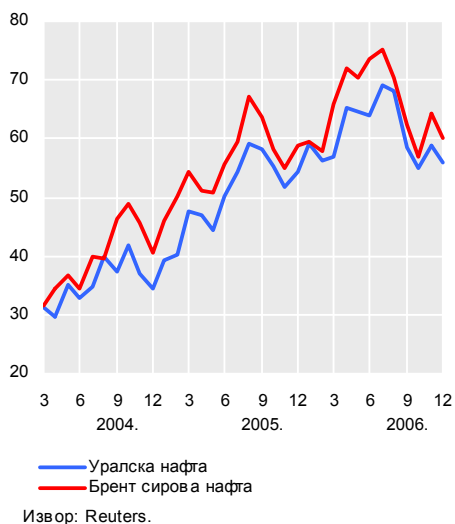
Апресијација курса динара проузроковала је (десезонирани) пад увозних динарских цена у трећем и четвртом тромесечју за 3,4 и 3,6%, респективно.¹⁰ Таква кретања су се у четвртом тромесечју рефлектовала на знатан пад базне инфлације.

Извесна ригидност цена на доле спречила је да пад базне инфлације буде још већи. Будући да је на дуги рок неспорна веза између домаћих и увозних цена, а да домаће цене, у протеклом периоду, нису смањене у складу са смањењем увозних цена, може се очекивати да ће оне, својим споријим растом, у наредном периоду, успоставити дугорочну равнотежу са увозним ценама.

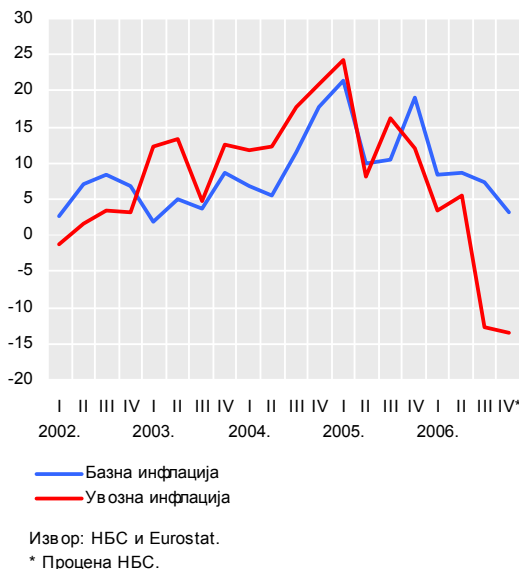
Значајан фактор снижавања инфлаторних притисака била је цена нафте на светском тржишту. Просечна цена уралске нафте била је у четвртом тромесечју за око 15% нижа него у претходном, док су деривати нафте на домаћем тржишту били за 8,2% јефтинији.

¹⁰ Просек на просек; увозне динарске цене апроксимирају се девизним курсом динара према еврo и извозним ценама ЕУ.

Графикон III.2.1.

Кретање цена нафте
(у САД доларима)

Графикон III.2.2.

Базна и увозна инфлација
(тримесечне стопе раста на годишњем нивоу)

Док су у претходном периоду увозна и базна инфлација имале слично кретање, у трећем и четвртном тримесечју 2006. осетан пад увозне инфлације био је праћен знатно блажим падом базне инфлације – последица ригидности цена надоле.

Цена нафте на светском тржишту се најчешће кретала у распону од 54 до 64 долара по барелу, зависно од посматраног периода и врсте нафте. Те цене су још увек релативно високе, иако знатно ниже од највишег нивоа од 78 долара, који је достигнут у јулу те године.

До пада цене нафте у трећем тримесечју и њене стабилизације у четвртном дошло је пре свега због ублажавања геополитичких тензија у свету. Паду цене је допринео и изостанак сезоне јачих урагана у САД, као и успоравање привредног раста у овој земљи. Почетком 2007. године пад цена нафте, заједно с падом цена сировина, настављен је захваљујући неубичајено повољним временским приликама и повлачењу дела капитала инвестираног у фондове везане за енергију и сировине.

Приметан је пад цене нафте типа „урал“ и „брент“, и то у октобру у односу на септембар и поновни раст у новембру. Раст цена у новембру у односу на октобар у директној је вези с одлуком земаља ОПЕК-а да, у страху од могућег даљег пада цене нафте услед повећаних залиха и слабије тражње, своју производњу смање за 1,2 милиона барела дневно. Међутим та одлука, као и одлука из децембра о још једном смањењу производње на почетку фебруара 2007. за пола милиона барела, само је за кратко утицала на раст цене нафте. Већ у децембру је цена нафте пала и пад се изразитије наставља у јануару 2007. због тога што су поменути узроци били јачи од одлучности земаља ОПЕК-а да испуне договорени циљ.

Очекује се да ће се цена нафте у 2007, уколико не дође до неке веће геополитичке кризе, углавном стабилизovati на нивоу од око 50 долара за уралску нафту с тенденцијом даљег умеренијег пада.

На тржишту обојених метала регистровано је значајно смиривање цена у четвртном тримесечју, након што су оне кулминирале средином маја. У 2007. години се очекује пад просечне цене бакра са 6.730 долара, колико је износила у 2006, на 5.760 долара по тони. Паду цене бакра допринеће очекивани светски суфицит од 100.000 тона, након дефицита од 50.000 тона забележеног у 2006.

Производња бакра у 2007. години, барем према прогнозама, први пут од 2001. године ће надмашити потрошњу.

За разлику од бакра, цинк и калај, који су заузели друго и треће место на листи обојених метала према својим перформансама у 2006. години, наставиће да поскупљују и у 2007. с обзиром на то да понуда ова два метала наставља да заостаје за тражњом.

За сектор племенитих метала прогнозе аналитичара су веома оптимистичне. Процењује се да ће злато, које је крајем 2006. године коштало око 622 долара за тројунцу, достићи цену од 730 долара у 2007. години. Аналитичари из „JP Morgan Chase“ проглашавају злато за једног од фаворита за 2007, а као аргумент за то наводе да је оно релативно јефтино у поређењу са другом имовином.

Цена кукуруза је на продуктној берзи у Чикагу од септембра 2006. до краја јануара 2007. године порасла са 98 долара на чак 156 долара по тони, тако да је сектор пољопривредних производа имао раст бржи него сектор електронске опреме или телекомуникација. Узрок таквог скока јесте повећана тражња за кукурузом, јер се масовно користи као сировина за производњу етанола – биогорива.

Јединичне вредности увоза. У периоду јануар–новембар 2006, према истом периоду претходне године, јединична вредност увоза робе повећана је за 1,9%. Највећи допринос том расту дао је пораст цена репроматеријала (енергенти и метали).

На основу расположивих података¹¹ за четврто тромесечје, уочава се наставак раста јединичних вредности увоза репроматеријала, овај пут под утицајем раста цена метала, хране и пољопривредних сировина, док су цене нафте од августа у паду (иако су у децембру поново порасле, није достигнут највећи ниво, забележен у јулу).

С друге стране, смањење јединичних вредности увоза опреме и потрошне робе се из периода у период ублажава, што би могло да указује на раст ових цена од октобра,¹² једним делом због високих цена нафте у дужем периоду, које су се, преко производних и дистрибутивних трошкова, уградиле у вредност производа виших фаза прераде. Почетак раста увозних цена тих производа у четврто тромесечју указује на слабљење антиинфлаторног утицаја на домаће цене.

¹¹ Индекси јединичних вредности периода према одговарајућем периоду претходне године.

¹² Мада разлози могу да буду и промене у базном периоду као и корекције података текуће године.

Табела III.2.1.

Јединичне вредности увоза најзначајнијих категорија робе у увозу

Класификација	Учешће у укупном увозу (у%)	Индекс јединичне вредности увоза
	I-XII 06.	I-XI 06.
НАМЕНЕ	100,0	101,9
Репроматеријал	62,9	105,9
Потрошна роба	21,5	97,1
Опрема	15,6	93,2
СМТК	100,0	101,9
Укупно одсеци са највећим учешћем	98,3	
Машине и транспортни уређаји (индустријске, специјалне, електричне, канцеларијске и телекомуникационе и друмска возила)	25,6	94,7
Минерална горива и мазива (нафта и гас)	20,8	106,3
Производи сврстани по материјалу (гвожђе и челик; обојени метали; хартија и производи од целулозе; предива, тканине и текстилни произв.; метални производи)	19,7	113,1
Хемијски производи (пластичне материје у примарним облицима; медицински и фармацеутски производи; етерична уља и парфеми; остали хемијски производи)	14,2	97,4
Разни готови производи (одећа, обућа, научни и контролни инструменти)	8,3	100,0
Храна и живе животиње (поврће и воће; кафа, чај, какао и зачини)	4,9	100,3
Сирове материје, осим горива (руде)	4,8	107,9
КЛАСИФИКАЦИЈА ДЕЛАТНОСТИ	100,0	101,9
Укупно области са највећим учешћем	71,4	
Вађење сирове нафте, гаса, услуге	13,9	123,2
Хемикалије и хемијски производи	13,8	97,9
Остале машине и уређаји	9,9	89,7
Основни метали	8,3	115,5
Моторна возила и приколице	7,3	97,1
Кокс и деривати нафте	5,0	93,3
Прехрамбени производи и пиће	3,8	96,1
Текстилна предива и тканине	3,3	98,3
Целулоза, папир и прерада папира	3,1	97,1
Вађење руда метала	3,0	104,5

Напомена: Републички завод за статистику обрачунава јединичне вредности извоза и увоза у САД доларима за период текуће према истом периоду претходне године, а као пондер служе количине увоза у посматраном периоду.

3. Платнобилансна кретања

Упркос номиналној апresiasi курса, настављен је тренд снажног раста робног извоза, али је пад динарских увозних цена утицао на убрзање раста увоза. Висок дефицит текућих трансакција покривен је високим нето приливом капитала, који је у четвртном тромесечју надмашио дотадашњи рекорд забележен у трећем и довео до знатног повећања девизних резерви. Остварени нето прилив капитала, од чак 29,5% БДП-а у 2006, определио је монетарна кретања и курс динара.

Према прелиминарним подацима, дефицит текућих трансакција у четвртном тромесечју већи је за 81,1% (78,6% без званичне помоћи) у односу на треће и поред знатно мањег пораста робног дефицита, који је износио 23,7%.

До драстичног повећања текућег дефицита дошло је услед снажног дејства како једнократних, тако и сезонских фактора. Једнократни карактер имало је смањење нето прилива по основу дознака, као и изношење дела добити преко рачуна нерезидената, што је утицало на знатно смањење нето прилива по основу текућих трансфера.¹³ Сезонски фактори утицали су на повећање дефицита робе и, нарочито, услуга, али је приметан и утицај апresiasi курса динара, с обзиром на повећање робног дефицита изнад сезонски уобичајеног.

Кумулативни утицај ових фактора одразио се готово у целини на текући дефицит у децембру, тако да је његов пораст у четвртном тромесечју искључиво последица децембарских кретања.

Прелиминарни подаци о робној размени у четвртном тромесечју указују на наставак тренда снажног раста извоза, уз убрзање стопе раста увоза (38,5% према 28,6%, респективно). Услед тога је дефицит робне размене у односу на исти период 2005. године повећан за 19,7%.

У односу на претходно тромесечје, робни дефицит је повећан за 23,7% и поред рекордне вредности извоза од 1.915 милиона долара. Будући да је повећање вредности увоза у односу на треће тромесечје веће (15,7%), покривеност увоза робе извозом је смањена за 3,0 процентна поена (са 54,1% на 51,0%).

Табела III.3.1.

Платни биланс Републике Србије

(у млн САД долара)

	2006.		Промена (у %)
	III тр.	IV тр.	
I. ТЕКУЋИ БИЛАНС	-798	-1.445	81,1
Робна размена, нето	-1.489	-1.842	23,7
Извоз, f.o.b.	1.758	1.915	8,9
Увоз, f.o.b.	-3.247	-3.757	15,7
Услуге, нето	20	-49	-345
Приходи	626	622	-0,6
Расходи	-606	-671	10,7
Камате, нето	-103	-102	-1
Текући трансфери, нето	721	473	-34,4
Званична помоћ	53	74	39,6
II. КАПИТАЛНИ И ФИНАНСИЈСКИ БИЛАНС	2.870	3.115	8,5
Капитални трансфери	413	430	4,1
Директне инвестиције, нето	1.725	1.737	0,7
Сред. и дугор. кредити из иностранства, нето	743	181	-75,6
од тога: превремена отплата дуга	-240	-656	
Кредити дати иностранству, нето	0	31	
Краткорочни кредити и депозити, нето	-214	189	188,3
Одложена плаћања по основу нафте и гаса	-42	60	242,9
Комерцијалне банке, нето			
(повећање -)	-220	40	118,2
Остали капитал, нето	465	447	-3,9
III. ГРЕШКЕ И ПРОПУСТИ	-104	-98	
IV. УКУПАН ПЛАТНИ БИЛАНС (I + II + III)	1.968	1.572	
V. ДЕВИЗНЕ РЕЗЕРВЕ НБС (повећање -)	-1.968	-1.572	-20,2

Графикон III.3.1.

Извоз и увоз робе

(у млн САД долара)



¹³ Процењени ефекти једнократних фактора на текући дефицит износе 260 млн долара (200 млн долара код девизних рачуна страних лица и 60 млн. долара код дознака радника).

На раст робног извоза посебно је утицао пораст извозних цена примарних производа, као и ефекти приватизације и реструктурирања (посебно у индустрији). На раст робног увоза пресудно је утицао раст домаће репродукционе и инвестиционе тражње, као и раст потрошачке тражње.

Према економској намени, највећи пораст извоза у односу на треће тромесечје остварен је код производа за широку потрошњу. По одсесима Стандардне међународне трговинске класификације (СМТК), највеће учешће у извозу и даље остварују гвожђе и челик и обојени метали, док је највећи раст у односу на претходно тромесечје остварен у извозу обојених метала.

Највеће повећање вредности увоза у односу на треће тромесечје имали су гас (92,4%) и електричне машине и апарати (34,6%).

Посматрано по економским групацијама, Србија је у 2006. највише повећала извоз у Европску унију, док је највише повећала увоз из земаља централне и источне Европе.

Биланс услуга је у односу на претходно тромесечје погоршан: приходи су смањени за 0,6%, а расходи повећани за 10,7% по основу сезонских фактора, тј. доспећа плаћања за техничке услуге, коришћење софтвера, лиценци и патената и за услуге консалтинга и рекламе, путем којих се врши и трансфер дела добити.

По основу доспелих **камата према иностраним повериоцима** забележен је одлив од 165 милиона долара, што је за 13 милиона долара више у односу на треће тромесечје. Прилив по основу камата био је већи за 14 милиона долара, па је дефицит на рачуну доспелих камата (102 милиона долара) на нивоу из претходног тромесечја.

Дефицит робе, услуга и камата је повећан за 421 милион долара у односу на треће тромесечје, а његова **покривеност текућим трансферима** смањена са 45,9% на 23,7%, тако да је дефицит текућих трансакција (без званичне помоћи) повећан за 669 милиона долара. Наиме, нето прилив по основу текућих трансфера је смањен за 248 милиона долара, као последица утицаја поменутих фактора на смањење нето прилива по

Табела III.3.2.

Робна размена по економској намени
(у млн САД долара)

	2006, по тромесечјима		Индекс
	III	IV	
ИЗВОЗ	1.743	1.899	108,9
основна средства	106	116	109,4
репродукција	1.183	1.246	105,3
широка потрошња	454	537	118,3
УВОЗ	3.367	3.890	115,5
основна средства	552	624	113,0
репродукција	2.136	2.381	111,5
широка потрошња	679	885	130,3

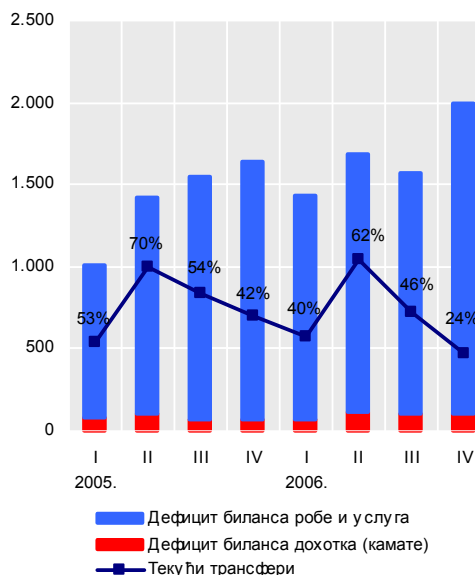
Табела III.3.3.

Робна размена по економским групацијама
(у млн САД долара)

	2005.	2006.	Индекс
ИЗВОЗ	4.897	6.428	131,3
EU 25	2.411	3.375	140,0
CEEC	1.861	2.281	122,6
CIS	324	464	143,1
EFTA	41	52	127,0
УВОЗ	10.617	13.172	124,1
EU 25	5.242	6.396	122,0
CEEC	1.354	1.889	139,3
CIS	2.149	2.580	120,1
EFTA	137	138	100,8

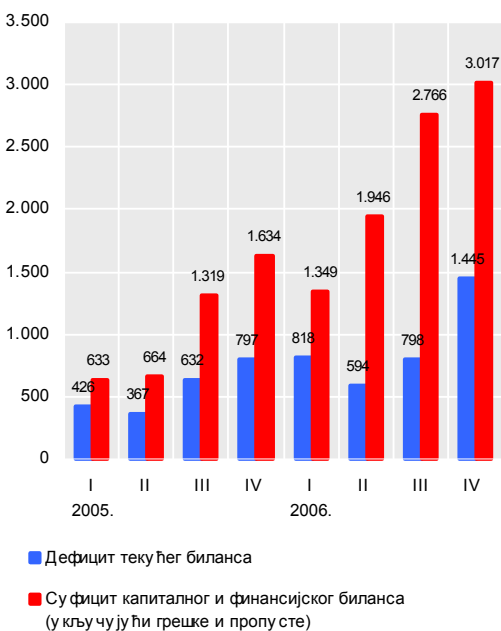
Графикон III.3.2.

Покриће дефицита биланса робе, услуга и камата текућим трансферима
(у млн САД долара)



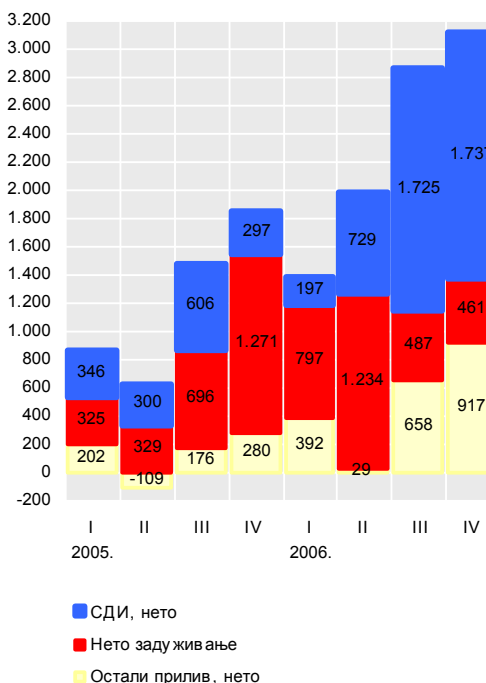
Графикон III.3.3.

Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала
(у млн САД долара)



Графикон III.3.4.

Структура прилива капитала
(у млн САД долара)



основу дознака и девизних рачуна страних лица и мањег нето откупа девиза по мењачким пословима.

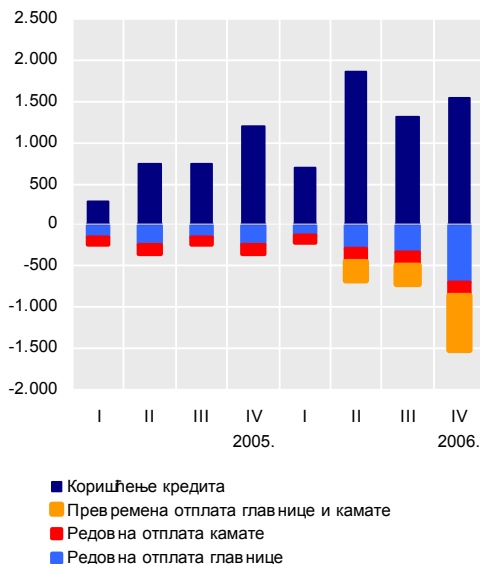
Рекордан нето прилив капитала у четвртој тримесечју, у износу од 3.115 милиона долара, премашио је дотадашњи рекорд забележен у претходној тримесечју (2.870 милиона долара).

Стране директне инвестиције су поново забележиле историјски највиши ниво, у нето износу од 1.737 милиона долара (углавном од приватизације и докапитализације банака и предузећа). Поред тога, остварен је значајан прилив од капиталних трансфера, у износу од 430 милиона долара (по основу продаје лиценце трећем оператеру мобилне телефоније). Повећана понуда капитала допринела је смањењу нето задужевања у иностранству.

Коришћење средњорочних и дугорочних кредита повећано је са 1.323 на 1.530 милиона долара, а **редовна отплата доспеле главнице** са 340 на 693 милиона долара. Уз то је превремено отплаћена главница дуга према ММФ-у, као и главница и камата Светској банци у укупном износу од 656 милиона долара¹⁴. Захваљујући томе, јавни сектор је наставио да отплаћује кредите у знатно

Графикон III.3.5.

Средњорочни и дугорочни кредити из иностранства
(у млн САД долара)



¹⁴ Превремене отплате кредита ММФ-у и Светској банци у 2006. износе укупно 1.135 милиона долара.

већој мери него што их користи, чиме је његов спољни дуг у односу на претходно тромесечје смањен са 8,7 на 8,5 милијарди долара.

Нето средњорочно и дугорочно задуживање приватног сектора је у односу на претходно тромесечје, услед смањења нето задуживања банака (са 280 на 178 милиона долара), смањено, док су предузећа нето задуживање задржала на готово истом нивоу (662 милиона долара).

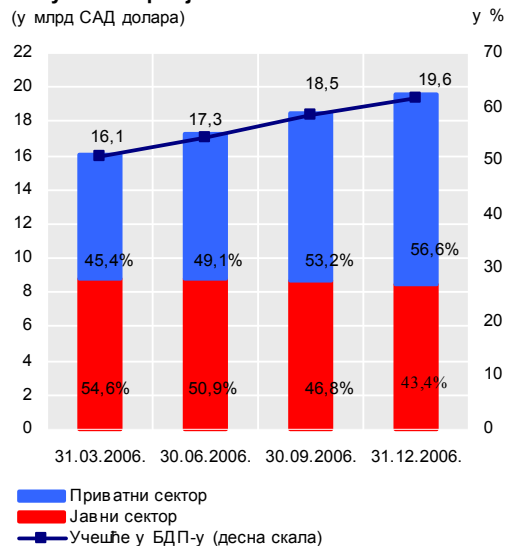
По основу **нето краткорочних кредита и депозита** обавезе су повећане 189 милиона долара. Нова девизна штедња је наставила да расте истим интензитетом као и претходног тромесечја (487 милиона долара).

Рекордно висок нето прилив капитала у четвртог тромесечју, у највећој мери по основу страних директних инвестиција, резултирао је знатним повећањем девизних резерви и поред превремене амортизације спољног дуга. Суфицит укупног платног биланса од 1.572 милиона долара без међувалутних промена увећао је за толико **девизне резерве Народне банке Србије**. Њихово повећање је са међувалутним променама износило 1.873 милиона долара, што се одразило на монетарна кретања и девизни курс домаће валуте.

На крају четвртог тромесечја девизне резерве Народне банке Србије достигле су износ од 11.887,5 милиона долара, или 9.024,8 милиона евра. У односу на крај трећег тромесечја, то представља раст од 18,7%, а у односу на крај 2005. године раст од 103,5%. Такав ниво девизних резерви обезбеђује покривеност увоза робе и услуга за 9,6 месеци.¹⁵

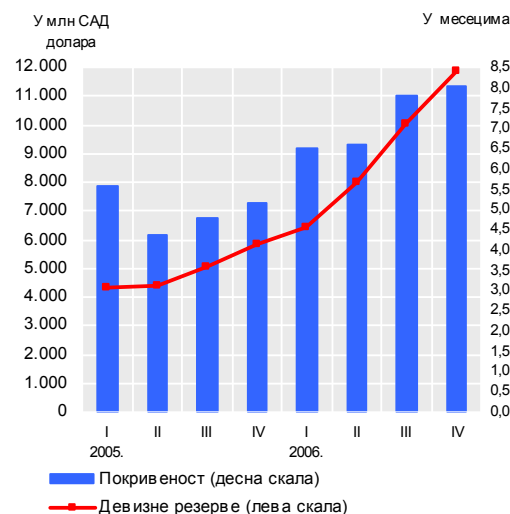
На пораст девизних резерви најзначајнији утицај имао је прилив по основу укупних нето интервенција Народне банке на девизном тржишту. Он је расту девизних резерви допринео са 10,0 процентних поена (од чега нето откуп по основу мењача 4,8%, по основу састанка МДТ-а 5,3%, а по основу платног промета 0,7%).

Износ и структура спољног дуга Републике Србије



Графикон III.3.7.

Покривеност увоза девизним резервама



¹⁵ Однос девизних резерви и просечне годишње вредности увоза робе и услуга.

Такође, изузетно висок прилив, у износу од 1.109,6 милиона долара, остварен је по основу прихода од приватизације. Највећи део овог прилива потиче од продаје Панонске и Војвођанске банке, као и од продаје лиценце трећем оператеру мобилне телефоније.

Одлив средстава из девизних резерви остварен је пре свега по основу доспелих и превремених отплата дуга према инокредиторима. Такође, одлив је остварен по основу исплате старе девизне штедње и Зајма за привредни препород.

На крају четвртог тромесечја, укупне девизне резерве Републике Србије достигле су 12.636,0 милиона долара (9.593,0 милиона евра). У оквиру тога, девизне резерве овлашћених банака износиле су 748,5 милиона долара (568,2 милиона евра).

Табела III.3.4.

Доприноси стопи раста девизних резерви Народне банке Србије

(у процентним поенима)

	2006, по тромесечјима				
	I	II	III	IV	2006
Девизне резерве НБС (раст у %)	10,5	23,6	25,6	18,7	103,5
Девизно тржиште	2,0	10,4	6,4	10,0	40,4
Мењачки послови	7,3	11,0	7,0	4,8	37,1
Директне интервенције НБС на девизном тржишту	-7,6	-3,6	-1,2	5,3	-4,1
Привремени платни промет ¹⁾	2,3	3,0	0,6	0,7	7,4
Обавезна резерва на девизне депозите и кредите, као и на нову девизну штедњу	5,6	16,9	4,4	1,1	32,1
Инострани кредити држави	0,8	0,3	0,6	0,3	2,5
Донације	0,3	0,3	0,2	0,3	1,4
Стара девизна штедња и зајам за привредни препород	-0,1	-3,1	-0,8	-0,2	-5,0
Остало ²⁾	1,9	-1,2	14,8	6,6	32,1

¹⁾ Платни промет са Црном Гором (до 26. јуна) и Косовом и Метохијом.²⁾ Приходи од приватизације, кредити ММФ-а итд.

Нето девизне трансакције Народне банке Србије са монетарним ефектом

У последњем тромесечју 2006. године по основу нето девизних трансакција централне банке креиран је примарни новац у износу од 70,5 милијарди динара, што се сматра значајним монетарним ефектом. Велики прилив капитала у земљу, посебно изражен у току друге половине године, налагао је потребу да Народна банка интервенише откупом вишка девиза на девизном тржишту како би ублажила додатну апресијацију динара према евра. По том основу динарски примаран новац је повећан за око 62,0 милијарди динара, а раст примарног новца по основу директних девизних трансакција је износио око 8,5 милијарди динара.

Табела III.3.5.

Нето девизне трансакције НБС са монетарним ефектом

(у милионима)

	Девизно тржиште ¹⁾	Директне трансакције ²⁾	Мењачи	Укупне нето девизне трансакције
I тромесечје				
EUR	-371,5	87,6	345,8	61,9
Динара	-32.346,5	7.631,1	30.125,0	5.409,6
II тромесечје				
EUR	-177,0	139,5	564,3	526,8
Динара	-15.459,4	12.137,9	49.086,4	45.764,9
III тромесечје				
EUR	-83,6	13,0	437,3	366,7
Динара	-6.959,8	1.094,8	36.384,5	30.519,5
IV тромесечје				
EUR	402,0	105,7	380,6	888,3
Динара	31.684,5	8.454,9	30.337,2	70.476,6
Укупно у 2006. години				
EUR	-230,1	345,8	1.728,1	1.843,7
Динара	-23.081,2	29.318,7	145.933,1	152.170,6

¹⁾ Обухвата нето прилив/одлив девиза по основу куповине/продаје девиза од стране НБС на међубанкарском девизном тржишту.²⁾ Обухвата нето девизне трансакције са државом, државним органима, привремени платни промет са Црном Гором (до 26. јуна), Косовом и Метохијом и остале нето девизне трансакције.

4. Монетарна кретања и монетарна политика

Примарни новац

Динарска ликвидност креирана по основу интервенција Народне банке Србије (у условима растућег нето прилива капитала) стерилисана је репо операцијама, али не у потпуности, тако да је примарни новац у четвртом тромесечју повећан.

Изузетно висок нето прилив капитала условио је повећање примарног новца у току четвртог тромесечја за преко 35 милијарди динара. Мада су мере монетарне политике биле рестриктивне, међугодишња стопа раста примарног новца у децембру је била висока и износила је 41,7%. Раст примарног новца је у децембру био већи од сезонски уобичајеног.

Примарни новац је, као и током претходних тромесечја, креиран по основу девизних трансакција, док је његова стерилизација вршена репо трансакцијама. Знатна динарска средства креирана у четвртом тромесечју нису у потпуности стерилисана репо трансакцијама, иако је по том основу повучено 61,7 милијарди динара.

Креирању примарног новца, када се из ове категорије искључе депозити државе, **нето девизна актива** је допринела са 86,7 процентних поена¹⁶.

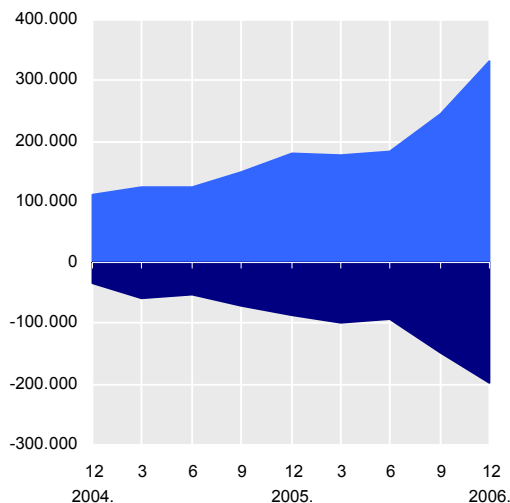
Нето домаћа актива је утицала у правцу повлачења примарног новца са 50,6 процентних поена. Повлачење примарног новца овим каналом би било веће да није дошло до знатнијег смањења динарских депозита државе код Народне банке Србије (у односу на септембарски ниво су готово преполовљени) и раста остале нето активе. Пораст остале нето активе последица је губитака Народне банке Србије по основу курсних разлика.

У условима опадајуће инфлације, смањење референтне каматне стопе није утицало на атрактивност пласирања средстава у хартије од вредности путем репо трансакција.

Бруто девизне резерве којима рукује Народна банка Србије наставиле су да расту и на крају 2006. године достигле су износ од 11,8 милијарди долара. Даљем расту бруто девизних резерви у току четвртог тромесечја, поред откупа ефективног страног новца преко мењача, допринела је и приватизација банака. Из тих средстава отплаћен је део преосталог дуга према ММФ-у и део главнице кредита добијеног од Републике Кине.

Графикон III.4.1.

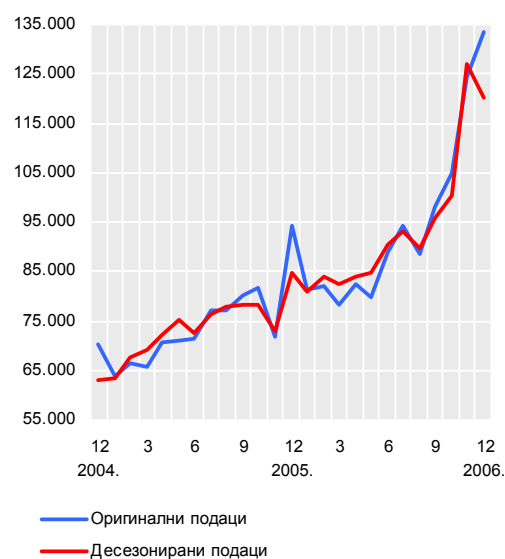
Креирање примарног новца
(кумулативне промене у милионима динара)



■ Нето девизна актива

Графикон III.4.2.

Примарни новац
(у милионима динара)



— Оригинални подаци

— Десезонирани подаци

¹⁶ Будући да девизна средства државе депонована код Народне банке Србије немају монетарни ефекат, искључена су и из нето девизне и из нето домаће активе.

С обзиром на то да су банке, након бројних мера Народне банке Србије, у другом полугођу задуживање у иностранству редуковале, стопа девизне обавезне резерве на краткорочно задуживање у иностранству је смањена на 45%, па је и допринос издвојене девизне обавезне резерве расту бруто девизних резерви био мањи.

У структури примарног новца у четвртм тромесечју највећи пораст остварили су готов новац у оптицају и слободне резерве банака. Раст готовог новца у оптицају делимично је имао сезонски карактер, а делимично је био последица повећане јавне потрошње, тј. повећаног повлачења динарских депозита државе.

Раст слободних резерви банака од преко 19 милијарди динара резултат је високог креирања новца по основу девизних трансакција Народне банке Србије, али и полагања динарских средстава правних лица с циљем учешћа у куповини акција домаћих банака. Већи део тих средстава банке су преконоћно депоновале код Народне банке, а мањи део задржале на жиро-рачунима и у благајнама. Део положених средстава биће у наредном периоду враћен правним лицима, а то ће се одразити на раст новчане масе.

Новчана маса

Висок раст понуде новца није имао за последицу јачање инфлаторних притисака, будући да су остали релевантни фактори деловали дезинфлаторно. Новчани агрегати су остварили раст по основу прилива иностраног капитала, повећаног повлачења депозита државе и споријег раста кредитне активности.

Све монетарне агрегате је у четвртм тромесечју карактерисало убрзање номиналне и реалне годишње стопе раста. При том је највећи део новца креиран у новембру и последњој декади децембра. Знатан раст новчане масе у 2006. години последица је прекомерног раста примарног новца уз извесно успоравање монетарне мултипликације.

Табела III.4.1.

Допринос делова aktive стопи раста примарног новца¹⁾

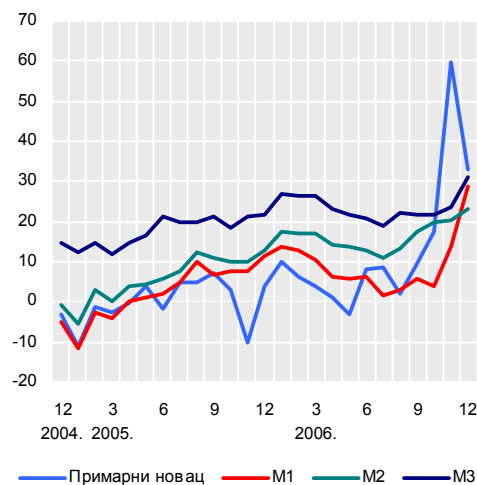
(у процентним поенима)

	2006. по тромесечјима				2006.
	I	II	III	IV	
Нето девизне резерве	9,7	51,8	21,1	86,7	162,9
Нето домаћа актива	-26,8	-38,0	-10,8	-50,6	-121,2
Домаћи кредити	-22,7	-45,1	-24,5	-42,1	-127,0
Нето потраживања од државе	-6,7	-12,6	4,1	28,6	16,4
Нето потраживања од банака	-15,2	-30,4	-28,7	-70,3	-140,8
Нето потраживања од осталих сектора	-0,8	-2,1	0,1	-0,3	-2,7
Остала актива (нето)	-4,1	7,1	13,7	-8,5	5,9
Примарни новац	-17,1	13,8	10,3	36,1	41,7

¹⁾ Искључени девизни депозити државе код НБС.

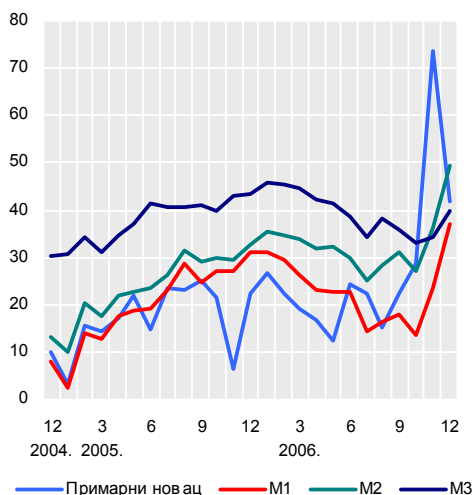
Графикон III.4.3.

Кретање монетарних агрегата дефлационирано ценама на мало (међугодишњи раст, у %)



Графикон III.4.4.

Кретање монетарних агрегата (међугодишњи раст, у %)



Већи пораст динарских депозита немонетарних сектора објашњава се све атрактивнијим приносом на динарска средства. Међутим, девизна штедња је и поред тога наставила да расте.

Креирање новчаних агрегата остварено је по основу нето девизних трансакција банкарског сектора, повећаног повлачења депозита државе, које је, између осталог, резултат реализације Националног инвестиционог плана, и по основу (успореног) раста кредитне активности. Расту укупне новчане масе (МЗ) кредити банака привреди и становништву су допринели са 1,6 процентних поена, што је било знатно мање у односу на друго (8,5 процентних поена) и треће тромесечје (2,5 процентних поена). Повлачењу новца допринели су докапитализација банака и курсне разлике. Куповина обвезница старе девизне штедње је минимално повећана, пошто су банке, захваљујући атрактивној каматној стопи, углавном куповале благајничке записе Народне банке Србије.

Докапитализација домаћих банака, вршена у току новембра и децембра, поред утицаја на монетарне агрегате, имала је утицаја и на кретања на финансијском тржишту имајући у виду да су цене акција банака, у појединим случајевима, увећане и више него петоструко. Уколико се таква пракса у наредном периоду настави, то би се могло одразити на раст цена осталих облика финансијске aktive и на јачање инфлаторних притисака. Тој претпоставци иде у прилог и чињеница да је званични индекс Београдске берзе BELEX15, као индикатор цена најликвиднијих акција на тржишту, у новембру и у току децембра у неколико наврата достигао историјске максимуме.

Нето иностранна позиција банака је у четвртм тромесечју погоршана, пошто су банке девизне резерве смањиле и краткорочна задуживања у иностранству незнатно повећале. Међутим, раст нето иностране aktive укупног банкарског сектора, захваљујући расту девизних резерви Народне банке Србије, далеко је премашио раст девизних депозита сектора привреде и становништва, тако да се закључује да је нето иностранна актива допринела креирању не само девизне него и динарске компоненте новчане масе.

Табела III.4.2.

Допринос делова active стопи раста МЗ¹⁾
(у процентним поенима)

	2006,				
	по тромесечјима				2006.
	I	II	III	IV	
Нето девизна active	0,4	26,8	11,4	13,2	56,5
Нето домаћа active	1,2	-18,1	-0,7	1	-16,6
Домаћи кредити	8,7	4,6	2,6	7,8	25,6
Нето потраживања од државе	-2,4	-3,8	0,8	6,1	2,1
Кредити осталим секторима	10,5	8,5	2,5	1,6	23,8
Становништву	3,7	4,6	3,3	3,1	15,9
Привреди у динарима	5,3	4,1	1,2	0,2	11
Привреди у девизама	1,4	-0,2	-1,8	-1,9	-3,2
Остало	0,1	0	-0,2	0,2	0,1
Купљене обвезнице старе девизне штедње	0,6	-0,1	-1	0,1	-0,3
Краткорочни динарски кредити државе банкама	0	0	0,3	0	0,1
Остала active, нето	-7,5	-22,5	-3,3	-6,8	-42,2
Новчана маса (МЗ)	1,7	8,9	10,8	14,2	39,8

¹⁾ Искључени девизни депозити државе код НБС.

Кредити банака приватном сектору

Раст кредитне активности банака је и даље успорен. Учешће кредита привреди је смањено у корист становништва, што је делимично компензирано директним задуживањем предузећа у иностранству под повољнијим условима. Становништву је највише одобрено стамбених кредита, а потрошачки кредити су забележили минималан раст.

Годишња стопа раста кредита банака приватном сектору у децембру (25,6%) показује да се кредитна експанзија банака даље успорава (у јуну је та стопа износила 57,6%, а у септембру 43,3%). Успоравању годишње стопе раста кредита допринело је смањење задуживања банака у иностранству, као њихова реакција на мере Народне банке Србије предузете у првом полугођу 2006. Томе је такође допринела номинална апресијација динара с обзиром на то да је највећи део одобрених кредита индексиран у страниј валути.

У односу на септембар, кредити су номинално повећани за око 8 милијарди динара. При том су девизни кредити исказали негативну међугодишњу стопу раста, као последица њиховог неодобравања привреди у последњих неколико година и међувалутних промена.

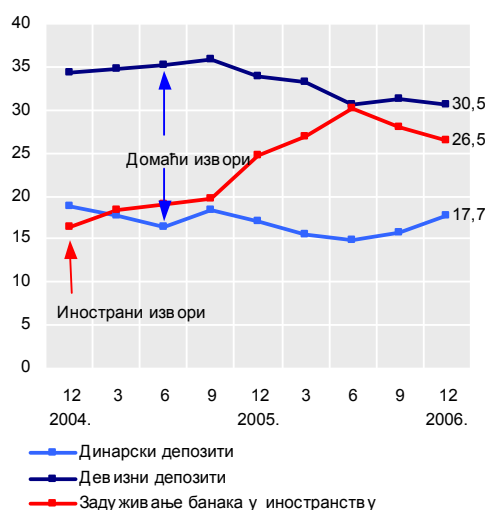
Кад је реч о структури кредита приватном сектору, учешће кредита привреди (тренутно износи 61,3%), због знатно бржег раста кредита становништву, смањено је. То не изненађује с обзиром на чињеницу да је ризик отплате кредита који се одобравају становништву мањи од ризика кредита одобрених привреди. Пораст депозита привреде и платнобилансна кретања показују, међутим, да се смањено задуживање привреде у земљи делимично компензира директним задуживањем у иностранству.

Што се тиче рочне структуре пласмана привреди, учешће краткорочних пласмана се, захваљујући мерама Народне банке које су имале за циљ смањење краткорочног задуживања у иностранству, смањује (тренутно износи 48,7%), с тим што је њихов раст у другој половини 2006. чак потпуно заустављен. Дугорочне кредите предузећа користе углавном за финансирање дугорочних улагања (нпр. у опрему), а краткорочне само у ситуацијама када нису у могућности да своје обавезе у потпуности сервисирају.

С обзиром на то да становништво, на супрот предузећима, нема могућност да се у иностранству директно задужује, услови под којима се овом сектору кредити одобравају су неповољнији. Пошто је тражња становништва за кредитима још увек висока и нееластична, кредити становништву

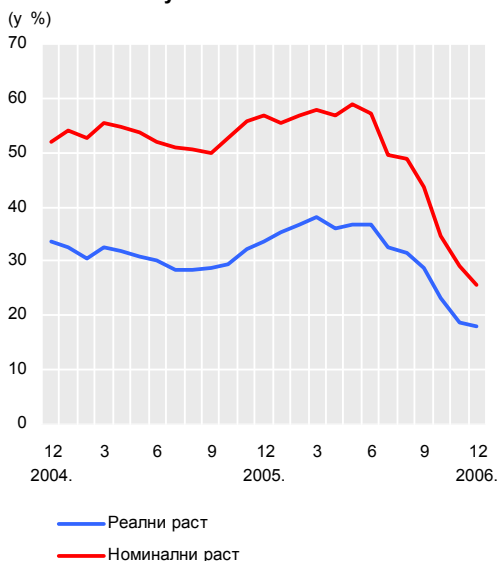
Графикон III.4.5.

Извори раста пласмана банака
(у % билансне суме банака)



Графикон III.4.6.

Међугодишњи раст кредита привреди и становништву
(у %)



исказују даљи, иако успорен, раст. У структури кредита становништву доминирају дугорочни кредити (око 80%). У оквиру тога је највише одобрено стамбених кредита (око 6 милијарди динара). Потрошачки кредити су забележили минималан раст (око 1 милијарду динара).

За разлику од претходног тромесечја, нето инострано задуживање банака није допринело укупном порасту кредита. Основни извор повећања кредита банака у четвртном тромесечју, које је износило 2,3%, био је пораст девизних и динарских депозита (7,3 и 3,6 процентних поена, респективно), али и повећање основног капитала, будући да су банке свој капитал увећале емитовањем акција.

Пад вредности резервисања за губитке током 2006. године упућује на то да се, за сада, кредити уредно сервисирају и када је реч о привреди и када је реч о становништву, као и да су банке успеле да делимично наплате средстава по основу лоших зајмова и зајмова који су раније, према рачуноводственим критеријумима, сматрани ненаплативим.

И поред кредитне експанзије у 2005. и првој половини 2006, учешће кредита у друштвеном производу у поређењу са земљама у окружењу није велико¹⁷, што оставља простор за даљи раст кредитне активности. Учешће укупних кредита банака у процењеном БДП-у се чак смањује, са 25,1%, колико је износило крајем претходног тромесечја, на 24,6% у четвртном тромесечју.

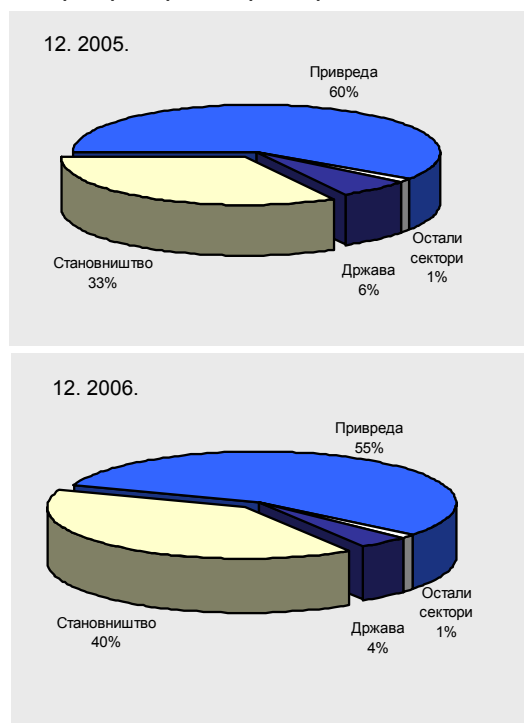
Ликвидност банака

Знатно повећање ликвидности банака резултат је високог креирања новца по основу девизних трансакција, повећаног трошења новца од стране државе, као и смањења стопе динарске обавезне резерве. Вишак ликвидних средстава банке су пласирале у репо хартије и депозитне олакшице Народне банке Србије.

Сви релевантни показатељи указују на изузетно висок пораст ликвидности банака у четвртном тромесечју, нарочито у новембру и децембру. Просечна стопа ликвидности је у односу на септембар повећана за 9,9 процентних поена и у децембру је износила 19,9%.

Просечно дневно стање слободних резерви банака¹⁸ износило је 25,7 милијарди динара, што у односу на претходно тромесечје представља пораст од 11,3 милијарде динара (78,4%), а у односу на четврто тромесечје 2005. године пораст од 182,7%. Повећана ликвидност банака, мерена слободним резервама, нарочито је била изражена у децембру. Томе су допринели куповина девиза на девизном тржишту од стране Народне банке и повећано трошење новца државе (смањење депозита државе код Народне банке). На повећање ликвидности банака је такође утицало смањење стопе динарске обавезне резерве у новембру, са 18% на 15%.

Графикон III.4.7.
Секторски распоред динарских кредита банака



¹⁷ Тренутно је испод или на приближном нивоу као код кандидата за улазак у ЕУ или код земаља које су недавно постале чланице ЕУ.

¹⁸ Слободне резерве банака чине: готовина у благајни, опозиви депозити и средства на жиро-рачунима банака умањена за обрачунату обавезну резерву.

Вишак ликвидних средства банке су користиле за куповину репо хартија од вредности Народне банке и пласирање у депозитне олакшице (у које је просечно дневно депоновано око 14,8 милијарде динара).

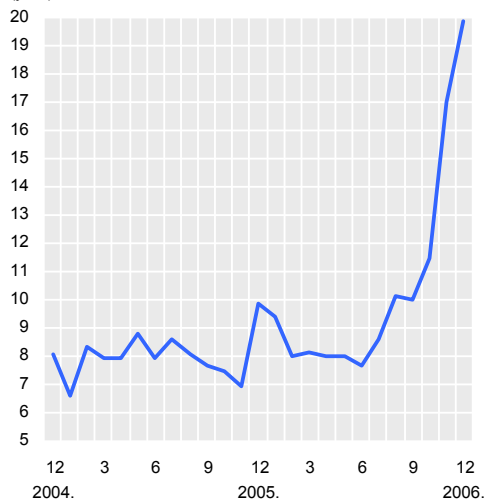
Банке су у четвртом тромесечју краткорочне ломбардне кредите за одржавање ликвидности код Народне банке минимално користиле. Ти кредити су просечно износили 303.000 динара, што представља изразито смањење у поређењу са 74,7 милиона динара, колико су они просечно износили у претходном тромесечју.

Просечан допринос слободних средстава укупној ликвидности банака
(у процентним поенима)

	2006. по тромесечјима			
	I	II	III	IV
Слободна динарска средства	-19,0	10,8	26,0	35,3
Средства на жиро-рачунима (нето)	-10,5	-3,1	-1,5	0,7
Благајна	6,7	4,7	11,3	1,1
Опозиви депозити банака у динарима	-15,2	9,2	16,3	33,4

Графикон III.4.8.

Просечна стопа ликвидности банака
(у %)



Штедња становништва

Штедња становништва бележи континуиран раст. То потврђује да су банке успеле да поврате поверење грађана, као и да напори Народне банке да реформише банкарски сектор дају евидентне резултате.

Укупна штедња становништва у четвртом тромесечју је повећана за 17,99 милијарди динара. У оквиру тога, раст динарске штедње је износио 722 милиона, а девизне штедње 17,27 милијарди динара.

Стање динарске штедње је последњег дана у децембру износило 7.550 милиона динара. Највеће интересовање становништво је показало за депозите по виђењу, затим за штедњу орочену до три месеца, а потом за штедњу орочену преко годину дана.

Девизна штедња је, исказано у еврима, на крају децембра достигла износ од 3,3 милијарде. Чак 92,24% укупне штедње чини штедња у еврима, 5% штедње је у доларима, а 2,03% у швајцарским францима.

Према рачунима, највећи удео у штедњи имају депозити по виђењу (38,3%), следе штедни улози орочени до годину дана (19,26), а на трећем месту су штедни улози орочени преко годину дана (17,65%).

Табела III.4.4.

Штедња становништва
(у милионима динара)

	2005.		2006.		
	Дец.	Март	Јун	Септ.	Дец.
Динарска	3.267	3.755	5.000	6.828	7.550
Девизна	190.136	207.609	222.105	243.422	260.689
Укупно	193.403	211.364	227.105	250.250	268.239

Штедни записи Народне банке Србије

Каматна стопа на штедне записе је смањена. И поред тога, у условима опадајуће инфлације и даље доноси релативно висок принос, захваљујући чему су две емисије штедних записа током четвртог тромесечја успешно пласиране.

Народна банка Србије је током четвртог тромесечја емитовала две серије штедних записа, четврту и пету. Чињеница да је четврта емисија распродата у року од седам дана, а пета преко 70% закључно са децембром, говори о њиховој успешности.

Четврта емисија записа била је 6. новембра, са роком доспећа 1. новембра 2007. године и обимом од милијарду динара. Укупна номинална вредност продатих штедних записа је износила 961,7 милиона динара. Закључно са 31. децембром, штедња по основу ове емисије је износила 823,6 милиона динара.

Пета емисија штедних записа била је 20. новембра, са роком доспећа 15. новембар 2007. године и обимом од две милијарде динара. Закључно са 31. децембром, штедња по основу ове емисије је износила 1.232,1 милион динара.

Закључно са 31. децембром, у оквиру динарске штедње од 7.550 милиона динара, на штедњу у записима Народне банке Србије односи се 2.168 милиона динара, или 28,7%.

5. Кретање понуде и тражње

Понуда и извори раста

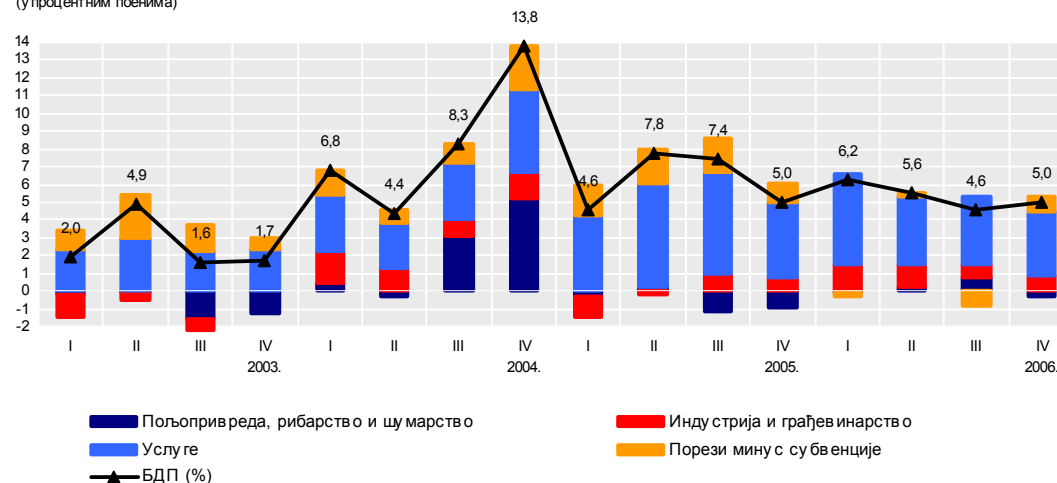
Раст економске активности је успорен услед знатно нижих стопа раста агрегатне тражње, посебно потрошачке у трећем и првој половини четвртог тромесечја. Раст тражње у четвртом тромесечју резултат је повећаних издатака државе крајем тог периода, што ће се на економску активност, или раст цена, одразити почетком 2007. године.

Раст БДП-а у трећем тромесечју 2006. износио је 4,6% у односу на исти период претходне године.¹⁹ Основни узрок успоравања раста БДП-а јесте опадање наплате пореза, чији је допринос међугодишњој стопи раста БДП-а био негативан (−0,8 процентних поена).

Графикон III.5.1.

Допринос тромесечном расту БДП-а

(у процентним поенима)

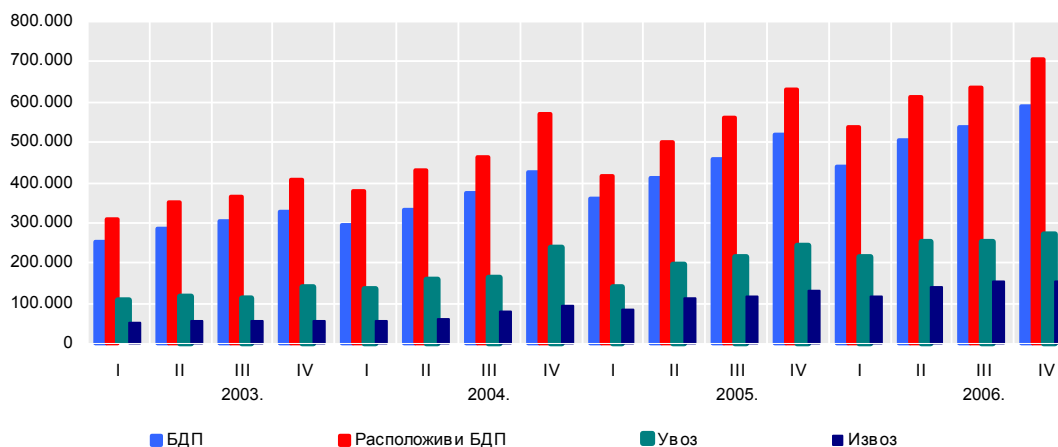


Највећи допринос међугодишњем расту БДП-а у трећем тромесечју имао је сектор услуга: саобраћај и телекомуникације (2,5 процентних поена), као и финансијско посредовање (0,8 процентних поена). Релативно висок допринос имале су пољопривредна и индустријска производња (0,7 и 0,6 процентних поена, респективно).

Графикон III.5.2.

Кретање БДП-а - процене по тромесечјима

(у млн динара)



¹⁹ У најновијем Саопштењу Републичког завода за статистику кориговани су подаци за неколико година уназад, па тако и међугодишњи раст у другом тромесечју 2006. са 6,6 на 5,6%.

Подаци о кретању БДП-а за четврто тромесечје још увек нису расположиви. На основу процене Републичког завода за статистику, реални међугодишњи раст БДП-а у том периоду износи 5%. Таква кретања се не доводе у везу с повећањем реалне економске активности, већ с преокретом у динамици пореских прихода државе (умањених за субвенције). Међугодишња стопа раста наплате пореза је у четвртом тромесечју износила 5,5% и њен допринос реалном расту БДП-у је био 0,9 процентних поена.

Са секторског становишта, највећи допринос расту БДП-а и даље даје саобраћај, складиштење и везе (са 2,6 процентних поена). Међугодишњи раст додате вредности у овом сектору (28,7%) највећим делом је резултат пораста активности у сектору телекомуникација. Висока стопа раста се очекује и у грађевинарству (14%), чему уз повољне метеоролошке услове, доприноси и релативно висок обим улагања (посебно државе).

Прерађивачка индустрија, иако бележи високе стопе раста извоза, задржала је тенденцију успоравања раста од почетка 2006. године. У четвртом тромесечју је међугодишња стопа раста прерађивачке индустрије износила 3,2% (у другом и трећем тромесечју 6,4% и 4,5%, респективно). Мањи обим производње позних ратарских култура у 2006. у односу на 2005. годину, уз стабилну производњу у сточарству, условио је међугодишњи пад пољопривредне производње од 2,7%.

Рестриктивне мере монетарне политике у 2006. години, усмерене на успоравање раста агрегатне тражње, имале су утицај и на динамику физичког обима промета у трговини на велико и мало. У овој области је, након вишегодишњег раста, у четвртом тромесечју забележено међугодишње смањење активности од 0,7%.

Полазећи од оцењеног раста реалног БДП-а и цена, БДП би у четвртом тромесечју могао износити око 590 милијарди динара, или за 13,6% више у односу на исти период претходне године. Под том претпоставком, учешће извоза робе и услуга би чинило 26,5%, а увоза 38,7% БДП-а. Полазећи од тога, расположиви БДП би износио око 706 милијарди динара (119,8% БДП-а).²⁰ Међугодишњи пораст агрегатне тражње би износио 11,8%, што је мање у односу на претходна тромесечја (у другом и трећем тромесечју 22,7% и 13,3%, респективно).

Тражња и употреба бруто домаћег производа

Раст агрегатне тражње и финална употреба БДП-а у четвртом тромесечју били су под неуобичајено снажним утицајем фискалне политике. Наиме, динамика јавне и личне потрошње, као и инвестиција, доминантно је опредељена структуром и обимом расхода државе. Уз повећање сопствених материјалних расхода, држава је високим обимом улагања и плаћања становништву (посебно за нето зараде и пензије) проузроковала раст инвестиција и потрошње становништва. Процењени раст потрошње становништва није имао озбиљније последице по ценовну стабилност. Растућа инвестициона тражња, за сада, има већи ефекат на раст економске активности него на раст инфлације.

²⁰ Учешће расположивог БДП-а у номиналном веће је за два процентна поена у четвртом тромесечју у односу на треће, али је у односу на исти период претходне године мање за 1,9 процентних поена.

Индикатори потрошње становништва

Тражња становништва је у четвртом тромесечју повећана по основу пораста масе исплаћених зарада и пензија у децембру (исплата тринаесте плате, регреса и дела дуга пензионерима).

На основу изабраних показатеља, оцењује се да је реална стопа раста **тражње становништва** за робом и услугама у четвртом тромесечју повећана. Након пораста од 11,7% у првом тромесечју, оцењена тражња становништва је бележила ниже међугодишње стопе раста, 5,2% у другом и 0,5% у трећем, да би у последњем тромесечју износила 11,1%. Номинална међугодишња стопа раста тражње становништва је износила 20,3%. Повећање реалне стопе раста тражње становништва последица је пораста масе исплаћених зарада и пензија.

Евидентирани извори раста потрошње становништва били су следећи:

Зараде. Удео масе нето зарада из статистичког узорка у четвртом тромесечју у БДП-у је износио 12,5%, или за 0,3 структурних поена више него у упоредивом периоду 2005. године. Под претпоставком да радници који нису узорком обухваћени имају у просеку исте зараде као и радници узорком обухваћени, учешће нето зарада у оцењеном БДП-у износи 32,1%, или за 1,3 структурна поена више у односу на упоредиви период 2005. године.

Социјални трансфери. У четвртом тромесечју социјални трансфери и пензије чинили су 15,4% оцењеног БДП-а, што је 0,9 структурних поена више него у истом периоду 2005. године. Узрок томе су пре свега превремене исплате дела дуга пензионерима.

Дознаке. Регистроване дознаке чиниле су 4,2% процењеног БДП-а, или за 0,3 структурна поена мање него у четвртом тромесечју 2005. године. Таква кретања нису последица смањења девизног прилива по овом основу, већ реалне апресијације динара према евр.

Мењачи. Прилив становништва исказан кроз мењачке послове у четвртом тромесечју чинио је 3,7% оцењеног БДП-а, или за 1,3 структурна поена мање у односу на исто тромесечје 2005. године.

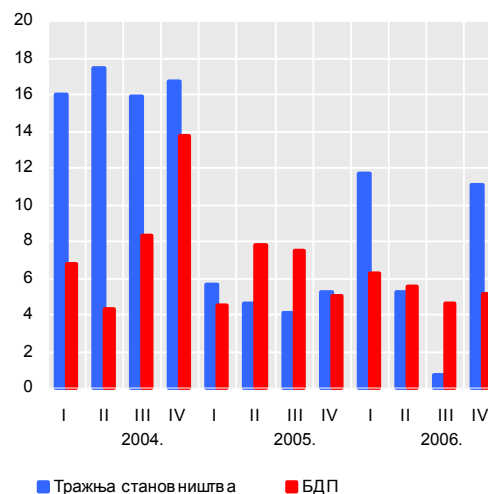
Кредити. По основу задуживања, становништво је обезбедило додатне изворе средстава за потрошњу у износу од 2,8% оцењеног БДП-а, што је за 1,5 структурних поена мање него у истом периоду претходне године.

Штедња становништва је у четвртом тромесечју повећана за 3,1% оцењеног БДП-а, или за 2,2 структурна поена мање него у последњем тромесечју 2005. године.

Приходи становништва, умањени за пораст штедње и увећани за пораст кредита, повећали су учешће у БДП-у за 1,4 структурна поена (на 55,2%). И поред чињенице да је повећање учешћа тражње делом узроковано једнократним исплатама (нпр. по основу дуга пензионерима), стабилизацији учешћа тражње становништва у БДП-у превасходно је допринело јачање динара.

Графикон III.5.3.

Кретање тражње становништва и БДП-а
(међугодишње реалне стопе раста, у %)



Јавна потрошња

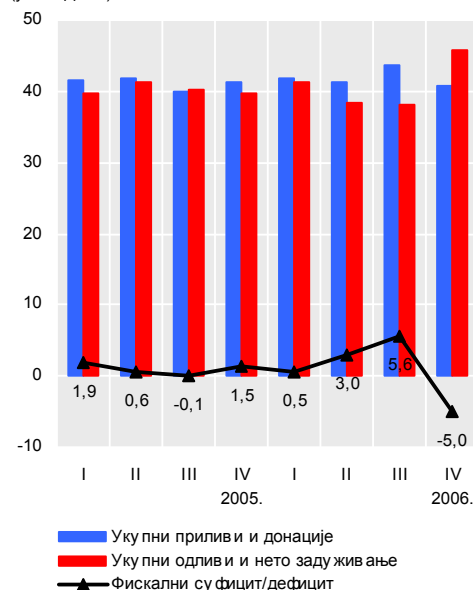
Фискална кретања су у последњем тромесечју 2006. имала експанзиван карактер и допринела су јачању инфлаторних притисака. Фискална експанзија се одразила не само на материјалну и инвестициону потрошњу државе већ и на повећање тражње становништва (растуће исплате по основу зарада, пензија и социјалних трансфера).

Консолидовани јавни приходи (укључујући донације) у четвртном тромесечју су износили 240,1 милијарди динара (40,7% процењеног БДП-а), реално за 3,6% више у односу на исто тромесечје претходне године. Приходи по основу ПДВ-а су износили 63,9 милијарди динара, или 10,8% процењеног БДП-а, што представља смањење у поређењу с другим и повећање у поређењу с првим и трећим тромесечјем. Пад прихода по основу ПДВ-а је уобичајено за годину након његовог увођења, јер долази до постепеног повећања пореске евазије. Приходи по основу царина номинално су повећани за 6,5%, док су реално смањени за 1,6%. Таква кретања ове категорије пореских прихода су резултат реалне апresiasi динара. Учешће прихода по основу индиректних пореза је мање у односу на четврто тромесечје претходне године и износи 17,2% БДП-а. Динамичан раст остварили су приходи по основу пореза на капиталну добит и пореза на доходак, који су у односу на исто тромесечје 2005. године реално већи за 34% и 16,5%, респективно.

Консолидовани јавни расходи (укључују отплату дуга) износили су 309,9 милијарди динара (52,6% пројектованог БДП-а), или реално за 36,8% више у односу на четврто тромесечје претходне године. У структури ових расхода доминантно је учешће трансфера становништву, које је у односу на четврто тромесечје 2005. године увећано. Плаћања становништву повећана су за 30,9% (реално за 20,9%). Захваљујући томе, становништво је приходовало 27,6% БДП-а, што је за 3,6 структурна поена више у односу на исти период претходне године. Социјални трансфери становништву и нето зараде запослених у јавном сектору су у односу на четврто тромесечје претходне године већи за 39,7% и 17,5%, респективно. У истом периоду, расходи по основу субвенција су повећани за 18,6% и износе 3,2% процењеног БДП-а. Финална потрошња државе је забележила раст у поређењу с истим тромесечјем 2005. године: материјална потрошња је износила 6,7%, а инвестициона чак 6,3% процењеног БДП-а. Високи остали расходи (51,3 милијарди динара) резултат су регулисања дела обавеза према иностраним повериоцима.

Графикон III.5.4.

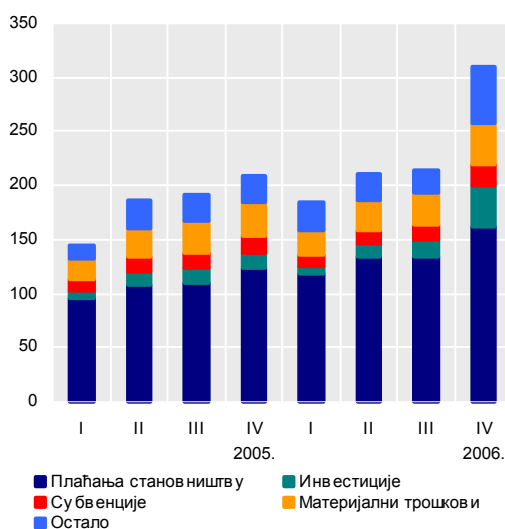
Јавни приходи и расходи (методологија Министарства финансија) (у % БДП-а)



Извор: Прерачунато на бази података Министарства финансија Републике Србије.

Графикон III.5.5.

Структура јавних расхода (у млрд динара)



Извор: Прерачунато на бази података Министарства финансија Републике Србије.

Фискални дефицит у четвртном тромесечју, по методологији Министарства финансија, износио је 29,4 милијарде динара, или 5,0% БДП-а. Тиме је укупан фискални суфицит у 2006. години достигао 17,8 милијарди динара, или 0,8% БДП-а. По методологији ММФ-а, фискални дефицит је у четвртном тромесечју износио 42,6 милијарди динара, или 7,2% БДП-а, а укупан фискални дефицит у 2006. години 30,4 милијарде динара, или 1,4% БДП-а.

Табела III.5.1.

Консолидовани јавни расходи
(у млрд динара)

	2005, по тромесечјима				2006, по тромесечјима				Индекс реално	
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	IV 2006.	IV 2006.
									IV 2005.	IV 2005.
Укупно одлив и отплата дуга	145,1	187,1	191,5	209,3	184,3	210,4	214,7	309,9	148,1	136,8
Инвестиције	5,8	11,9	14,5	13,5	8,1	12,6	15,6	37,3	276,1	255,1
Материјални трошкови	18,5	25,0	29,4	31,3	23,4	26,6	30,4	39,6	126,6	117,0
Плаћања становништву:	96,5	108,8	109,1	124,3	117,8	133,2	134,5	162,7	130,9	120,9
Нето зараде	36,8	41,9	43,0	49,2	43,9	43,7	45,1	57,8	117,5	108,6
Доприноси за запослене	6,8	7,4	7,7	8,5	7,5	7,9	8,2	9,8	114,4	105,8
Социјални трансфери становништву	59,7	67,0	66,1	75,1	73,9	89,5	89,4	104,8	139,7	129,1
Пензије и исплате незапосленима	48,0	52,0	51,6	59,2	57,6	60,3	65,6	69,8	117,9	109,0
Социјална помоћ	9,4	12,3	12,2	12,5	13,1	12,7	13,1	17,9	142,5	131,7
Остали трансфери становништву ¹⁾	2,3	2,6	2,3	3,4	3,1	16,6	10,8	17,2	512,4	473,6
Субвенције	11,1	13,7	14,1	16,0	10,1	13,4	13,1	19,0	118,6	109,6
Остало	13,2	27,7	24,3	24,2	24,9	24,5	21,1	51,3	212,3	196,2

¹⁾ У оквиру осталих трансфера становништву исказани су расходи по основу регулисања старе девизне штедње и отплате дуга пензионерима.

Извор: Прерачунато на бази података Министарства финансија Републике Србије.

Табела III.5.2.

Фискални резултат
(у млрд динара)

	2005, по тромесечјима				2006, по тромесечјима				Индекс реално	
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	IV 2006.	IV 2006.
									IV 2005.	IV 2005.
Укупан прилив и донације	149,5	173,1	183,7	214,2	183,1	208,3	235,1	240,1	112,1	103,6
Укупан одлив без отплате дуга ¹⁾	142,6	170,5	184,1	206,5	180,9	193,4	205,0	269,5	135,8	125,5
Салдо - методологија Министарства финансија	6,8	2,6	-0,4	7,7	2,2	14,9	30,1	-29,4	-23,7	-21,9
Донације	0,3	0,2	0,3	2,3	0,5	0,4	0,3	0,2	9,3	8,6
Укупан прилив без донација	149,2	172,9	183,4	211,9	182,6	207,9	208,3	239,9	102,8	95,0
Укупан одлив без отплате иностраног дуга и старе девизне штедње ¹⁾	143,9	172,0	185,6	208,1	182,5	195,1	209,0	282,5	135,8	125,5
Салдо - методологија ММФ-а	5,3	0,9	-2,2	3,8	0,1	12,8	-0,7	-42,6	-33,0	-30,5

¹⁾ У четвртном тромесечју 2006. укупан одливи је умањен за износ расхода по основу превремене отплате камата Светској банци у износу од 13,8 милијарди динара.

Извор: Прерачунато на бази података Министарства финансија Републике Србије.

Индикатори инвестиционе потрошње

Већина релевантних индикатора, како реалних тако и финансијских, указује на раст инвестиција у четвртном тромесечју. Такође, висок обим су оствариле инвестиције државе, што се може очекивати и у наредном периоду са наставком реализације Националног инвестиционог плана.

Према већини расположивих индикатора, у последњем тромесечју 2006. је остварен раст инвестиција. На то упућују подаци о наставку тренда убрзаног раста нето извоза, успоравању раста залиха капиталних производа и успоравању пада производње капиталних производа.

Успоравање дугорочних нето кредита банака привреди (међугодишња стопа за треће, односно четврто тромесечје износи 28,9% и 9,9% респективно), који се углавном користе за инвестиције у

фиксне фондове, надомештено је брзим растом дугорочног задуживања предузећа у иностранству у трећем и четвртом тромесечју (међугодишње стопе раста износе 219% и 179%, респективно). Кумулативно посматрано, привреда се убрзано дугорочно задуживала у току читаве 2006. године, а нарочито у току последњег тромесечја, када је нето раст кредита привреди износио преко 800 милиона долара.

На основу расположивих података о домаћој производњи и залихама, односно о увозу и извозу интермедијарних производа, може се закључити да улагања у залихе не прате динамику раста БДП-а. На смањење инвестиција у залихе интермедијарних производа упућује и динамика краткорочних кредита банака привреди, који се обично користе за финансирање обртних средстава. Наиме, након тренда опадања међугодишње стопе раста, карактеристичног за читаву 2006. годину, краткорочни кредити банака привреди су у последњем тромесечју забележили међугодишњи пад од 5,1%.

Дугорочни кредити банака одобрени становништву и малој привреди исказали су тренд успоравања раста, те је њихова међугодишња стопа раста у другом и трећем тромесечју износила 106% и 74,7%, респективно, односно 54,2% у четвртом.

Остали подаци о инвестиционој активности такође говоре у прилог њеном порасту. Према процени Републичког завода за статистику за четврто тромесечје, грађевинска активност је реално остварила тренд убрзаног раста. Наиме, висок обим инвестиција државе, чији су капитални расходи у четвртом тромесечју износили 37 милијарди динара, утицала је на раст грађевинске активности. Таква кретања се могу очекивати и у наредним тромесечјима уколико се настави са реализацијом националног инвестиционог плана.

Табела III.5.3.

Индикатори кретања инвестиција

	I 2005.	II 2005.	III 2005.	IV 2005.	I 2006.	II 2006.	III 2006.	IV 2006.	I 2006. I 2005.	II 2006. II 2005.	III 2006. III 2005.	IV 2006. IV 2005.
Реални показатељи												
Грађевинарство, ефективни часови рада	13744	19975	23388	23480	15132	20055	23014		110,1	100,401	98,4	
Физички обим индустријске производње капиталних производа, м.г. индекси	66	61	89	85	107,2	87,9	78,4	90,3	107,2	87,9	78,4	90,3
Број завршених станова	403	405	741	875	708	432	746		175,7	106,6	100,7	
Број незавршених станова	10339	10539	10693	10241	8437	8378	8052		81,6	79,5	75,3	
Увоз интермедијарних производа, у млн USD	390,9	642	664,8	749,8	550	753,2	797,1	925,31	140,7	117,3	119,9	123,4
Извоз интермедијарних производа, у млн USD	81	100,5	120,4	146,7	116,6	146,1	169,7	214,6	144,0	145,4	140,9	146,3
Нето извоз интермедијарних производа, млн USD	309,9	541,5	544,4	603,1	433,4	607,1	627,4	710,71	139,9	112,1	115,2	117,8
Залихе интермедијарних производа, м.г. индекси	101,99	102,11	101,65	97,38	102	101,97	104,27	107	102,0	102,0	104,3	107,0
Увоз капиталних производа, млн USD	390,9	642	664,8	749,8	550	753,2	797,1	925,31	140,7	117,3	119,9	123,4
Извоз капиталних производа, млн USD	81	100,5	120,4	146,7	116,6	146,1	169,7	214,6	144,0	145,4	140,9	146,3
Нето извоз капиталних производа, млн USD	309,9	536	526	624	433,4	607,1	627,4	710,71	139,9	113,3	119,3	113,9
Залихе капиталних производа, м.г. индекси	103,37	92,42	106,85	97,77	95,97	103,62	113,19	107,37	96,0	103,6	113,2	107,4
Финансијски показатељи												
Краткорочни кредити дати привреди, млрд динара	152,5	166,0	180,9	194,7	201,7	214,0	203,2	184,8	132,2	128,9	112,3	94,9
Средњорочно и дугорочно задуживање привреде у иностранству (нето), млн USD	98,0	344,0	291,0	369,0	258,0	323,0	637,0	662,0	263,3	93,9	218,9	179,4
Дугорочни кредити дати становништву, млрд динара	55	67	87	107	121	138	152	165	220,0	206,0	174,7	154,2
Дугорочни кредити дати привреди, млрд динара	128,8	131,2	137,9	160,2	162,8	172,3	177,8	176,0	126,4	131,4	128,9	109,9
Инвестициона потрошња државе, млрд динара	6	12	14,5	13,5	8,1	12,9	16	37	135,0	107,5	110,3	274,1

6. Кретања на тржишту рада

Зараде

Зараде су крајем четвртог тромесечја испољиле убрзан раст, нарочито у јавном сектору. То је узроковало повећање тражње становништва и, преко раста трошкова, смањење ценовне конкурентности домаће привреде.

У четвртом тромесечју просечне **зараде** су оствариле убрзан раст. Међугодишњи номинални раст нето зарада износио је 24,9%, што је за 2,6 процентних поена више од раста у трећем тромесечју²¹. Реални међугодишњи раст нето зарада износио је 16,7%, или за 6,9 процентних поена више у односу на раст из претходног тромесечја.

Просечне зараде у **јавном сектору** су знатно повећане. Међугодишњи раст номиналних нето зарада у овом сектору у трећем тромесечју је износио 17,8%, а у четвртом 25,4%, услед повећања просечних зарада у јавним службама (образовање, култура, здравство итд.). Повећање нето зарада било је најизраженије у децембру (међугодишња стопа раста износи 31%).

Реални међугодишњи раст зарада у јавном сектору износио је 5,6% у трећем и 17,2% у четвртом тромесечју.

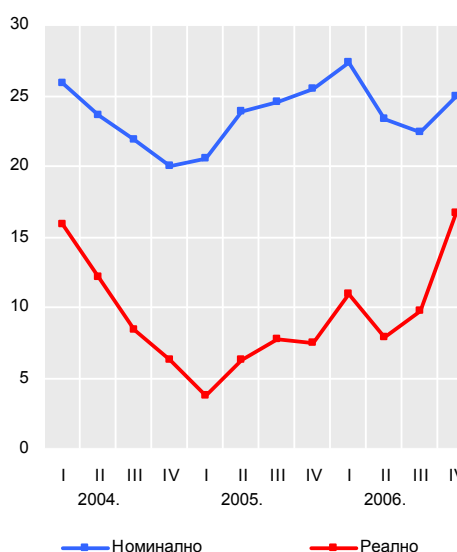
Раст **масе зарада у јавном сектору** је у четвртом тромесечју износио 21,1%, према 12% у трећем.

Јединични трошкови рада у индустрији су у четвртом тромесечју били за 2,2% виши у односу на исти период претходне године, као последица бржег раста реалних бруто зарада у односу на продуктивност (14,2% и 11,7%, респективно). У прерађивачкој индустрији јединични трошкови рада су порасли за 3,4%.

Наведена кретања указују на смањење ценовне конкурентности домаће индустрије, посебно када се посматрају промене зарада изражене у девизама.

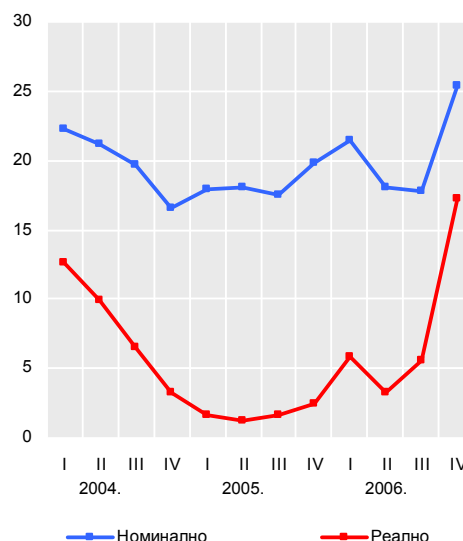
Графикон III.6.1.

Кретање просечних нето зарада
(међугодишњи раст, у %)



Графикон III.6.2.

Кретање просечних нето зарада у јавном сектору
(међугодишњи раст, у %)



²¹ Десезонирани подаци такође потврђују тренд убрзања раста номиналних нето зарада у 2006. години. Наиме, у четвртом тромесечју десезониране нето зараде су у односу на претходно тромесечје више за 7,3%, док је у другом и трећем тромесечју раст износио 3,4% и 5,6%, респективно.

Запосленост

Флексибилност тржишта рада се у извесној мери повећава, судећи по расту броја заснованих радних односа и њихових прекида. Број самосталних радника је повећан, док је број запослених у предузећима смањен.

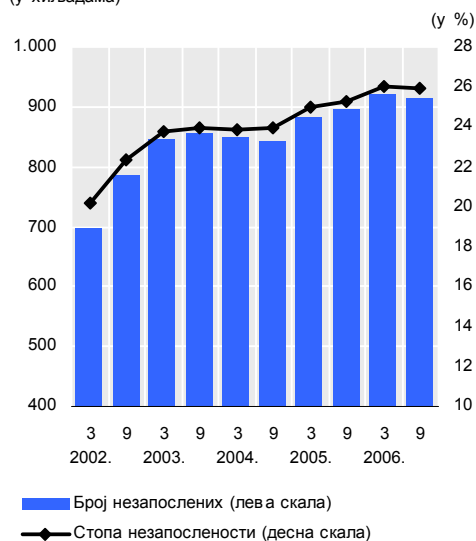
У септембру²² је број запослених износио 2.612 хиљада. То је за 0,2% мање у односу на март, односно за 1,6% више у односу на исти месец 2005. године. У оквиру тога, број самосталних радника је повећан за 8,9%, док је број запослених у предузећима смањен за 5,8%.

Број незапослених, који искључује лица привремено неспособна или неспремна за рад²³, у децембру је износио 916 хиљада, што је за 2,3% више у поређењу са истим месецом претходне године. Процењена стопа незапослености је у децембру износила око 26%. У четвртном тромесечју је засновано 167 хиљада радних односа, што представља међугодишњи пораст од 9,8% (13,4% у трећем тромесечју).

Због структурних неусклађености на тржишту рада, кретање зарада у четвртном тромесечју и даље показује неусклађеност са кретањем запослености. Ипак, евидентно је извесно повећање флексибилности тржишта, будући да се повећава број заснованих радних односа и њихових прекида.

Графикон III.6.3.

Незапосленост (у хиљадама)



Извор: Републички завод за статистику и
Национална служба за запошљавање.

Графикон III.6.4.

Запошљавање (у хиљадама)



Извор: Национална служба за запошљавање.

²² Пуно стање запослености се «снима» у марту и септембру.

²³ РЗС од 2006. године стопу незапослености рачуна на бази броја незапослених лица, а не тражилаца запослења.

IV. Пројекција инфлације

1. Инфлациона очекивања

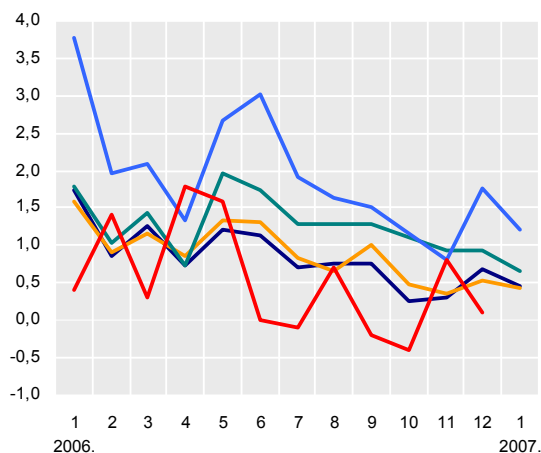
Инфлациона очекивања се смањују, али су и даље изнад остварене инфлације.

Према резултатима Анкете (*TNS Medium Gallup*), код свих сектора, предузећа, синдикати, финансијски сектор, становништво, дошло је до пада инфлационих очекивања.

У последња четири месеца, инфлациона очекивања предузећа и финансијског сектора стабилизовала су се на месечном нивоу од око 0,5%, односно 6,2% на годишњем нивоу. Код синдиката су очекивања нешто виша, 0,7% (8,7% на годишњем нивоу), а очекивања становништва су, по правилу, знатно виша од очекивања осталих сектора. Иако показују силазну тенденцију, инфлациона очекивања су углавном и даље изнад остварене инфлације.

Графикон IV.1.1.

Просечна инфлациона очекивања за наредна три месеца
(у %)



— Предузећа
— Синдикати
— Финансијски сектор
— Становништво
— Остварена инфлација

Извор: Анкета (TNS Medium Gallup).

2. Средњорочна пројекција инфлације

Средњорочна пројекција

Средња пројекција базне инфлације за 2007. годину износи 4,7%, а укупне инфлације 6,7%. Базна инфлација ће се, са вероватноћом од 90%, на крају 2007. кретати у распону 2,1–7,3%. Постоји извесан ризик подбацивања циљаног коридора (4–8%) и занемарљиво мали ризик његовог пребацивања.

Пројектовање инфлације које врши Народна банка Србије има за циљ да покаже путању инфлације под претпоставком да Народна банка на очекивано одступање инфлације од циља реагује променом референтне каматне стопе. Према томе, путање референтне каматне стопе и девизног курса које су конзистентне са пројектованим кретањем инфлације представљају саставни део пројекције. Те пројекције представљају битан елемент при доношењу одлука о промени референтне каматне стопе. Оне се базирају на комбинованом коришћењу резултата економетријских модела²⁴ и експертских процена. Ризици који се тичу међузависности варијабли у коришћеном моделу и усвојених претпоставки расту са повећањем временског хоризонта пројекције, па стога расте и распон пројекције инфлације (видети графикон IV.2.1). Ипак, с обзиром на то да ће Народна банка својим мерама деловати на ублажавање ефеката евентуалних шокова, ширина распона ће се временом стабилизovati без обзира на размеру тих шокова.

²⁴ Детаљније о моделу видети у „Извештају о инфлацији“ за треће тромесечје.

Претпоставке и ризици

С обзиром на то да на инфлацију и девизни курс делују и други фактори, екстерни (инфлација у ЕУ и САД, светске цене нафте, каматне стопе у ЕУ) и интерни (регулисане цене, буџетски суфицит/дефицит, тренд реалног девизног курса), пројекција је заснована на следећим претпоставкама:

Претпоставке за 2007. коришћене у пројекцији инфлације

Екстерне	
Инфлација у ЕУ	2%
Инфлација у USD	2,5%
Каматне стопе у ЕУ на крају године	3,5%
Однос USD/EUR (просек за годину)	1,3
Цена уралске нафте на крају године (у USD)	55
Интерне	
Раст БДП-а	5%
Небазна инфлација	9%
Тренд апresiasiје реалног ефективног девизног курса	3%
Неутрална реална каматна стопа	2–4%
Дефицит републичког буџета (учешће у БДП-у)	–2%

Пројектовање инфлације подразумева бројне ризике. Најпре, с обзиром на то да на девизни курс, поред референтне каматне стопе, на кратак рок делују и бројни други фактори, његово кретање немогуће је са апсолутном сигурношћу предвидети, па самим тим и пројекција инфлације носи изванредан степен несигурности.

Поред тога, постоји ризик да се усвојене претпоставке не остваре. Највећи ризик се тренутно тиче неизвесности око формирања нове републичке Владе. С тим питањем повезано је више фактора: став инвеститора према Србији (што може знатно утицати на кретање девизног курса), усвајање републичког буџета (који је значајна детерминанта тражње) и план корекција регулисаних цена. Такође, кретање светских цена нафте, које пресудно утичу на цене домаћих деривата нафте, увек представљају велики ризик. Мада деривати нафте не улазе директно у базну инфлацију²⁵, они код нас (више него у развијеним земљама) чине значајну трошковну ставку производа чије се цене слободно формирају.

Пројекција базне инфлације

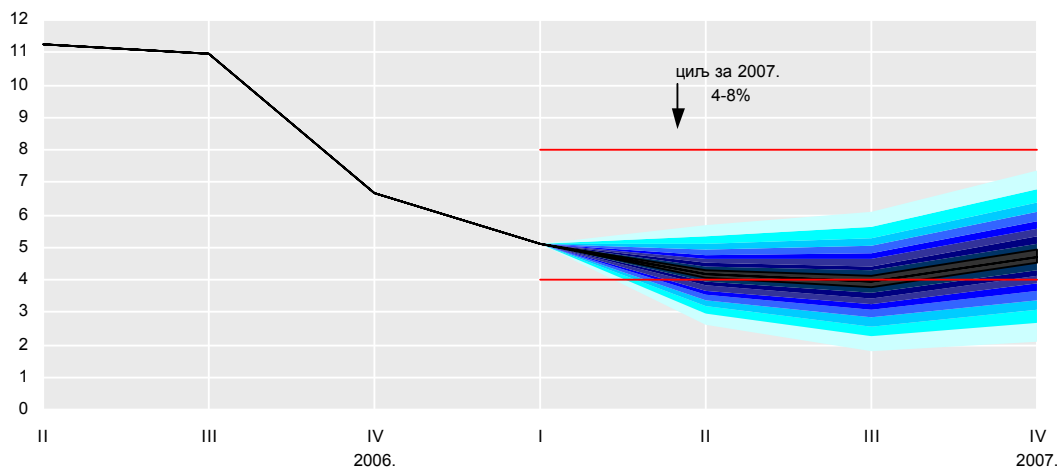
Због свега изнетог, за приказивање резултата пројекције користимо посебан тип графикана, “*fan chart*”, чија је сврха да прикаже степен неизвесности око средње пројекције. Пројекција базне инфлације приказана је у наредном графикону.

²⁵ Цене деривата нафте регулише држава посебном уредбом, и то на основу кретања цена уралске нафте, девизног курса и акциза.

Графикон IV.2.1.

Пројектована базна инфлација

(међугодишње стопе, у %)



Овај тип графикона приказује различите вероватноће остварења пројекције базне инфлације у 2007. години. 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 базна инфлација у 2007. години бити у оквиру распона на графикону износи 90%.

Према нашим пројекцијама, ризик да базна инфлација у 2007. години буде изнад горње границе циља од 8% је минималан. С друге стране, постоји извесна вероватноћа (око 30%) да ће инфлација бити испод доње границе од 4%. **Средња пројекција базне инфлације** креће се око **4,7%**, док са 90% сигурности можемо да тврдимо да ће се базна инфлација наћи у распону 2,1–7,3%. Другим речима, вероватноћа да ће базна инфлација у 2007. бити изван овог распона износи 10%.

Наставак пада инфлације на почетку 2007. године биће пре свега резултат ап्रेसијацијског јаза реалног ефективног курса динара²⁶, који је отворен у другом полугодишту 2006. (ово може у 2007. резултирати успоравањем економске активности), и могућег наставка ап्रेसијацијских притисака још неко време у 2007. Реакција Народне банке ће ићи у правцу ублажавања монетарне политике, тј. смањења референтне каматне стопе, што ће довести до постепеног приближавања тромесечне инфлације средини циљаног распона од другог тромесечја па надаље. Раст базне инфлације у другом тромесечју биће, у мањој мери, подстакнут и трошковним ефектом раста цене електричне енергије од 20% на почетку априла. То, међутим, неће имати трајне ефекте на инфлаторна очекивања, који би захтевали реакцију монетарне политике. Очекујемо да ће тромесечна базна инфлација имати умерен пораст од другог тромесечја и да ће се ефекти ублажавања монетарне политике и раста цена електричне енергије на раст међугодишње базне инфлације одразити тек у последњем тромесечју 2007. године (видети графикон IV.2.1).

Истичемо да ће одлуке Народне банке бити мотивисане не само одступањем очекиване базне инфлације од циља већ и очекиваним кретањима привредног циклуса. Тако, уколико би остварена ап्रेसијација у знатнијој мери успорила економску активност у наредном периоду, Народна банка би могла ублажити рестриктивност монетарне политике и брже него што је предвиђено овом пројекцијом, али само у мери у којој то не би угрозило горњу границу циља за 2007. годину (8%).

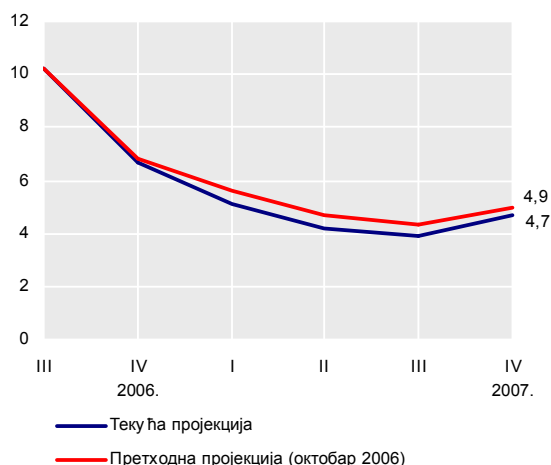
²⁶ Ап्रेसијацијски јаз представља прецењеност реалног курса динара у односу на његов дугорочни тренд. У конкретном случају, он је резултат номиналне апресијације динара у другом полугодишту 2006. године.

Поређење са претходном пројекцијом

У односу на пројекцију из „Извештаја о инфлацији“ за треће тромесечје није дошло до значајнијих промена, будући да ни код основних претпоставки модела, у међувремену, нису евидентирани веће измене. У новој пројекцији, дезинфлациони притисци су мало јачи, пре свега услед нешто веће апresiasiје динара у четвртном тромесечју од оне коју смо претпоставили у пројекцији из претходног „Извештаја о инфлацији“.

Графикон IV.2.2.

Поређење текуће са претходном пројекцијом базне инфлације
(међугодишње стопе, у %)



Пројекција укупне инфлације

На укупну стопу инфлације (цене на мало), поред базне инфлације, утичу и још две групе цена на мало – цене пољопривредних производа и регулисане цене. Као што смо рекли, оријентациони план кретања регулисаних цена у 2007. години неће бити познат док се не формира републичка Влада, па у погледу ових цена можемо, за сада, само да износимо претпоставке о њиховом кретању. Кад је реч о ценама пољопривредних производа, њихово кретање у већој мери одређује понуда, у зависности од временских прилика, а знатно мање мере Народне банке Србије. Поред тога, цене ових производа показују високу волатилност, па и поред релативно скромног учешћа у ценама на мало, могу значајно утицати на укупан индекс цена. Због свега тога, остварење укупне инфлације не зависи само од мера Народне банке већ и од других фактора. На основу усвојених претпоставки у погледу регулисаних цена и цена пољопривредних производа, и под претпоставком да се оствари средња пројекција базне инфлације (4,7%), **средња пројекција раста цена на мало у 2007. години креће се око 6,7%.**

Табела А

Индикатори екстерне позиције Србије

	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ ЛИКВИДНОСТИ (у %)						
Девизне резерве/увоз робе и услуга (у месецима)	3,1	4,5	5,3	4,5	5,9	9,6
Девизне резерве/краткорочни дуг	114,1	223,5	336,3	424,9	385,9	717,3
Девизне резерве/БДП	11,0	14,4	17,5	17,3	22,2	37,4
Отплата дуга/БДП	0,9	1,3	2,0	3,8	4,5	9,9
Отплата дуга/извоз робе и услуга	3,7	7,1	10,0	16,8	17,9	36,7
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)						
Спољни дуг/БДП	104,8	70,9	66,7	57,5	58,7	61,7
Краткорочни дуг/БДП	9,7	6,4	5,2	4,1	5,7	5,2
Спољни дуг/извоз робе и услуга	456,9	379,2	343,0	253,6	234,2	228,1
ИНДИКАТОРИ ИЗЛОЖЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКОМ РИЗИКУ (у %)						
Девизне резерве/М1	135,9	143,3	195,3	221,0	291,1	356,5
Девизне резерве/примарни новац	136,3	132,0	168,0	166,2	170,3	179,6
СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ)/БДП						
	65,3	56,9	59,1	68,6	70,2	73,9
КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ						
				Новембар B+, Standard & Poor's	Јул BB-, Standard & Poor's и Fitch	Фебруар BB- (дугор.), B (краткор.), позитивно Standard & Poor's, BB- по Fitch -y
МЕМОРАНДУМ: (у милионима долара)						
БДП	10.619	15.840	20.340	24.509	26.355	31.760
Спољни дуг	11.125	11.230	13.575	14.099	15.467	19.606
Сервисирање спољног дуга	91	211	397	935	1.183	3.156
Девизне резерве централне банке	1.169	2.280	3.550	4.245	5.843	11.888
Краткорочни дуг	1.026	1.020	1.056	999	1.514	1.657
Биланс текућих трансакција	-285	-1.247	-1.470	-2.869	-2.226	-3.656

Методолошка објашњења:

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

Девизне резерве/краткорочни дуг (у %) - однос стања девизних резерви и става краткорочног дуга крајем године.

Девизне резерве/БДП (у %) - стање девизних резерви на крају године у односу на БДП.

Отплата дуга/БДП (у %) - однос годишње отплате дуга и БДП-а.

Отплата дуга/извоз (у %) - однос отплате дуга и извоза робе и услуга.

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

Дуг/извоз (у %) - однос стања дуга на крају године и годишње вредности извоза робе и услуга.

Девизне резерве/М1 (у %) - однос стања девизних резерви и новчане масе на крају године.

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

Напомене:

1. У публикацији ММФ-а „International Financial Statistics“ за октобар 2006. појавила се страница за Републику Србију са подацима из монетарне статистике. За потребе тог извештаја, НБС је своје статистичке извештаје усагласила са међународним статистичким стандардима и методологијом која је, на нивоу ММФ-а, усаглашена за све земље. С тим у вези извршили смо усклађивање индикатора изложености финансијском ризику.

2. Размена са Црном Гором регистрована је према припадајућим трансакцијама од 2004. године.

3. БДП за 2006. представља процену Сектора за економске анализе и истраживања НБС.

Табела Б

Основни макроекономски индикатори

	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.
Реални раст БДП-а (у %)	4,8	4,2	2,5	8,4	6,2	5,3 ¹⁾
Цене на мало (у % у односу на исти месец претходне године)	40,7	14,8	7,8	13,7	17,7	6,6
Базна инфлација (у % у односу на исти месец претходне године)	20,5	4,4	6,1	11,0	14,5	5,9
Девизне резерве НБС (у млн USD)	1.169,1	2.280,1	3.550,1	4.244,5	5.842,8	11.887,5
Извоз (у млн USD) ²⁾	2.435	2.961	3.959	5.559	6.604	8.594
- стопа раста у % у односу на претходну годину	17,9	21,6	33,7	40,4	18,8	30,1
Увоз (у млн USD) ²⁾	-4.499	-6.059	-8.058	-11.253	-11.901	-14.886
- стопа раста у % у односу на претходну годину	28,3	34,7	33	49,7	5,8	25,1
Текући рачун платног биланса (у млн USD)	-285	-1.247	-1.470	-2.833	-2.224	-3.656
у % БДП-а	-2,7	-7,9	-7,2	-11,6	-8,4	-11,5
Незапосленост, званични подаци (у %) ³⁾	21,8	24,5	26,1	23,9	25,3	25,9
Незапосленост по Анкети (у %) ⁴⁾	12,2	13,3	14,6	18,5	20,8	...
Зараде (просечне за период, у EUR)	89,9	151,7	176,7	194,4	210,4	260
Републички буџетски дефицит/суфицит (у % БДП-а)	-0,2	-4,3	-1,4	-0,1	1,5	1,4
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а)						
- Методологија Министарства финансија	0,0	-1,7	-2,0	0,5	1,0	0,8
- Методологија ММФ-а	-1,3	-3,4	-4,7	0,1	0,5	-1,4
Јавни дуг Републике Србије (спољни + унутрашњи, у % БДП-а) ⁵⁾	106,5	73,7	67,9	53,7	46,2	38,8
Курс динара према USD (просек, у периоду)	66,68	64,46	57,56	58,39	66,70	67,10
Курс динара према USD (крај периода)	67,67	58,98	54,64	57,94	72,22	59,98
Курс динара према EUR (просек, у периоду)	59,78	60,68	65,05	72,57	82,92	84,16
Курс динара према EUR (крај периода)	59,71	61,52	68,31	78,89	85,50	79,00
Меморандум						
Бруто домаћи производ (у млн USD)	10.619	15.840	20.340	24.509	26.355	31.760 ⁶⁾

¹⁾ Процена Републичког завода за статистику.²⁾ Размена са Црном Гором регистрована је према припадајућим трансакцијама од 2004. године.³⁾ Извор: Републички завод за статистику, подаци се односе на септембар, од 2004. РЗС стопу незапослености рачуна на бази броја незапослених лица, а до 2003. на бази броја лица која траже запослење.⁴⁾ Извор: Анкета о радној снази за 2004. годину, Републички завод за статистику.⁵⁾ Извор: Билтен Министарства финансија Републике Србије.⁶⁾ Процена Сектора за економске анализе и истраживања НБС.

ДОДАТАК 1:

**ПРОГРАМ
МОНЕТАРНЕ ПОЛИТИКЕ НАРОДНЕ БАНКЕ СРБИЈЕ У 2007. ГОДИНИ²⁷**

1. У складу са чланом 3 став 1 Закона о Народној банци Србије, „основни циљ Народне банке Србије јесте постизање и одржавање стабилности цена“. Истим чланом предвиђено је да ће „Народна банка Србије, не доводећи у питање остваривање свог основног циља, подржати спровођење економске политике Владе Републике Србије“.

Под стабилношћу цена подразумева се инфлације која је довољно ниска да нема негативан утицај на инвестиције, штедњу и друге одлуке које доносе учесници у економском животу. Обезбеђење тако схваћене стабилности је основни начин на који Народна банка својим одлукама доприноси постизању одрживог економског раста.

2. Монетарна политика Народне банке Србије базирана је на *Меморандуму Народне банке Србије о принципима новог оквира монетарне политике на путу ка остварењу циљева ниске инфлације* (у даљем тексту: Меморандум). Овим документом дефинисани су принципи монетарне политике у прелазном периоду, односно до преласка на режим циљане инфлације.

У *Меморандуму*, који је Монетарни одбор НБС усвојио 30. августа 2006, предвиђено је да се инфлација одржава „у оквирима дефинисаног инфлационог коридора уз коришћење референтне каматне стопе као основног инструмента и осталих мера монетарне политике као помоћног инструментаријума“.

У *Меморандуму* је представљен нови оквир монетарне политике и начин његове имплементације:

- Коридор за базну инфлацију се утврђују као нумерички интервал за календарску годину (децембар текуће у односу на децембар претходне године). У сарадњи са Владом Републике Србије, односно на бази планираних корекција регулисаних цена, пројектује се годишњи раст цена на мало.
- Републички завод за статистику прикупља и објављује информације о кретању цена. Кретање цена по месецима текуће у односу на исти период претходне године је веома важна референтна тачка за одлуке Монетарног одбора, будући да омогућава сагледавање могућих одступања инфлације од пројектованог коридора. Применом годишњих индекса елиминишу се краткорочна, случајна и сезонска одступања инфлације од коридора.
- Одржавањем стопе инфлације у оквиру коридора повећава се кредибилитет монетарне политике и омогућава усидравање инфлационих очекивања.
- Пројектовање коридора обезбеђује да се инфлациони циљ постигне и у условима шокова и промена економског амбијента. Претпоставља се неутралан утицај шокова, што не захтева промену монетарне политике.
- На неочекиване и јаке шокове Народна банка ће реаговати јер могу да доведу инфлацију ван пројектованог интервала. Одговор монетарне политике на неочекиване шокове зависиће од њихове јачине и карактера, као и од инерције инфлационих очекивања. Реакција на шокове тражње су мањи проблем, јер се промене инфлације и економске активности крећу у истом правцу. Повећање каматних стопа и инерција инфлационих очекивања слаби економску активност и инфлационе притиске. Реакција

²⁷ Одлука о утврђивању програма монетарне политике Народне банке Србије у 2007. години („Службени гласник РС“, бр. 116/06).

на шокове понуде је знатно компликованија. У овом случају, економска активност и инфлација се крећу у супротним правцима. Покушај да се монетарном политиком у целини неутралише утицај шока понуде на инфлацију може водити непотребном смањењу економске активности. С друге стране, покушај да се комплетно амортизују ефекти шока понуде повећањем цена узрокује убрзање инфлације. То захтева примену рестриктивније монетарне политике у наредном периоду, а тиме и успоравање економског раста.

- Монетарна политика у случају шокова на страни понуде има за циљ да спречи појаву секундарних ефеката. Ризик појаве ових ефеката је нарочито висок у земљама са релативно кратком историјом ниске инфлације. Разграничење укупне и базне инфлације НБС користи у анализи ефеката шокова понуде, јер се тиме делимично олакшава разграничење привремених од трајних ефеката.
- Услед кашњења ефеката мера монетарне политике, она има релативно мали утицај на текуће кретање инфлације. Време кашњења није фиксно и зависи од структурних и институционалних промена. Промене у трансмисионом механизму захтевају пажљиву процену времена у коме донете одлуке имају значајнији утицај на инфлацију.
- Монетарна политика се примењује у условима високе неизвесности. Висока неизвесност значи, поред осталог, да модел за пројекцију инфлације који користи Народна банка може престати да одражава кретања у економији на адекватан начин, услед структурних промена које се дешавају у економији. То значи да ће Народна банка, при одлучивању, узети у обзир све доступне информације, а не само резултате пројекције инфлације. Поред тога, монетарна политика ће бити саопштена јавности као покушај да се балансирају фактори ризика повезани са имплементацијом инфлационог коридора.
- При оцењивању рестриктивности монетарне политике, треба узети у обзир не само реалне каматне стопе, већ и реални девизни курс.

3. Монетарна политика Народне банке Србије је оријентисана ка будућности. При одлучивању о монетарној политици, разматрају се пројекције инфлације. Ако је пројектована стопа инфлације испод (изнад) циља, преиспитује се ниво каматних стопа, односно степен рестриктивности монетарне политике.

Базна инфлација (тј. раст цена на мало које су под утицајем инструмената НБС) за 2007. дефинисан је у интервалу $6 \pm 2\%$ (децембар текуће према децембру претходне године). НБС ће настојати да оствари и друге циљеве под условом да то не угрожава остварење циљане стопе инфлације.

4. Народна банка Србије ће ради реализације постављених циљева користити све доступне информације и применити одговарајућу комбинацију инструмената монетарне политике, при чему ће референтна каматна стопа Народне банке Србије - двонедељна каматна стопа на репо операције, бити основни инструмент монетарне политике.

5. У зависности од монетарних кретања и пројекција кретања инфлације Народна банка Србије ће мењати референтну каматну стопу и прилагођавати је нивоу који доприноси одржавању базне инфлације у пројектованом оквиру.

6. Курс динара формираће се слободно, на основу понуде и тражње на девизном тржишту.

7. Народна банка Србије ће настојати да политиком каматних стопа детерминише понуду и тражњу девиза на девизном тржишту тако да се курс динара индиректно усмерава ка остваривању постављених циљева, уз задржавање права интервенција у случају значајних осцилација на девизном тржишту које могу да угрозе средњорочно одрживу платнобилансну позицију земље. Према новом оквиру, НБС интервенише на

девизном тржишту само из три разлога: (1) да ограничи дневне осцилације, али не и истрајни кумулативни притисак у дужем временском периоду, (2) да смањи евентуално угрожавање финансијске и ценовне стабилности (уколико је исцрпљен утицај промена референтне каматне стопе) или да спречи остварење ниже инфлације од планиране, и (3) да заштити адекватан ниво девизних резерви. Додатно, у прелазном периоду који укључује 2007. (када ће се окончати процес преношења мењачког посла на пословне банке), НБС интервенише у процесу интеракције са мењачницама.

8. Народна банка Србије ће у 2007. години наставити да развија и јача тржишне инструменте монетарног регулисања и да подстиче даљи развој међубанкарског тржишта новца, ради бољег управљања ликвидношћу банкарског сектора.

9. Ради регулисања ликвидности банкарског система, Народна банка Србије ће у 2007. години омогућити банкама ефикасније коришћење кредитних и депозитних олакшица уз истовремено коришћење коридора каматних стопа као механизма за управљање каматним стопама на новчаном тржишту.

10. Народна банка Србије ће стопу обавезне резерве банака код Народне банке Србије користити као инструмент у зависности од ефеката осталих, тржишних инструмената монетарног регулисања.

11. Народна банка Србије пратиће кретање кредитне активности банака и уколико оцени да је кредитна активност банака претња за остваривање основног циља монетарне политике, у оквиру својих надлежности предузеће пруденцијалне и додатне мере монетарног регулисања.

ДОДАТАК 2: ПРОМЕНЕ ОБАВЕЗНЕ РЕЗЕРВЕ БАНАКА

Ред. бр.	Правни основ	Основа	Стопа	Плаћање кам. на средства издвојене о. р.	Први обрачун	Очекивани ефекат мера
1.	136/04	Динарска основица – непромењена	Непромењена 21%	Плаћа се		
		Девизна основица – проширена; укључене обавезе по девизним кредитима код страних правних лица са роком доспећа до четири године и обавезе по инокредитима регистрованим после 31. 12. 2004.	Непромењена 21%	Плаћа се	10. 01. 2005.	Повлачење 0,6 млрд динара
2.	Упутство бр. 12 од 06.04.2005.	Динарска основица – проширена	21%	Плаћа се		Повлачење 0,5 млрд динара
		Девизна основица – проширена; укључене обавезе према зависним и повезаним банкама	21%	Плаћа се	10. 04. 2005.	Повлачење 2,9 млрд динара
3.	46/05	Динарска основица – непромењена	Смањена са 21% на 20%	Плаћа се		Ослобађање 0,1 млрд динарске ликвидности
		Девизна основица – непромењена	Повећана са 21% на 26%	Укинута плаћање	10. 06. 2005.	Повлачење 7,4 млрд динара Нето ефекат: повлачење 7,3 млрд динара
4.	69/05	Динарска основица – непромењена	20%	Плаћа се		
		Девизна основица – непромењена	Повећана са 26% на 29%	Не плаћа се	10. 08. 2005.	Повлачење 6 млрд динара
			Минимална девизна ликвидност на девизну штедњу смањена са 47% на 45%			Ослобађање 0,7 млрд динара
		Динарска основица – непромењена	20%	Плаћа се		
5.	77/05	Девизна основица – проширена; укључени сви инокредити са уговореним роком дужим од четири године, под условом да су уговори и анекси тих кредита регистровани до 31. 12. 2004.	На проширени део износи 7%	Не плаћа се	10. 09. 2005.	Повлачење 5,1 млрд динара
			Минимална девизна ликвидност на девизну штедњу смањена са 45% на 43%			Ослобађање 0,5 млрд динара

Ред. бр.	Правни основ	Основа	Стопа	Плаћање кам. на средства издвојене о. р.	Први обрачун	Очекивани ефекат мера
6.	80/05	Динарска – сужена, тј. умањена за износ дугорочних стамбених кредита ако су осигурани код Националне корпорације за осигурање стамбених кредита Девизна – сужена на исти начин	20%	Плаћа се		
	86/05	Девизна – проширена за инообавезе по пословима које банка обавља у име и за рачун трећих лица	Непромењена, осим на проширени део претходном одлуком (повећана са 7% на 18%) Минимална девизна ликвидност на девизну штедњу смањена са 43% на 42%	Не плаћа се	10. 10. 2005.	Повлачење 7,3 млрд динара Ослобађање 0,6 млрд динара
7.		Динарска – умањена за орочену динарску штедњу прикупљену у периоду од 31. 10. до 6. 11. 2005.	20%			
	91/05	Девизна – непромењена	Непромењена, осим на проширени део (повећана са 18% на 29%, дакле изједначена) Минимална девизна ликвидност на девизну штедњу смањена са 42% на 41%	Плаћа се		
		Динарска – непромењена	Смањена са 20% на 18%	Не плаћа се	10. 11. 2005.	Ослобађање 0,9 млрд дин.
	95/05	Девизна – непромењена	Повећана са 29% на 35%	Плаћа се		Смањење издвајања за 1,7 млрд динара
				Не плаћа се		Повлачење 20,4 млрд динара

Ред. бр.	Правни основ	Основа	Стопа	Плаћање кам. на средства издвојене о. р.	Први обрачун	Очекивани ефекат мера
8.	102/05	Динарска – непромењена	18%	Плаћа се	10. 12. 2005.	Повлачење 2,0 млрд динара
		Динарска са девизном клаузулом уведена	35%	Плаћа се		
		Девизна непромењена				
9.	109/05	Динарска непромењена	Повећана са 35% на 38%	Не плаћа се	10.4. 2006.	Повлачење 14,9 млрд динара
		Динарска са девизном клаузулом				
		Девизна – проширена девизном штедном положеном код банака после 30. 6. 2001, која је имала другачији третман, а истовремено укинута минимална девизна ликвидност и умањена за девизне штедне улоге положене код банке у периоду од 1. до 7. 11. 2004. и од 31. 10. до 6. 11. 2005.				
10.	39/06	Динарска – непромењена	18%	Плаћа се	10. 5. 2006.	Повлачење 35,5 млрд динара
		Динарска са девизном клаузулом – промењена	Повећана са 38% на 40%	Плаћа се		
		Девизна – проширена за износ субординираних девизних обавеза	Повећана са 38% на 40%, осим за субординиране обавезе (20%), и са 38% на 100% на средства која даваоци лизинга држе код банке	Не плаћа се		
10.	39/06	Динарска – непромењена	18%	Плаћа се	10. 5. 2006.	Повлачење 35,5 млрд динара
		Девизна – непромењена	40%	Не плаћа се		
			За инозадуж. с роком отпл. до две године повећана са 40% на 60%			

Ред. бр.	Правни основ	Основа	Стопа	Плаћање кам. на средства издвојене о. р.	Први обрачун	Очекивани ефекат мера
11.	49/06	Динарска – непромењена	18% На обавезе у дин. по основу депоз. и кредита из иностр. с роком отпл. до две године повећана са 18% на 40% и на 60%, а на обавезе са роком отпл. преко две год. са 18% на 40%	Плаћа се	10. 6. 2006.	Повлачење 5 млрд динара
12.	73/06	Девизна – непромењена	40%	Не плаћа се	11. 9. 2006.	Циљ је да банке лакше управљају својом ликвидношћу
		Динарска – непромењена	Непромењена	Плаћа се		
		Девизна – непромењена	Непромењена			
		Обавеза банке да дневно стање издвојене динарске, односно девизне обавезне резерве држи на нивоу не мањем од 80% обрачунате динарске, односно девизне обавезне резерве, овом изменом се смањује на 50%.		Не плаћа се		
13.	96/06		Смањена са 18% на 15%		10. 11. 2006.	Ослобађање, тј. враћање банкама 3,9 млрд динара
		Динарска – непромењена		Плаћа се		
		Девизна – непромењена	Непромењена			
		Обавеза банке да дневно стање издвојене динарске, односно девизне обавезне резерве може бити веће или мање од обрачунате динарске, односно девизне обавезне резерве, тј. брише се ограничење у %.		Не плаћа се		

Монетарни одбор Народне банке Србије је, на седници од 26. децембра 2006. године, усвојио нову Одлуку о обавезној резерви банака код Народне банке Србије.

Као инструмент монетарне политике који је подложен честим променама, обавезна резерва дефинисана претходном одлуком (април 2004) измењена је 17 пута. Додатно, систем самог обрачуна обавезне резерве је веома сложен, што је утицало да се обавезна резерва регулише новом одлуком. Она задржава основни концепт из претходне одлуке, који при утврђивању основице за обрачун обавезне резерве полази од просечног дневног књиговодственог стања динарских и девизних средстава у претходном календарском месецу.

Новина је да банке обавезну резерву не обрачунавају на износ наменских депозита предузећа и предузетника по основу мењачких послова. Ново је такође да девизну обавезну резерву банке обрачунавају и издвајају у еврима, као и да се обрачун плаћање и наплата камате врши у еврима (изузетно, могуће је обрачунавање и издвајање у доларима уколико би дошло до погоршања отворене позиције банака). Стопе обавезне резерве на динарску основицу је 10%, на девизне депозите становништва 40% и на осталу девизну основицу (задуживање у иностранству) 45%. Укинута је стопа обавезне резерве од 60% на краткорочно задуживање у иностранству. Све промене описане су у Додатку 2.

ДОДАТАК 3: ПРУДЕНЦИЈАЛНЕ МЕРЕ ЗА ОГРАНИЧЕЊЕ КРЕДИТНОГ РАСТА

Ред. бр.	Правни основ	О с н о в а	О п и с	Претходно стање
1.	37/04 86/04 129/04	Одлука о критеријумима за класификацију билансне активе и ванбилансних ставки према степену наплативости и висини посебне резерве банака и других финансијских организација	Свако потраживање по кредиту одобреном физичком лицу (изузев стамбених кредита) – у случају да је месечна отплатна рата, укључујући и обавезе по већ коришћеним кредитима, већа од 30% месечних примања дужника, а његово учешће или положени депозит мањи од 20% одобрене позајмице – банка сврстава у најризичнију категорију пласмана, Д, и врши стопроцентно резервисање.	Пре измене Одлуке, пласмани који не задовољавају услове сврставали су се у категорију Б, а посебна резерва износила је 25%
2.	97/05	Одлука о критеријумима за класификацију билансне активе и ванбилансних ставки према степену наплативости и висини посебне резерве банака и других финансијских организација	Уколико документација клијента банке – физичког лица не садржи извештај Кредитног бироа, банка такав пласман класификује у категорију Д и врши стопроцентно резервисање.	Пре измене Одлуке, пласмани који нису задовољавали услове сврставали су се у категорију Б, а посебна резерва износила је 25%
3.	51/05	Одлука о критеријумима за класификацију билансне активе и ванбилансних ставки према степену наплативости и висини посебне резерве банака и других финансијских организација	Прописује да кредитни досије дужника који је правно лице треба да садржи и анализу његове изложности ризику од промене курса динара, као и случајеве када се потраживања од тог дужника класификују у једну категорију неповољнију од оне у коју би била класификована (почело да се примењује 18. 6. 2005).	
4.	16/06	Одлука о критеријумима за класификацију билансне активе и ванбилансних ставки према степену наплативости и висини посебне резерве банака и других финансијских организација	Уколико се хипотеком обезбеђује кредит одобрен физичком лицу, без обзира на рочност, не умањује се основица на коју се обрачунава стопа резервисања (изузетак су стамбени кредити одобрени физичком лицу, као и кредити одобрени правном лицу, за које се, по основу хипотеке, основица и даље умањује за 50%, при чему вредност хипотеке мора бити најмање једнака вредности кредита).	Изменом банке више неће моћи да избегну повећано резервисање уколико одобравају становништву готовинске, ненаменске, потрошачке кредите на дужи рок, обезбеђене хипотеком

Ред. бр.	Правни основ	О с н о в а	О п и с	Претходно стање
5.	49/06	Одлука о критеријумима за класификацију билансне активе и ванбилансних ставки према степену наплативости и висини посебне резерве банака и других финансијских организација	Одредба по којој се потраживања од физичких лица, осим стамбених кредита, сврставају у категорију Д ако је месечна обавеза за отплату одобреног кредита, укључујући и месечне обавезе по већ коришћеним кредитима, већа од 30% нето месечних прихода тог физичког лица, или ако су депозит или учешће мањи од 20% износа одобреног кредита, допуњена је овом изменом Одлуке. Наиме, приликом израчунавања месечне обавезе, поред већ коришћених кредита, укључују се и обавезе по основу револвинг кредитних картица, по основу активираних јемстава по кредитима, по основу 50% износа датих јемстава по кредитима и по основу обавеза из уговора о финансијском лизингу. Ова одредба се примењује од 1. јула 2006. године.	
6.	11/05 28/05 108/05	Одлука о јединственом начину обрачуна и исказивања ефективне каматне стопе на кредите и депозите	Прописује јединствени начин обрачуна и исказивања ефективне каматне стопе. Приказује укупну цену кредита које банке одобравају, односно депозита које примају. <i>Примена почела 15. 3. 2005.</i> Ова одлука се неколико пута мењала с циљем обезбеђења веће транспарентности. Тако је, нпр., уведен корективни фактор у обрачуну ефективне каматне стопе уколико банке одобравају кредите код којих уговорени депозит износи преко 50% укупног кредита. <i>Примена почела 30. 3. 2005.</i> Такође, банке достављају пондерисану ефективну каматну стопу (водећи рачуна о томе да се кредити одобравају у: а) динарима индексираним валутном клаузулом, при чему је битна и валута којом се индексира кредит, као и други критеријум за индексацију, б) динарима и в) девизама). <i>Примена почела 7. 12. 2005.</i>	
7.	57/06	Одлука о јединственом начину обрачуна и објављивања ефективне каматне стопе на депозите и кредите	Циљ доношења ове одлуке и пратећег упутства јесте јединствен начин обрачуна и исказивања свих трошкова приликом добијања кредита, односно полагања депозита, чиме се обезбеђује да грађани располажу упоредивим и релевантним информацијама. Упутством је предвиђена и обавеза банака да састављају и клијентима уручују Преглед основних података о депозиту/кредиту, као и података који се не укључују у обрачун ефективне каматне стопе (критеријуми за ревалоризацију и индексирање, трошкови Кредитног бироа итд.). Поред тромесечног, предвиђено је да банке и месечно извештавају Народну банку Србије о пондерисаним номиналним и ефективним каматним стопама на примљене депозите и одobreне кредите. <i>Примена од 1. 10. 2006.</i>	Ова одлука је донета на основу новог Закона о банкама («Сл. гласник РС», бр. 107/05) Почетком примене 1. октобра 2006. престаје да важи претходна (под редним бр. 6) Одлука о јединственом начину обрачуна и исказивања ефективне каматне стопе на кредите и депозите

Ред. бр.	Правни основ	О с н о в а	О п и с	Претходно стање
8.	51/05	Одлука о основним елементима поступака одобравања и наплате потраживања банака и других финансијских организација	Прописује обавезу банака да имају методологију за оцену финансијског стања (кредитне способности) дужника, а нарочито за анализу изложености дужника ризику од промене девизног курса. Такође, банке методологију примењују за оцену финансијског стања (кредитне способности) дужника, тј. утицаја промене девизног курса од 5, 10, 15% на финансијско стање и класификацију потраживања дужника чије укупне обавезе износе најмање 10 милиона динара. Банке методологију примењују и за оцену своје изложености кредитном ризику од промене девизног курса и исказују износ потребне резерве за обезбеђење од потенцијалних губитака. Примена почела 18. 6. 2005. године.	
9.	88/05	Одлука о изменама и допунама Одлуке о ближим условима и начину вршења контролне функције Народне банке Србије	Измене се односе на примену корективних мера ако се билансне и ванбилансне ставке класификују другачије од налаза контроле. Примена почела 1. 1. 2006. године.	Престаје да важи 1. 10. 2006. године
10.	51/06	Одлука о ближим условима и начину вршења контроле Народне банке Србије над банкама	Овом одлуком се прецизирају услови и начин вршења контроле, нарочито у погледу налога и мера које стоје на располагању Народној банци Србије, увођења принудне управе у банци, као и обавезе банке да у случају неправилности у класификацији потраживања билансну активу и ванбилансне ставке класификује у складу с налазом контроле и то књигоовствено евидентира и исказе износ резерви за процењене губитке. Одлука се примењује од 1. 10. 2006.	
11.	16/06	Одлука о изменама Одлуке о ближим условима примене чл. 26. и 27. Закона о банкама и другим финансијским организацијама	Укинута су два изузећа у обрачуну девизне позиције банке: а) потраживања по дугорочним девизним кредитима који су одобрени по основу иностраних кредита, а које је преузела држава и конвертовала у капитал; б) потраживања у страној валути/динарима са девизном клаузулом – до висине акционарског капитала уплаћеног у страној валути. Банка је дужна да се прилагоди до 31. 12. 2006. и оствари показатељ девизног ризика од 30%. При обрачуну ризичне билансне активе, банка примењује пондер од 50% на потраживања која су обезбеђена хипотеком (чија је вредност најмање једнака вредности потраживања) само од правних лица и по основу стамбених кредита.	

Ред. бр.	Правни основ	О с н о в а	О п и с	Претходно стање
12.	49/06	Одлука о изменама Одлуке о ближим условима примене чл. 26. и 27. Закона о банкама и другим финансијским организацијама	Банке су у обавези да приликом израчунавања ризичне билансне активе примењују нов пондер од 125% „на потраживања у страној валути или у динарима индексирана девизном клаузулом или другом основом индексирања и која износе најмање 10.000.000 евра у динарској противвредности, а дужник их није заштитио од промене курса динара у односу на страну валуту или промене вредности другог основа индексирања (обезбеђењем потраживања од тог дужника под истим условима под којима се банка обезбедила, тј. иста страна валута, односно иста девизна клаузула или други основ индексирања, исти рок доспећа и плаћања и најмање исти износ)“.	
13.	39/06	Одлука о усклађивању стања бруто динарских пласмана одобрених становништву са основним капиталом банака	Прописује се обавеза банака да стање бруто динарских пласмана одобрених становништву (краткорочних и дугорочних, без исправки вредности, са обрачунатим каматама и накнадама) усклади са стањем основног капитала, тако да стање тих пласмана, почев од 30. 9. 2006. године на крају сваког календарског месеца буде мање од 200% или једнако 200% вредности основног капитала банке на дан 30. 9. 2006. године.	Нова одлука, мај 2006. године
14.	49/06	Одлука о усклађивању стања бруто динарских пласмана одобрених становништву са основним капиталом банака	Банке су дужне да стање бруто динарских пласмана одобрених становништву ускладе са основним капиталом тако да стање тих пласмана на крају сваког месеца буде мање од 200% или једнако 200% вредности основног капитала банке на крају тог месеца, уместо са стањем основног капитала на дан 30. 9. 2006. године.	С циљем константног повећања основног капитала банака, као и ограничења раста кредитне активности банака, предложена је нова одредба Одлуке којом се стање пласмана одобрених становништву усклађује са вредношћу капитала на крају сваког месеца.

Ред. бр.	Правни основ	О с н о в а	О п и с	Претходно стање
15.	64/06	Одлука о усклађивању стања бруто динарских пласмана одобрених становништву са основним капиталом банака	Овом изменом у пласмане који се усклађују са основним капиталом банака треба, поред динарских, укључити и девизне пласмане (нови Закон о девизном пословању који предвиђа да банка може резиденту – правном лицу и предузетнику одобрити кредит у девизама за увоз робе и услуга, као и физичком лицу ради куповине непокретности у земљи). Усвојеном Одлуком изузети су кредити одобрени становништву за непосредно улагање у пољопривредну производњу, као и делови кредита за стамбену изградњу под условом да их је својим програмом подржала Влада Републике Србије. Такође, из бруто пласмана изузети су кредити одобрени физичким лицима која самостално обављају привредну делатност ради стицања добити (предузетници) за непосредна улагања у производне, односно услужне намене из њихове делатности. Ова измена <i>се примењује од 31. 7. 2006.</i>	
16.	57/06	Одлука о класификацији билансне aktive и ванбилансних ставки банке	Због адекватног и ефикасног управљања ризицима којима је банка изложена у свом пословању, овом одлуком се утврђују услови под којима банка класификује билансну активу и ванбилансне ставке, као и начин покрића резерве за процењене губитке који могу настати по основу билансне aktive и ванбилансних ставки. Резерву чине посебна резерва за процењене губитке и резерва за опште банкарске ризике. Такође, утврђују се посебни критеријуми за класификацију потраживања банке од различитих категорија дужника – правна лица, буџетски корисници, предузетници и физичка лица. Банка је дужна да сва потраживања класификује у категорије А, Б, В, Г, Д у зависности од благовремености наплате, доцње у плаћању, спорног правног основа или проблема у пословању.	<i>Са почетком примене од 1. 10. 2006. године</i> фактички је замењена претходна Одлука о критеријумима за класификацију билансне aktive и ванбилансних ставки према степену наплативости и висини посебне резерве банака и других финансијских организација.
17.	116/06	Одлука о класификацији билансне aktive и ванбилансних ставки банке	Овом изменом Одлуке прописани су <i>распони</i> процената за обрачун посебне резерве за процењене губитке, чиме је банкама дата већа самосталност и одговорност у мерењу кредитног ризика. Банка је дужна да у оквиру тих процената својим унутрашњим актима одреди методологију за утврђивање посебне резерве. Такођ, уведене су измене у начину класификације потраживања од правних и физичких лица.	

Ред. бр.	Правни основ	О с н о в а	О п и с	Претходно стање
18.	57/06	Одлука о адекватности капитала банке	Овом одлуком утврђује се начин израчунавања капитала банке и показатеља адекватности капитала. Капитал банке чини збир основног (мин. 50% капитала) и допунског капитала умањен за одбитне ставке, с тим да је банка дужна да у свом пословању обезбеди капитал у висини од 10.000.000 евра у дин. противвредности према званичном средњем курсу. Одлука дефинише ризичну активу банке, девизни ризик (ризик настанка негативних ефеката на финансијски резултат и капитал банке услед промене девизног курса) и отворену нето девизну позицију банке. Отворена нето девизна позиција може бити дуга (ако је вредност потраживања банке у одређеној страниј валути већа од вредности њених обавеза у истој валути) или кратка (ако је вредност потраживања банке у одређеној страниј валути мања од вредности њених обавеза у истој валути). Отворена нето девизна позиција банке исказује се одвојено за евре, америчке доларе и швајцарске франке, збирно за остале валуте и збирно за злато и остале племените метале. У њен обрачун укључују се и потраживања у динарима индексирана девизном клаузулом. Одлука регулише да је показатељ адекватности капитала једнак односу капитала и ризичне активе банке. Банка је дужна да ради стабилног и сигурног пословања, односно ради испуњења обавеза према повериоцима – показатељ адекватности свог капитала одржава на нивоу који није нижи од 12%.	<i>Почетком примене од 01. 10. 2006. године</i> фактички је замењена претходна Одлука о ближим условима примене чл. 26. и 27. Закона о банкама и др. финан. организацијама па самим тим и тачка 31. Одлуке, која је регулисала показатељ девизног ризика.
19.	116/06	Одлука о адекватности капитала банке	Овом изменом прецизирана је одредба која се односи на пондерисање потраживања коефицијентом 125%. Такође, одређено је да се у категорију ризичности од 125% укључи део потраживања који дужник није заштитио од девизног ризика. Дужник може то потраживање делимично обезбедити од промене курса динара или промене вредности индексирања ако обезбеди прилив у истој страниј валути, односно са истим основом индексирања, у року доспећа тог потраживања (прилив из иностранства, депозит, зараде).	

Списак табела и графика

Табеле

- I.0.1. Основни макроекономски индикатори
 - II.0.1. Показатељи раста цена
 - II.0.2. Раст цена на мало по компонентама (у %)
 - II.0.3. Доприноси стопи раста цена на мало (у процентним поенима)
 - III.2.1. Јединичне вредности увоза категорија робе најзначајнијих у увозу
 - III.3.1. Платни биланс Републике Србије
 - III.3.2. Робна размена по економској намени
 - III.3.3. Робна размена по економским групацијама
 - III.3.4. Доприноси стопи раста девизних резерви НБС
 - III.3.5. Нето девизне трансакције НБС са монетарним ефектом
 - III.4.1. Допринос делова aktive стопи раста примарног новца
 - III.4.2. Допринос делова aktive стопи раста МЗ
 - III.4.3. Просечан допринос слободних средстава укупној ликвидности банака
 - III.4.4. Штедња становништва
 - III.5.1. Консолидовани јавни расходи
 - III.5.2. Фискални резултат
 - III.5.3. Индикатори кретања инвестиција
- А) Индикатори екстерне позиције Србије 2001–2006.
Б) Основни макроекономски индикатори 2001–2006.

Графикони

- II.0.1. Кретање цена (тримесечни раст)
- II.0.2. Кретање цена (међугодишњи раст)
- II.0.3. Доприноси расту цена на мало
- III.1.1. Просечна пондерисана каматна стопа на репо операције
- III.1.2. Каматне стопе НБС
- III.1.3. Каматне стопе на тржишту новца
- III.1.4. Кретање каматних стопа
- III.1.5. Крива приноса на међубанкарском тржишту новца
- III.1.6. Цена штедних записа треће емисије и орочена девизна штедња
- III.1.7. Просечна пондерисана каматна стопа на девизне штедне улоге
- III.1.8. Кретање каматних стопа на тржишту новца ЕУ и Србије
- III.1.9. Кретање репо стопа ЕЦБ и ФЕД-а
- III.1.10. Пондерисане каматне стопе на хартије од вредности
- III.1.11. Кретање приноса на обвезнице старе девизне штедње
- III.1.12. Кретање вредности BELEXFM индекса
- III.1.13. Номинални курс динара
- III.1.14. Међугодишње промене просечног номиналног курса динара
- III.1.15. Интервенције НБС на фиксинг састанку
- III.1.16. Нето интервенције НБС на фиксинг састанку и просечан курс евра
- III.1.17. Интервенције НБС на девизном тржишту и просечан курс евра

- III.1.18. Нето интервенције НБС на девизном тржишту и просечан курс евра
- III.1.19. Дневне промене курса динара према еврџ
- III.1.20. Структура укупног промета девиза банкарског сектора на МДТ-у
- III.1.21. Купопродаја девиза између банака на МДТ-у
- III.1.22. Међугодишње промене просечног реалног курса динара
- III.1.23. Куповина/продаја девиза од стране НБС на састанку МДТ-а и курс евра

- III.2.1. Кретање цена нафте
- III.2.2. Базна и увозна инфлација

- III.3.1. Извоз и увоз робе
- III.3.2. Покриће дефицита биланса робе, услуга и камата текућим трансферима
- III.3.3. Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала
- III.3.4. Структура прилива капитала
- III.3.5. Средњорочни и дугорочни кредити из иностранства
- III.3.6. Износ и структура спољног дуга Републике Србије
- III.3.7. Покривеност увоза девизним резервама

- III.4.1. Креирање примарног новца
- III.4.2. Примарни новац
- III.4.3. Кретање монетарних агрегата дефлационираних ценама на мало
- III.4.4. Кретање монетарних агрегата
- III.4.5. Извори раста пласмана банака
- III.4.6. Међугодишњи раст кредита привреди и становништву
- III.4.7. Секторски распоред динарских кредита банака
- III.4.8. Просечна стопа ликвидности банака

- III.5.1. Доприноси тромесечном расту БДП-а
- III.5.2. Кретање бруто домаћег производа – процене по тромесечјима
- III.5.3. Кретање тражње становништва и БДП-а
- III.5.4. Јавни приходи и расходи (методологија Министарства финансија)
- III.5.5. Структура јавних расхода

- III.6.1. Кретање просечних нето зарада
- III.6.2. Кретање просечних нето зарада у јавном сектору
- III.6.3. Незапосленост
- III.6.4. Запошљавање

- IV.1.1. Просечна инфлациона очекивања за наредна три месеца
- IV.2.1. Пројектована базна инфлација
- IV.2.2. Поређење текуће са претходном пројекцијом базне инфлације

Извор података: Народна банка Србије и Републички завод за статистику, уколико другачије није наведено.

Саопштења са седница Монетарног одбора Народне банке Србије

Саопштење са седнице Монетарног одбора одржане 11. октобра 2006. године

Разматрајући актуелна монетарна и девизна кретања, Монетарни одбор Народне банке Србије је закључио да се сви монетарни агрегати остварују у складу с пројектованом инфлацијом за ову годину. При томе, у складу с новим оквиром монетарне политике, на девет редовних и једној ванредној аукцији одржаним у септембру продаване су хартије од вредности двонедељне рочности по фиксној репо стопи на нивоу референтне каматне стопе од 18 одсто. Уз то, на две аукције, где банке саме нуде каматну стопу, Народна банка је репо продавала хартије од вредности са рочношћу од два месеца и на њима је забележен пад каматне стопе, пошто је остварена просечна пондерисана каматна стопа од 18,66 одсто. То је знак да се тржишна камата све више приближава референтној каматној стопи Народне банке Србије. Иначе, стање репо продатих хартија од вредности износило је крајем прошлог месеца 80,2 милијарде динара, што потврђује да је Народна банка из система ефикасно повлачила вишак ликвидности и тиме доприносила смањивању инфлације.

Девизне резерве Народне банке су на крају септембра износиле 10.015 милиона долара, што значи да су оне у односу на крај прошле године повећане за 4.172 милиона долара. Такав ниво девизних резерви обезбеђује покривеност новчане масе (M1) од 407,8 одсто.

Монетарни одбор ће пажљиво пратити даља кретања каматних стопа и девизног курса, пошто нови оквир монетарне политике подразумева да у случају превелике, непожељне, апресијације курса централна банка реагује смањењем каматне стопе, док би депресијација изискивала њено повећање.

Саопштење са седнице Монетарног одбора одржане 1. новембра 2006. године/ конференција за новинаре гувернера Народне банке Србије Радована Јелашића

На данашњој седници, Монетарни одбор Народне банке Србије је донео одлуку о снижењу референтне каматне стопе за 0,5 процентних поена, са досадашњих 18 на 17,5 одсто на годишњем нивоу. Анализирајући остварена и пројектована монетарна кретања, а пре свега кретања стопе базне инфлације и курса динара, Монетарни одбор је закључио да су се стекли услови за снижавање каматних стопа на новчаном тржишту. Снижење референтне каматне стопе, која се примењује за двонедељне репо трансакције, допринеће и снижењу свих осталих каматних стопа Народне банке Србије на новчаном тржишту, а, последично, то ће у наредном периоду утицати и на кретање камата у банкарском сектору.

Такву одлуку Монетарни одбор је донео имајући у виду позитиван тренд смањивања базне инфлације, која је новим оквиром монетарне политике Народне банке Србије пројектована за ову годину на нивоу између 7 и 9 одсто. У октобру, по први пут од јануара 2004. године, базна инфлација је износила само 0,2 одсто, тако да је за десет овогодишњих месеци задржана на нивоу од 5,8 одсто (истовремено је укупна инфлација износила 5,6 одсто). На основу таквих кретања, која ће бити подржана одговарајућим степеном рестриктивности монетарне политике, Народна банка оцењује да ће остварити постављени циљ, при чему ће, највероватније, базна инфлација на крају 2006. бити ближа доњој граници од седам одсто.

На снижење референтне каматне стопе за 0,5 процентних поена утицале су и измене фискалне политике, која ће се у наредном периоду изменити и променити степен рестриктивности. Будући да још увек није припремљен буџет за 2007. годину, Народна банка – без обзира на то што је инфлација у протеклих шест месеци стављена под контролу и што је већ данас на годишњем нивоу једноцифрена – није могла да у још већој мери смањи своју референтну каматну стопу. Уз то, доносећи овакву одлуку, Монетарни одбор је имао у виду и остварену знатну апресијацију курса, као и то да су, мада је у августу и септембру дошло до наглог пада цена нафте на светском тржишту, актуелне малопродајне цене деривата и даље више за око 2 одсто у односу на оне које су важиле на крају прошле године.

Мада очекује да пројектована фискална потрошња до краја године неће битије утицати на кретање базне и укупне инфлације, Народна банка Србије ће тек по усвајању буџета за наредну годину одредити мере које ће, уколико то буде потребно, утицати на смањење ефеката евентуалне фискалне експанзије на инфлацију. При томе, Монетарни одбор сматра да ако постоји потреба за неким знатнијим прилагођавањем административно регулисаних цена, то не треба остављати за први квартал наредне године тим пре што ће инфлација у 2006. вероватно бити нижа од планиране. Евентуални инфлаторни притисак на почетку 2007. произвео би додатно заоштравање монетарне политике, јер ће Народна банка неизоставно предузимати потребне мере за каналисање базне инфлације у пројектовани оквир за ову и идућу годину. Обарање инфлације има своју цену и битно је да се успостави стабилан тренд смањивања инфлације на средњи рок.

На данашњој седници, Монетарни одбор је усвојио и измене Одлуке о обавезној резерви банака код Народна банка Србије, према којима је стопа обавезне резерве на динарску основицу смањена за три процентна поена, са садашњих 18 на 15 одсто. Захваљујући тој мери, чији је циљ додатна афирмација динара и подстицање динарске штедње, биће ослобођена динарска ликвидност од око 5,2 милијарде динара, а банке ће, у истој сразмери, имати јефтиније изворе и могућност да понуде стимулативније услове за динарске депозите.

Друга измена поменуте одлуке односи се на досадашњу обавезу банака да обезбеде да дневно стање издвојене обавезне резерве не сме бити мање од 50 одсто њеног обрачунатог износа. Измена дозвољава банкама да дневно стање издвојене динарске, односно девизне обавезне резерве може бити веће или мање од обрачунате, чиме је омогућено да банке лакше управљају расположивим ликвидним средствима.

Имајући у виду значајно интересовање грађана за куповину штедних записа, а у жељи да подстиче њихово улагање на финансијском тржишту, Монетарни одбор је донео Одлуку о четвртој емисији штедних записа Народне банке Србије у укупној номиналној вредности од милијарду динара. Датум издања је 6. новембар 2006. године, а рок доспећа за 360 дана, тј. 1. новембра 2007. године. Каматна стопа на штедне записе ове четврте емисије биће 17 одсто на годишњем нивоу, што, по оцени Монетарног одбора, и даље представља атрактиван принос, имајући у виду пре свега опадајући тренд инфлације, као и рачност ових хартија од годину дана.

Саопштење са седнице Монетарног одбора одржане 15. новембра 2006. године

На основу анализе остварених и пројектованих монетарних кретања, Монетарни одбор Народне банке Србије је данас усвојио одлуку о снижењу референтне каматне стопе на двонедељне репо операције за један процентни поен, са садашњих 17,5 на 16,5 одсто на годишњем нивоу. Имајући у виду да се наставља тренд смањења укупне инфлације, која ће на крају ове године бити и нижа од пројектоване, као и чињеницу да су, захваљујући позитивним ефектима нових мера монетарне политике, знатно смањена инфлаторна очекивања, Монетарни одбор је оценио да је створен простор за поменуто смањење референтне каматне стопе.

То потврђују и кретања остварена у октобру и првој декади новембра, која су показала да су банке знатан део вишка ликвидних средстава усмеравале у хартије од вредности и поред тога што је, почетком овог месеца, Народна банка референтну каматну стопу смањила за 0,5 процентних поена. У портфељу банака 10. новембра нашло се рекордних 90,6 милијарди динара хартија од вредности Народне банке продатих кроз репо трансакције. Уз чињеницу да су се каматне стопе на тржишту новца формирале око коридора каматних стопа Народне банке, банке су показале и интерес да купују хартије од вредности Народне банке дуже рачности, од шест месеци, и то по каматним стопама које су формирале на нивоу приближном референтној каматној стопи. На сигнал који је монетарна политика послала преко нивоа референтне каматне стопе тржиште је, дакле, реаговало, а банке су на тај начин показале да заједно са падом инфлације у средњорочном периоду очекују и даљи пад каматних стопа.

Смањујући данас референтну каматну стопу за додатни један процентни поен, Монетарни одбор је имао у виду и да ће у условима привременог буџетског финансирања до краја првог тромесечја наредне године бити ограничен притисак јавне потрошње на повећање тражње, што такође треба да допринесе даљем паду инфлаторних очекивања. Данашња корекција референтне каматне стопе, према оценама Монетарног одбора, допринеће и ублажавању притисака на додатну

ап्रेसијацију динара, а уз одржавање стабилности динара и даљем паду каматних стопа на новчаном тржишту. Народна банка Србије ће пратити актуелна монетарна кретања и на њих реаговати како би се остварио план базне инфлације за 2006. и наредну годину.

Имајући у виду значајно интересовање грађана за куповину штедних записа Народне банке, што потврђује и чињеница да су записи четврте овогодишње емисије продати у рекордном року од само седам дана, Монетарни одбор је донео одлуку о петој емисији штедних записа у овој години у укупној номиналној вредности од две милијарде динара. Датум издавања биће 20. новембар ове, а рок доспећа 15. новембар 2007. године. Каматна стопа на штедне записе нове емисије утврђена је у висини 16 одсто на годишњем нивоу, што и даље представља атрактиван принос због опадајућег тренда инфлације. Обим емисије је повећан на две милијарде динара пошто 25. децембра 2006. за наплату доспевају штедни записи друге овогодишње емисије, а пракса је већ показала да је већина купаца спремна да доспела новчана средства улаже у нову куповину ових хартија од вредности Народне банке.

Саопштење са седнице Монетарног одбора одржане 6. децембра 2006. године

Данашњом одлуком Монетарног одбора Народне банке Србије, референтна каматна стопа је снижена за додатни један процентни поен, тј. са 16,5 на 15,5 одсто на годишњем нивоу. Ово је треће по реду смањење референтне каматне стопе, као главног инструмента монетарног регулисања, имајући у виду да је претходно, у новембру, Народна банка Србије ову стопу кориговала два пута, и то најпре са 18 на 17,5 одсто, а потом за још један процентни поен наниже.

Монетарни одбор је констатовао да су инструменти и мере монетарне политике дали позитивне ефекте, као и да се наставља тренд смањивања инфлације, која је у првих 11 месеци ове године износила 6,5 одсто и знатно је нижа од пројектоване. Уз то, и смањена инфлаторна очекивања указују да ће бити остварен циљ који је постављен новим оквиром монетарне политике – да базна инфлација на крају ове године износи између 7 и 9 одсто, при чему ће, највероватније, бити остварена и испод доње границе постављене пројекције.

Монетарни одбор је такође констатовао да је у новембру Народна банка Србије у већој мери интервенисала куповинама девиза на састанку Међубанкарског девизног тржишта, с обзиром на то да је обим њене нето куповине девиза износио 259,4 милиона евра. Истовремено је од мењача нето откупила 131 милион евра, а по основу платног промета још 14 милиона, тако да је укупна куповина Народне банке на девизном тржишту у новембру износила 403 милиона евра. То је такође допринело да ап्रेसијација курса динара не буде још већа.

По оцени Монетарног одбора, ново смањење референтне каматне стопе створило је Народној банци простор да додатно утиче на снижавање осталих каматних стопа на новчаном тржишту, укључујући и каматне стопе пословних банака, а истовремено и на успоравање апресијације курса динара. Будући да је нова референтна каматна стопа од 15,5 одсто и даље знатно виша од нивоа базне и укупне инфлације, она, и поред смањења, задржава високу атрактивност хартија од вредности Народне банке Србије и тиме доприноси све већој тражњи за динарима.

Саопштење са седнице Монетарног одбора одржане 26. децембра 2006. године/ конференција за новинаре гувернера Народне банке Србије Радована Јелашића

Од 1. септембра, када је уведена као главни инструмент монетарног регулисања у висини од 18 одсто, референтна каматна стопа Народне банке Србије смањена је по четврти пут данашњом одлуком Монетарног одбора. Новим снижењем за један и по процентни поен, референтна каматна стопа сада износи 14 одсто и резултат је, између осталог, и успешне примене нових мера монетарне политике.

Оцењујући да се остварује циљ Народне банке Србије у погледу смањивања базне и укупне инфлације, која ће бити нижа од пројектоване за ову годину, као и да ће задржавање исте монетарне политике такође дати нижу стопу базне инфлације од оне која је програмирана за 2007. годину, Монетарни одбор је закључио да има простора за опрезно ублажавање степена рестриктивности монетарне политике путем смањивања референтне каматне стопе. Постепеним снижавањем референтне каматне стопе Народна банка Србије ће позитивно утицати како на даље

смањивање осталих каматних стопа у монетарном регулисању и у укупном банкарском сектору, тако и на одржавање стабилног курса динара.

Народна банка Србије ће и даље пратити остварена и пројектована монетарна кретања, као и остваривање пројекције циљне инфлације, и према томе ће одређивати степен рестриктивности монетарне политике.

На данашњој седници, Монетарни одбор је усвојио и нову одлуку о обавезној резерви банака код Народне банке Србије, која је заменила претходну, донету у априлу 2004. године и више пута мењану у протеклом периоду, када се обавезна резерва најчешће користила као инструмент ограничавања кредитне активности банака.

У складу с новом одлуком, обавезна резерва на динарску основицу убудуће ће се обрачунавати по стопи од 10 одсто, што представља смањење за 5 процентних поена у односу на досадашњу. Овим смањењем Народна банка Србије жели додатно да стимулише трансакције у динарима и да повећа интерес банака за динарске изворе смањујући им трошкове по овом основу. Истовремено, новом одлуком укида се и стопа обавезне резерве од 60 одсто која је важила за краткорочно задуживање банака у иностранству до две године, а која је најчешће коришћена као аргумент за критике упућиване Народној банци. Убудуће ће се на све девизне депозите и задуженост у иностранству, без обзира на рочност, као и на динарске депозите индексирани девизном клаузулом, обрачунавати унифицирана стопа обавезне резерве од 45 одсто.

Међутим, на део девизне основице коју чине обавезе по основу девизне штедње положене код банака задржаће се и даље важећа стопа обавезне резерве од 40 одсто. Тиме се прикупљање девизне штедње грађана – код које је стопа обавезне резерве за 5 процентних поена нижа од оне која се примењује на девизну основицу – издваја као атрактивнији извор за банке од осталих средстава у страниј валути.

Народна банка Србије је предложеним изменама у обрачуну обавезне резерве олакшала те обавезе банака у два смера – знатним смањењем стопе на динарску основицу и задржаним повољностима за девизну штедњу у односу на друге девизне изворе.

Нова одлука о обавезној резерви банака задржала је основни концепт да се код утврђивања основице за обрачун обавезне резерве полази од просечног дневног књиговодственог стања динарских и девизних депозита у претходном календарском месецу. Очекивани ефекти ових измена, према основици из новембра 2006, биће нето смањење обавезне резерве за око 7 милијарди динара.