



Народна банка Србије

2009
фeбpуap

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

2009
фeбpуap

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

Београд, Краља Петра 12

Тел. 011/3027-100

Београд, Немањина 17

Тел. 011/333-8000

www.nbs.rs

Тираж: 300 примерака

ISSN 1820-9408

Уводна напомена

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

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

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

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

Фебруарски Извештај о инфлацији размотрен је и усвојен на седници Монетарног одбора 12. фебруара 2009. године.

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

Монетарни одбор Народне банке Србије:

Радован Јелашић, *гувернер*

Ана Глигоријевић, *вицегувернер*

Мира Ерић-Јовић, *вицегувернер*

Садржај

I. Резиме	7
II. Кретање инфлације	9
<i>Текст-бокс:</i> Структура индекса потрошачких цена – предности у односу на индекс цена на мало и поређење са земљама у окружењу	13
<i>Текст-бокс:</i> Циљање инфлације као монетарна стратегија Народне банке Србије	17
III. Детерминанте инфлације	19
1. Монетарни услови	19
<i>Текст-бокс:</i> Кретања девизних курсева у ширем окружењу	27
2. Увозне цене	29
3. Платнобилансна кретања	30
4. Монетарна кретања	33
5. Кретање понуде и тражње	36
<i>Текст-бокс:</i> Значај заједничке европске монете у условима финансијске кризе	40
6. Кретања на тржишту рада	46
<i>Текст-бокс:</i> Опорезивање рада у региону	48
7. Инфлациона очекивања	49
IV. Пројекција инфлације	51
Додатак 1. Споразум о циљању (таргетирању) инфлације	57
Додатак 2. Меморандум Народне банке Србије о циљању (таргетирању) инфлације као монетарној стратегији	61
Додатак 3. Меморандум Народне банке Србије о утврђивању циљане стопе инфлације за период од 2009. до 2011. године	65
Додатак 4. Нови модел за средњорочну пројекцију	67
Додатак 5. Промене обавезне резерве банака, привремене мере и пруденцијалне мере везане за кредитну активност	72
Списак табела и графикана	75
Седнице Монетарног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе	77
Саопштења са седница Монетарног одбора Народне банке Србије	78

I. Резиме

Народна банка Србије од јануара 2009. године прелази на циљање (укупног) индекса потрошачких цена. Режим циљања инфлације званично је усвојен у договору с Владом Републике Србије, при чему раст регулисаних цена Влада утврђује у договору с Народном банком Србије, а Народна банка Србије, као и до сада, користи инструменте монетарне политике, пре свега референтну стопу, да би циљ био остварен.

Циљ за базну инфлацију у 2008. години – није остварен. Међугодишња базна инфлација на крају 2008. године износила је 10,1%, што је за 4,1 процентна поена изнад горње границе циљаног распона. Пребацивање циља последица је деловања већег броја фактора, и то пре свега рекордног раста цена нафте у првој половини године, раста цена хране и експанзивног карактера фискалне политике. Нестабилност на девизном тржишту, повећање премије ризика и смањен прилив капитала из иностранства додатно су подстицали висока инфлациона очекивања и тако неутралисали дезинфлаторно дејство по основу знатног смањења агрегатне тражње.

Народна банка Србије је, са своје стране, рестриктивном монетарном политиком ублажавала инфлаторне притиске, али то није било довољно да циљ буде остварен. Иако се из овога стиче утисак да је монетарна политика требало да буде рестриктивнија, Народна банка Србије крајем године није даље повећавала степен рестриктивности – због непредвидивости инфлаторних шокова, али и процене да подизање референтне стопе у условима великих турбуленција на финансијским тржиштима не би произвело жељене ефекте. Поред тога, Народна банка Србије се у другој половини претходне године, уместо на базну инфлацију у оквиру цена на мало, фокусира на свој нови циљ – потрошачке цене, који је дозвољавао нижи степен рестриктивности.

Упркос високим инфлаторним притисцима, нарочито по основу депресијације динара, базна инфлација у четвртој тромесечју бележи успоравање. Разлози су, пре свега, пад цена хране крајем године, пад трошкова по основу нафтних деривата, али и пад агрегатне

Табела I.0.1. Основни макроекономски индикатори

	2007.		2008.		
	Дец.	Март	Јун	Септ.	Дец.
Цене на мало (међугодишњи раст, у %)	10,1	11,8	12,1	9,9	6,8
Базна инфлација (међугодишњи раст, у %)	5,4	7,0	10,0	10,2	10,1
Великог (90 дана, месечни просек на годишњем нивоу)	10,3	14,1	16,4	16,4	18,5
МЗ (међугодишњи раст, у %)	42,5	42,5	33,7	24,5	9,8
БДП (међугодишњи раст) ¹⁾	6,4	8,5	6,3	4,9	2,9 ²⁾
Консолидовани фискални резултат (% БДП-а) ¹⁾					
Методологија Министарства финансија	-7,1	2,1	-3,1	-0,7	-6,5
Методологија ММФ-а	-7,8	1,2	-3,2	-0,7	-6,6
Салдо робе и услуга (% БДП-а) ¹⁾	-23,8	-24,7	-25,2	-22,3	-22,3

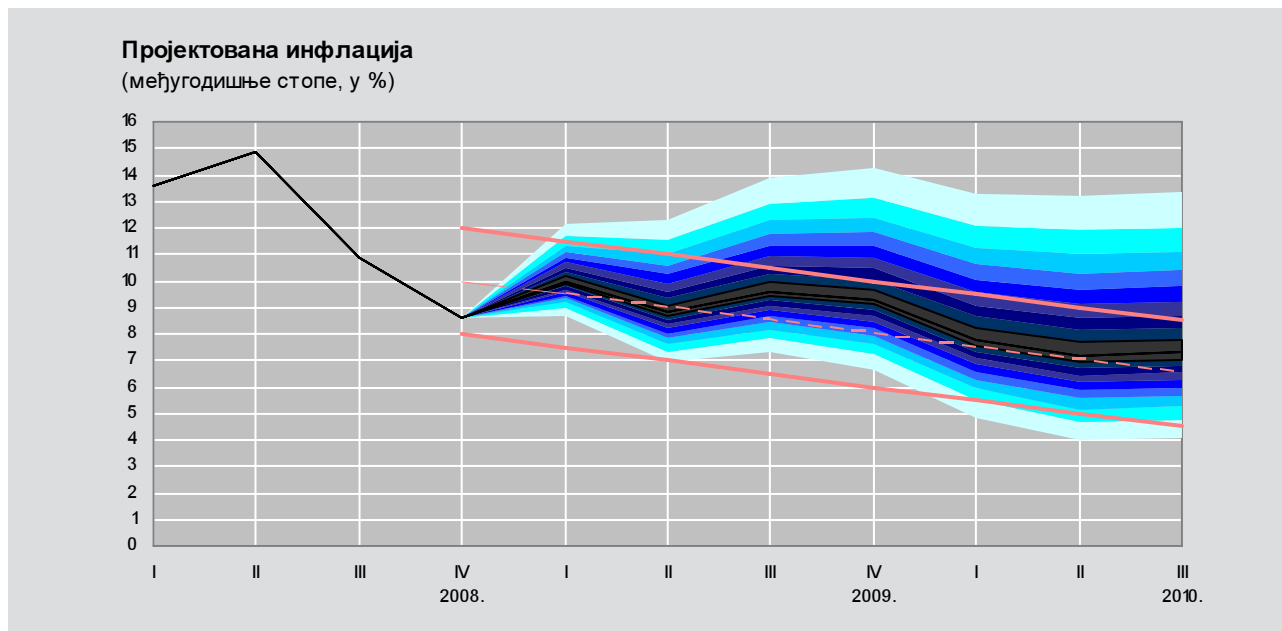
¹⁾ Тромесечни подаци.

²⁾ Процена Народне банке Србије.

тражње, који је многа предузећа засад одвратио од подизања цена и поред високе депресијације динара. Још веће успоравање бележи укупна инфлација, пре свега захваљујући изразитом паду цена нафте на светском тржишту.

Иако је референтна каматна стопа у октобру повећана за 200 базних поена, карактер монетарне политике у четвртој тромесечју био је мањег степена рестриктивности, првенствено због високе депресијације динара.

Ап्रेसијацијски јаз реалног курса је готово затворен, а референтна стопа је, због раста тренда реалне камате, испод неутралног нивоа. Јануарском одлуком о снижењу референтне каматне стопе монетарна политика додатно је релаксирана.



Такву одлуку је пре свега одредило то што Србија (највероватније) улази у рецесију – бруто друштвени производ (БДП) у трећем и четвртном тромесечју 2008. имао је негативне тромесечне стопе раста. У наредном периоду очекујемо даље погоршање економске активности, на шта указују готово сви показатељи инвестиционе активности. Негативан производни јаз указује на знатно смањење домаће и светске агрегатне тражње. Негативну тенденцију представља и то што је структура домаће агрегатне тражње промењена у корист потрошње становништва подржане фискалном експанзијом, а на штету инвестиционе потрошње.

У складу с новим циљем, од овог извештаја дајемо пројекцију укупне инфлације мерене индексом потрошачких цена. Централна пројекција укупне инфлације за крај 2009. године износи 9,3%, с распонем пројекције 6,7–14,2%, уз стабилизацију девизног курса и претпоставку да се раст регулисаних цена у 2009. године задржи у оквиру договорених 13%.

У првој половини године очекујемо знатне инфлаторне притиске – по основу слабљења динара,

високог раста регулисаних цена, али и пораста тражње становништва уоченог крајем претходне године услед повећане фискалне експанзије. Стабилизација девизног курса коју очекујемо у наредном периоду, уз знатно нижи раст регулисаних цена (под претпоставком да ће се Влада држати договореног оквира), довешће у другој половини године до пада инфлације, након што се исцрпе инфлаторни ефекти недавне депресијације динара.

Са овом пројекцијом конзистентно је задржавање постојећег степена рестриктивности у наредном периоду. До новог снижења референтне стопе може доћи само ако фискална политика у наредном периоду буде рестриктивнија и ако држава не одступи од планираног повећања регулисаних цена.

Карактер монетарне политике зависиће и од даљих ефеката светске економске кризе. За разлику од централних банака оних земаља које, суочене с рецесијом и дефлацијом, немају дилему да монетарну политику треба релаксирати – у Србији је економско успоравање праћено инфлаторним притисцима слабљења динара, па ће стога улога монетарне политике у наредном периоду бити сложенија.

II. Кретање инфлације

Међугодишњи раст базне инфлације на крају 2008. године (10,1%) био је знатно изнад горње границе циљаног распона (6%), што је последица, пре свега, раста цена нафте и хране у првој половини године, затим експанзивног карактера фискалне политике и високих инфлационих очекивања.

У последњем тромесечју 2008. настављено је успоравање тромесечне стопе раста базне инфлације, па иако остварени раст није мали (2,2%), нижи је од очекиваног – с обзиром на знатну депресијацију динара, раст увозне инфлације, као и експанзивну фискалну политику.

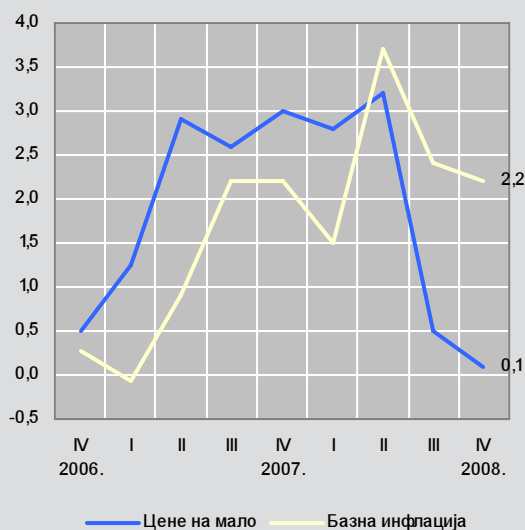
Раст цена на мало знатно је успорен, у четвртом тромесечју износио је свега 0,1%, највише захваљујући изразитом паду цена нафте на светском тржишту у другој половини године. На међугодишњем нивоу, година је завршена с растом цена од 6,8%.

Остварена базна инфлација у 2008. години износила је 10,1%, што је знатно изнад горње границе циљаног распона. Бројни фактори утицали су на одступање базне инфлације од циља. Посматрано по тромесечјима, највеће одступање од пројекција забележено је у другом тромесечју, кад је раст износио читавих 3,7%, наспрам пројектованог распона од 1,7% до 2,2%. Тако велика разлика последица је високог раста цена прехранбених производа (нарочито меса), али и раста цена

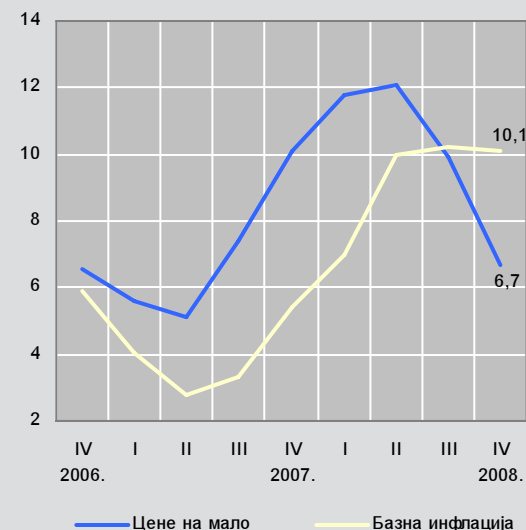
грађевинског материјала. Такође, у том периоду је и светска цена нафте достигала рекордно високе нивое.

У четвртом тромесечју базна инфлација износила је 2,2%, што је ниже у поређењу с претходном тромесечјем. Две трећине оствареног раста последица је раста цена непрехрамбених производа и услуга, чему је највише допринео раст цена текстилних производа и пића (по 0,3 п.п.), те дрва за огрев (0,2 п.п.), а кад су у питању прехранбени производи – прерађеног и конзервираног меса.

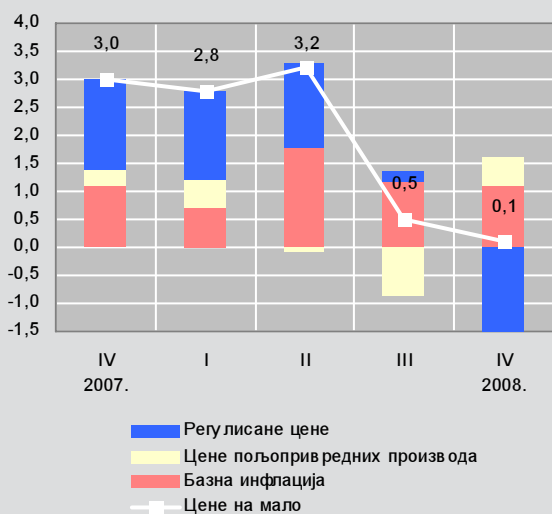
Графикон II.0.1. Кретање цена
(тримесечни раст, у %)



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



Графикон II.0.3. Допринос стопи раста цена на мало (у процентним поенима)



Графикон II.0.4. Допринос стопи раста базне инфлације (у процентним поенима)



Нижа базна инфлација од очекиване у четвртном тромесечју углавном је последица мањег раста цена хране, захваљујући чему је базна инфлација забележила успоравање месечних стопа раста¹⁾ упркос инфлаторном деловању номиналног девизног курса, изузетно високој увозној инфлацији, експанзивној фискалној политици и високим инфлаторним очекивањима. У другој половини године дезинфлаторно су деловали изразит пад цена сирове нафтне на светском тржишту, пад економске активности, као и успоравање раста зарада.

Раст цена на мало у последњем тромесечју износио је 0,1% (што је најнижи раст у последњих десет година) и резултат је снижења регулисаних цена (допринос -1,5 п.п.). С друге стране, допринос раста базних цена износио је 1,1 п.п., а раста цена пољопривредних производа 0,5 п.п.

Смањење регулисаних цена у четвртном тромесечју износило је 3,1%, захваљујући најпре паду цена нафтних деривата за читавих 25% (допринос -2,3 п.п.). Овом паду допринео је и пад цена лекова, хлеба и брашна. Очекивани утицај раста цена ПТТ-услуга ублажен је тиме што је у четвртном тромесечју повећана само цена претплате (15,2%), а повећање цене импулса одложено је за јануар 2009. године.

Табела II.0.1. Показатељи раста цена (стопе раста у %)

	III 2008. III 2007.	VI 2008. VI 2007.	IX 2008. IX 2007.	XII 2008. XII 2007.
Цене на мало	11,8	12,1	9,9	6,8
Базна инфлација	7,0	10,0	10,2	10,1
Потрошачке цене	13,6	14,9	10,9	8,6
Трошкови живота	14,6	15,9	10,6	7,9
Цене робе	16,5	17,8	11,4	8,1
Цене услуга	3,1	3,8	5,0	6,6
Цене произвођача у индустрији	12,8	13,1	13,2	9,0
Цене произвођача пољопривредних производа	36,5	48,8	25,3	18,1 ¹⁾

¹⁾ Новембар на новембар.

Цене пољопривредних производа порасле су за 13,3%, тако да је њихов међугодишњи раст на крају године износио 1,2%.

Посматрано на међугодишњем нивоу, од 10,1% раста **базне инфлације** – 4,5 п.п. резултат је раста цена индустријских прехранбених производа, и то највише свежег и прерађеног меса и млека. У оквиру непрехрамбених производа, годишњем расту највише

¹⁾ Октобар 1,1%, новембар 0,7% и децембар 0,4%.

Табела II.0.2. Раст цена на мало по компонентама
(по тромесечјима, у %)

	2007.		2008.		
	IV	I	II	III	IV
Цене на мало	3,0	2,8	3,2	0,5	0,1
Базна инфлација	2,2	1,5	3,7	2,4	2,2
Цене пољопривредних производа	9,4	12,8	-1,4	-19,7	13,3
Регулисане цене	3,3	3,3	3,2	0,4	-3,1
Електрична енергија	0,0	3,5	0,0	8,9	0,0
Нафтни деривати	7,1	10,0	9,9	-11,6	-25,1
Комунално-стамбено услуге	0,6	0,4	0,6	0,9	4,8
Услуге друштвене заштите	0,8	0,8	0,2	1,9	3,0
Саобраћајне услуге (регулисане)	0,0	2,2	0,4	5,8	0,4
ПТТ-услуге	0,0	0,0	0,0	0,0	15,2
Хлеб и брашно	9,7	9,0	13,5	-0,9	-1,9
Млеко	20,1	0,3	1,2	-0,6	-2,6
Цигарете	7,9	0,0	0,0	9,5	0,0
Лекови	0,5	0,4	0,0	0,0	-3,2
Остало	0,9	0,3	3,5	5,7	0,0

је допринео раст цена грађевинског материјала, пића и текстилних производа, као и раст саобраћајних услуга.

Пребацивање горње границе циљаног распона за 2008. годину последица је деловања већег броја фактора, пре свега рекордног раста цена нафте у првој половини године, затим раста цена хране који је, и поред добре пољопривредне године, настављен и у

Табела II.0.3. Допринос стопи раста цена на мало
(по тромесечјима, у процентним поенима)

	2007.		2008.		
	IV	I	II	III	IV
Цене на мало	3,0	2,8	3,2	0,5	0,1
Базна инфлација	1,1	0,7	1,8	1,2	1,1
Цене пољопривредних производа	0,3	0,5	-0,1	-0,8	0,5
Регулисане цене	1,6	1,6	1,5	0,2	-1,5
Електрична енергија	0,0	0,3	0,0	0,7	0,0
Нафтни деривати	0,6	0,9	1,0	-1,2	-2,3
Комунално-стамбено услуге	0,1	0,0	0,0	0,1	0,4
Услуге друштвене заштите	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Саобраћајне услуге (регулисане)	0,0	0,1	0,0	0,2	0,0
ПТТ-услуге	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6
Хлеб и брашно	0,2	0,2	0,4	0,0	-0,1
Млеко	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Цигарете	0,3	0,0	0,0	0,4	0,0
Лекови	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1
Остало	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0

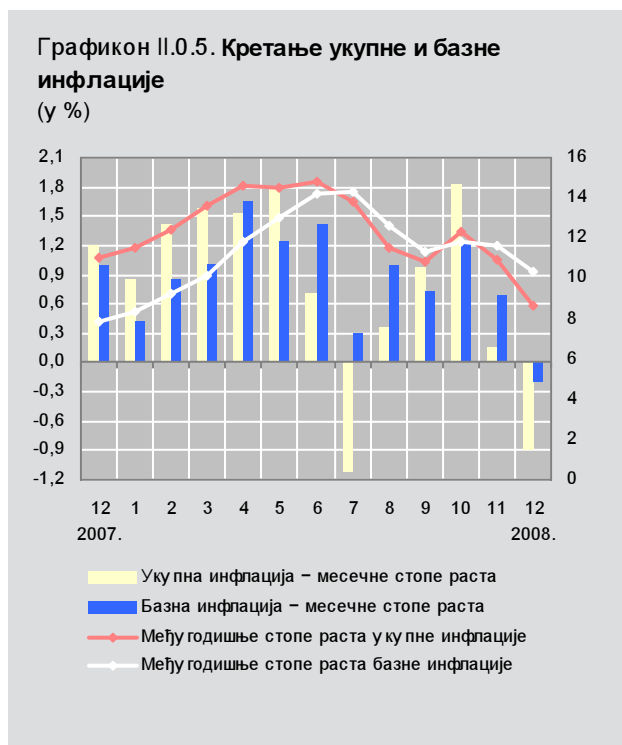
другој половини године, као и експанзивног карактера фискалне политике, те високих инфлационих очекивања. Та очекивања додатно је подстицала нестабилност на девизном тржишту, као и повећана премија ризика и смањен прилив капитала, који су на тај начин неутралисали дезинфлаторно дејство које је имало знатно смањење агрегатне тражње.

Индекс потрошачких цена

Народна банка Србије, у сарадњи с Владом Републике Србије, од 2009. године утврђује циљани распон укупне инфлације, мерене годишњом процентуалном променом индекса потрошачких цена.²⁾

Базна инфлација израчуната на основу индекса потрошачких цена износила је у четвртном тромесечју 1,7%, што је ниже у поређењу с растом у претходном тромесечју (2,0%). На њено кретање доминантно су утицале цене непрехрамбених производа (допринос 1,6 п.п.), док су цене индустријско-прехрамбених производа оствариле незнатан раст (допринос 0,1 п.п.).

Међугодишња базна инфлација наставила је опадајућу тенденцију започету у другој половини 2008. године, и на крају године износила је 10,3%.



Укупан раст потрошачких цена у четвртном тромесечју износио је 1,1%³⁾, и највише је био одређен кретањем базних цена (допринос 1,1 п.п.). Раст цена пољопривредних производа потпуно је анулиран снижењем цена регулисаних производа и услуга.

Цене пољопривредних производа су, у поређењу с претходним тромесечјем, забележиле неочекивано висок раст од 11,4% (9,6% на међугодишњем нивоу), а регулисане цене су снижене за 3,1%, и њихов је пад превасходно последица снижења цена нафтних деривата (-18,8% мг). Међугодишњи раст регулисаних цена на крају 2008. износио је 4,1%.

Међугодишња укупна инфлација мерена индексом потрошачких цена на крају 2008. године износила је 8,6% и највише је била одређена кретањем базне инфлације (допринос 6,8 п.п.).

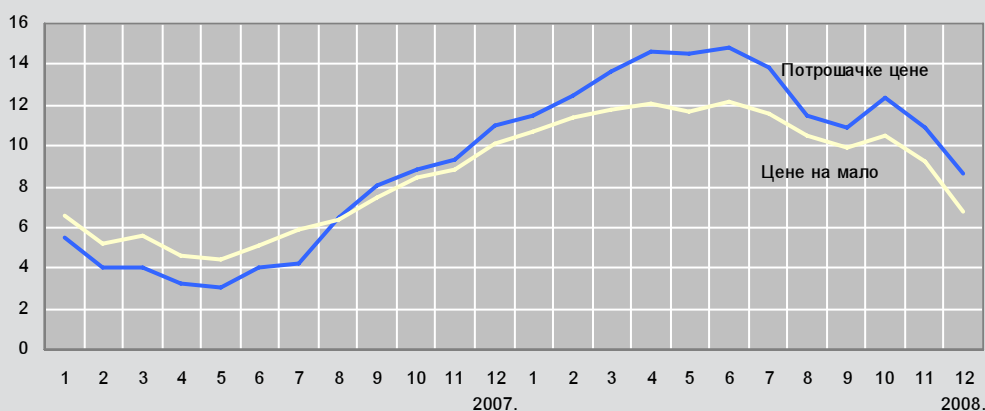


²⁾ О разликама између индекса цена на мало и индекса потрошачких цена – видети текст-бокс на стр. 13.

³⁾ По месецима: октобар 1,8%, новембар 0,2%, децембар - 0,9%.

деривата од средине 2008. године мање се одразио на индекс потрошачких цена (учешће поменутих производа је дупло мање – 4%, односно 9% у ценама на мало). Један од разлога за друкчије кретање индекса је и тај што се цене сезонских производа друкчије обрачунавају у два индекса¹⁾, што изазива и знатније разлике у кретању групе пољопривредних производа.

Графикон 2



Индекс потрошачких цена нешто је нестабилнији од индекса цена на мало, баш због дупло већег учешћа његове најнестабилније компоненте – пољопривредних производа. Будући да је овај индекс општепризнато мерило инфлације у многим земљама, и да се при његовом обрачунању користи јединствена методологија, његово праћење омогућује квалитетнију компаративну анализу.

Структура индекса потрошачких цена, односно учешће појединих компонената у укупној суми пондера – различити су од земље до земље (табела 1). У еврозони највеће учешће (и приближно на истом нивоу) имају група *храна и безалкохолна пића*, затим група *транспорт* (у оквиру које су деривати нафте), као и група *становање, вода*,

Табела 1. Индекс потрошачких цена
(структура у %)

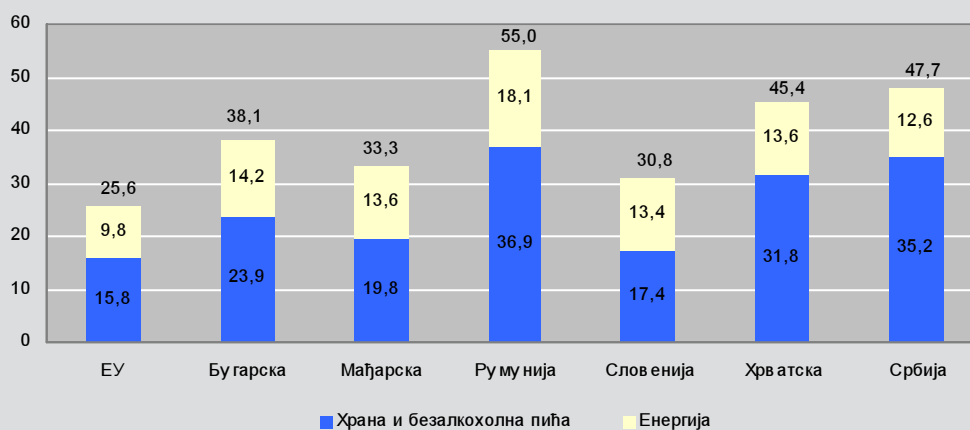
Компоненте	ЕУ	Бугарска	Мађарска	Румунија	Словенија	Хрватска	Србија
Укупно	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Храна и безалкохолна пића	15,8	23,9	19,8	36,9	17,4	31,8	35,2
Алкохолна пића и дуван	3,7	4,8	7,7	6,2	5,1	5,5	5,6
Одећа и обућа	6,8	3,9	4,8	7,0	6,5	8,4	6,9
Становање, вода, елек. енергија, гас и друга горива	15,3	9,9	13,5	18,9	9,4	14,2	16,3
Намештај, покућство, текуће одржавање	7,0	4,8	6,6	4,3	6,9	5,3	5,3
Здравство	4,0	4,7	4,2	3,0	3,9	2,8	4,2
Транспорт	15,7	19,1	15,2	7,8	18,1	11,4	11,5
Комуникације	3,3	6,4	5,0	5,4	4,1	4,2	3,2
Рекреација и култура	9,7	5,4	8,9	4,7	9,9	6,1	5,4
Образовање	1,0	1,1	1,2	0,9	1,3	1,0	1,2
Ресторани и хотели	9,3	12,6	8,2	1,9	9,0	3,5	1,5
Остала роба и услуге	8,4	3,5	5,0	3,1	8,4	5,8	3,8

¹⁾ У месецима у којима нема производа на тржишту, у индексу цена на мало се за те производе задржава до нове сезоне последња снимљена цена, док се у индексу потрошачких цена узима раст цена групе којој производи припадају.

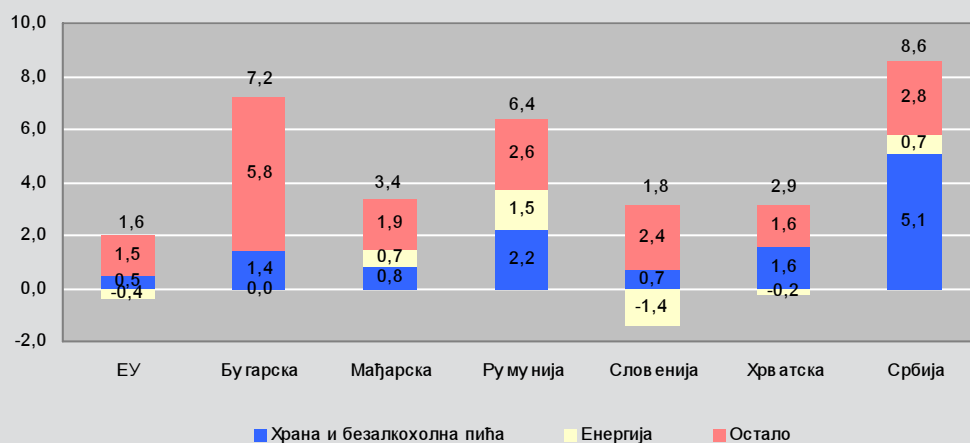
електрична енергија, гас и друга горива. У Србији је такође учешће три поменуте групе највеће, с тим да је учешће хране и безалкохолних пића знатно веће. У поређењу са еврозоном, учешће одеће и обуће, здравства, комуникација и образовања је приближно исто, док су нпр. угоститељске услуге знатно испод нивоа у еврозони.

Кад се посматрају две најважније групе производа и услуга – храна и безалкохолна пића и енергија²⁾, из Графикана 3 може се видети да је њихово учешће у укупној корпи добара највеће у Румунији, а најмање у еврозони. Међу посматраним земљама, Румунија има највеће учешће хране и безалкохолних пића, иза ње следи Србија, а најмање учешће је у еврозони. Учесће енергије такође је највеће у Румунији, а најмање у еврозони, док је код осталих посматраних земаља на приближно истом нивоу. У Србији је у 2008. години допринос хране и безалкохолних пића укупној инфлацији био знатно већи него у Румунији, иако је у Румунији њихово учешће у укупној корпи добара веће. Ова разлика у доприносима резултат је различитих стопа раста, односно цене хране у Србији расле су знатно брже него у Румунији, па је, и поред нешто мањег учешћа, њихов допринос знатно већи.

Графикон 3. Пондери хране и безалкохолних пића и енергије за 2008.



Графикон 4. Инфлација и доприноси по компонентама у 2008.



²⁾ Енергију чине електрична енергија, гас, течна и чврста горива, загревање стана, те горива и мазива за транспорт.

Очекивано кретање инфлације у првом тромесечју 2009.

На основу остварених кретања и наших очекивања, процењујемо да ће тромесечна стопа укупне инфлације, мерена индексом потрошачких цена, у првом тромесечју 2009. године бити знатно виша у поређењу с претходним и да ће се кретати око 4,4%.

Очекује се да ће најзначајнији инфлаторни притисци бити од:

- 1) девизног курса, с обзиром на јаке депресијацијске утицаје;
- 2) планираног повећања регулисаних цена;
- 3) најављеног повећања цена хране;
- 4) инфлаторних очекивања.

У средњем року дезинфлаторно ће деловати следећи фактори:

- 1) успоравање економске и кредитне активности;
- 2) пад домаће и светске тражње;
- 3) пад светских цена примарних производа.

Према нашим очекивањима, тромесечни раст базне инфлације износиће око 2,8% и допринеће укупној инфлацији од око 1,9 п.п. На изразити раст базне инфлације у првом тромесечју утицаће пре свега депресијацијски удар с краја децембра и почетком јануара, али и ефекти експанзивније фискалне политике на тражњу из четвртог тромесечја.

Очекујемо сезонски раст цена пољопривредних производа и допринос укупном расту потрошачких цена од око 0,5 п.п.

Кад је реч о регулисаним ценама, очекујемо да ће се њихов раст кретати око 7,8% и да ће ова група највише утицати на кретање укупне инфлације у првом тромесечју (допринос око 2,0 п.п.). Највећи раст очекује се код цена цигарета и нафтних деривата (услед повећања акциза), као и код ПТТ-услуга (услед повећања цена телефонских импулса).

У оквиру регулисаних цена очекујемо и знатан раст цена комуналних услуга (пре свега грејања) и нешто мањи раст цена саобраћајних услуга, док се повећање цена лекова (реализовано крајем прошле године) региструје у јануару.

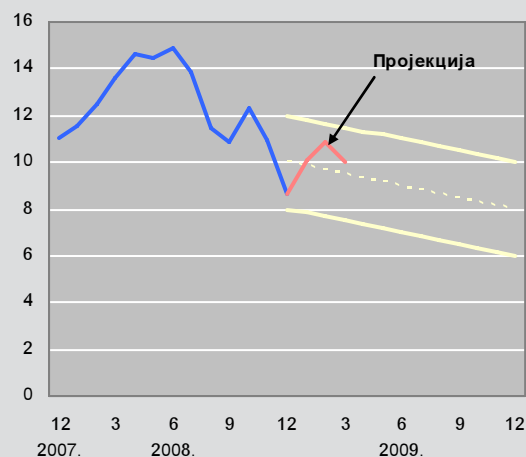
Ако се оствари очекивани раст регулисаних цена од 7,8%, а могуће је да он буде и виши с обзиром на непредвиђено кретање цене нафте и курса долара – извесно је да ће се већ у првом тромесечју 2009. године достићи половина укупног пројектованог раста регулисаних цена за ту годину.

Узимајући у обзир наведене факторе и очекивана кретања, процењујемо да ће међугодишња стопа раста потрошачких цена на крају првог тромесечја износити око 10,0%, и да ће бити у границама циљаног распона за март.

Табела II.0.4. Најзначајније очекиване промене регулисаних цена у првом тромесечју 2009.

	Стопа раста (у %)	Допринеси расту цена на мало (п.п.)
Цигарете	15,0	0,7
Нафтни деривати	17,3	0,6
ПТТ-услуге	10,6	0,2
Лекови	10,0	0,2
Комунално-стамбене услуге	8,1	0,2

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



Циљање инфлације као монетарна стратегија Народне банке Србије

Монетарни одбор Народне банке Србије у децембру 2008. усвојио је *Меморандум о циљању (таргетирању) инфлације као монетарној стратегији* (Меморандум) (видети Додатак 2 на стр. 61), којим се дефинишу основни принципи режима инфлационог таргетирања као званичне монетарне стратегије од 1. јануара 2009. године. Меморандум је сачињен у складу са *Споразумом о циљању (таргетирању) инфлације*, који су закључиле Народна банка Србије и Влада (видети Додатак 1 на стр. 57) – сагласне да циљање инфлације представља најадекватнији монетарни режим за остваривање стабилности цена, као неопходног услова за обезбеђење дугорочно одрживог привредног раста.

Меморандумом су формулисани основни принципи функционисања новог режима монетарне политике Народне банке Србије, које је она постепено уводила у праксу на основу *Меморандума о новом оквиру монетарне политике*, усвојеног у августу 2006. године: (1) да је циљана стопа инфлације једина нумеричка смерница за монетарну политику коју спроводи Народна банка Србије и (2) да ће Народна банка Србије, као и до сада, настојати да инфлацију одржава у оквирима утврђеног циљаног распона, уз коришћење референтне каматне стопе као основног инструмента монетарне политике. При том ће настојати да подржи и спровођење економске политике Владе под условом да тиме није угрожено остваривање циљане стопе инфлације, нити стабилност финансијског система.

Новину, међутим, представља то што је Народна банка Србије преузела одговорност за укупну а не само за базну инфлацију, с тим да буде укључена у процес планирања промена регулисаних цена. Циљање укупне инфлације омогућиће ефикаснију комуникацију с јавношћу и тиме већи утицај на стабилизацију инфлацијских очекивања, која су кључна при доношењу дугорочних пословних одлука и планова. Поред тога, циљање укупне инфлације обезбедиће јасније разграничење одговорности Народне банке Србије и Владе у постизању и очувању стабилности цена. Народна банка Србије може делотворно контролисати само инфлацију на конкурентним тржиштима (тзв. базну инфлацију), а Влада је, с друге стране, одговорна за део инфлације који настаје као резултат корекција регулисаних цена и има кључну улогу у обезбеђивању правног и институционалног оквира који утичу на стабилност цена. У околностима у којима постоји висок удео цена на које Влада утиче директно или индиректно – сарадња Народне банке Србије и Владе неопходна је за постизање и очување ценовне стабилности.

Поред преузимања одговорности за укупну инфлацију, циљ Народне банке Србије је да од ове године, у складу с међународним стандардима и праксом других централних банака које циљају инфлацију – инфлацију мери индексом потрошачких цена, а не индексом цена на мало. Инфлација мерена индексом потрошачких цена потпуније одражава кретање цена, будући да овај индекс додатно обухвата угоститељске и здравствене услуге, услуге образовања, финансијске услуге и ренте, да је учешће хране веће за преко 50% и сл. (видети текст-бокс на стр. 13).

Циљеви за инфлацију утврђени су *Меморандумом Народне банке Србије о утврђивању циљане стопе инфлације за период од 2009. до 2011. године* (видети Додатак 3 на стр. 65), који је Монетарни одбор усвојио у децембру 2008. године. Циљеви су дефинисани као континуирани опадајући распон годишњих промена потрошачких цена, па је овај распон, с централном вредношћу, на тај начин одређен за сваки месец у години. Путања циљаних стопа инфлације до 2011. године усклађена је с потребом постизања средњорочне стабилности цена, која, с обзиром на опредељење Србије да у средњем року конвергира ка нивоу цена и дохотка Европске уније, износи 2–4% на годишњем нивоу. Циљ монетарне политике у 2009. години је да се ниво инфлације с почетка године (који ће се кретати у распону 8–12%, с централном вредношћу од 10%) до краја године сведе у оквире распона 6–10%, с централном вредношћу од 8% (видети Додатак 4 на стр. 67).

Монетарни одбор ће редовно обавештавати јавност о остварењу циља у вези са инфлацијом и мерама које у вези с тим предузима. У случају одступања инфлације од утврђеног циља дужег од шест узастопних месеци – Народна банка Србије ће Владу писмено обавестити о разлозима тог одступања, мерама које се морају предузети и времену потребном да се инфлација врати у циљани распон.

III. Детерминанте инфлације

1. Монетарни услови

Монетарну политику у четвртом тромесечју 2008. године у поређењу с трећим карактерисао је мањи степен рестриктивности – због раста премије ризика и номиналне депресијације динара. Апресијацијски јаз реалног девизног курса се затвара, а реална каматна стопа креће се испод тренда.

Кретање индекса реалних монетарних услова⁴⁾ указује на знатно смањење степена рестриктивности монетарне политике у четвртом тромесечју, што је пре свега последица негативних ефеката светске финансијске кризе на вредност домаће валуте – како кроз раст премије ризика, тако и кроз драстично смањену понуду девиза.

Једна компонента овог индекса – *апресијацијски јаз реалног девизног курса* деловала је у току четвртог

тромесечја дезинфлаторно, али су његови дезинфлаторни ефекти, због номиналне депресијације динара од 9,2%, уз истовремено успоравање инфлације, били знатно мање изражени него у претходном периоду.

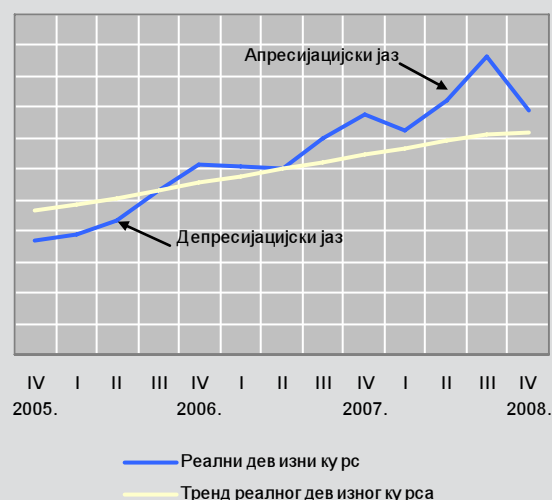
Пад инвестиционе тражње условио је промену тренда реалног девизног курса, тако да је апресијацијски тренд, према нашим проценама, смањен са око 4% (колико је износио у претходном периоду) на свега 1,5% у четвртом тромесечју.

Имајући у виду наставак номиналне депресијације динара, највероватније ће се у току првог тромесечја потпуно затворити апресијацијски јаз, што значи да ће овај фактор, и то први пут после готово две и по године дезинфлаторног утицаја, деловати инфлаторно.

Графикон III.0.1. Индекс монетарних услова



Графикон III.0.2. Реални девизни курс и његов тренд



⁴⁾ Индекс карактера монетарне политике.

Друга компонента – *реална каматна стопа* – већ указује на експанзиван карактер монетарне политике у четвртом тромесечју 2008, а јануарско смањење референтне каматне стопе (с 17,75% на 16,5%) додатно доприноси повећању степена експанзивности.



Иако је каматна стопа, реално посматрано, током четвртог тромесечја била релативно висока (7,11%), кретала се, према нашим проценама, испод тренда. Наиме, и поред знатног пада каматних стопа на светском тржишту, раст премије ризика и номинална депресијација динара утицале су на драстичан раст реалне каматне стопе.

Претпостављајући да инфлаторна очекивања у просеку износе око 10,6%⁵⁾, тренутни ниво референтне каматне стопе (16,5%) јесте око 180 базних поена испод тренда.

У којој ће мери експанзивнији карактер монетарне политике деловати инфлаторно пре свега зависи од тога колико ће се одразити на даље јачање депресијацијских притисака, а мање од утицаја на кредитну активност кроз очекивано смањење активних каматних стопа банака.

⁵⁾ Резултати анкете агенције *Стратеџик Маркетинг (Strategic Marketing Research)* за сектор привреде и финансијски сектор.

Каматне стопе

Раст номиналног приноса на хартије од вредности Народне банке Србије није довео до повећања њиховог стања, али је утицао на повећање свих каматних стопа на тржишту новца.



Монетарни одбор Народне банке Србије, процењујући да ће већина фактора у току четвртог тромесечја деловати инфлаторно, а нарочито очекујући наставак фискалне експанзије – крајем октобра повећао је референтну каматну стопу с 15,75% на 17,75% на годишњем нивоу.⁶⁾ Каматна стопа на трајно продате трезорске записе Народне банке Србије с роком доспећа од шест месеци још више је повећана (с 14,95% у септембру на 19,19% у децембру).

Будући да је повећање каматних стопа на хартије од вредности Народне банке Србије у четвртом тромесечју праћено успоравањем инфлације, повећан је њихов реалан динарски принос. Међутим, пласмани у ове хартије су и поред тога смањени за око 156,8 милијарди динара (63,4%). Од овог износа, банке су око 100 милијарди динара депоновале на своје жиро-рачуне код Народне банке Србије, ради

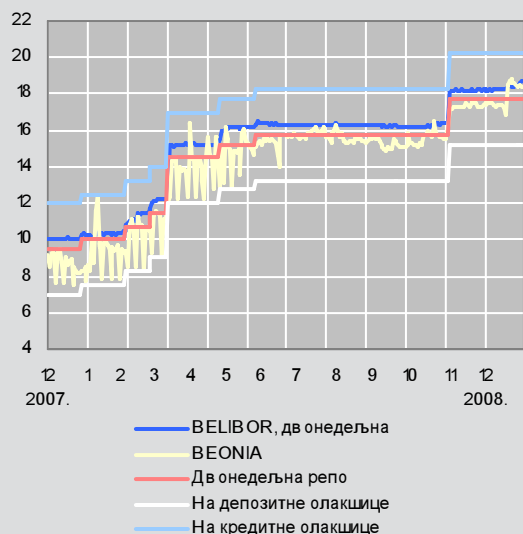
⁶⁾ Просечна пондерисана каматна стопа на двонедељне репо записе НБС је у четвртом тромесечју релативно мало повећана – с 15,75% на 16,89% годишње.

измиривања дела њихове девизне обавезне резерве која се издваја у динарима⁷⁾, док су највећи део преосталог износа изнеле на девизно тржиште – ради куповине девиза којима су измириване обавезе по основу девизне штедње грађана и доспелих иностраних кредита. С друге стране, инострани

ликвидности повећана је нестабилност на тржишту мерена коефицијентом варијације распона каматне стопе BEONIA и референтне каматне стопе.

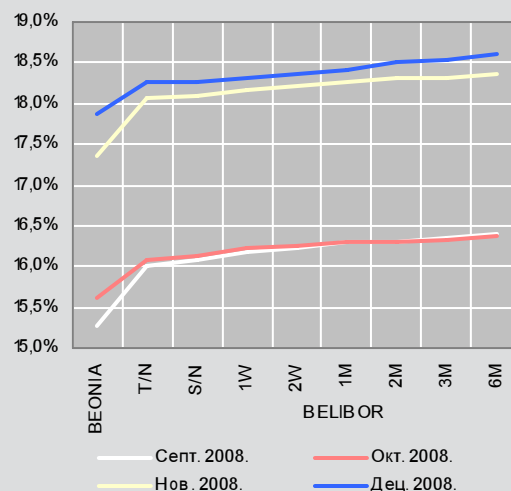
Каматна стопа BELIBOR, свих рочности, у четвртном тромесечју кретала се на сличан начин као BEONIA.

Графикон III.1.2. Кретање каматних стопа (дневни подаци, на годишњем нивоу, у %)



Извори: Народна банка Србије и Reuters.

Графикон III.1.3. Крива приноса на међубанкарском тржишту новца (месечни просеци, на годишњем нивоу у %)



Извори: Народна банка Србије и Reuters.

инвеститори су били мање заинтересовани за улагање у репо хартије од вредности Народне банке Србије (због глобалне неликвидности, повећања ризика земље и појачаних депресијацијских притисака који су утицали на смањење реалног приноса на благајничке записе Народне банке Србије израженог у еврима).

Повлачење банака из хартија од вредности Народне банке Србије и већа потрошња државе повећали су ликвидност банкарског сектора у четвртном тромесечју, због чега банке нису имале већих потреба да се задужују на тржишту новца.

Последишно смањење ликвидности на тржишту новца је на пораст каматне стопе BEONIA (с 15,54% у трећем на 16,95% у четвртном тромесечју, на годишњем нивоу) утицало више од повећања референтне каматне стопе⁸⁾. Упоредо с падом

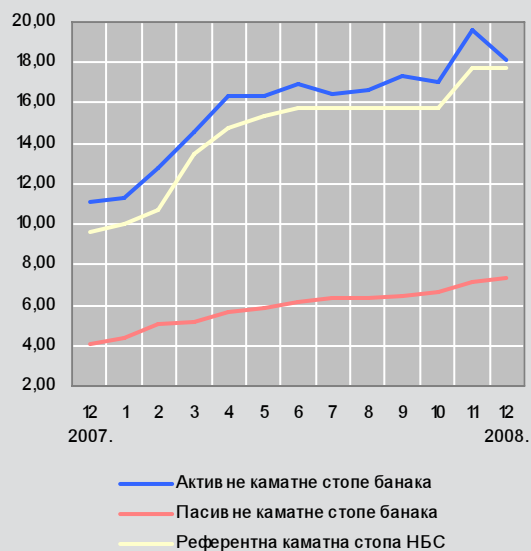
Највећи пораст у односу на прошло тромесечје (у просеку) остварен је за најкраће рочности ове врсте каматних стопа – T/N (1,4 п.п), док је најмањи остварен за најдужу (шестомесечну) рочност (1,32 п.п). Успоравање раста ових каматних стопа с повећањем рочности утицало је на наставак тренда смањења нагиба криве приноса који се бележи од почетка године. Овакав положај криве приноса указује на очекивање успоравања инфлације и смањења каматних стопа, а смањење њеног нагиба могло би бити један од индикатора уласка привреде у рецесију.

Трезорски записи Републике Србије су у четвртном тромесечју продавани на три примарне аукције. Недовољно интересовање за куповину ових хартија на октобарској аукцији условило је смањење њиховог нето стања у трећем тромесечју (с 1,9 на 1,4 милијарде динара), при чему је просечна пондерисана

⁷⁾ Од октобра је била у примени одлука Монетарног одбора којом се банке обавезују да 20% (уместо дотадашњих 10%) девизне обавезне резерве издвајају у динарима. Од децембра је ова стопа повећана на 40%.

⁸⁾ Ликвидност банака мерена је односом месечног просека њихових слободних резерви и трансакционих депозита. Ликвидност тржишта новца израчуната је као количник релативне промене тромесечног просечног обима трансакција преконоћних банкарских кредита и просечних апсолутних вредности дневних промена каматне стопе BEONIA.

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



Графикон III.1.5. Кретање каматне стопе EURIBOR 6М и камат. стопе на кредите банака (месечни просеци, на год. нивоу, у %)



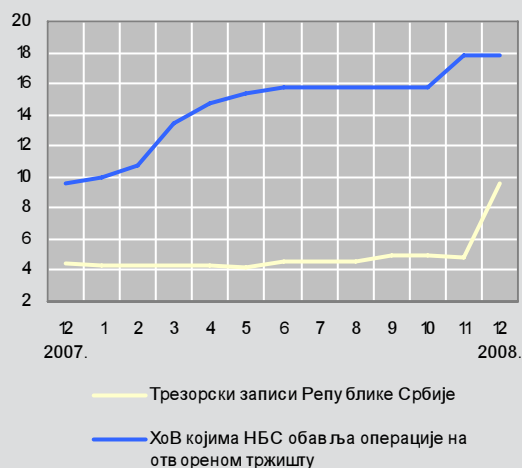
каматна стопа повећана с 4,84% на 9,61% годишње. Висина приноса зависиће од карактеристика евентуалних будућих емисија.

Просечна пондерисана активна каматна стопа банака повећана је у децембру у односу на септембар за 0,76 п.п., достигавши 18,11% на годишњем нивоу. Активна каматна стопа на кредите банака, међутим, смањена је са 18,48% на 17,56% годишње, што је првенствено проузроковано падом каматне стопе EURIBOR. Мањак глобалне ликвидности је, уз пораст референтне каматне стопе, утицао на повећање пасивних каматних стопа банака, па је просечна пондерисана пасивна каматна стопа у децембру износила 7,32% годишње, што је за 0,92 п.п. више него у септембру.

Наведена кретања условила су смањење каматне марже банака. Ако се при обрачуна каматне марже рачуна с каматном стопом на укупне пласмане банака – смањена је с 10,95 на 10,80 п.п. Ако се, међутим, користи каматна стопа на банкарске кредите, смањена је у релативно већој мери – с 12,8% у септембру на 10,25% у децембру.

Процењујући јачање дезинфлаторних ефеката по основу знатног успоравања раста економске активности и успоравања раста агрегатне тражње у наредном периоду – Монетарни одбор се у јануару 2009. определио за смањење референтне каматне стопе с 17,75% на 16,5% на годишњем нивоу.

Графикон III.1.6. Пондерисане каматне стопе на хартије од вредности (на годишњем нивоу, у %)



Извори: НБС и Министарство финансија РС.

Београдска берза.

Преливање ефеката светске финансијске кризе у октобру на домаће тржиште акција довело је до значајног повлачења инвеститора, док се у новембру и децембру бележи благо побољшање услова на том тржишту. На тржишту обвезница тзв. старе девизне штедње остварено је повећање цена, приноса и капитализације.

Кулминација светске финансијске кризе из септембра и октобра промптно се прелила и на домаће тржиште капитала. На тржишту акција у октобру је забележен изразито низак ниво ликвидности, нарочито на дисконтинуалном тржишту.⁹⁾ Ако се има у виду и повећање неизвесности и негативних очекивања тржишних учесника, не чуди што је у октобру забележен рекордан пад ценовних индекса у овој години: индекс BELEX 15 пао је за више од трећине, а BELEX line за око 28% у односу на крај септембра.¹⁰⁾ У складу с поменутиим кретањима, капитализација акција на Београдској берзи је у октобру смањена за око 17,3%, од чега се 9,3 п.п. односи на акције којима се континуирано тргује.

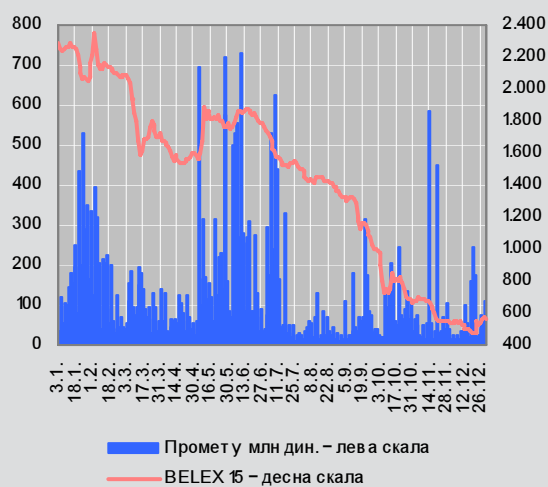
У новембру и децембру забележено је постепено поправљање општих кретања на Београдској берзи у односу на октобар. Побољшање ликвидности на тржишту, уз смањење неизвесности, утицало је на успоравање пада индекса на тржишту. Поред тога, током децембра објављени су први годишњи

BELEX sentiment. Поменута кретања резултирала су децембарским повећањем индекса BELEX 15, што је његов први месечни пораст од маја 2008. године. Крајем децембра 2008. његова вредност била је за 43,7% нижа у односу на крај септембра, док је BELEX line истовремено изгубио 38,3% своје вредности.

Кретања цена акција на Београдској берзи су у четвртном тромесечју била углавном корелисана с кретањима на осталим берзама у региону и најсличнија су била кретањима на Македонској берзи, затим Загребачкој, Љубљанској и Црногорској NEX берзи, а нешто мање кад је у питању индекс NTX Бечке берзе.¹¹⁾ Очигледно је да на кретања на свим тржиштима у региону утиче исти фактор – светска финансијска криза, због чега се значајније оживљавање тржишта капитала може очекивати тек након што се исцрпе њени ефекти.

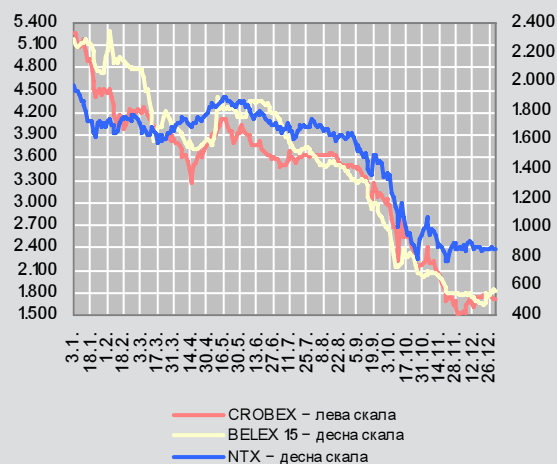
На тржишту обвезница је у четвртном тромесечју повећана активност, мерена како обимом промета (за

Графикон III.1.7. Индекс BELEX 15 у 2008.



Извор: Београдска берза.

Графикон III.1.8. Индекси BELEX15, CROBEX и NTX у 2008. (у индексним поенима)



Извори: Београдска берза, Загребачка берза и Bloomberg.

резултати за 2008. и планови пословања предузећа за 2009. годину, што је вероватно утицало на ублажавање песимистичких очекивања инвеститора и о чему сведочи и прекид опадајућег тренда индекса

6,6%) тако и бројем трансакција (за 7%), што указује на приближно непромењену ликвидност тржишта ако се мери његова ширина. С друге стране, цене обвезница повећане су за све серије које доспевају пре

⁹⁾ Ликвидност је мерена вредношћу обима по јединици капитализације и односом суме апсолутних вредности дневних промена индекса BELEX 15 и релативне промене обима трговања акцијама које улазе у корпу истог индекса (ширина тржишта).

¹⁰⁾ Неизвесност на тржишту је мерена количником распона између највише и најниже вредности индекса BELEX 15 у току тромесечја (укључујући и

унутардневне вредности индекса) и њиховог просека. Друга мера неизвесности је тромесечни коефицијент варијације индекса BELEX 15.

¹¹⁾ У корпи индекса NTX налазе се 30 најликвиднијих акција предузећа из Аустрије, Румуније, Бугарске, Словеније, Хрватске, Мађарске, Чешке, Пољске и Словачке.

2015. године, што, поред депресијације курса динара у односу на евро, представља главни разлог повећања капитализације за 21%. Просечан пондерисани принос обвезница депоноване девизне штедње повећан је у односу на претходно тромесечје с 6,7% на 7,2% на годишњем нивоу. Овакво кретање је било очекивано с обзиром на повећање референтне каматне стопе Народне банке Србије. Посматрано по серијама обвезница, просечан принос повећан је код свих серија, при чему је код оних скоријег доспећа знатније повећан. Под утицајем наведених кретања, крива приноса је у децембру 2008. године формирана на вишем нивоу, и њен негативан нагиб повећан је у односу на септембар.

Девизни курс

Четврто тромесечје 2008. године обележила је депресијација динара у односу на обе водеће светске валуте – долар и евро. Пад вредности динара резултат је смањене понуде девиза због актуелности светске финансијске кризе. Међубанкарско девизно тржиште карактерисао је рекордно низак обим промета у току новембра и децембра.

У четвртном тромесечју 2008. године динар је депресирао према еврау 9,2%. Курс динара се при том кретао у изузетно широком распону – од 76,7 до 91,6 динар/евро, уз повећане дневне осцилације.

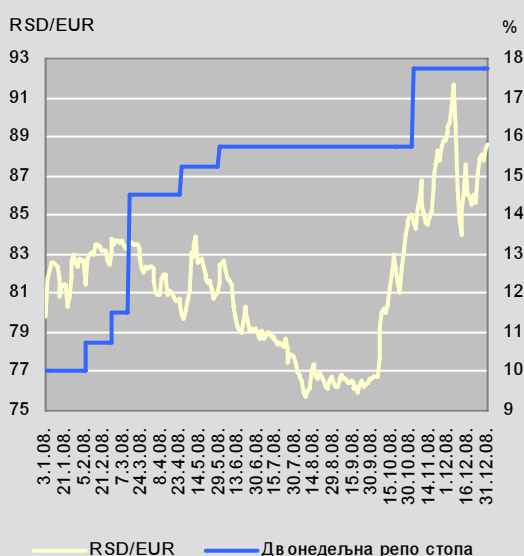
До слабљења вредности динара у посматраном периоду дошло је због смањеног прилива капитала из иностранства и отежаног приступа банака страним изворима финансирања услед заштравања светске финансијске кризе, с једне стране, и повећане тражње клијената банака за девизама, с друге. У току четвртог тромесечја повучена је нето 1,0 милијарда евра девизне штедње грађана, док је предузећима продата нето 1,1 милијарда евра.

У четвртном тромесечју су своју референтну стопу, у три наврата, снижили и Европска централна банка и FED, и оне су тренутно на нивоима од 2% и 0–0,25%, респективно. Долар је у четвртном тромесечју најпре јачао, а затим (почетком децембра) слабио према еврау. На крају године курс му је био на нивоу од око 1,39 долар/евро.

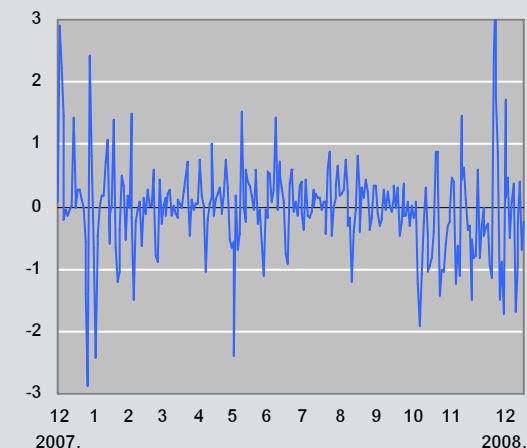
Уз слабљење номиналног ефективног курса динара и бржи раст домаћих цена од иностраних, у четвртном тромесечју остварена је реална депресијација динара од 12,7% (13,0% према еврау и 11,8% према долару).

Четврто тромесечје карактерисала су нестабилна кретања на Међубанкарском девизном тржишту (МДТ). Наиме, промет који је у октобру износио рекордних 4,3 милијарде евра, у наредна два месеца драстично је опао, а распон у котацијама између куповних и продајних курсева банака је с 10 пара порастао на цео динар. Захваљујући рекордно високој трговини у октобру, укупан промет девиза у четвртном

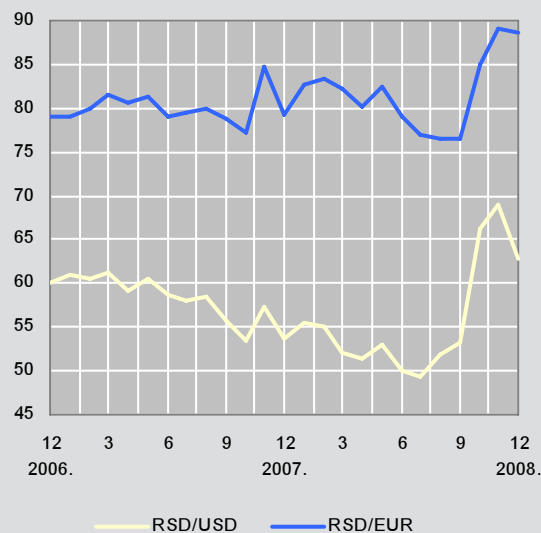
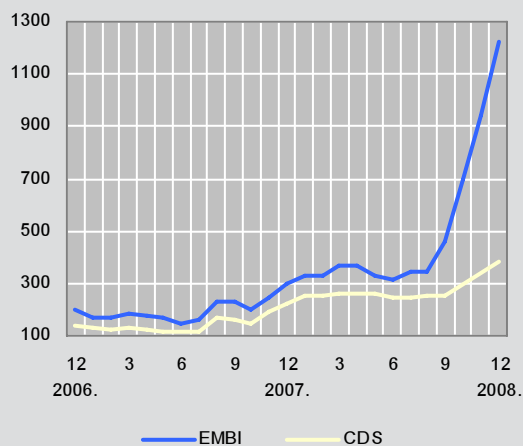
Графикон III.1.9. Кретање курса динара према еврау и двонедељне репо стопе



Графикон III.1.10. Дневне промене курса динара према еврау¹⁾ (у %)



¹⁾ Негативне стопе укажују на депресијацију, а позитивне на апресијацију динара.

Графикон III.1.11. Номинални курс динара
(вредност у динарима крајем периода)Графикон III.1.12. Показатељ премије
ризика – EMBI и CDS
(месечни просеци, у базним поенима)

Извори: JP Morgan и Bloomberg.

тримесечју (6,5 милијарди евра) био је за 12,3% већи од промета у претходном. Да би утицала на ублажавање претерано великих дневних осцилација курса, Народна банка Србије је још у октобру почела интензивније укључивање у трговину на МДТ-у, а у децембру су, први пут од 2007. године, организовани фиксинг састанци. Просечан дневни промет девиза на МДТ-у у четвртој тримесечју износио је око 100 милиона евра.

Ради побољшања девизне ликвидности банака, Народна банка Србије је, у посматраном периоду, донела многе нове мере. Првим комплетом мера промењена је структура полагања девизне обавезне резерве (тако што је део који се издваја у динарима

повећан с 10% на 20%), банке су ослобођене полагања обавезне резерве на ново задуживање у иностранству, смањена је затезна камата на издвојену обавезну резерву мању од обрачунате и, с обзиром на велико повлачење штедње грађана, банкама је допуштено да девизну резерву по том основу обрачунавају на касније, ниже основице. Другим комплетом мера (из децембра) динарски део девизне обавезне резерве повећан је с 20% на 40% и дестимулисано је раздуживање банака у иностранству (тима што ће наредних шест месеци основица за издвајање девизне обавезне резерве бити просек из септембра). Такође, до краја јануара 2009. године банке су биле обавезне да показатељ девизног ризика смање с 20% на 10%, што би требало да повећа понуду девиза на домаћем девизном тржишту.

Табела III.1.1. Структура промета на МДТ-у
(укупан промет)

	(у еврима)		
	III тримесечје	IV тримесечје	Укупно у 2008.
МДТ	5.814.909.352	6.531.011.455	25.004.670.788
Банке – НБС	9.000.000	933.500.000	1.335.500.000
Банка – банка	5.805.909.352	5.597.511.455	23.669.170.788
	(у % од укупног промета)		
	III тримесечје	IV тримесечје	Укупно у 2008.
МДТ	100,00	100,00	100,00
Банке – НБС	0,15	14,29	5,34
Банка – банка	99,85	85,71	94,66

Услед продубљивања светске финансијске кризе, индекс ЕМБИ је у четвртом тромесечју убрзано растао, достижући у једном тренутку (рекордни) 1.351 базни поен. На крају децембра принос на обвезнице Републике Србије којима се тргује на Луксембуршкој берзи био је на нивоу од око 1.225 базних поена изнад приноса на обвезнице америчког Трезора (US Treasuries). Пораст индекса ЕМБИ указује на смањење спремности инвеститора да улажу у Србију, што додатно појачава тренутне депресијацијске притиске.

У јануару 2009. године динар је наставио да депресира према евр, достигавши 9. јануара историјски минимум од 94,4 динар/евро. Промет на МДТ-у између пословних банака и даље је врло низак (испод 20 милиона евра). Народна банка Србије наставила је да организује фиксинг састанке и учествује у трговини на МДТ-у.

Кретања девизних курсева у ширем окружењу

Депресијација динара према еврџ од 13,5% у четвртом тромесечју 2008. године, иако знатна, није била усамљен случај. Наиме, у последња три месеца прошле године, мањи или већи пад вредности домаће валуте у односу на евро забележиле су и остале земље централне и источне Европе, као и неке развијене земље (Велика Британија, Норвешка, Шведска). Као што табела показује, Србија се међу европским земљама с флексибилним режимом девизног курса по интензитету депресијације налазила у средини. Највећи притисак на валуту забележен је у Пољској.

Табела 1. Депресијација националних валута према еврџ (крај периода)

	Четврто тромесечје 2008.
Пољска	-18,3
Велика Британија	-17,0
Норвешка	-14,5
Исланд	-14,4
Србија	-13,5
Русија	-11,8
Шведска	-9,9
Чешка	-8,4
Мађарска	-8,2
Румунија	-6,3
Хрватска	-3,1

Извори: Европска централна банка и националне централне банке.

Повећаној нестабилности девизног курса у многим земљама допринели су поремећаји на глобалном финансијском тржишту и повећана несклоност инвеститора према ризику. Депресијацијски притисци у транзиционим економијама највећим делом резултат су одлива капитала из ових земаља и отежаног приступа иностраним средствима финансирања. Осим тога, због снажног успоравања глобалне економије (све дубља рецесија у САД, еврозони и Великој Британији) и пратећег пада цена примарних производа и хране на светским тржиштима, који су допринели бржем паду инфлације од очекиваног – многе централне банке знатно су релаксирале своју монетарну политику. У протеклом тромесечју већина централних банака посматраних земаља је бар у једном наврату снизила своју референтну каматну стопу.

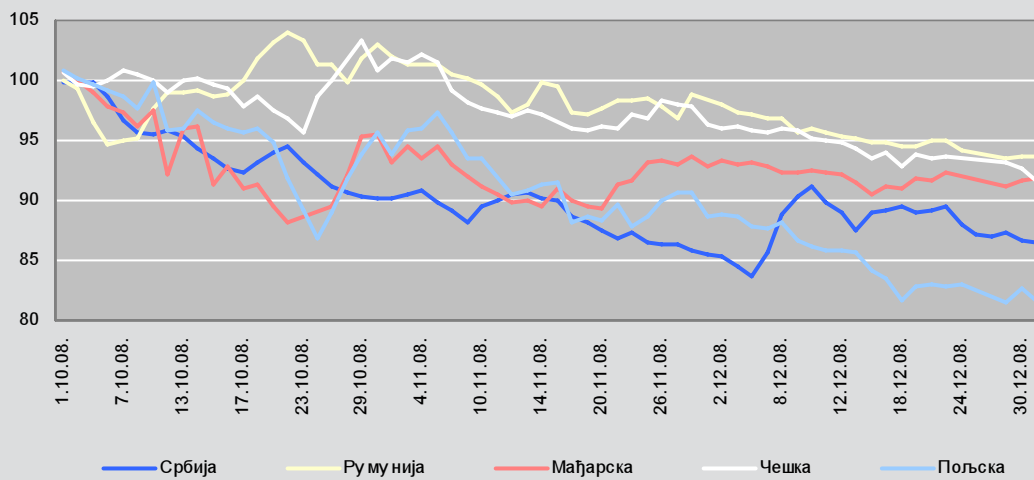
Кад је реч о развијеним земљама, и Велика Британија забележила је депресијацију од чак 17%. С обзиром на то да је ова земља била европски центар секјуритизације¹⁾, а британска фунта, због политике високих каматних стопа у претходном периоду, била тзв. *carry-trade* валута²⁾ – са отпочињањем актуелне светске финансијске кризе, односно с губитком поверења у секјуритизацију и у корист *carry-trades* валута, и британска валута почела је да губи на својој вредности.

¹⁾ Процес у коме су се зајмови домаћинстава и предузећа препакивали у разноврсне обвезнице, које су се затим продавале домаћим и страним инвеститорима.

²⁾ Страни инвеститори узимали су позајмице у нископроносним валутама попут јапанског јена и швајцарског франка и потом их инвестирали у британску фунту.

Важан фактор јачања евра (али и америчког долара и швајцарског франка) према осталим валутама јесте и традиционално гледање финансијских тржишта на ове три валуте као на сигурносно уточиште (енгл. *safe heaven*) у временима криза. Дакле, светска финансијска криза утиче на кретање валута многих земаља, и слабљење националне валуте није феномен с којим се суочава само Србија.

Графикон 1. Кретање курсева националних валута према еврџ
(30. 9. 2008 = 100, пад представља депресијацију)



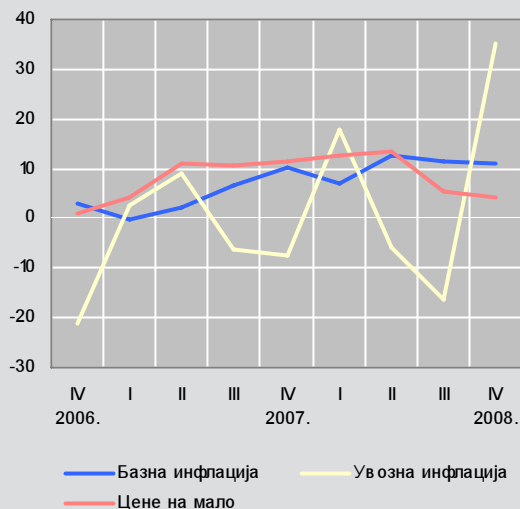
2. Увозне цене

Увозна инфлација је у четвртом тромесечју остварила драстичан раст, због знатне депресијације динара. Овај раст се није одразио на базу инфлацију. Ипак, већ у првом тромесечју 2009. очекујемо знатније инфлаторне притиске по том основу.

Увозна инфлација је у четвртом тромесечју била изразито висока, и на годишњем нивоу¹²⁾ износила је чак 35,2%. Такво кретање је било резултат депресијације номиналног ефективног курса динара¹³⁾ од 39,7% (просечно годишње). Цене у ЕУ и САД¹⁴⁾ оствариле су пад од 3,2% (просечно годишње) и тиме само делимично ублажиле раст увозне инфлације. Знатан раст увозне инфлације се очекивао, с обзиром на јаке депресијацијске притиске забележене већ крајем трећег тромесечја.

Међутим, због пада цена сирове нафте на светском тржишту, раст увозне инфлације није се одразио на раст базе инфлације, која је чак и нешто нижа него у претходном тромесечју (11,1% наспрам 11,6%, на годишњем нивоу).

Графикон III.2.1. База и увозна инфлација (тримесечне стопе раста на годишњем нивоу)



Извори: НБС и Euro stat.

Увозна инфлација ће у првом тромесечју наредне године највероватније бити позитивна, с обзиром на и даље јаке депресијацијске притиске.

Кретање цене нафте и примарних производа

Када се крајем трећег тромесечја 2008. године цена барела уралске нафте спустила на ниво од 91 долар, говорили смо о драстичном паду у односу на јули 2008. године – када је она достигла свој највиши ниво од 147 долара по барелу. Како оценити кретање цене нафте у четвртом тромесечју 2008. године ако је та цена током тог тромесечја преполовљена? Цена уралске нафте спустила се крајем 2008. године на ниво од 44 долара по барелу, и тај силазни тренд практично ништа не може зауставити, чак ни одлука земаља ОПЕС-а да знатно смање дневну производњу (за 2,2 милиона барела). Поједине земље ОПЕС-а, али и велики произвођачи који нису чланови ове групе (Русија), веома су забринути због наглог и неочекиваног пада цене нафте у кратком периоду јер су своје буџетске издатке за 2009. годину пројектовали према просечној цени нафте од бар 75 долара по барелу. Пошто је овакав сценарио практично неостварљив, доводи се у питање реализација многих пројеката и циљева. С друге стране, неочекивано велики пад цене нафте донекле је ублажио снажан ефекат финансијске кризе који се прелио на реални сектор и развијене привреде (САД, Јапан и земље еврозоне) увео у рецесију. Пад цена нафте за земље које су највећи увозници уједно је и једина добра вест у поплави песимистичких оцена и макроекономских прогноза.

Познато је да је основни узрок драстичног пада цене нафте значајан пад тражње за овом сировином у развијеним земљама, узрокован уласком у рецесију. И не само у развијеним земљама, већ и у Кини и Индији, чије су привреде у последњих неколико година биле у наглашеној експанзији и великим су делом допринеле повећању глобалне тражње за нафтом. Томе је у 2008. години дошао крај, а, према оценама Међународне агенције за енергетику, пад тражње за нафтом наставиће се и у 2009. години, тако да ћемо у две узастопне године имати пад тражње за нафтом. Разлози који би могли утицати на кретање цене нафте

¹²⁾ Однос просека два узастопна тромесечја подигнут на годишњи ниво.

¹³⁾ Евро 80%, долар 20%.

¹⁴⁾ При обрачуна инфлације у свету користи се пондерисани просек инфлације у ЕУ и САД (пондери 80 : 20).

у супротном правцу (смањење производње земаља ОПЕС-а, геополитички фактори) немају у овом тренутку довољну тежину да преокрену тај правац пошто је глобални пад тражње за нафтом незаустављив.

До сада су се готово све прогнозе економских аналитичара у вези с кретањем цене нафте показале нетачним (па тако и наша последња) – да ће она крајем 2008. године износити 75 долара. При прогнозирању цене нафте у 2009. години (да ће, попут прогноза осталих економиста, бити знатно нижа) узећемо у обзир очекивано смањење глобалне тражње за нафтом и очекивану оштру и дуготрајну рецесију у најразвијенијим земљама света. С друге стране, претпоставићемо да ће земље ОПЕС-а смањивати производњу нафте и да ће се погоршати геополитичка ситуација у региону Блиског истока. Полазећи од тога, очекујемо да ће просечна цена барела уралске нафте у 2009. години износити око 45 долара, а крајем првог тромесечја 2009 – око 42 долара.

И цене осталих важних сировина знатно су пале. Од обојених метала – истичемо бакар, чија се цена од априла (кад је достигла највиши ниво од 8.715 долара за једну тону) до октобра преполовила. Пад је настављен, па се средином јануара 2009. бакар продавао на тржишту по цени од 3.290 долара за једну тону. Још један обојени метал – алуминијум, бележи најнижу цену у последњих пет година, док се цена злата, као сигурносног уточишта, креће око 840 долара за тројунцу.

3. Платнобилансна кретања

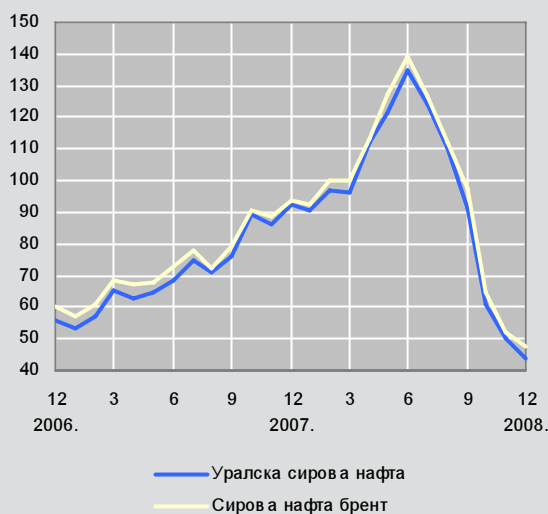
Пренети ефекти светске економске кризе – у виду недостатка капитала на светском финансијском тржишту и рецесије – знатно су утицали на платнобилансна кретања Србије у четвртом тромесечју 2008. године. Дефицит у билансу текућих трансакција је смањен, али је, супротно вишегодишњим кретањима, забележен дефицит у капиталном и финансијском билансу, што је резултирало смањењем девизних резерви.

Биланс текућих трансакција

У четвртом тромесечју регистрован је најнижи дефицит текућих трансакција у протеклој години, чиме је знатно смањен његов удео у БДП-у (15,1%). Побољшање дефицита текућих трансакција пре свега је било условљено смањењем спољнотрговинског дефицита и (делимично) суфицитом на позицији текућих трансфера, у оквиру којих је регистрован изузетно висок прилив по основу дознака (1.167 милиона долара).

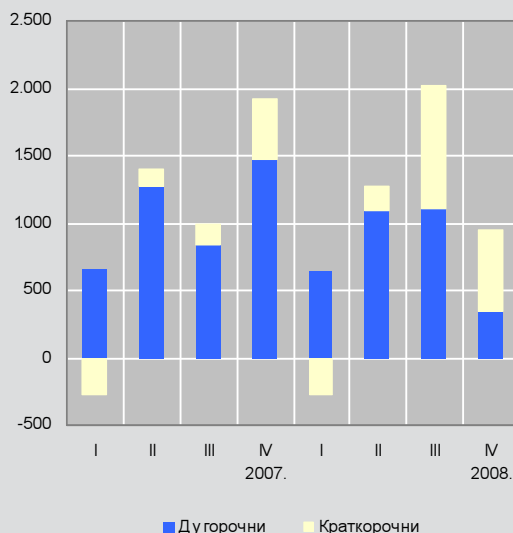
Према истом периоду претходне године, дефицит робне размене смањен је за 15,3%, као последица бржег пада увоза (11,7%) од извоза (7,3%). Последично, повећана је покривеност увоза робе извозом, с 45,3% у четвртом тромесечју 2007. на 47,6% у упоредивом периоду 2008. године, док је удео дефицита робне размене у БДП-у благо смањен (с 24,1% на 22%).

Графикон III.2.2. Кретање цена нафте (у САД доларима)



Извор: Bloomberg.

Графикон III.3.1. Нето коришћење финансијских кредита (у млн САД долара)



Табела III.3.1. Платни биланс у % БДП-а

	III 2007.	III 2008.	IV 2007.	IV 2008.
Текући рачун	-13,8	-16,6	-16,4	-15,0
Биланс робе и услуга	-21,7	-22,3	-24,8	-22,3
Доходак	-0,9	-1,3	-2,7	-4,2
Текући трансфери	8,9	7,1	11,0	11,4
Капитални рачун	0,1	0,0	0,0	0,0
Финансијски рачун (без промене девизних резерви)	18,5	18,3	18,7	-3,0
Директне инвестиције – нето	5,6	1,5	9,3	2,4
Портфолио инвестиције – нето	1,6	0,3	1,2	-0,4
Трговински кредити – нето	1,2	-1,9	1,8	2,5
Финансијски кредити – нето	9,7	14,6	15,5	8,5
Готов новац и депозити – нето	0,3	3,9	-9,1	-16,1
Остало	0,2	0,0	0,1	0,0
Грешке и пропусти – нето	0,2	1,0	-0,4	-2,2
Укупан биланс	5,0	2,8	1,9	-20,2

Десезонирани подаци о робној размени указују на то да је динамика увоза и извоза конзистентна с падом индустријске производње.

Према економској намени, у структури извоза једина група производа која бележи раст јесу производи

широке потрошње, док је код осталих категорија регистрован пад. Кад је реч о увозу, све ставке бележе пад, који је најизраженији код основних средстава.

Дефицит биланса услуга бележи знатан пад (64,5%), пре свега услед смањења одлива по основу саобраћаја, а дефицит дохотка има међугодишњи успоренији раст у четвртном тромесечју у односу на треће – због мањег доприноса нето одлива дохотка од инвестиција.

Дефицит робе и услуга, као и дефицит дохотка, у четвртном тромесечју су на нешто нижем нивоу у односу на исти период претходне године. Покривеност ових дефицита текућим трансферима повећана је с 40,2% на 43,2%, што је утицало на смањење дефицита текућих трансакција (без званичне помоћи).

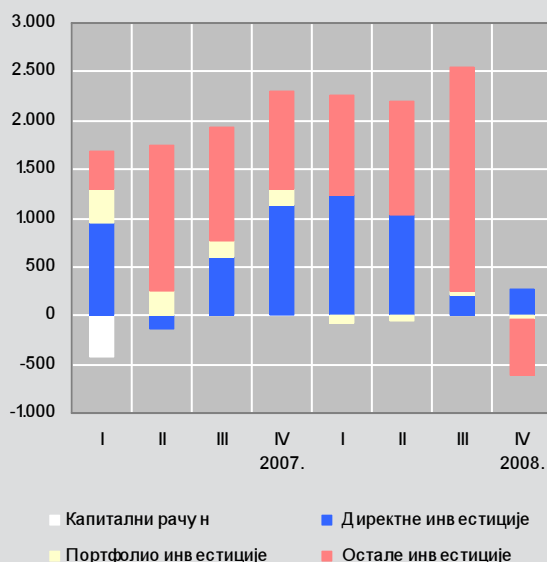
У четвртном тромесечју забележен је највећи суфицит текућих трансфера у протеклој години. Он је највећим делом резултат сезонски условљеног високог прилива средстава по основу дознака из иностранства, иначе уобичајеног у последњем тромесечју. Нето прилив по овом основу износио је 1.167,1 милион долара. Међутим, потребно је имати у виду да, осим сезонског прилива и утицаја празника, велики део тог износа чини и конвертовање повучене девизне штедне грађана у мењачницама.

Биланс капиталних и финансијских трансакција

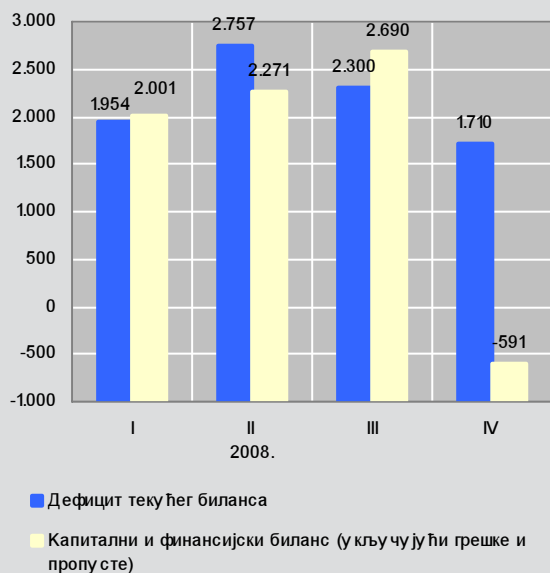
Када се из позиције финансијског рачуна искључе промене девизних резерви Народне банке Србије, први пут је регистрован дефицит финансијских трансакција.

Дефицит финансијског рачуна је у највећој мери последица пада девизних резерви банака, које су током последњег тромесечја снажно притискале девизну ликвидност по основу повлачења девизне штедне грађана. Ефекти светске финансијске кризе и осетно отежан приступ екстерним изворима финансирања резултирали су, поред нето одлива портфолио инвестиција, и изузетно ниским нивоом нето прилива страних директних инвестиција (275 милиона долара), као и финансијских кредита (968 милиона долара). Скроман прилив страних директних инвестиција већ друго тромесечје заредом резултат је изостанка прихода по основу приватизација и докапитализација банака, којих је било током прве половине године. У последњем тромесечју у структури страних директних инвестиција доминирала су улагања у финансијски сектор, индустрију, промет некретнина и грађевинарство.

Графикон III.3.2. Структура нето прилива капитала (у млн УСД)



Графикон III.3.3. Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала (у млн САД долара)



Напомена: Финансијски биланс без промене девизних резерви.

Графикон III.3.4. Покривеност увоза девизним резервама*



*Тр. м. подаци.

Знатно отежане могућности екстерног финансирања како предузећа тако и банака резултирале су изузетно ниским нето приливом финансијских кредита у последњем тримесечју. У условима појачаног притиска на девизну ликвидност, банке су до неопходних средстава настојале да дођу краткорочним задужевањем. Резултат тога је да је укупно нето задужење банкарског сектора у овом периоду било у највећој мери краткорочно, и износило је 542 милиона долара. У истом периоду регистрован је рекордно низак ниво нето задужења предузећа (од свега 408 милиона долара), а у току октобра готово да није ни било директног задужевања предузећа у иностранству (свега 12,8 милиона долара). До повећања нето прилива дошло је у новембру (321 милион долара), да би у децембру поново био регистрован изузетно низак ниво прилива по овом основу (94 милиона долара).

Дефицит капиталног и финансијског рачуна (без промене девизних резерви Народне банке Србије, уз негативан биланс текућег рачуна, резултирао је негативним салдом укупног платног биланса и падом девизних резерви за 2.301,4 милиона долара по том основу (без међувалутних промена).

Девизне резерве Народне банке Србије су на крају године биле на нивоу од 11.477 милиона долара, што је у односу на упоредив период претходне године смањење од 19,3%. Покривеност увоза робе и услуга

Табела III.3.2. Доприноси стопи раста девизних резерви НБС (у процентним поенима)

	2007.		2008.		
	IV	I	II	III	IV
Девизне резерве НБС (раст у %)	5,6	6,1	-4,7	-3,1	-17,6
Девизно тржиште	2,8	-1,3	0,7	1,5	-5,2
Мењачки послови	3,0	1,3	1,4	0,9	1,6
Нето продаја девиза НБС на МДТ-у	-0,7	-3,0	-1,2	0,0	-7,4
Привремени платни промет ¹⁾	0,6	0,4	0,5	0,6	0,6
Обавезна резерва на девизне депозите и кредите, као и на тзв. нову девизну штедњу	-1,9	0,0	-2,5	1,5	-11,4
Иностранци кредити држави	0,2	0,1	0,4	0,0	0,2
Донације	0,2	0,1	0,3	0,2	0,2
Тзв. стара девизна штедња и Зајам за привредни препород	-0,2	-0,1	-1,7	-0,4	-0,1
Остало ²⁾	4,4	7,2	-1,8	-5,9	-1,3

¹⁾ Платни промет с Црном Гором (до 26. јуна) и Косовом и Метохијом.

²⁾ Приходи од приватизације, кредити ММФ-а итд.

девизним резервама у четвртном тримесечју обезбеђена је за период од 6,3 месеца.

Смањење девизних резерви у току четвртог тромесечја последица је превасходно смањења издвојене девизне обавезне резерве банака (допринос паду девизних резерви од 11,4 п.п.) и продаје девиза Народне банке Србије на МДТ-у (допринос од 7,4 п.п.), а затим и негативних међувалутних промена, отплате обавеза по основу тзв. старе девизне штедње и Зајма за привредни препород.

Девизне резерве су повећане по основу нето откупа девиза из мењачких послова Народне банке Србије (допринос од 1,6 п.п.), затим привременог платног промета с Косовом и Метохијом (0,6 п.п.), те иностраних кредита држави и донација (по 0,2 п.п.).

4. Монетарна кретања

Тражња за новцем додатно је смањена у четвртом тромесечју, што је, пре свега, последица успоравања економске активности и раста каматних стопа банака. Кредитну активност домаћих банака карактерише даље успоравање, нарочито према привреди. Директно задуживање предузећа у иностранству такође се смањује.

Монетарни агрегати

На монетарна кретања у току четвртог тромесечја пресудно је утицала светска економска криза, како кроз смањени прилив средстава из иностранства, тако и кроз повлачење девизне штедње услед пада поверења грађана у банкарски систем. Због тога је Народна банка Србије донела нове мере да би јачала девизну ликвидност банака, а и интензивније је интервенисала на МДТ-у. Веће креирање примарног новца динарским каналом било је и последица изузетно експанзивне фискалне политике.

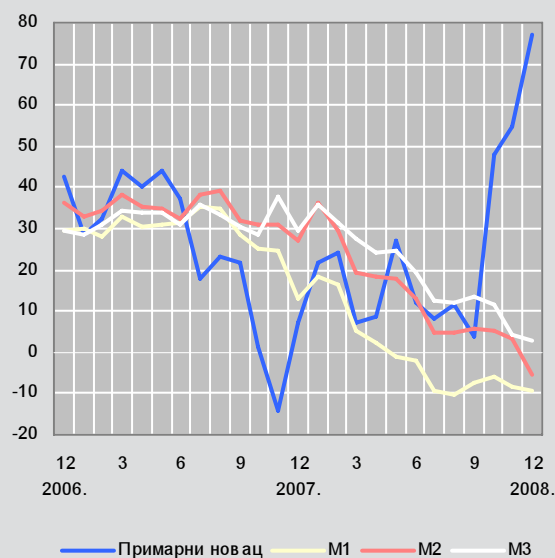
У четвртом тромесечју монетарни агрегати су исказали потпуно супротна кретања него у претходном – примарни новац је готово удвостручен, док су остали агрегати забележили минимално номинално повећање. Повећање примарног новца у току овог тромесечја је скоро у потпуности последица враћања раније купљених хартија од вредности, те повлачења динарских депозита државе за око 45 милијарди динара. Креирани новац делом је повучен интервенцијама Народне банке Србије на МДТ-у.

И поред тога што је у октобру референтна каматна стопа повећана за 200 базних поена (на ниво 17,75%), банке су већи део раније купљених хартија од вредности вратиле кроз репо трансакције. Томе је допринела и одлука Народне банке Србије о повећању

Табела III.4.1. Стопе раста монетарних агрегата (у процентима)

	2007.		2008.			Учешће у М3 (дец.)
	IV	I	II	III	IV	
М3	14,2	5,5	-0,7	4,0	0,8	100,0
Девизни депозити	10,4	14,1	-0,8	4,1	-1,3	60,2
М2	19,7	-5,8	-0,5	3,9	4,0	39,8
Орочени дин. депозити	31,2	-0,8	-0,1	12,6	-2,5	15,5
М1	14,0	-8,7	-0,8	-1,6	8,6	24,3
Депозити по виђењу	12,3	-8,7	-0,6	-3,6	0,4	15,2
Готов новац у оптицају	17,8	-8,7	-1,2	3,0	25,7	9,1

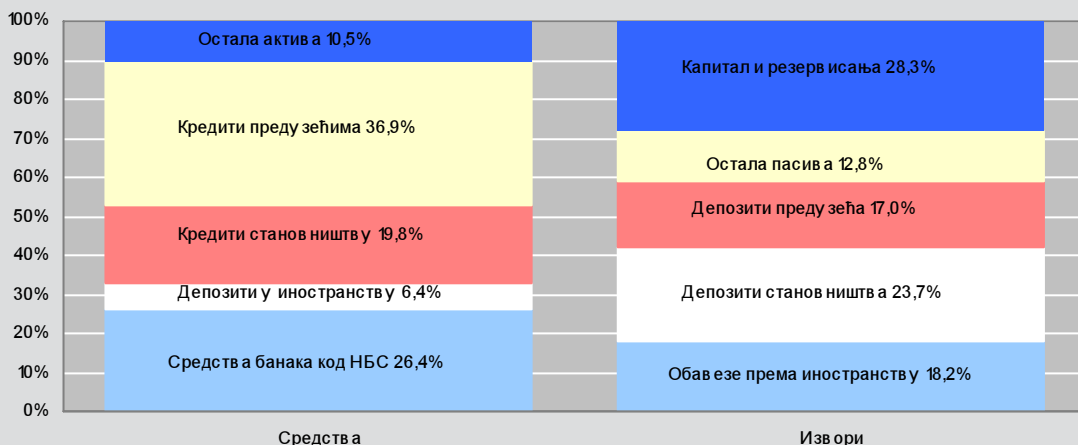
Графикон III.4.1. Кретање монетарних агрегата дефлационирано ценама на мало (међугодишњи раст, у %)



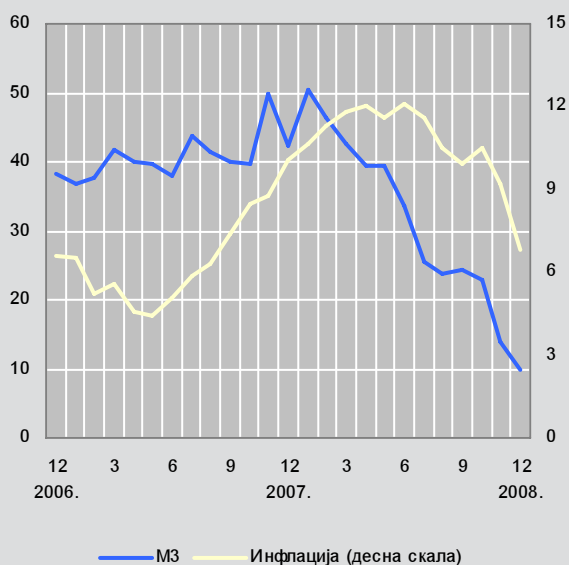
учешћа динарског издвајања девизне обавезне резерве, најпре у октобру (с 10 на 20%) а затим и у децембру (с 20 на 40%). По овом основу из репо хартија повучено је око 100,5 милијарди динара. Преостали део ових средстава банке су изнеле на девизно тржиште, ради куповине девиза којима су измириване обавезе по основу девизне штедње грађана и доспелих кредита из иностранства. Крајем децембра стање купљених репо хартија смањено је на 90,2 милијарде динара.

У структури примарног новца дошло је до повећања средстава која су банке задржале на својим рачунима и благајни, као и сезонског уобичајеног повећања

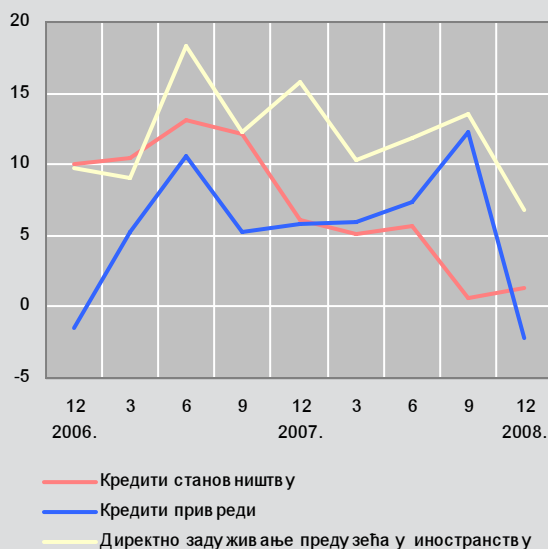
Графикон III.4.2. Структура биланса стања банкарског сектора у децембру 2008.



Графикон III.4.3. Кретање понуде новца и инфлације (међугодишњи раст, у %)



Графикон III.4.4. Реални домаћи кредити и директно задуживање предузећа у иностранству (тримесечне стопе раста, у %)



готовог новца у оптицају (за 25,7% у односу на септембар). Банке су крајем децембра повећале слободне резерве делимично и зато да би задовољиле просечно стање динарске обавезне резерве за дати обрачунски период.

Иако остале динарске новчане агрегате (М1 и М2) карактерише повећање (које је превасходно последица сезонског повећања готовог новца), ове категорије се, реално посматрано, и даље крећу испод дугорочног тренда. Последње тримесечје обележено је повлачењем динарских и девизних штедних улога. Повлачење девизне штедње грађана од готово

милијарду евра се (реално посматрано) негативно одразило на укупна ликвидна средства (М3).

Ипак, у децембру је повлачење девизне штедње заустављено, тако да је она на крају 2008. године износила 4,8 милијарди евра; то је делом резултат повећања гарантованог дела штедног улога (с 3.000 на 50.000 евра), а делом и привременог укидања пореза на капиталну добит на штедне улоге.

У току последњег тримесечја, расту М3 највише је допринело смањење депозита државе, како код Народне банке Србије, тако и код пословних банака.

Пласмани банака

Тренд успоравања кредитне активности настављен је и у последњем тромесечју. Банке су приватном сектору од почетка године одобриле 230 милијарди динара кредита, тако да је прираст укупних кредита у БДП-у износио 9%. Истовремено, учешће кредита приватном сектору у БДП-у тренутно износи 39,4 %, од чега се на кредитне становништво односи 14,1%.

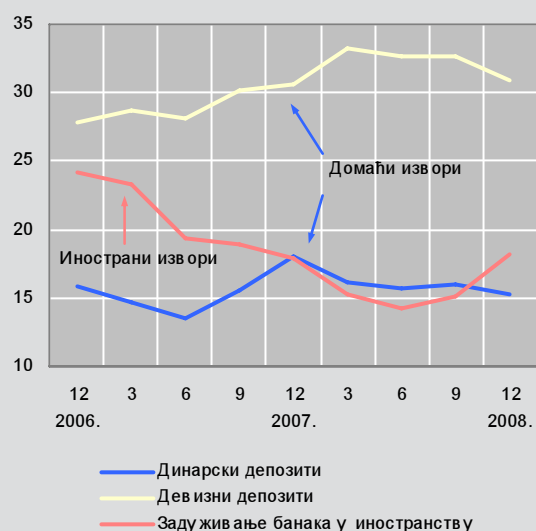
Успоравање кредитне активности банака најизраженије је у сектору привреде, које у четвртном тромесечју бележи реално, а у децембру у односу на новембар – и номинално смањење. Међугодишња номинална стопа раста у децембру је износила 40%, док је реална¹⁵⁾ смањена на 24,9% (с 35,2% у

Имајући то у виду, у последњем тромесечју уочен је пораст учешћа проблематичних кредита (НПЛ), међутим квалитет кредитног портфолија банака је и даље задовољавајући јер проблематични кредити учествују са око 5,6% у укупним кредитима. Ово нарочито важи уколико се упореде значајна резервисања која су банке образовале за покриће потенцијалних губитака по кредитима, а која превазилазе износ проблематичних кредита.

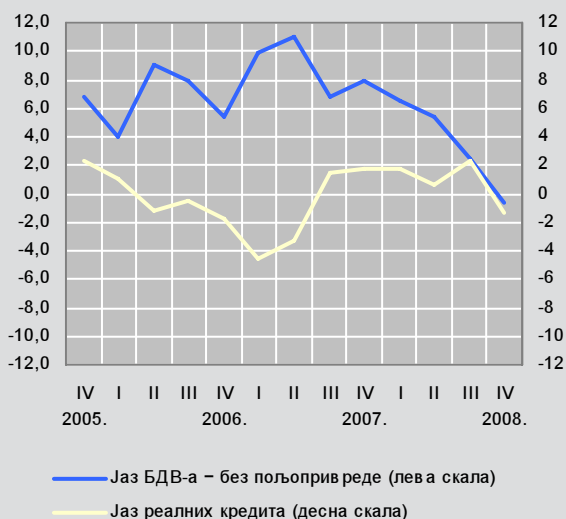
Иако се директно задуживање предузећа у иностранству успорава, оно још није заустављено. Гледано по месецима, једино је у новембру остварено нешто веће задужење, док је у децембру било занемарљиво.

И поред тога што је у четвртном тромесечју остварен пад девизне и динарске штедње, она је и даље

Графикон III.4.5. Извори раста пласмана банака (у % билансне суме банака)



Графикон III.4.6. Веза између реалних кредита приватном сектору и економске активности



септембру). Код јавних предузећа није евидентирано значајније задуживање у току четвртог тромесечја.

С друге стране, кредити становништво бележе реалан раст, пре свега захваљујући порасту стамбених кредита, док је задуживање по основу готовинских и потрошачких кредита, по основу минусног салда и кредитних картица забележило пад. Дугорочније гледано, раст кредита становништво такође се успорава будући да међугодишње стопе раста изnose 25% номинално, тј. 13,2 % реално.

најзначајнији извор финансирања кредитне активности. Ипак, у односу на претходно тромесечје повећан је удео иностраних извора у финансирању. Пораст задуживања банака у иностранству, посебно изражен у октобру, последица је доношења одлуке о ослобађању издвајања обавезне резерве на ново задужење у иностранству. Скоро 75% новонастало задужења односи се на краткорочне кредитне.

Кредитна активност деловаће дезинфлаторно у наредном периоду, на шта указују и реални

¹⁵⁾ Искључени ефекти курсних разлика и инфлације.

кредити¹⁶⁾, чије је кретање у четвртом тромесечју знатно испод тренда и прати кретање негативног производног јаза (који највероватније најављује улазак домаће привреде у рецесију).

5. Кретање понуде и тражње

Економска активност

Србија највероватније улази у рецесију – БДП је у трећем и четвртом тромесечју 2008. имао негативне десезониране стопе раста. У четвртом тромесечју очекујемо знатно успоренији реални раст БДП-а (око 2,9% м.г.), пре свега због пада индустријске производње. Процењујемо да је производни јаз нето додате вредности у четвртом тромесечју негативан.

Треће тромесечје 2008.

Према извештају Републичког завода за статистику, реални раст БДП-а је у трећем тромесечју успорен (4,9%) више него што смо претпоставили у претходном извештају о инфлацији (6,7%). Одступање се већим делом односи на порезе (умањене за субвенције), будући да смо преценили њихов раст. Мерено непољопривредном додатом вредношћу, раст економске активности је успорен и износи 5,8%, углавном као последица успоравања саобраћајне активности и индустријске производње. Према десезонираним подацима, БДП је у трећем тромесечју опао за 1,6% на годишњем нивоу, док је раст нето додате вредности (НДВ) успорен у односу на претходно тромесечје (2,3% наспрам 5,5% на годишњем нивоу).

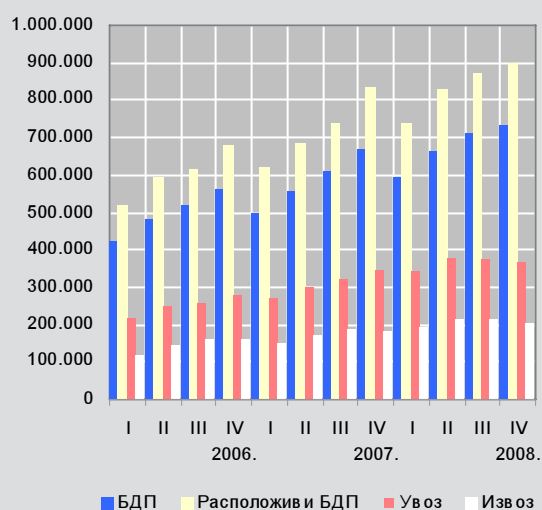
Бруто додата вредност је у трећем тромесечју допринела међугодишњем расту БДП-а с 5,2 п.п, а порези (умањени за субвенције) имали су негативан допринос од 0,2 п.п. Посматрано по производном принципу, укупном расту привредне активности, и поред успоравања, највише је допринела саобраћајна активност (1,8 п.п), као и финансијско посредовање (0,9 п.п).

Структура раста БДП-а није битно измењена у односу на претходна тромесечја – и даље предњачи раст услуга (7,5%) у односу на материјалну производњу (3,5%), али уз тенденцију смањивања разлике. У

Графикон III.5.1. Допринос међугодишњем расту БДП-а (у процентним поенима)



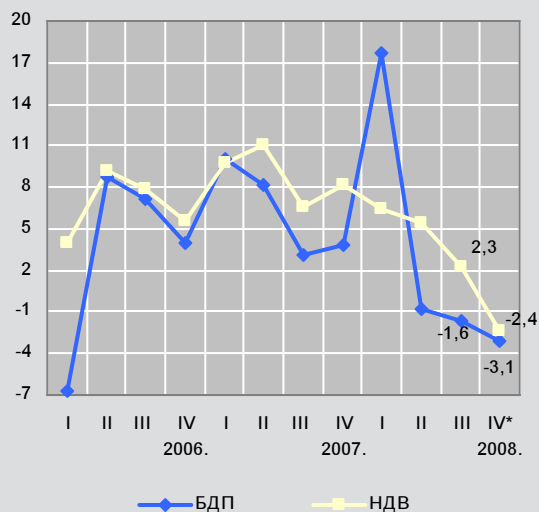
Графикон III.5.2. Кретање БДП-а – процене по тромесечјима (у млн динара)



односу на исти период претходне године дошло је до осетних промена, будући да су услуге тада оствариле раст који је чак 12,2 процентна поена био виши од раста материјалне производње.

¹⁶⁾ Укључују како задуживање привреде и становништва код домаћих банака, тако и директно задуживање привреде у иностранству.

Графикон III.5.3. Раст индикатора економске активности
(десезониране тром. стопе раста, на год. нивоу)



* Процена НБС.

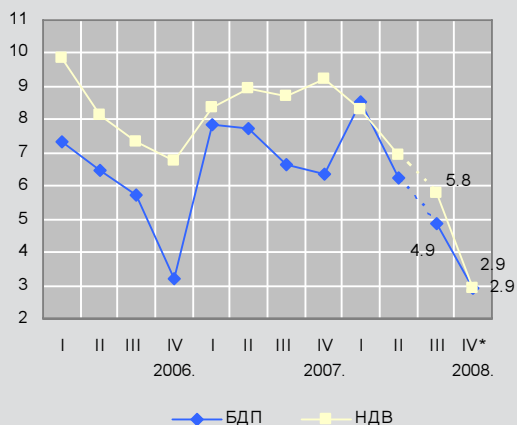
Десезонирано, у четвртм тромесечју пад реалног БДП-а износио је 3,1%, а НДВ-а 2,4% (на годишњем нивоу).

Индустријска производња је у четвртм тромесечју у односу на треће забележила пад (5,1% мг.). Децембарски подаци потврдили су наставак њеног падајућег тренда који се бележи од августа. Наиме, према десезонираним подацима, децембарска производња је у односу на јулску мања за чак 12,4%. У оквиру индустријске производње, прерађивачка индустрија је опала за 5,9% (наспрам раста од 0,7% у трећем тромесечју). Рецесијом је највише погођена производња основних метала и металских производа.

Евидентирано је знатно успоравање раста залиха готових производа у индустрији, посебно залиха капиталних производа, што је очигледан доказ неликвидности произвођача.

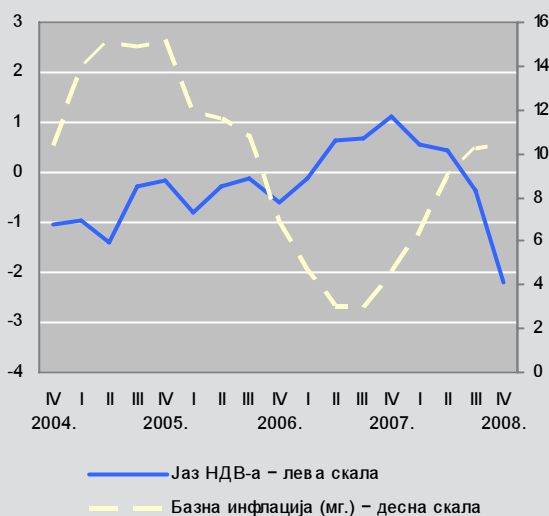
У складу с падом тражње, подаци о трговини на мало у четвртм тромесечју указују на успоренији реални међугодишњи раст. Десезонирано посматрано,

Графикон III.5.4. Раст индикатора економске активности
(међугодишње стопе раста)



* Процена НБС.

Графикон III.5.5. Производни јаз и базна инфлација



Четврто тромесечје 2008.

На основу расположивих података за поједине секторе, као и наших очекивања, процењујемо да међугодишње стопе за БДП и НДВ износе по 2,9%. Пад БДП-а, односно НДВ-а углавном је последица пада индустријске производње (21,9% на годишњем нивоу), као и пада трговине на велико и мало (8% на годишњем нивоу).

трговина на велико и мало забележила је пад од 8% (наспрам раста од 12,6% у претходном тромесечју, на годишњем нивоу).

У наредном периоду може се очекивати додатно смањење индустријске производње, због предвиђања да ће рецесија у светској економији ове године бити још израженија. Многи домаћи произвођачи су почели (или најавили) прилагођавање производње

паду иностране тражње. Тако је нпр. *US-Steel* најавио да ће почетком јануара привремено обуставити производњу у неколико погона, док је *Tigar Tajers*, који око 90% производа пласира на страна тржишта, средином децембра обуставио производњу на три недеље.

Према нашим проценама, у четвртом тромесечју стопа раста пољопривредне производње ће и даље бити на високом нивоу, највише као последица ниже прошлогодишње основице. Међутим, очекујемо негативан утицај светске економске кризе на пољопривредну производњу, због смањене могућности добијања кредита.

У складу са очекиваним падом индустријске производње, процењујемо да је повећан негативни јаз НДВ-а и да се креће око -2,2%, што може бити показатељ повећања дезинфлаторних притисака са стране тражње. У наредним месецима можемо очекивати његово даље продубљавање.

Ако се има на уму оцењени раст реалног БДП-а и цена, номинални БДП би у четвртом тромесечју 2008. године могао износити око 735 милијарде динара, што је у односу на исти период претходне године пораст од око 10,1%.

На основу платнобилансних података, расположиви БДП би могао износити око 899 милијарди динара (122,2% БДП-а). Учешће извоза робе и услуга чинило би 28%, а увоза 50,2% БДП-а.

Инострана тражња

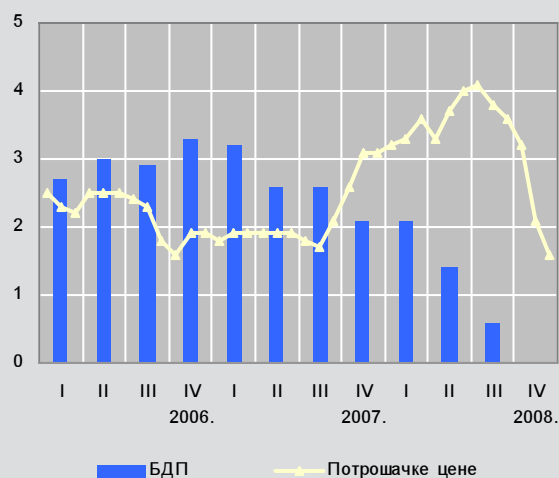
Свака нова прогноза еминентних финансијских институција и економских аналитичара која се односи на конјунктурна кретања у 2009. години лошија је од претходне. Истовремено, прогнозе појединих међународних организација које су објављене у октобру 2008. године а потом ревидиране у новембру исте године – већ у овом тренутку изгледају депласирано. Најновије прогнозе (објављене почетком 2009. године) потврдиле су да се развијене земље увелико налазе у рецесији која ће по интензитету бити најоштрија, а по дужини трајања

најдужа, од Другог светског рата. Тражња на глобалном нивоу доживела је колапс, и у току је тзв. синхронизована рецесија од које није изузет практично ниједан регион. Economist Intelligence Unit (EIU) предвиђа да ће глобални БДП у 2009. бити мањи за чак 0,9% у односу на 2008. годину. Само месец дана раније, у претходној пројекцији, EIU је прогнозирао смањење за 0,4%. Међутим, економски показатељи се из месеца у месец погоршавају, па се, сходно томе, и пројекције мењају.

Србија има највећи обим размене са земљама еврозоне за које EIU предвиђа смањење БДП-а за 2% у 2009. години, док Европска комисија прогнозира да ће то бити 1,8%. Претходна прогноза EIU за еврозону била је мање песимистичка и предвиђала је смањење БДП-а за 1,2%. Нарочито се погоршала ситуација водећег светског извозника – Немачке, којој се предвиђа смањење БДП-а за више од 2%. Немачка је посебно изложена рецесији због наглог слабљења тражње на тржиштима у успону, а ни за остале велике европске економије – Француску, Велику Британију, Шпанију – перспективе нису ништа мање суморне.

Осим знатног пада тражње у еврозони, и земље у окружењу Србије осећају последице преливања

Графикон III.5.6. БДП и инфлација у еврозони (међугодишње стопе раста)



финансијске кризе на реални сектор. У Хрватској се очекује да, након трећег тромесечја 2008. године, и четврто забележи негативан привредни раст, чиме би ова земља и званично ушла у рецесију. Снажно успоравање привредног раста и знатан пад вредности некретнина бележи се у Црној Гори, док је Босна и Херцеговина донекле заштићена од ефеката светске финансијске кризе јер је у питању мала и прилично затворена економија, која је у највећој мери упућена на тржиште Србије. Ипак, не може се очекивати да ће у 2009. остати исти обим размене са Србијом као у 2008. години.

Очекује се да ће извоз Србије, због снажне рецесије у еврозони и земљама у окружењу, бити знатно мањи у 2009. години него у 2008.

Према прогнозама ЕИУ, благи опоравак светске привреде може се очекивати тек у 2010. години, када се предвиђа глобални раст од 1,4%. Поједини економски стручњаци предвиђају бржи опоравак и за националне економије. Тако нпр. немачка влада очекује опоравак већ од средине 2009. године, а председник Бундесбанке, који је још већи оптимиста, сматра да би чак друго тромесечје 2009. године могло донети позитиван раст, односно да се највећи пад производње већ догодио у четвртом тромесечју 2008. И поред прогноза о благом расту привредне активности од средине 2009. године, немачка влада сматра да то неће бити довољно да ублажи контракцију привредне активности у 2009. години од 2,25%. У прилог свему овоме је и очекивање знатног пада трговинске размене на глобалном нивоу од око 2% у 2009. години у поређењу с 2008.

Значај заједничке европске монете у условима финансијске кризе

Сам почетак 2009. године протиче у знаку значајног јубилеја – десетогодишњице настанка евра, заједничке европске валуте. У овом периоду евро је прешао пут од валуте којој су многи предвиђали брз крах до (данас) сигурног уточишта за инвеститоре. Томе је највише допринела антиинфлаторна монетарна политика Европске централне банке, настављена у најбољој традицији Бундесбанке.

Предност чланства у еврозони најбоље су могле уочити оне земље у којима су постојали (и још постоје) отпори прихватању евра, и то оног момента кад је финансијска криза узела свој данак погодивши европске земље са локалном валутом (Исланд, Мађарска). Чак су и неки британски политичари изјављивали да би земља била мање изложена удару кризе да је којим случајем чланица еврозоне. С друге стране, земље с високим јавним дугом и великим банкама (Белгија, или Шпанија с високим платнобилансим дефицитом) имале би великих потешкоћа да нису заштићене чланством у еврозони. Ни гаранција Ирске на банкарске депозите не би имала такву тежину да има сопствену валуту.

Међутим, заштита од екстерних шокова коју земљама чланицама пружа припадност еврозони истовремено их удаљава од процеса структурних реформи. Наиме, у моменту испуњења услова за улазак у монетарну унију – за већину земаља које испуне критеријуме конвергенције ту престаје даљи рад на структурним реформама. Италија је нпр., због смањења каматних стопа које јој је донело чланство, обуставила напоре да даље смањи јавни дуг и буџетски дефицит. Због смањеног валутног ризика инвеститори су интензивно улагали у Шпанију, финансирајући на тај начин експанзију потрошње и све већи платнобилансни дефицит. Међутим, након избијања финансијске кризе, ризици за поједине земље чланице еврозоне веома су се повећали. То се најбоље види у томе што су, пре него што је криза започела, инвеститори правили малу разлику између инвестирања у државне обвезнице Немачке и Италије. У једном тренутку пре избијања кризе, разлика у спреду између две обвезнице рочности од 10 година износила је свега 16 базних поена, да би након кулминације кризе била повећана на 140 базних поена, с тенденцијом даљег раста због забринутости инвеститора за стање јавних финансија Италије и њену посрнулу економију. Слична ситуација је и с државним обвезницама Шпаније, код којих спред у односу на немачке обвезнице износи 92 базна поена, а код грчких чак 232. Због тога је агенција за одређивање кредитног рејтинга Стандард енд Пурс (*Standard&Poor's*) наговестила могућност смањења кредитног рејтинга за ове две земље које, будући да су чланице еврозоне, спадају међу најквалитетније зајмотражиоце. Осим Грчке и Шпаније, упозорење да им се може смањити кредитни рејтинг добиле су још и Ирска и Португал. У међувремену је *Стандард енд Пурс* и званично смањио кредитни рејтинг Грчке са А на А-, што је чак шест нивоа испод најквалитетнијег рејтинга који може имати зајмотражилац, а то је ААА.

Не може се оспорити да се евро показао као сигурносно уточиште у временима финансијске кризе за оне земље које су чланице еврозоне. Као што смо већ напоменули, неке земље нечланице сматрају да би било боље да припадају еврозони него што имају сопствену валуту. Евро је атрактиван као валута због величине монетарне уније, политичке стабилности и чврсте монетарне политике. Ипак, и поред свега тога, у јеку финансијске кризе (која вуче корене из Америке) долар је знатно ојачао у односу на евро. Поставља се питање – због чега.

Поједини финансијски аналитичари сматрају да евро неће моћи угрозити превласт долара све док постоји као валута у више различитих држава. Управо из тог разлога, тржиште еврообвезница, с 16 различитих издавалаца, не може својом ликвидношћу конкурисати тржишту америчких државних обвезница (које имају само једног издаваоца). Централне банке које купују америчке државне обвезнице чине то управо због њихове велике ликвидности, јер се оне брзо и јефтино могу конвертовати у готов новац. Код чланица еврозоне, једино немачке државне обвезнице задовољавају критеријуме ликвидности.

Осим проблема ликвидности, постоји и бојазан инвеститора од повећаног ризика неизвршења доспелих обавеза појединих издавалаца еврообвезница (већ смо навели примере државних обвезница с повећаним спредовима).

Инвеститори у овом тренутку добро уочавају да је финансијско тржиште еврозоне исцепкано на мање делове. Такође, слаба је (или никаква) координација политике земаља чланица – од давања депозитних гаранција преко спашавања европских банака до одобравања фискалних стимуланса – као одговор на кредитну кризу. Структура финансијског тржишта еврозоне, као и недовољно синхронизована акција на ублажавању ефеката кредитне кризе, сигнализирају инвеститорима да се више држе долара као сигурносног уточишта и тако учвршћују његов статус резервне валуте. Јасно је да се, у ствари, тек у условима озбиљне финансијске кризе тестира статус резервне валуте, а долар се очигледно показао као валута која је успешније од евра положила тај тест.

Што се тиче перспективе евра као резервне валуте, она се у европским размерама можда може реализовати у односу на швајцарски франак и британску фунту, ако већ не може у односу на долар. Међутим, највећа потврда квалитета коју кулминација финансијске кризе доноси заједничкој европској валути јесте то што ће њен нови статус сигурносног уточишта битно смањити број евоскептика у оним земљама које претендују да постану чланице јединственог монетарног подручја. Исто тако, рестриктивна монетарна политика Европске централне банке не може више бити параван за све економске недаће у којима су се нашле (или ће се тек наћи) поједине земље чланице еврозоне, пре ће бити да су то поступања појединачних влада и прекомерна јавна и лична потрошња у тим земљама. Тек сада, у кризним условима, јасно излази на видело да су за макроекономске неравнотеже земаља као што су Шпанија, Португал, Грчка или Ирска одговорне економске нерационалности у тим земљама. Заштићене чланством у јединственом монетарном региону, оне су себи дозволиле да троше објективно изнад својих могућности. И поред таквог (неодговорног) понашања, ове земље су релативно добро прошле у односу на земље са сличним нерационалностима али са сопственом валутом. Због свега тога, а након избијања финансијске кризе, чланство у еврозони постало је много привлачнији циљ и практично императив за европске земље с нестабилним локалним валутама.

Нема сумње да би Србија у жеку светске финансијске кризе имала мање укупне трошкове као члан еврозоне него што ће их имати с домаћом валутом. Јасно је да би она (у таквом хипотетичком сценарију) била изложена мањем смањењу прилива капитала, мањој депресијацији валуте, односно инфлаторним претњама. Међутим, Србија још није у ситуацији да размишља на такав начин јер је кандидатура за чланство у еврозони дуготрајан процес, који захтева испуњење познатих критеријума конвергенције. Али је важно да се на том путу спроводи одговорна и транспарентна монетарна и фискална политика, која ће у средњем року омогућити да се оствари одговарајући низак ниво инфлације и макроекономска стабилност.

Индикатори потрошње становништва

У четвртој тримесечју 2008. године потрошњу становништва карактерише снажно повећање исплата социјалних издатака и успорени раст зарада. У целини, оцена је да по овом основу можемо очекивати инфлаторне притиске у наредном периоду.

На основу изабраних показатеља, оцењује се да је реална стопа раста тражње становништва у четвртој тримесечју 2008, без штедње и кредита, износила 6,1% у односу на упоредиви период 2007. године.

Евидентирани извори раста потрошачке тражње су следећи:

1) зараде: удео масе нето зарада из статистичког узорка у четвртој тримесечју 2008. године у оцењеном БДП-у износи 12,8%, што је за 0,4 структурних поена мање него у упоредивом периоду 2007; ако се претпостави да радници који нису обухваћени узорком (не рачунајући пољопривреднике и помажуће чланове домаћинства) имају у просеку исте зараде са онима који су обухваћени – учешће нето зарада у оцењеном БДП-у износи 30,3%, или за 0,5 структурних поена више у односу на упоредиви период 2007. године;

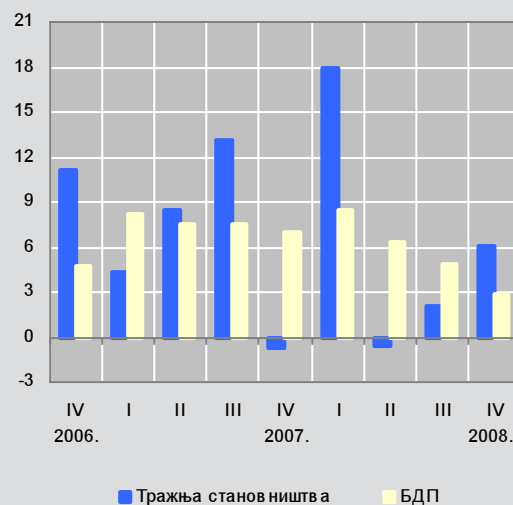
2) социјални трансфери: у четвртој тримесечју 2008. социјални трансфери су чинили 17,8% оцењеног БДП-а, што је 2,6 структурна поена више него у истом периоду 2007. године, при чему је највећи номинални пораст остварио фонд исплаћених пензија (29,3%);

3) дознаке и мењачи: регистроване дознаке и нето прилив по мењачким пословима у четвртој тримесечју 2008. чинили су 10,2% процењеног БДП-а, што је за 0,5 структурних поена више у односу на исто тримесечје 2007. године;

4) штедња и кредити: услед тога што је повлачење депозита становништва у последњем тримесечју 2008. године углавном довело до повећања девизне тезаурације – промене стања штедње нисмо узели у обзир при обрачуна динамике тражње у овом тримесечју. Стање кредита у том тримесечју смањено је за око 0,6% БДП-а.

У структури БДП-а, када се искључе штедња и кредити (чије се кретање може окарактерисати као инцидентно, а не као регуларно), приходи становништва повећали су учешће за 3,6 структурних поена (с 54,8% на 58,3%).

Графикон III.5.7. Кретање тражње становништва и БДП-а (међугодишње реалне стопе раста, у %)



На основу ових података може се закључити да ће тражња становништва генерисати инфлаторне притиске – услед више стопе њиховог реалног раста у односу на БДП.

Јавна потрошња

Четврто тримесечје 2008. године бележи дефицитарно финансирање буџета, при чему је, према методологији ММФ-а, обрачунат дефицит од 48,2 милијарде динара, са ефектом на креирање новца у износу од 46,5 милијарди динара.

Укупни консолидовани приходи без донација износили су у четвртој тримесечју 303,0 милијарди динара (што је раст од 7,7% међугодишње номинално, и пад од 1,0% међугодишње реално), док су укупни консолидовани расходи износили 351,2 милијарду динара (што је раст од 5,3% међугодишње номинално, и пад од 3,2% међугодишње реално), чиме је у четвртој тримесечју остварен дефицит буџета у износу од 48,2 милијарди динара. Консолидовани фискални дефицит у четвртој тримесечју износи 6,6% БДП-а.

Потребно је имати у виду ванредно високе расходе (али и приходе) у четвртој тримесечју 2007. године, посебно у децембру, те у том светлу посматрати показатеље номиналног и реалног раста, односно пада прихода и расхода. Ефекат на тражњу (у износу 46,5 милијарди динара) нешто је нижи од дефицита, али ипак бележи рекордну експанзивност на тримесечном нивоу. Кумулативни годишњи ефекат на

тражњу износи чак 76 милијарди динара, и такође је рекордно висок (од 2001. године).

И проценат прихода и расхода у односу на БДП благо је опао у односу на четврто тромесечје претходне две године, али је структура расхода промењена – на штету капиталних, а у корист текућих расхода.

Међу приходима, реалан међугодишњи раст бележе једино приходи по основу пореза на добит (истина, свега 0,9%, што је тенденција током целе 2008. године, али нема пресуђујући значај у укупним приходима) и приходи по основу пореза на доходак грађана (6,3%). Најважнији приходи – по основу ПДВ-а и акциза – у четвртом тромесечју бележе мањи реалан међугодишњи пад (од 2,3% и 5,7% респективно), али је то делом последица и ванредно добрих прошлогодишњих прихода, посебно у децембру. Децембарски приходи били су и ове године изразито високи, посебно кад су у питању акцизе.

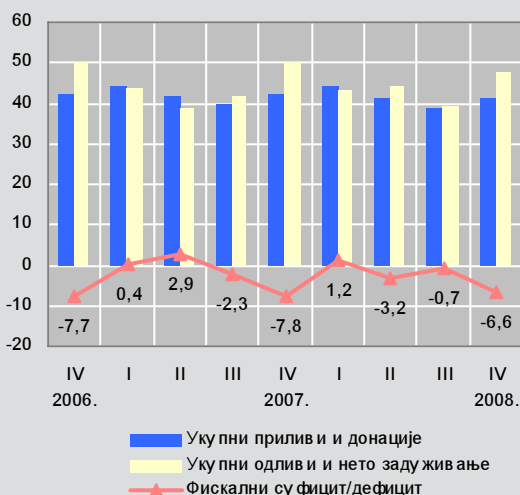
Међу расходима, највиши реалан раст (чак и у поређењу с рекордним четвртим тромесечјем 2007. године) бележе приходи по основу социјалних давања из буџета, посебно пензија (18,7% и 22,2% респективно), док приходи по основу зарада запослених бележе реалан раст од 4%. Расходи по основу субвенција су у четвртом тромесечју у паду (1,8% реално) у односу на претходну годину, као и капитални расходи (8,1% реално). Иако је извршење капиталних расхода у децембру знатно убрзано (доприносиће тиме експанзивности фискалне

политике), њихово укупно извршење за 2008. годину, у износу 96,6 милијарди динара, представља 71,5% планиране суме. Будући да су укупни расходи планирани за 2008. годину извршени у целости, разлика је надокнађена већим трошењем у категоријама текућих расхода, посебно расхода по основу трансфера становништву. Ова појава постоји у извршењу буџета уназад неколико година, отежава дугорочну одрживост буџета и негативно утиче на инфлацију.

Како је буџет за 2009. ипак нешто рестриктивнији од оног за 2008. годину, те будући да прва половина године доноси (типично) благо рестриктивну или неутралну фискалну политику, у наредном тромесечју не очекујемо притиске на инфлацију какве смо имали у протеклих неколико месеци. Ипак, имајући у виду још увек неизван обим утицаја глобалне кризе на фискалне приходе, могућност наставка експанзивности фискалне политике не треба искључити ни у наредном периоду.

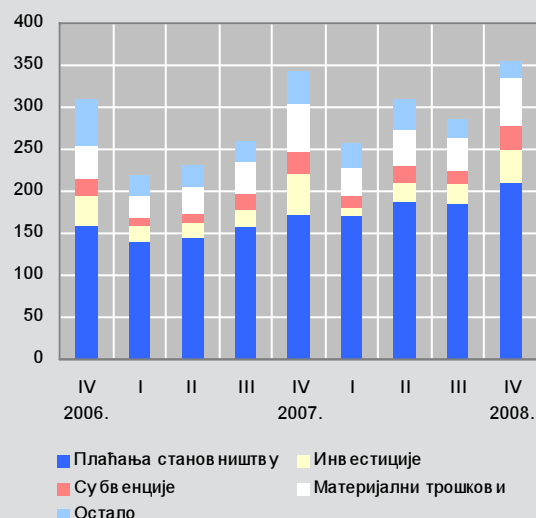
Најпожељније би било да Влада испуни најаве повећања улагања у капиталне пројекте и у привреду а да при том замрзне и трансфере становништву (пре свега зараде запослених и пензије), што је обећала. У комбинацији са задуживањем на домаћем тржишту капитала (које је, са становишта утицаја на тражњу, неутрално – за разлику од финансирања приватизационим приходима или задуживањем у иностранству), ово би могло дати повољне антицикличне резултате не притискајући превише цене. Остаје да видимо које ће најављене кораке Влада предузети.

Графикон III.5.8. Јавни приходи и расходи (методологија ММФ-а) (у % БДП-а)



Извор: Прерачунато на основу података Министарства финансија РС.

Графикон III.5.9. Структура јавних расхода (у млрд динара)



Извор: Прерачунато на основу података Министарства финансија РС.

Табела III.5.1. Фискални резултат
(по тромесечјима, у млрд динара)

	2007.				2008.				Индекс IV 2008. IV 2007.	Индекс реално IV 2008. IV 2007.
	I	II	III	IV	I	II	III	IV		
I. Укупан прилив и донације,	220,36	232,94	240,56	281,74	263,58	273,39	275,21	303,32	107,7	99,0
од тога донације	0,13	0,27	0,35	0,42	0,16	0,52	0,30	0,32	76,6	70,4
II. Укупан одлив и отплата дуга	219,91	230,14	259,82	343,19	258,05	308,83	286,53	353,90	103,1	94,8
Отплата страног дуга	1,32	0,47	2,07	0,81	1,30	2,01	2,84	1,54	190,7	175,3
Отплата тзв. старе девизне штедње	0,59	13,19	3,75	8,94	0,50	12,71	3,56	1,20	13,4	12,3
Превремена отплата дуга	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00		
III. Укупан прилив без донација	220,23	232,67	240,21	281,32	263,41	272,87	274,91	303,00	107,7	99,0
IV. Укупан одлив без отплате страног дуга, тзв. старе девизне штедње и превремене отплате дуга	218,01	216,48	254,00	333,44	256,26	294,12	280,12	351,17	105,3	96,8
Салдо – методологија ММФ-а (III - IV)	2,23	16,19	-13,79	-52,13	7,15	-21,24	-5,21	-48,17	92,40	84,9
БДП	496,28	557,60	607,75	667,78	593,05	663,06	712,70	735,24	110,1	101,2
Салдо – методологија ММФ-а у % БДП-а	0,45	2,90	-2,27	-7,81	1,21	-3,20	-0,73	-6,55	83,9	77,1

Извор: Прерачунато на основу података Министарства финансија РС.

Табела III.5.2. Консолидовани јавни расходи
(по тромесечјима, у млрд динара)

	2007.				2008.				Индекс IV 2008. IV 2007.	Индекс реално IV 2008. IV 2007.
	I	II	III	IV	I	II	III	IV		
Укупно расходи и отплата дуга ¹⁾	220,0	230,1	259,9	342,1	258,1	308,8	286,5	353,9	103,4	95,1
Плаћања становништву:	150,5	156,4	167,1	183,6	182,7	200,7	197,0	224,0	122,0	112,1
Нето зараде	53,1	57,5	59,4	69,7	63,9	71,3	68,6	78,9	113,2	104,0
Доприноси за запослене	9,4	10,5	10,8	12,3	11,2	12,4	12,5	13,9	112,7	103,6
Социјални трансфери	88,0	88,4	96,9	101,6	107,6	117,0	116,0	131,2	129,2	118,7
Пензије и исплате незапосленима	70,2	72,0	74,6	79,4	84,8	91,7	93,8	105,6	133,0	122,2
Социјална помоћ	15,1	13,7	19,4	18,3	19,1	20,7	17,3	20,5	111,8	102,8
Остали трансфери становништву	2,7	2,7	2,8	3,9	3,6	4,6	4,9	5,2	132,6	121,9
Субвенције	9,5	11,8	20,0	26,5	13,3	22,2	13,9	28,3	106,8	98,2
Материјални трошкови	27,1	32,8	36,4	56,6	34,3	43,0	42,5	56,6	100,0	91,9
Инвестиције	17,9	15,3	22,2	50,6	10,6	21,1	24,2	40,8	80,7	74,2
Трошкови камата	5,8	3,1	4,2	2,9	5,3	2,5	4,8	3,3	112,6	103,5
Отплата дуга	10,9	13,8	5,8	14,2	7,0	18,2	9,2	5,5	39,1	35,9
Исплате по основу тзв. старе девизне штедње и дуга пензионерима	9,6	13,3	3,8	13,4	5,7	12,7	3,6	1,2	8,9	8,2
Отплата спољног дуга	1,3	0,5	2,1	0,8	1,3	2,0	2,8	1,5	192,2	176,6
Отплата осталог унутрашњег дуга	4,5	0,3	3,1	-1,6	4,4	3,5	2,8	2,8	-173,5	-159,5
Остало ²⁾	7,7	7,4	14,9	20,0	16,1	16,9	10,0	11,9	59,7	54,8

¹⁾ Збир не укључује доприносе за запослене и отплату осталог унутрашњег дуга.²⁾ Остало укључује остале трансфере, нето набавку финансијске имовине и остале текуће трошкове.

Извор: Прерачунато на основу података Министарства финансија РС.

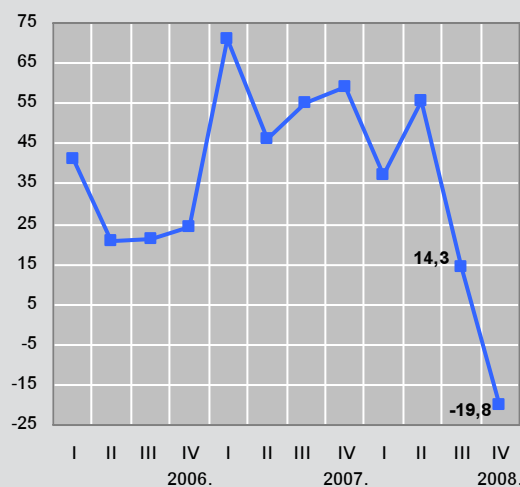
Индикатори инвестиционе потрошње

Скоро сви показатељи инвестиционе активности указују на њено осетно успоравање у четвртом тромесечју, што се негативно одражава на текућу и будућу економску активност.

Кључни финансијски показатељи инвестиционе активности су у паду, што указује на битно ограничене могућности обезбеђења додатних извора за улагања у фиксне фондове. Нето средњорочно и дугорочно задуживање предузећа у иностранству забележило је пад од 63,8% међугодишње (наспрам раста од 20,2% у трећем тромесечју), што је незабележено у протекле две године. Поред тога, у паду су (у реалном изразу) и домаћи кредити привреди.

Као последица битно ограничених могућности финансирања, у паду је и домаћа тражња за капиталним производима. Услед тога је (на страни понуде) физички

Графикон III.5.10. Раст увоза капиталних добара (међугодишње стопе раста)



Табела III.5.3.

Индикатори кретања инвестиција (стопе раста у %)

	<u>IV 2007.</u> IV 2006.	<u>I 2008.</u> I 2007.	<u>II 2008.</u> II 2007.	<u>III 2008.</u> III 2007.	<u>IV 2008.</u> IV 2007.
Реални показатељи					
Физички обим индустријске производње капиталних производа	7,1	7,8	18,4	3,6	-7,3
Увоз интермедијарних производа	32,3	33,0	35,0	21,8	-13,6
Извоз интермедијарних производа	20,0	33,1	43,1	28,4	-26,6
Залихе интермедијарних производа	-0,7	-2,4	-2,3	-1,3	-0,3
Увоз капиталних производа	58,9	37,0	55,4	14,3	-19,8
Извоз капиталних производа	82,8	67,8	66,4	59,0	16,0
Залихе капиталних производа	-10,9	-4,4	-5,3	-5,3	-8,7
Финансијски показатељи					
Средњорочно и дугорочно задуживање привреде у иностранству (нето)	107,0	49,7	62,7	20,2	-63,8
Кредити одобрени привреди и становништву, у млрд динара	39,1	38,0	31,6	29,9	35,2
Инвестициона потрошња државе	34,7	-41,0	37,5	9,1	-19,3

Напомена: Кредит у износу 806 млн САД долара, који је у јуну 2007. Citygroup одобрила Телекому Србије (за куповину Телекома Републике Српске), исључен је из вредности дугорочног задуживања предузећа у иностранству, пошто није утицао на повећање инвестиционе активности у земљи.

обим производње капиталних производа опао за 7,3%, док је у претходном тромесечју остварио раст од 3,6%, што је у мањој мери компензовано смањењем залиха капиталних производа. Пад домаће тражње је још изразитији ако се има у виду знатно смањење спољнотрговинског дефицита код капиталних добара. Увоз капиталних производа забележио је знатан пад (19,8%), док извоз задржава позитивну, мада знатно успорену, динамику раста (16%).

Инвестициона потрошња државе у четвртом тромесечју забележила је пад од 19,3%, за разлику од раста од 9,1% у претходном.

Оцена је да је у четвртом тромесечју знатно опала инвестициона активност предузећа. Пад учешћа инвестиција у БДП-у одговара оцењеном расту потрошње и делом је резултат преусмеравања буџетских издатака у корист примања становништва (зараде, социјални трансфери, пензије итд.).

6. Кретања на тржишту рада

Зараде

Номиналне нето зараде осетно су успориле раст у четвртој тромесечју, док је раст реалних зарада знатно мањи.

Међугодишњи раст номиналних нето зарада од 15,1% представља осетно успоравање у односу на претходни период. Интензивније успоравање номиналних зарада од успоравања раста трошкова живота (међугодишњи тромесечни раст од 9,8%) резултирало је блажим успоравањем раста реалних зарада од 4,9%.

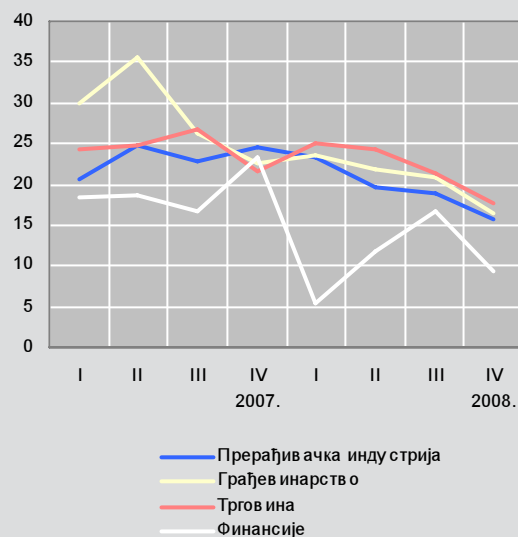
Међугодишњи раст зарада успорен је у свим делатностима, што је у складу са успоравањем економске активности и падом запослености. Највеће успоравање бележи сектор услуга.

Зараде у јавном сектору имају спорији раст од укупних и у овом тромесечју, и на међугодишњем нивоу износе 13,2% номинално и 3,2% реално. Међугодишњи раст благо је убрзан једино код зарада у администрацији. Просечна нето зарада остварена у јавном сектору износила је 40.520 динара и изнад је просечне нето зараде (35.517 динара).

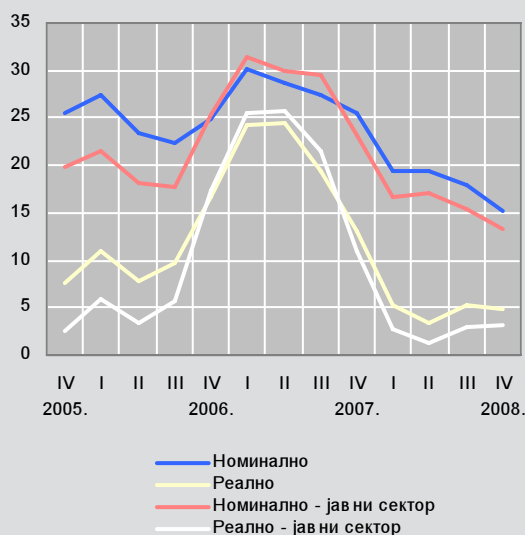
Пад продуктивности уз благо убрзање бруто реалних плата у индустрији – резултирали су растом

јединичних трошкова рада од 6,3%. Слична кретања остварена су и у прерађивачкој индустрији, али уз још већи раст јединичних трошкова рада. Наиме, бруто реалне плате у прерађивачкој индустрији забележиле су бржи раст од просека у индустрији, што је резултирало растом јединичних трошкова рада од 11,7%.

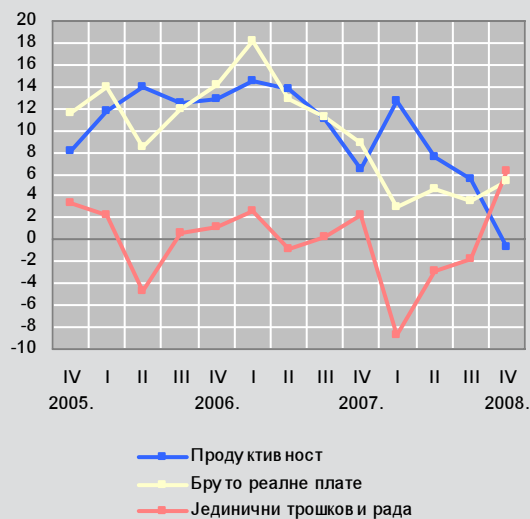
Графикон III.6.2. Кретање просечних нето зарада (међугодишњи раст, у %)



Графикон III.6.1. Кретање просечних нето зарада - укупно и јавни сектор (међугодишњи раст, у %)



Графикон III.6.3. Кретање продуктивности, бруто реалних плата и јединичних трошкова рада у индустрији (међугодишњи раст, у %)



Запосленост

Успоравање економске активности у сектору привреде, али и код самосталних предузетника, прати смањење запошљавања и пад запослености. Повећање броја незапослених утицало је на повећање административне стопе незапослености.

Број запослених лица смањен је за око 2,5 хиљаде у периоду између септембра и децембра. Смањење запослености забележено је и код правних лица и код самосталних предузетника. Као и у претходном периоду, највеће смањење је у оквиру прерађивачке индустрије – око 7.000 лица (око 2% укупно запослених у овом сектору). Повећање броја запослених остварено је једино у оквиру јавног сектора, и то у образовању и здравству (око 6.000 лица).

Према евиденцији Националне службе за запошљавање, број незапослених лица незнатно је повећан у односу на септембар, па се може проценити да је административна стопа незапослености повећана с 21,4%, колико је износила у септембру – на 22,0% у децембру.

Међугодишње стопе раста заснованих радних односа и слободних радних места су негативне, будући да се негативан утицај успоравања економске активности пренео на тржиште рада. Због тога можемо очекивати да ће се у наредном периоду повећати број незапослених лица на евиденцији.

Анкета о радној снази се од 2008. године спроводи два пута годишње. Према последњој (спроведеној у

октобру), стопа незапослености износила је 14%, што представља раст незапослености у поређењу с претходном (априлском) анкетом, када је стопа незапослености износила 13,3%. Анкета, поред регистроване запослености (код правних и физичких лица), прати и нерегистровану запосленост у пољопривреди, где је (због сезонског утицаја) забележен пад броја пољопривредника и помажућих чланова домаћинстава од око 80 хиљада.

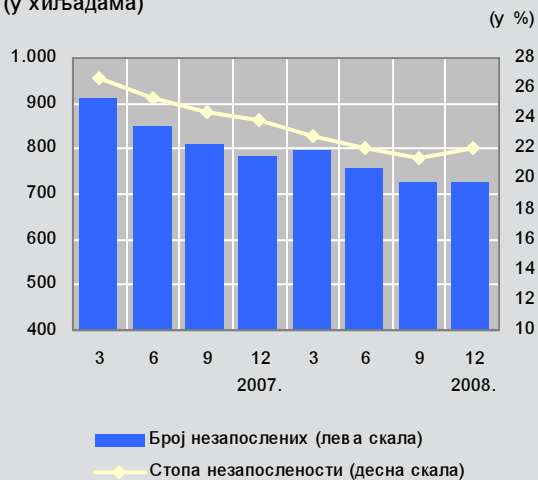
Графикон III.6.5. Запошљавање (у хиљадама)



* Процена НБС.

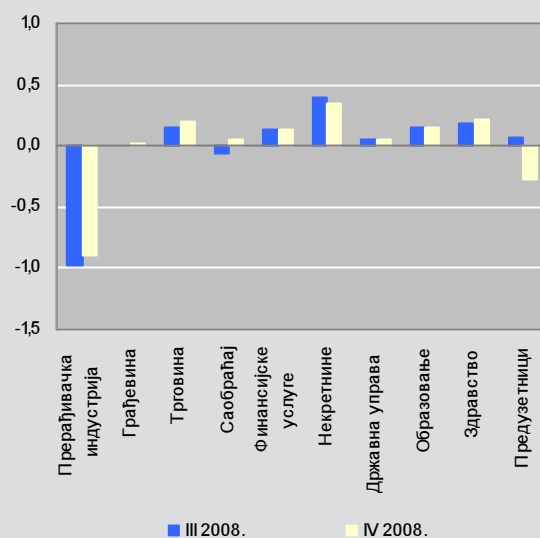
Извори: Републички завод за статистику и Национална служба за запошљавање.

Графикон III.6.4. Незапосленост (у хиљадама)



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

Графикон III.6.6. Запосленост по секторима (допринос међугодишњем расту запослености, у п.п.)



Извор: Републички завод за статистику.

Опорезивање рада у региону

Динамичне стопе раста БДП-а које су у последњих неколико година остварене у региону нису се позитивно одразиле на тржиште рада, које и даље карактерише висока стопа незапослености, ниска стопа партиципације и запослености и постојање неформалног тржишта рада. Високи порези на зараде представљају додатно ограничење за креирање нових радних места и угрожавају конкурентност укупних трошкова рада. С друге стране, из прихода по основу пореза и доприноса на зараде неопходно је финансирати социјалне потребе (пензије, здравство, незапослене), уз обезбеђење фискалне одрживости, а да при том ограничења запошљавања буду минимална.

Табела 1. Порез на зараде, учешће у БДП-у

	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.
Албанија	0,9	0,9	0,9	1,0	1,3	2,2
Црна Гора	4,5	4,2	4,0	3,8	3,3	3,3
Босна и Херцеговина	1,8	2,0	2,0	1,6	1,2	...
Србија	5,4	5,4	5,4	5,8	4,9	...
Бугарска	6,5	5,8	5,5	5,5	6,6	5,5
Румунија	5,7	6,4	5,3	6,1	6,9	...
Хрватска	1,6	1,4	1,6	1,4	0,7	0,6
Македонија	3,0	2,9	2,8	2,7	2,4	2,3
ЕУ-27, просек	12,4	12,4	12,7	13,2	13,4	...

Табела 2. Социјални доприноси, учешће у БДП-у

	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.
Албанија	4,1	4,4	4,4	4,4	3,8	4,5
Црна Гора	10,6	11,2	10,5	10,8	10,9	10,6
Босна и Херцеговина	12,8	13,7	13,4	13,4	13,4	...
Србија	9,9	11,0	10,5	11,0	11,3	...
Бугарска	10,6	10,5	10,3	8,7	8,7	8,9
Румунија	9,8	9,7	10,3	10,3	10,8	...
Хрватска	13,8	13,7	13,9	13,7	13,6	13,1
Македонија	11,0	10,6	10,1	9,9	9,2	9,7
ЕУ-27, просек	14,0	13,9	13,9	13,7	13,5	...

У Србији бруто плата представља општу основу за израчунавање свих пореза и доприноса на коју се примењује јединствена пореска стопа на зараде од 12%, док доприноси за социјално осигурање износе укупно 35,8%.

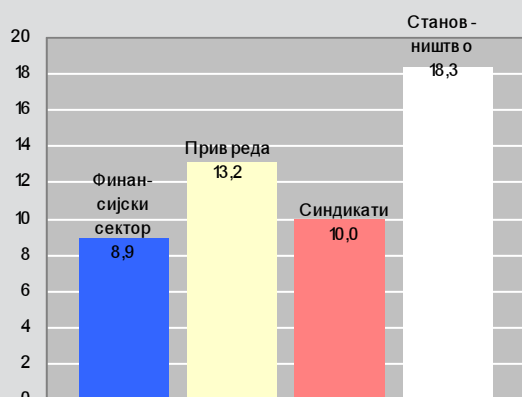
Због различите методологије кад је у питању обрачун пореза на зараде (јединствена или прогресивна стопа опорезивања, као и различите основице на које се оне примењују), упоредили смо укупне приходе по основу пореза на зараде и доприноса за социјално осигурање. Скоро све посматране земље су у протеклих неколико година реформисале свој систем опорезивања рада, при чему су реформе више фокусиране на снижавање стопа пореза на зараде, док су стопе доприноса задржане на високом нивоу. Приходи од пореза на зараде су ниски и знатно испод просека у ЕУ-27, што потврђује констатацију да је систем социјалних доприноса доминантни облик опорезивања рада, а, због ниске формалне запослености карактеристичне за читав регион – и ови су приходи ипак испод просека у ЕУ-27. Високе стопе социјалних доприноса и одсуство пореских олакшица и кредита резултирају високим укупним оптерећењем по основу трошкова рада, посебно кад су у питању ниско плаћени послови који управо треба да буду главни извор креирања формалне запослености.

7. Инфлациона очекивања¹⁷⁾

Инфлациона очекивања у периоду од наредних година дана су на нивоу циљане инфлације код финансијског сектора, а изнад тог нивоа су код сектора привреде. Кад је реч о карактеру монетарне политике, очекује се смањење референтне каматне стопе, као и даља депресијација динара.

Најновија истраживања агенције *Ројтерс (Reuters)* показују да су инфлациона очекивања у складу са објављеним циљевима Народне банке Србије. Наиме, на узорку од 15 банака, очекивање раста потрошачких цена за јануар 2010. године износи у просеку 8,8%.

Графикон III.7.1. Очекивана инфлација у јануару 2010.



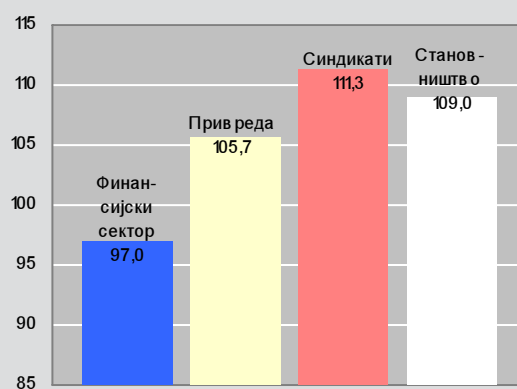
Извор: Strategic Marketing Research.

Банкарски дилери очекују у просеку да ће Народна банка Србије до краја 2009. године постепено смањивати степен рестриктивности монетарне политике, односно да ће референтна каматна стопа износити 13,7%. Очекује се наставак депресијације динара. Испитаници, наиме, у просеку очекују да ће вредност динара на крају фебруара износити око 94,1 динар/евро, а на крају године око 97,5.

Слични резултатима Ројтерса су и резултати агенције *Стратеџик Маркетинг*¹⁸⁾: финансијски сектор очекује раст инфлације од 8,9% за јануар 2010. године, што је у складу с циљем који је Народна банка Србије утврдила у сарадњи с Владом. Међутим, забрињавају очекивања привреде, која се крећу око 13,2%, јер је то сектор који формира цене на тржишту. Наравно, највиша инфлациона очекивања забележена су у сектору становништва (18,3%), док синдикати очекују годишњу инфлацију од 10% у јануару 2010. године.

Очекивања нивоа девизног курса у јануару 2010. године крећу се у распону од 97,0 динар/евро (финансијски сектор) до 111,3 (синдикати).

Графикон III.7.2. Очекивани ниво курса у јануару 2010.



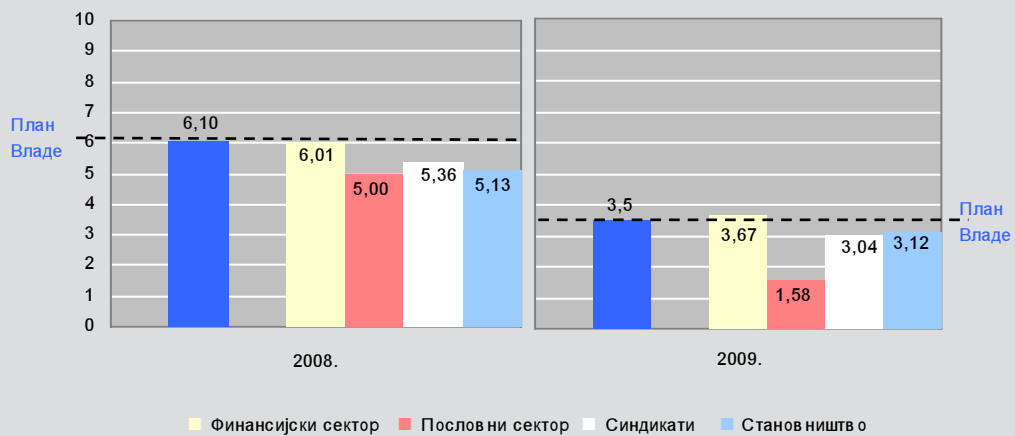
Извор: Strategic Marketing Research.

Према резултатима анкете о очекиваном привредном расту у Србији у 2009. години, сектор привреде сматра да ће он бити 1,6%, што је знатно ниже од плана Владе (3,5%). Очекивања осталих сектора приближна су плану Владе: финансијски сектор очекује нешто виши (3,7%), а сектор синдиката и становништва нешто нижи привредни раст (3,1%).

¹⁷⁾ У складу с циљањем укупне уместо базне инфлације, инфлациона очекивања се односе на раст потрошачких цена.

¹⁸⁾ НБС је ове године анкету о инфлационим и пословним очекивањима поверила агенцији *Стратеџик Маркетинг*. Испитују се очекивања у четири сектора: финансијском сектору и секторима привреде, становништва и синдиката.

Графикон III.7.3. Очекивани привредни/економски раст у Србији



Извор: Strategic Marketing Research.

IV. Пројекција инфлације

Инфлација ће се у првој половини године кретати око централне вредности циљаног распона, а у другој половини – изнад централне вредности. Централна пројекција инфлације за крај 2009. године износи 9,3% (распон 6,7–14,2%), уз стабилизацију девизног курса и под условом да раст регулисаних цена не премаши договорених 13%. Са овом пројекцијом конзистентно је задржавање постојећег степена рестриктивности монетарне политике у наредном периоду. Ризици нове пројекције су високи, и то пре свега навише, због неизвесности које се односе на светску финансијску кризу и реализацију договореног раста регулисаних цена, као и могућности прилагођавање фискалне политике.

Циљ средњорочне пројекције је да прикаже пројектовано кретање инфлације (индекс потрошачких цена) у наредном периоду, основне факторе који ће одређивати то кретање, као и ризике остварења. Пројекција инфлације приказује се у виду распона и централне пројекције. Претпоставка пројекције је да монетарна политика својим мерама активно делује тако да инфлација буде у границама циљаног распона, што је у садашњем оквиру монетарне политике њена основна улога. У овом извештају први пут објављујемо пројекцију (укупног) индекса потрошачких цена у складу с новим оквиром монетарне политике (стр. 61). Нови модел за средњорочну пројекцију приказан је у Додатку 4.

Почетни услови

Светска економска криза и њени ефекти на Србију не јењавају: динар слаби, у паду су економска активност, као и светска и домаћа агрегатна тражња, а светске цене примарних производа су, и поред јануарског пораста, и даље на ниском нивоу.

У последњим месецима 2008. године инфлација је забележила пад (стр. 10) – како због пада базне, тако и због пада небазне инфлације. Пад небазне инфлације резултат је, пре свега, појегтињења нафтних деривата.

Висока депресијација динара још се није одразила на раст базне инфлације. Инфлација је, напротив, била у паду првенствено због летошњег пада цена пољопривредних производа, који је крајем године почео да се одражава и на пад цена прерађене хране. Такође, пад базне инфлације делимично се може објаснити поменути падом цена нафтних деривата за више од трећине у периоду јул–децембар, тј. смањењем трошкова по овом основу.

Оно што је, међутим, из угла монетарне политике најбитније – јесте то да је пад тражње (засад) многа предузећа одвратио од подизања цена. То што су

профити, тј. марже (пре свега у трговини) у претходном периоду били високи, омогућило је да се трошковни удар по основу увозне инфлације у одређеној мери амортизује.

Очекујемо, међутим, да ће депресијацијски удар с краја децембра и на почетку јануара, уз експанзивну фискалну политику из четвртог тромесечја – узроковати талас поскупљења у наредном периоду. Уз веома висок раст регулисаних цена почетком године, ово ће убрзати инфлацију у првом тромесечју (стр. 16), која ће се, ипак, међугодишње посматрано, кретати у границама циљаног распона.

Раст регулисаних цена ће и у наредном периоду битно утицати на кретање инфлације. По свему судећи, тај раст ће већ у првом тромесечју премашити половину раста планираног за ову годину, па постоји велики ризик да ће он у целој 2009. години бити изнад договорених $13\pm 2\%$.

Економска активност је у паду, а производни јаз негативан у четвртог тромесечју – као последица пада домаће и светске тражње, пре свега за неким нашим важним извозним производима, као што су бакар, челик (стр. 38). Пад домаће агрегатне тражње је остварен и поред изразите фискалне експанзије.

Светска инфлација је у знатном паду, а многе земље чак бележе дефлацију у последњим месецима. И поред тога, због депресијације динара, увозна инфлација је знатно порасла (стр. 29). Светске цене примарних производа, након наглог и знатног пада у другој половини претходне године, у јануару су забележиле благи пораст. Оне су ипак и даље на ниском нивоу и у наредном периоду биће фактор дезинфлације.

Иако је референтна каматна стопа у октобру коригована навише за два процентна поена, карактер монетарне политике је у четвртом тромесечју био знатно мањег степена рестриктивности, како због високе депресијације динара, тако и због ломова у реалним трендовима. Наиме, последње тромесечје карактеришу знатан пораст премије ризика, смањење апресијацијског тренда реалног курса и пораст тренда реалне камате. Апресијацијски јаз реалног курса готово је затворен, а реална референтна стопа је, и поред октобарског повећања, испод неутралне због поменутог раста тренда реалне камате (стр. 19). Јануарском одлуком о снижењу референтне стопе монетарна политика додатно је релаксирана.

Претпоставке пројекције

Пројекција раста регулисаних цена заснива се на договору Народне банке Србије и Владе (13±2%).

Очекујемо да ће бројни фактори – пад домаће и светске тражње, успоравање кредитне активности, пад страних директних инвестиција – деловати на даље успоравање економске активности у текућој години.

Претпоставке ове пројекције су да ће се тренд реалних каматних стопа и апресијацијски тренд реалног курса задржати на нивоима из четвртог тромесечја до краја пројекције.

Од екстерних претпоставки, нова пројекција претпоставља стабилизацију светских цена нафте на јануарском нивоу, пад инфлације и економске активности у Европској унији, као и наставак релаксације монетарне политике Европске централне банке.

Пројекција инфлације

Централна пројекција инфлације за крај 2009. године износи 9,3%, с широким распоном пројекције 6,7–14,2%. За 2010. централна пројекција креће се око средње вредности циљаног распона.

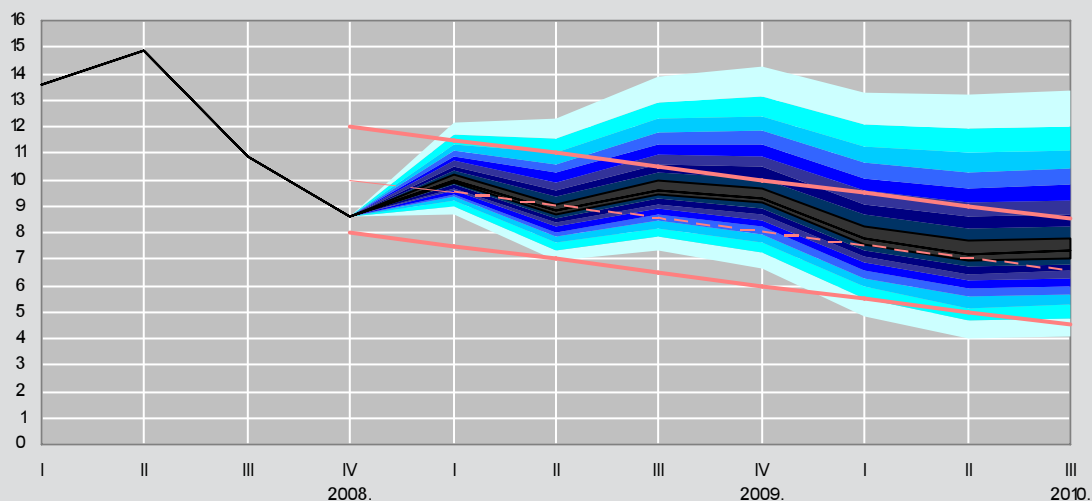
Тражња, с једне, и девизни курс, с друге стране – биће основне детерминанте кретања инфлације у наредном периоду. Иако је у претходним месецима пад тражње многа предузећа одвратио од подизања цена, очекујемо да ће се у првој половини године у већој мери осетити ефекти депресијације динара на раст оних цена које се слободно формирају на тржишту.

Такође, и висок раст регулисаних цена у првом тромесечју у великој мери ће допринети порасту инфлације. Имајући, међутим, у виду договорени раст цена од 13% за 2009. годину, треба очекивати њихов знатно спорији раст од другог тромесечја (у просеку око 2% тромесечно).

Табела IV.1.1. Претпоставке пројекције за 2009. годину

Екстерне претпоставке	
Инфлација у ЕУ (дец. на дец.)	1,5%
Референтна каматна стопа ЕЦБ-а (на крају године)	1,5%
Раст БДП-а у еврозони	-1,0%
Цена уралске нафте по барелу (раст у години)	3%
Интерне претпоставке	
Раст БДП-а	1,8%
Регулисане цене без деривата нафте (дец. на дец.)	13%
Цене пољопривредних производа (дец. на дец.)	12%
Дефицит републичког буџета (учешће у БДП-у)	-1,75%
Трендови	
Тренд реалног курса (просек)	1,4%
Тренд реалне камате (просек)	8,0%

Графикон IV.1.1. Пројектована инфлација
(међугодишње стопе, у %)



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

Стабилизација девизног курса, коју очекујемо у наредном периоду уз претпостављени нижи раст регулисаних цена, довешће у другој половини године до пада инфлације, након што се исцрпе инфлаторни ефекти недавне депресијације динара.

Међугодишње стопе инфлације кретаће се око централне вредности циљаног распона крајем прве половине године, а изнад централне вредности у другој половини године (графикон IV.1.1.). Напомињемо да овакво кретање међугодишње инфлације неће бити резултат само кретања месечних стопа инфлације у току ове године, већ и, највећим делом, инфлације из одговарајућег периода претходне године, тј. *базе*. Са овом пројекцијом конзистентно је задржавање у наредном периоду референтне стопе на садашњем нивоу.

Распон пројекције је веома широк и асиметричан навише, што одражава нашу перцепцију ризика пројекције.

Ризици остварења пројекције

Процењујемо да су ризици остварења ове пројекције веома високи и асиметрични навише, тј. да су јачи инфлаторни него дезинфлаторни ризици. Највећи се тичу ефеката светске финансијске кризе и раста регулисаних цена.

У прошлом извештају помињали смо да су канали кроз које очекујемо утицај светске финансијске кризе на инфлацију бројни: девизни курс, светска и домаћа тражња, светска инфлација и светске цене примарних производа. Њихово укупно деловање може знатно одступати од претпостављеног у пројекцији, зависно од тога колико ће финансијска криза бити дубока и колико ће трајати.

Након бројних најава пораста регулисаних цена почетком године, чини се да је доведен у питање план државе да се раст регулисаних цена у 2009. години креће око 13%. Иако је било очекивано да се

добар део овог раста оствари почетком године, тај раст од чак 7,8% у првом тромесечју ипак знатно премашује наша очекивања. Остаје да се види да ли ће држава успети да га задржи у оквиру договореног. Ризик да овај проценат (13%) буде пребачен – свакако постоји. Иначе, евентуална одступања неће се одразити само на пројекцију инфлације, већ и на пројектовани карактер монетарне политике.

Очекивано кретање референтне каматне стопе у наредном периоду

На основу текуће пројекције, а узимајући у обзир све ризике, Монетарни одбор процењује да је вероватније да се референтна каматна стопа у наредном периоду неће мењати (садашњи ниво је 16,5%) него да ће бити коригована (наниже или навише).

Наглашавамо да је неизвесност што се тиче карактера монетарне политике велика, и да су одступања од наведених пројекција могућа у оба правца.

До новог снижења референтне стопе може доћи само ако фискална политика у наредном периоду буде рестриктивнија и ако држава не одступи од планираног повећања регулисаних цена.

Народна банка Србије ће при доношењу одлука о висини референтне стопе у наредном периоду водити рачуна о њеном утицају на девизни курс, али и на активне каматне стопе пословних банака, и, с обзиром на околности, активно ће користити и остале инструменте монетарне политике, пре свега интервенције на девизном тржишту и стопу обавезне резерве.

Иначе, карактер монетарне политике зависиће и од даљих ефеката светске економске кризе. За разлику од централних банака појединих земаља које, суочене с рецесијом и дефлацијом, немају дилему око тога да монетарну политику треба релаксирати – у Србији је економско успоравање праћено инфлаторним притисцима због слабљења динара, па ће улога монетарне политике у наредном периоду бити сложенија.

Табела А
Индикатори екстерне позиције Србије

	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	I 2008.	II 2008.	III 2008.	IV 2008.
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ ЛИКВИДНОСТИ (у %)											
Девизне резерве/увоз робе и услуга (у месецима)	3,1	4,5	5,2	4,3	5,9	9,5	8,3	7,1	6,0	5,8	6,3
Девизне резерве/краткорочни дуг	114,1	223,5	336,3	424,9	385,9	717,3	729,7	892,0	792,4	505,7	335,9
Девизне резерве/БДП	10,1	14,9	18,0	17,9	23,0	40,2	35,7	35,3	31,1	28,0	23,5
Отплата дуга/БДП	0,8	1,4	2,0	3,9	4,7	6,8	10,0	12,1	10,1	8,0	12,9
Отплата дуга/извоз робе и услуга	3,7	7,1	9,1	16,8	17,9	23,1	33,4	37,0	31,8	26,3	46,1
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)											
Спољни дуг/БДП	96,1	73,5	68,7	59,3	61,0	66,2	65,8	66,3	63,7	59,4	62,9
Краткорочни дуг/БДП	8,9	6,7	5,3	4,2	6,0	5,6	4,9	4,0	3,9	5,5	7,0
Спољни дуг/извоз робе и услуга	456,9	379,3	311,5	253,7	234,2	223,7	220,0	187,0	194,2	194,7	204,9
ИНДИКАТОРИ ИЗЛОЖЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКОМ РИЗИКУ (у %)											
Девизне резерве/М1	135,9	143,3	195,3	221,0	291,1	356,5	306,9	346,1	319,0	334,5	299,6
Девизне резерве/примарни новац	136,3	132,0	168,0	166,2	170,3	177,8	173,9	185,8	166,4	177,0	140,5
СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ)/БДП											
	59,9	59,0	63,5	73,3	73,0	80,6	83,1	90,2	89,0	82,9	78,2
				Нов.	Јул	Фебр.	Јун				
КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ				Standard & Poor's: B+	Standard & Poor's и Fitch: BB-	Standard & Poor's: BB-/позитиван; Fitch: BB-/стабилан	Standard & Poor's и Fitch: BB-/стабилан				
МЕМОРАНДУМ:											
	(у милионима долара)										
БДП	11.581	15.277	19.755	23.776	25.361	29.604	39.851	10.761	12.776	13.893	11.383
Спољни дуг	11.125	11.230	13.575	14.099	15.467	19.606	26.236	28.356	29.447	29.516	30.708
Сервисирање спољног дуга	91	211	397	935	1.183	2.021	3.977	1.302	1.295	1.106	1.467
Девизне резерве централне банке	1.169	2.280	3.550	4.245	5.843	11.888	14.216	15.084	14.383	13.936	11.477
Краткорочни дуг	1.026	1.020	1.056	999	1.514	1.657	1.948	1.691	1.815	2.756	3.417
Биланс текућих трансакција	280	-650	-1.532	-3.281	-2.194	-2.986	-6.334	-1.954	-2.757	-2.300	-1.710

Методолошка објашњења:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Напомене:

- У публикацији ММФ-а *International Financial Statistics* од октобра 2006. појављује се страница за Републику Србију с подацима из монетарне статистике. За потребе тог извештаја, НБС је своје статистичке извештаје ускладила с међународним статистичким стандардима и методологијом која је, на нивоу ММФ-а, усклађена за све земље. С тим у вези, ускладили смо индикаторе изложености финансијском ризику.
- Размена са Црном Гором регистрована је према припадајућим трансакцијама од 2003. године.
- Отплата спољног дуга не укључује превремену отплату дуга; из вредности сервисирања спољног дуга у првом и другом тромесечју 2008. године искључене су нето промене краткорочног дуга.
- БДП за 2008. годину је процена Народне банке Србије.
- У складу с *ВРМ5*, део процењених дознака пребачен је из финансијског у текући биланс.

Табела Б
Основни макроекономски индикатори

	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	I 2008.	II 2008.	III 2008.	IV 2008.
Реални раст БДП-а (у %)	5,4	3,6	2,8	8,2	6,0	5,6	7,1	8,5	6,3	4,9	2,9 ¹⁾
Цене на мало (у % у односу на исти месец претходне године)	40,7	14,8	7,8	13,7	17,7	6,6	10,1	11,8	12,1	9,9	6,8
Базна инфлација (у % у односу на исти месец претходне године)	20,5	4,4	6,1	11,0	14,5	5,9	5,4	7,0	10,0	10,2	10,1
Девизне резерве НБС (у млн долара)	1.169,1	2.280,1	3.550,1	4.244,5	5.842,8	11.887,5	14.215,8	15.084,1	14.382,6	13.935,8	11.477,0
Извоз (у млн долара) ²⁾	2.435	2.961	4.358	5.557	6.605	8.763	11.923	3.522	4.074	4.210	3.184
- стопа раста у % у односу на претходну годину	17,9	21,6	47,2	27,5	18,9	32,7	34,6	42,6	42,6	29,9	-5,1
Увоз (у млн долара) ²⁾	-4.499	-6.059	-8.177	-11.863	-11.901	-15.086	-21.401	-6.184	-7.294	-7.306	-5.717
- стопа раста у % у односу на претходну годину	28,3	34,7	35,0	45,1	0,3	26,8	36,9	37,8	45,6	32,7	-10,6
Текући рачун платног биланса ³⁾ (у млн долара)	280	-650	-1.532	-3.281	-2.194	-2.986	-6.334	-1.954	-2.757	-2.300	-1.710
у % БДП-а	2,4	-4,3	-7,8	-13,8	-8,7	-10,1	-15,9	-18,2	-21,6	-16,6	-15,0
Незапосленост, званични подаци (у %) ⁴⁾	21,8	24,5	26,1	23,9	25,3	26,6	24,0	22,9	22,1	21,4	22,0
Незапосленост по анкети (у %) ⁵⁾	12,2	13,3	14,6	18,5	20,8	20,9	18,1	13,3	/	14,0	/
Зараде (просечне за период, у еврима)	89,9	151,7	176,7	194,4	210,4	260	347	365	400	428	418
Републички буџетски дефицит/суфицит (у % БДП-а) ⁶⁾	-0,2	-4,3	-2,6	-0,3	0,3	-1,9	-1,7	-0,1	-2,8	1,6	/
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а) - Методологија Министарства финансија	0,0	-1,8	-2,1	1,1	1,2	-1,1	-1,4	2,1	-3,1	-0,7	-6,5
- Методологија ММФ-а	-0,5	-2,6	-2,7	0,7	0,7	-2,0	-2,1	1,2	-3,2	-0,7	-6,6
Јавни дуг Републике Србије (спољни + унутрашњи, у % БДП-а) ⁶⁾	97,6	76,4	69,9	55,4	48,0	41,6	33,7	29,8	26,9	25,4	/
Курс динара према долару (просек у периоду)	66,68	64,46	57,56	58,39	66,70	67,10	58,44	55,11	51,89	51,27	64,44
Курс динара према долару (крај периода)	67,67	58,98	54,64	57,94	72,22	59,98	53,73	52,13	50,01	53,28	62,90
Курс динара према еврџу (просек у периоду)	59,78	60,68	65,05	72,57	82,92	84,16	79,98	82,65	81,08	77,14	84,95
Курс динара према еврџу (крај периода)	59,71	61,52	68,31	78,89	85,50	79,00	79,24	82,31	78,98	76,60	88,60
Меморандум											
БДП (у млн долара) ⁷⁾	11.581	15.277	19.755	23.776	25.361	29.604	39.850	10.761	12.776	13.893	11.383

¹⁾ Процена Народне банке Србије.

²⁾ Размена с Црном Гором регистрована је према припадајућим трансакцијама од 2003. године.

³⁾ У складу с ВРМБ, део процењених дознака пребачен је из финансијског у текући биланс.

⁴⁾ Извор: Републички завод за статистику; од 2004. стопа незапослености се рачуна на основу броја незапослених лица, а до 2003. на основу броја лица која траже запослење.

⁵⁾ Извор: Анкета о радној снази, Републички завод за статистику.

⁶⁾ Извор: Билтен Министарства финансија РС.

⁷⁾ БДП за 2008. годину је процена Народне банке Србије.

Додатак 1. Споразум о циљању (таргетирању) инфлације

Народна банка Србије, ради спровођења чл. 3. и 10. Закона о Народној банци Србије ("Службени гласник РС", бр. 72/2003 и 55/2004), с циљем постизања и одржавања стабилности цена, и Влада Републике Србије, ради стварања правног и институционалног оквира за спровођење монетарне политике која доприноси макроекономској стабилности и привредном расту, закључују

С П О Р А З У М О ЦИЉАЊУ (ТАРГЕТИРАЊУ) ИНФЛАЦИЈЕ

1. Народна банка Србије и Влада Републике Србије (у даљем тексту: Влада) сагласне су да Народна банка Србије, ради остваривања стабилности цена, спроводи режим циљања инфлације, чије је принципе постепено уводила у праксу на основу Меморандума о новом оквиру монетарне политике, усвојеног у августу 2006. године. Под режимом циљања инфлације подразумева се одржавање стабилности цена у оквиру утврђеног инфлаторног коридора, коришћењем референтне каматне стопе као основног инструмента, као и осталих мера монетарне политике када се циљеви не могу постићи основним инструментом.

2. Народна банка Србије и Влада сагласне су да је једина нумеричка смерница монетарне политике коју спроводи Народна банка Србије дефинисана као годишња процентуална промена индекса потрошачких цена коју утврђује и објављује Републички завод за статистику.

3. Народна банка Србије и Влада сагласне су да циљеве који се односе на инфлацију утврђује Народна банка Србије у сарадњи с Владом и да их Народна банка Србије објављује.

Народна банка Србије и Влада сагласне су да се путања циљаних стопа инфлације за неколико наредних година усклади с потребом постизања и одржавања средњорочне стабилности цена која, с обзиром на тежњу Србије да се у средњем року приближи нивоу цена и дохотка Европске уније, износи 2–4% на годишњем нивоу.

Циљеви који се односе на инфлацију у 2009. и 2010. години биће у складу с до сада утврђеним циљевима за базу инфлацију мерену на основу цена на мало.

Народна банка Србије и Влада сагласне су да циљеви који се односе на инфлацију мерену променама индекса потрошачких цена, утврђени на наведени начин, целовитије одражавају кретање цена и обезбеђују јасније разграничење одговорности у постизању и очувању њихове стабилности и да, помоћу јавних саопштавања, омогућавају већи утицај на инфлаторна очекивања.

Народна банка Србије у сарадњи с Владом може мењати договорене и објављене циљеве инфлације. Такве измене биће предузимане само под изузетним условима, а образлагаће их Народна банка Србије.

4. Народна банка Србије и Влада сагласне су да Влада у сарадњи с Народном банком Србије утврди и објави нумеричке смернице за раст цена производа и услуга на које Влада утиче директно или индиректно (листа производа дата је у Прилогу 1 уз овај споразум).

Влада ће, након усаглашавања с Народном банком Србије, објавити нумеричке смернице за листу производа из Прилога 1, и то у виду јединственог нумеричког распона за све производе. За потребе утврђивања средњорочних циљева и пројекција кретања инфлације – Влада ће Народној банци Србије доставити и планиране корекције цена по производима, с динамиком њихове реализације.

Договорене и објављене смернице, као и листу производа из Прилога 1, Влада може мењати након усаглашавања с Народном банком Србије, уз одговарајуће образложење.

5. У складу с договореним оквиром монетарне политике – Влада и Народна банка Србије сагласне су да Народна банка Србије спроводи режим руковођено пливајућег девизног курса, при чему се неће утврђивати нумерички циљеви за девизни курс.

6. Народна банка Србије, у остваривању циљаних стопа инфлације, врши избор инструмената монетарне политике ради достизања тих стопа.

Народна банка Србије ће спроводити монетарну политику на одржив, доследан и предвидив начин, како би се избегле непотребне макроекономске флукуације, и редовним доношењем прописа вршиће избор инструмената монетарне политике на основу оцене тренутне економске ситуације, актуелних кретања и средњорочне пројекције инфлације.

У остваривању циљаних стопа инфлације, Народна банка Србије биће отворена према јавности и њој одговорна за њихово испуњење. Народна банка Србије ће Владу и јавност редовно обавештавати о испуњењу својих циљева, о факторима који узрокују економска кретања, као и о мерама које ће се предузети да би се ти циљеви остварили. У ту сврху Народна банка Србије користиће извештај о инфлацији, који се објављује тромесечно и један је од основних инструмената њене комуникације с јавношћу.

У случају да одступање инфлације од утврђеног циља траје више од шест узастопних месеци, Народна банка Србије ће Владу писмено обавестити о разлозима овог одступања, о мерама које се морају предузети и времену потребном да се инфлација врати у циљани распон.

7. Подржавајући пуну независност Народне банке Србије у спровођењу монетарне политике усмерене на остварење циљаних стопа инфлације, Влада ће учинити следеће:

- спроводиће одрживу и предвидиву фискалну политику у складу с циљаним стопама инфлације;
- вршиће корекцију цена производа и услуга које су у њеној надлежности у складу са објављеним нумеричким смерницама из тачке 4. овог споразума.

Влада ће јавност и Народну банку Србије правовремено обавештавати о променама у економској политици које могу утицати на остварење циља везаног за инфлацију, а посебно о плановима у вези с регулацијом тржишта и буџетом.

8. Влада и Народна банка Србије сагласне су да сарађују у изградњи институционалних услова неопходних за ефективно и ефикасно циљање инфлације, и то развијањем регулативе која обезбеђује независност Народне банке Србије, као и подстицањем развоја финансијског тржишта и активности везаних за јачање поверења у националну валуту.

Влада и Народна банка Србије сагласне су да спровођење монетарне политике ради остваривања основног циља Народне банке Србије у складу са законом не би требало да зависи од тренутно расположивих средстава Народне банке Србије за плаћање трошкова насталих коришћењем инструмената монетарне политике.

Влада је сагласна да се, према Закону о Народној банци Србије, остварени губитак Народне банке Србије који не може да се покрије из посебних резерви и основног капитала Народне банке Србије – покрива преносом ликвидних средстава из буџета Републике Србије, укључујући и хартије од вредности које у ту сврху издаје Република Србија и преноси Народној банци Србије. Влада и Народна банка Србије сагласне су да хартије од вредности којима се покрива губитак, Народна банка Србије може наплатити продајом и пре рока доспећа.

Влада и Народна банка Србије сагласне су да се, у случају оствареног позитивног финансијског резултата али недостатка ликвидних средстава за несметано обављање монетарних операција, из буџета Републике Србије пренесу потребна ликвидна средства на рачун Народне банке Србије за несметано спровођење монетарне политике.

Влада и Народна банка Србије сагласне су да међусобне односе по основу камате на депозите државе који се воде код Народне банке Србије уреде у складу са оствареним финансијским резултатом и расположивим ликвидним средствима Народне банке Србије.

9. Влада и Народна банка Србије сагласне су да припрему материјала неопходних за реализацију овог споразума повере радној групи састављеној од представника Владе и Народне банке Србије.

10. Народна банка Србије и Влада констатују да циљање инфлације представља најадекватнији монетарни режим за остварење стабилности цена у Републици Србији, као и за омогућавање дугорочно одрживог раста њене привреде и њеног равномерног развоја.

11. Овај споразум је сачињен у четири (4) истоветна примерка, од којих по два (2) за сваку споразумну страну.

12. Овај споразум се примењује од дана кад га потпишу споразумне стране.

Листа производа и услуга за које нумеричке смернице раста цена утврђује Влада Републике Србије у сарадњи с Народном банком Србије

Влада РС, преко законом утврђених правила или мерама економске политике, одређује кретање цена следећих производа, односно услуга:

1) **основни прехранбени производи** (хлеб од пшеничног брашна типа 850, тзв. народни хлеб) – правни основ за контролу је Закон о условима за обављање промета робе, вршењу услуга у промету робе и инспекцијском надзору;

2) **деривати нафте** (уље за ложење, моторни бензин БМБ-95, моторни бензин МБ-95, дизел гориво Д-2, евродизел, еко-3 дизел) – ове цене нису под директном контролом, већ се њихови највећи износи утврђују на основу Уредбе о ценама деривата нафте, односно Правилника о највишим произвођачким ценама, у складу с кретањем цене сирове нафте на светском тржишту (промена за +1,5%) и после протеча 15 дана од дана последње корекције (при чему је цена транспорта нафте нафтоводом, односно транспорта деривата нафте продуктоводом под контролом Агенције за енергетику и сагласност на њу даје Влада РС) – правни основ за контролу је Закон о условима за обављање промета робе, вршењу услуга у промету робе и инспекцијском надзору, при чему је индиректно уређење цена нафтних деривата могуће посредством акциза;

3) **електрична енергија**: Влада РС даје сагласност на цене електричне енергије за тарифне купце, на основу позитивног мишљења Агенције за енергетику – правни основ за контролу је Закон о јавним предузећима и обављању делатности од општег интереса и Закон о енергетици;

4) **природни гас** (природни гас за даљинске системе грејања и домаћинства): потребна је сагласност Владе РС и Агенције за енергетику, а цене се усклађују тромесечно, на основу уговора с добављачем, у складу с кретањем цена референтних деривата и продајног курса САД долара – правни основ за контролу је Закон о јавним предузећима и обављању делатности од општег интереса и Закон о енергетици;

5) **комунално-стамбене услуге** (вода за домаћинство, одвођење отпадне воде, изношење смећа из стамбених просторија, централно грејање) – правни основ за контролу је Закон о јавним предузећима и обављању делатности од општег интереса и Уредба о поступку привремене обуставе преноса трансферних средстава из буџета Републике Србије јединици локалне самоуправе, односно припадајућег дела пореза на зараде и пореза на добит аутономној покрајини;

6) **саобраћајне услуге** (превоз робе и путника у железничком саобраћају и путарина) – правни основ за контролу је Закон о јавним предузећима и обављању делатности од општег интереса;

7) **телекомуникационе и поштанске услуге** – образовање цена услуга на тржишту фиксне телефоније, тржишту изнајмљених линија, тржишту интерконекције и тржишту кабловско-дистрибутивних система у надлежности је Републичке агенције за телекомуникације, као и услуга на осталим тржиштима за која ова агенција утврди оператора са знатним тржишним уделом, а у оквиру поштанских услуга сагласност се даје само на резервисане поштанске услуге, међу којима су писмоносне пошиљке (до одређеног лимита по маси и цени), упутнице (у класичној и електронској форми) и писмена (у судском, прекршајном и управном поступку);

8) **претплата на ТВ**;

9) **лекови** – правни основ за контролу је Закон о лековима и медицинским средствима, а цене лекова утврђују се у складу са Уредбом о критеријумима за формирање цена лекова;

10) **дуван** (цигарете) – није под директном контролом, али јесте под индиректном с обзиром на то да у цени производа учествују акцизе;

11) **услуге друштвене заштите** (коришћење обданишта, као и ученичких и студентских домова) – правни основ за контролу је Уредба о поступку привремене обуставе преноса трансферних средстава из буџета Републике Србије јединици локалне самоуправе, односно припадајућег дела пореза на зараде и пореза на добит аутономној покрајини;

12) **путарине** – правни основ за контролу је Закон о јавним предузећима и обављању делатности од општег интереса и Уредба о поступку привремене обуставе преноса трансферних средстава из буџета Републике Србије јединици локалне самоуправе, односно припадајућег дела пореза на зараде и пореза на добит аутономној покрајини.

Додатак 2. Меморандум Народне банке Србије о циљању (таргетирању) инфлације као монетарној стратегији

Овим меморандумом, који је Монетарни одбор Народне банке Србије усвојио на седници 22. децембра 2008. године, дефинише се формална примена режима инфлационог таргетирања од 1. јануара 2009. године и формулишу основни принципи и функционисање новог режима монетарне политике Народне банке Србије. Овај меморандум сачињен је у складу са Споразумом о циљању (таргетирању) инфлације (у даљем тексту: Споразум), који су закључиле Народна банка Србије и Влада Републике Србије и који је усвојен на седници Владе 19. децембра 2008. године.

Успостављање окружења које ће карактерисати ниска и стабилна инфлација представља процес који захтева координисане напоре Народне банке Србије и Владе, будући да је инфлација у Србији њихова заједничка одговорност. Да би се обезбедила ценовна стабилност која ће допринети одрживом привредном расту, Народна банка Србије и Влада сачиниле су Споразум као оквир за постизање стабилности цена у средњорочном периоду, којим се објављује формални прелазак Народне банке Србије на режим циљања инфлације у 2009. години. Принципе овог режима Народна банка Србије је постепено уводила у праксу – на основу Меморандума о новом оквиру монетарне политике, усвојеног у августу 2006. године.

1. Основни принципи режима инфлационог таргетирања

Циљана стопа инфлације, као годишња процентуална промена индекса потрошачких цена, једина је нумеричка смерница за монетарну политику коју спроводи Народна банка Србије. Народна банка Србије настоји да подржи и спровођење економске политике Владе под условом да тиме није угрожено остваривање циљане стопе инфлације, нити стабилност финансијског система.

Народна банка Србије циљану стопу инфлације постиже променама референтне каматне стопе, која се примењује у спровођењу основних операција монетарне политике (тренутно, у спровођењу двонедељних репо операција). Та каматна стопа представља главни инструмент монетарне политике, док остали инструменти монетарног регулисања имају помоћну улогу – доприносе несметаној трансмисији утицаја референтне каматне стопе на тржиште, као и развоју финансијских тржишта, без угрожавања стабилности финансијског система.

Народна банка Србије спроводи режим руковођено пливајућег девизног курса, који подразумева право да интервенише у случају знатних дневних осцилација на девизном тржишту, те угрожености финансијске и ценовне стабилности, као и ради заштите адекватног нивоа девизних резерви.

Народна банка Србије наставља процес јачања транспарентности монетарне политике и ефикасне комуникације с јавношћу. Монетарни одбор Народне банке Србије, према утврђеном распореду седница, доноси одлуке о монетарној политици и редовно обавештава јавност о остварењу утврђених циљева за инфлацију и мерама које предузима ради њиховог остваривања у будућности.

2. Утврђивање циљева инфлације

Циљане стопе инфлације Народна банка Србије утврђује у сарадњи с Владом, на основу анализе текућих и очекиваних макроекономских кретања и средњорочног плана корекције цена на које Влада има директан или индиректан утицај.

Циљеви за инфлацију утврђују се у виду континуираног распона укупне инфлације, с централном вредношћу, мерене годишњом процентуалном променом индекса потрошачких цена за неколико година унапред.

Основне карактеристике циља и разлози његовог дефинисања на наведени начин су следећи:

– дефинисањем циља у виду укупне инфлације обезбеђује се већа транспарентност, а мерење инфлације индексом потрошачких цена – усклађеност са светском праксом и упоредивост с већином других земаља;

– распон дефинише зону инфлације која се сматра прихватљивом и предвиђен је због шокова мањих размера који изазивају краткорочне осцилације стопе инфлације и не захтевају реакцију монетарне политике, док одређивање централне вредности обезбеђује јачи утицај на инфлациона очекивања;

– циљ се поставља континуирано, што значи да се остварење циљане инфлације може пратити у сваком, а не само одређеном тренутку (крај године);

– циљеви се утврђују за неколико година унапред, чиме се потврђује усмереност на постизање средњорочне стабилности цена, уважава чињеница да је трансмисија утицаја инструмената монетарне политике на инфлацију одложена и доприноси стабилизацији инфлационих очекивања.

Путања циљаних стопа инфлације биће усклађена с потребом постизања средњорочне стабилности цена. Народна банка Србије и Влада, сходно Споразуму, сматрају да инфлација која је у складу са средњорочном стабилношћу цена износи 2–4% на годишњем нивоу. Такође, при утврђивању циљева, водиће се рачуна о средњорочном расту економске активности и очувању екстерне стабилности.

Утврђивање циљева за инфлацију подразумева сарадњу Народне банке Србије с Владом. У окружењу у коме постоји висок удео цена на које Влада утиче директно или индиректно, Народна банка Србије може делотворно контролисати само инфлацију на конкурентним тржиштима (тзв. базну инфлацију). С друге стране, Влада је одговорна за део инфлације који настаје као резултат корекција регулисаних цена. С обзиром на то, процедура утврђивања циљева за инфлацију је следећа: Влада, у сарадњи с Народном банком Србије, утврђује средњорочни план корекција цена на које има директан или индиректан утицај и, након усаглашавања с Народном банком Србије, објављује нумеричке смернице за раст тих цена у виду јединственог нумеричког распона за све производе. Након тога, Народна банка Србије у договору с Владом утврђује циљеве који се односе на укупну инфлацију. Ове циљеве објављује Народна банка Србије – у виду меморандума о утврђивању средњорочних циљева за инфлацију.

Влада ће благовремено обавештавати Народну банку Србије о планираној промени фискалне политике, укључујући све релевантне детаље о плановима у вези с буџетом и дерегулацијом цена.

Народна банка Србије, у сарадњи с Владом, може мењати договорене и објављене циљеве инфлације. Такве измене биће предузимане само у изузетним околностима, а образлагаће их Народна банка Србије.

3. Остваривање циљева за инфлацију

Народна банка Србије ће циљеве за инфлацију остваривати избором инструмената монетарне политике на одржив, доследан и предвидив начин, како би се избегле непотребне макроекономске флукуације, а тај ће избор вршити на основу анализе тренутне економске ситуације, оцене будућих кретања и средњорочне пројекције инфлације.

Народна банка Србије ће користити инструменте монетарне политике тако да обезбеди остваривање циљане инфлације и да одступања остварене од циљане инфлације буду привремена. Не може се очекивати да у сваком моменту остварена инфлација буде једнака циљаној. При озбиљним шокovima није увек могуће, нити пожељно, вратити инфлацију на циљану стопу у кратком периоду, с обзиром на кашњења у механизму трансмисије и утицај који би то могло имати на општу макроекономску и финансијску стабилност. Народна банка Србије ће стога, као и друге централне банке, дозволити привремено одступање инфлације од утврђеног циља – у случају да враћање инфлације на циљ у кратком периоду захтева промене у монетарној политици које би могле изазвати додатну макроекономску нестабилност. То се нарочито односи на случајеве наглих промена цена примарних производа или на одступања у планираном расту цена производа које су под директним или индиректним утицајем Владе.

Основни инструмент монетарне политике

Референтна каматна стопа је основни инструмент монетарне политике у режиму циљања инфлације. Остали монетарни инструменти, укључујући и интервенције на девизном тржишту, имају само помоћну улогу.

Референтна каматна стопа се примењује у спровођењу основних операција монетарне политике (тренутно, у спровођењу двонедељних репо операција) и представља оперативни циљ за краткорочне каматне стопе на

тржишту новца. Њена улога као оперативног циља подржана је коридором каматних стопа на депозитне и кредитне олакшице, као и другим операцијама на отвореном тржишту.

Корекције референтне каматне стопе биће засноване на оцени тренутне економске ситуације, оцени кретања инфлације, као и њиховим пројекцијама. Референтна каматна стопа биће коригована тако да пројектована инфлација буде у границама циљаног распона у оном периоду који Монетарни одбор буде сматрао одговарајућим с обзиром на природу шокова и општу макроекономску ситуацију. Размере и време таквих корекција пратиће ток монетарне трансмисије, узимајући у обзир временске помаке које трансмисија подразумева и тренутно доминантну улогу канала девизног курса. Пројекције ће се израђивати редовно и мењаће се у складу с новим подацима и оценама будућих макроекономских кретања.

Остали инструменти монетарне политике

Остали инструменти монетарне политике, као што су операције на отвореном тржишту хартијама од вредности дуже рочности или обавезна резерва, имаће помоћну улогу у остварењу циљева који се односе на инфлацију. Они би требало да допринесу несметаној трансмисији референтне каматне стопе на тржиште и развоју финансијских тржишта, при чему стабилност финансијског система не би била угрожена. Неки од тих инструмената могу олакшати трансмисију монетарне политике преко кредитног канала, а други (као што је обавезна резерва) имају и важну пруденцијалну улогу.

Интервенције на девизном тржишту

У режиму циљања инфлације, девизне интервенције представљају ретко коришћен секундарни инструмент, који доприноси остварењу циљане стопе инфлације након што се исцрпи потенцијал за делотворни утицај референтне каматне стопе на инфлацију.

Девизни курс представља индикатор трансмисије монетарне политике. При оцени утицаја референтне каматне стопе важно је пратити кретања на девизном тржишту, будући да канал девизног курса још увек представља најјачи канал кроз који се утиче на инфлацију. За девизни курс се, међутим, неће утврђивати никакви нумерички циљеви.

Народна банка Србије ће примењивати и девизне интервенције – са следећим циљевима: 1) да ограничи претеране дневне осцилације курса динара, али без кумулирања притисака у истом правцу у дужем периоду, 2) да ограничи опасност по финансијску стабилност и 3) да одржи адекватан ниво девизних резерви.

Пруденцијалне мере

Пруденцијалне и административне мере Народна банка Србије не доноси као подршку остварењу циљева монетарне политике, већ ради очувања стабилности финансијског система. Ипак, с обзиром на то да те мере могу имати монетарне ефекте, она ће водити рачуна о томе да их транспарентно користи и тиме не умањи ефикасност основног инструмента монетарне политике.

4. Извештавање о остваривању циљева за инфлацију

У остваривању циљане стопе инфлације, Народна банка Србије ће деловати транспарентно и наставиће са одговорним односом према јавности. То значи да ће јавност редовно обавештавати (користећи пре свега свој извештај о инфлацији), о остварењу циљане инфлације, очекиваној инфлацији и макроекономским кретањима која је детерминишу, као и о мерама монетарне политике које је потребно предузети да би се обезбедило остварење циљане инфлације у будућности.

У случају да инфлација одступи од циља више од шест узастопних месеци, Народна банка Србије је обавезна да Владу обавести о разлозима тог одступања и мерама које ће предузети да се инфлација врати на циљ.

Комуникацију с јавношћу и посебним интересним групама Народна банка Србије ће остваривати посредством својих редовних публикација, конференцијама за новинаре и саопштењима, као и преко ванредних аналитичких семинара, конференција и публикација посвећених одређеним темама.

Монетарни одбор ће одлучивати о корекцији референтне каматне стопе на унапред најављеним седницама, а донете одлуке ће истог дана бити образложене саопштењима за јавност и/или на конференцијама за новинаре.

Најважније средство комуникације Народне банке Србије с јавношћу представља њен извештај о инфлацији, који се припрема у тромесечној динамици. Извештај садржи оцену тренутне економске ситуације и монетарне политике, као и предвиђање њихових кретања. Саставни део извештаја о инфлацији је пројекција инфлације, анализа главних ризика на путу ка остварењу циљане инфлације, као и анализа утицаја будућих кретања и ризика на монетарну политику.

Ефикасном комуникацијом с јавношћу Народна банка Србије настоји да стабилизује инфлациона очекивања и тиме допринесе остваривању циљане инфлације.

5. Координација монетарне и фискалне политике и политике доходака

У режиму циљања инфлације – координација монетарне и фискалне политике има кључни значај, будући да њихова потенцијална неконзистентност може угрозити не само остварење циља, већ и кредибилитет самог режима инфлаторног таргетирања. Јасно је да одлуке Влада имају значајан утицај на инфлацију, с обзиром на релативно високо учешће производа чије цене она директно или индиректно контролише, као и на њену кључну улогу у обезбеђивању правног и институционалног оквира који утичу на стабилност цена.

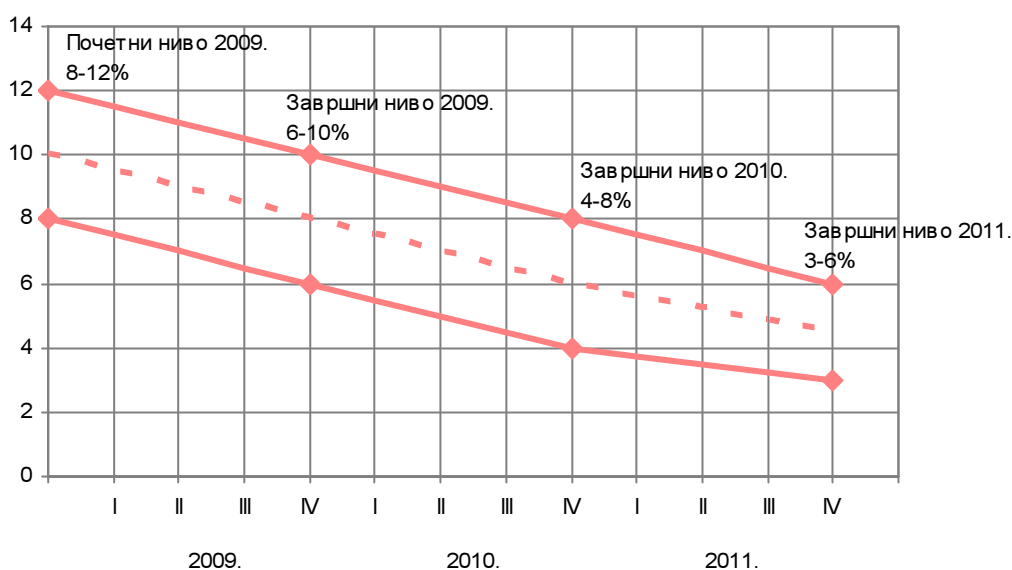
Влада се Споразумом обавезала да ће спроводити одрживу и предвидиву фискалну политику у складу с циљаном инфлацијом, као и да ће правовремено обавештавати јавност и Народну банку Србије о променама у економској политици које могу утицати на остварење циљане инфлације, а посебно о плановима у вези с регулацијом тржишта и буџетом. Такође, према Споразуму, Влада и Народна банка Србије сагласне су да сарађују у изградњи институционалних услова неопходних за ефикасно циљање инфлације, и то развијањем регулативе која обезбеђује независност Народне банке Србије, као и подстицањем развоја финансијског тржишта и активности везаних за јачање поверења у националну валуту.

Додатак 3. Меморандум Народне банке Србије о утврђивању циљане стопе инфлације за период од 2009. до 2011. године¹⁹⁾

У складу са Законом о Народној банци Србије, који као основни задатак централне банке дефинише постизање и одржавање стабилности цена, Споразумом Народне банке Србије и Владе Републике Србије о циљању (таргетирању) инфлације²⁰⁾, као оквиру за постизање стабилности цена у средњорочном периоду, и Меморандумом Народне банке Србије о циљању (таргетирању) инфлације као монетарној стратегији²¹⁾, којима се Народна банка Србије обавезала да, у сарадњи с Владом, утврђује циљане стопе инфлације – Монетарни одбор Народне банке Србије утврђује циљани распон укупне инфлације (с централном вредношћу) мерене годишњом процентуалном променом индекса потрошачких цена за период од 2009. до 2011. године, и то на следећи начин:

- почетни ниво 2009. године: 8–12% с централном вредношћу од 10%,
- завршни ниво 2009. године: 6–10% с централном вредношћу од 8%,
- завршни ниво 2010. године: 4–8% с централном вредношћу од 6%,
- завршни ниво 2011. године: 3–6% с централном вредношћу од 4,5%.

Циљани распон укупне инфлације мерене индексом потрошачких цена за период од 2009. до 2011. године



Циљеви за инфлацију утврђују се у виду континуираног опадајућег распона годишњих промена потрошачких цена (видети графикон), при чему је распон, с централном вредношћу, одређен за сваки месец у години. Путања циљаних стопа инфлације до 2011. године усклађена је с потребом постизања средњорочне стабилности цена, која, с обзиром на опредељење Србије да у средњем року конвергира ка нивоу цена и дохотка Европске уније, износи 2–4% на годишњем нивоу.

¹⁹⁾ Меморандум је усвојен на седници Монетарног одбора НБС 22. децембра 2008. године.

²⁰⁾ Споразум је усвојен на седници Владе РС 19. децембра 2008. године.

²¹⁾ Меморандум је усвојен на седници Монетарног одбора НБС 22. децембра 2008. године.

Утврђена циљана инфлација мерена на основу потрошачких цена у 2009. и 2010. години у складу је с до сада утврђеним циљевима за базу инфлацију мерену на основу цена на мало. Циљеви остају формулисани као континуирани распон с централном вредношћу, али се дефинишу у виду укупне инфлације мерене променама индекса потрошачких цена, уместо у виду базне инфлације мерене променама индекса цена на мало.

Циљеви за инфлацију мерену променама индекса потрошачких цена свеобухватније одражавају кретање цена и обезбеђују јасније разграничење одговорности Народне банке Србије и Владе у постизању и очувању њихове стабилности. Тако утврђени циљеви омогућавају ефикаснију комуникацију с јавношћу и тиме већи утицај на стабилизацију инфлационих очекивања, иначе кључних за стабилизацију економске активности.

Циљане стопе инфлације за период од 2009. до 2011. године Народна банка Србије утврдила је у сарадњи с Владом, на основу анализе текућих и очекиваних макроекономских кретања и нумеричких смерница за раст цена производа и услуга на које Влада утиче директно или индиректно²²⁾.

Утврђене циљеве за инфлацију карактерише следеће:

– *постепено смањивање циљаних стопа инфлације*: утврђени циљеви за инфлацију одражавају намеру да се стабилност цена постигне постепеним смањењем инфлације, без изазивања поремећаја у макроекономским процесима у привреди, а постепено смањивање ових циљева заснива се на оцени дугорочних макроекономских кретања и потреби да се умање притисци на номинални девизни курс, а самим тим и ризици од потенцијално негативног утицаја на конкурентност привреде;

– *циљ је утврђен као распон с централном вредношћу*: ширина утврђеног распона циљане инфлације (± 2 до 2011, $\pm 1,5$ п.п. за крај 2011) одражава интерес за стабилизацију економске активности, будући да обезбеђује простор за неопходну флексибилност монетарне политике у наредном периоду без нарушавања њеног кредибилитета, а распон указује на зону која се сматра прихватљивом за кретање инфлације, узимајући у обзир да може доћи до бројних пролазних шокова мањих размера који ће изазвати краткорочне осцилације стопа инфлације, али неће захтевати реакцију монетарне политике;

– *циљ је постављен континуирано*: централна вредност и распон дефинисани су за сваки месец у години, што значи да се остварење циљане инфлације може пратити у сваком, а не само у одређеном тренутку (крај године), при чему циљ доприноси и стабилизацији инфлационих очекивања онда када снажан шок резултира привременим одступањем инфлације од циљаног нивоа;

– *циљ је утврђен за неколико година унапред*: то одражава опредељеност Монетарног одбора на постизање средњорочне стабилности цена и доприноси стабилизацији инфлационих очекивања.

Народна банка Србије, у сарадњи с Владом, може мењати утврђене циљеве за инфлацију. Такве измене биће предузимане само у изузетним околностима, а образлагаће их Народна банка Србије.

²²⁾ Влада, након усаглашавања с НБС, може мењати утврђене нумеричке смернице уз одговарајуће образложење – према Споразуму НБС и Владе РС о циљању (таргетирању) инфлације.

Додатак 4. Нови модел за средњорочну пројекцију

Прелазак с циљања базне инфлације индекса цена на мало на циљање укупног индекса потрошачких цена – наметнуо је потребу за израдом новог модела за средњорочну пројекцију, који ћемо користити од јануарске пројекције. Основна промена је у томе што се правило монетарне политике у новом моделу заснива на одступању од циља пројектованог (укупног) индекса потрошачких цена, али и на производном јазу (за разлику од претходног модела). Индекс потрошачких цена пројектује се тако што се одвојено пројектују три подгрупе овог индекса:

- 1) базна инфлација,
- 2) небазна инфлација без деривата нафте,
- 3) деривати нафте.

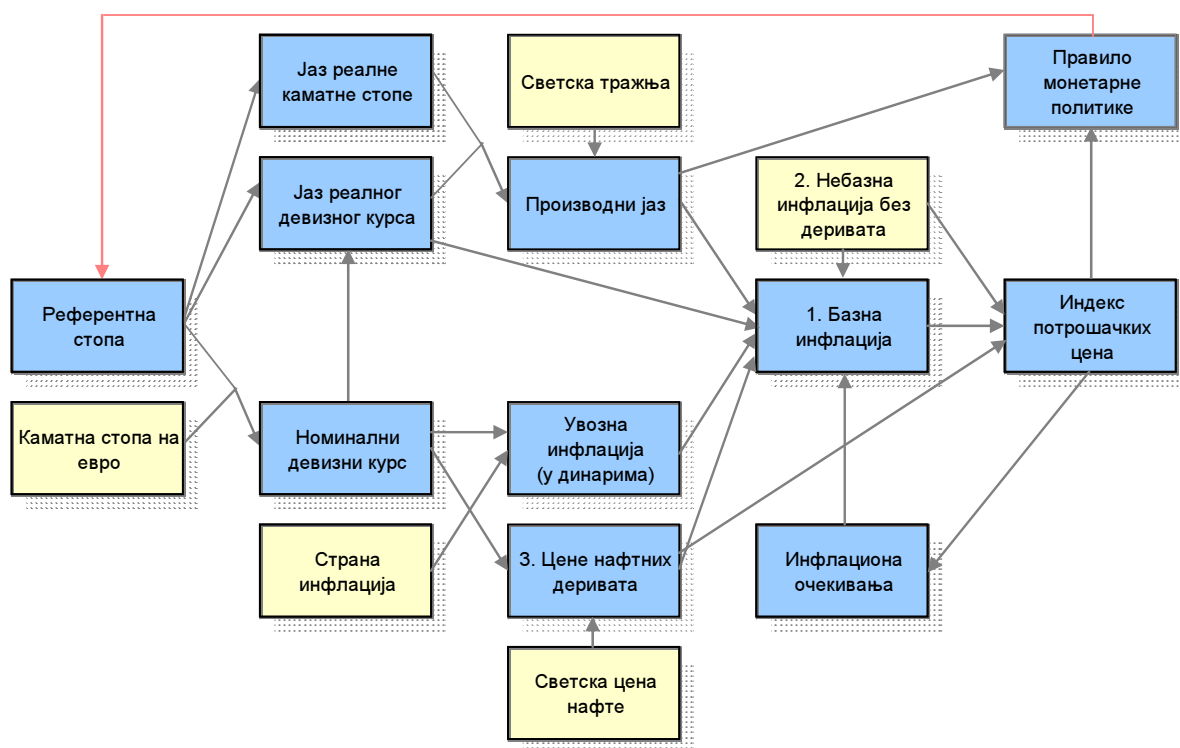
Ове групе се затим комбинују у заједнички индекс, на основу њиховог учешћа.

Монетарна политика утиче на базну инфлацију пре свега променом референтне каматне стопе, која делује на цене преко номиналног канала (девизни курс) и реалног канала (реални девизни курс и производни јаз, тј. тражња).

Монетарна политика утиче и на цене нафтних деривата преко девизног курса, с тим што оне у највећој мери зависе од кретања светских цена нафте.

Пројекција небазне инфлације без деривата заснива се на споразуму закљученим с Владом РС, као и на претпостављеним ценама пољопривредних производа. Претпоставка у моделу је да монетарна политика нема никаквог утицаја на ове цене.

На шеми је приказана поједностављена верзија новог модела:



Нови модел садржи четири основне једначине – за инфлацију, за девизни курс, за референтну каматну стопу и за производни јаз, као и већи број помоћних једначина и идентитета.

Основне једначине су следеће:

1) базна инфлација:

$$\text{базна} = a_{11} \cdot \text{базна}(-1) + a_{12} \cdot \text{инфл. очек.} + (1 - a_{11} - a_{12}) \cdot (\text{увозна инфл. - тренд реалног курса}) + a_{13} \cdot \text{јаз реалног курса}(-1) + a_{14} \cdot \text{производни јаз}(-1);$$

2) девизни курс – непокривени каматни паритет:

$$\text{курс} = \text{очек. курс} (+1) + (-\text{кам.} + \text{евро кам.} + \text{прем.});$$

3) референтна каматна стопа:

$$\text{кам.} = a_{31} \cdot \text{кам.}(-1) + (1 - a_{31}) \cdot [\text{неутр. кам.} + a_{32} \cdot (a_{33} \cdot \text{очекивано одступање инфл. од циља} + (1 - a_{33}) \cdot \text{производни јаз});$$

4) производни јаз – мера тражње:

$$\text{производни јаз} = a_{41} \cdot \text{производни јаз}(-1) + a_{42} \cdot [a_{43} \cdot \text{јаз реалног курса} + (1 - a_{43}) \cdot \text{јаз реалне камате}] + a_{44} \cdot \text{св. тражња}(-1).$$

Укупна инфлација рачуна се као пондерисани просек базне инфлације, небазне инфлације без деривата и раста цена деривата нафте:

$$\text{инфлација} = a_{51} \cdot \text{базна} + a_{52} \cdot \text{небазна без дер.} + (1 - a_{51} - a_{52}) \cdot \text{нафтни деривати},$$

при чему је небазна инфлација без деривата, као што смо рекли, одређена одлукама државе, а цене нафтних деривата – кретањем девизног курса и светских цена нафте.

1) Базна инфлација – Филипсова крива

Овом једначином представљено је кретање базне инфлације зависно од њеног кретања у претходном периоду, инфлационих очекивања, кретања увозних цена, јаза реалног ефективног курса динара и производног јаза:

$$\text{базна} = a_{11} \cdot \text{базна}(-1) + a_{12} \cdot \text{инфл. очек.} + (1 - a_{11} - a_{12}) \cdot (\text{увозна инфл. - тренд реалног курса}) + a_{13} \cdot \text{јаз реалног курса}(-1) + a_{14} \cdot \text{производни јаз}(-1).$$

Елементи једначине су следећи:

- **претходна инфлација (базна(-1))** – одражава постојање одређеног степена инерције кретања инфлације, односно кад се осетно промене фактори који утичу на базну инфлацију – онда је, због инерције у понашању привредних субјеката, потребно извесно време да се то осетно одрази на саму инфлацију;
- **инфлациона очекивања (инфл. очек.)** – означавају очекивања економских субјеката кад је у питању кретање цена у наредном периоду и знатно утичу на само кретање инфлације, при чему висока инфлациона очекивања могу узроковати пораст инфлације чак и кад се за то нису стекли реални услови;
- **увозна инфлација (увозна инфл.)** – означава инфлацију која зависи од кретања девизног курса и стране инфлације. Како девизни курс знатно више осцилира од стране инфлације, његов је утицај на кретање увозне инфлације доминантнији;
- **тренд реалног курса (тренд реалног курса)** – показује просечну дугорочну тенденцију кретања реалног курса, тј. за колико ће домаће цене у дугом року расти брже од страних (изражених у истој валути); будући да очекујемо да ће код нас у наредном периоду раст продуктивности бити бржи него у иностранству, требало би да домаће цене расту брже од страних када их изразимо у истој валути (реална апresiasiја);

- **јаз реалног курса с доњом (јаз реалног курса(-1))**, тј. одступање реалног курса од његовог тренда – представља обим прекомерне депресијације или апресијације, при чему реални курс можемо схватити као апроксимацију реалног маргиналног трошка, тј. учешћа трошка (увозна компонента) у приходу (домаћа цена). Кад је јаз апресијацијски, значи да је маргинални трошак релативно низак у односу на оно што би се очекивало на основу дугорочног тренда реалног курса, што даље значи да има простора да маргинални трошак у наредном периоду порасте тако што ће домаће цене расти спорије од увозних (курс + страна инфлација) коригованих за тренд реалног курса. Другим речима, апресијацијски јаз делује дезинфлаторно. Реални курс је у исто време фактор тражње за домаћим производима, тј. конкурентности домаће привреде, па незатварање апресијацијског јаза у дужем року може узроковати успоравање економске активности (видети једначину производног јаза);
- **производни јаз с доњом (производни јаз(-1))** – представља меру тражње, која се дефинише као разлика између остварене производње и њеног равнотежног нивоа (тренд), тј. производње коју је могуће остварити с постојећом радном снагом, капиталом и продуктивношћу без притиска на раст цена, али, за разлику од тренда који је дефинисан дугорочним факторима, јаз је одређен краткорочним факторима као што су кретање зарада и кредитне активности или карактер монетарне политике, при чему позитиван производни јаз значи да инфлаторни притисци долазе од тражње, и обрнуто.

2) Девизни курс – непокривени каматни паритет

Једначина непокривеног каматног паритета (НКП) указује на то да приноси на две валуте, кориговани за премију ризика, теже да се изједначе. Под претпоставком да је (у случају динара и евра) премија ризика нула, очекивана депресијација динара у односу на евро би наредних годину дана износила 14,5%, зато што би управо толика депресијација била неопходна да се изједначе приноси на ове две валуте – имајући у виду да је разлика између две референтне каматне стопе тренутно 14,5 п.п. (16,5% на динаре и 2% на евре). Овај прорачун, међутим, занемарује податак да се на девизним тржиштима на ризичније валуте тражи додатни принос, тј. *премија ризика*, која изједначава преференције инвестирања у динар и евро. Да бисмо у том случају добили очекивану депресијацију, разлику између две каматне стопе требало би кориговати за премију ризика:

$$\text{очекивана депресијација} = \text{кам.} - \text{евро кам.} - \text{прем.}$$

Како је очекивана депресијација једнака разлици између очекиваног курса у наредном периоду (**очек. курс(+1)**) и садашњег девизног курса (**курс**), преуређујући претходну једначину добијамо форму НКП, коју користимо у моделу:

$$\text{курс} = \text{очек. курс(+1)} + (-\text{кам.} + \text{евро кам.} + \text{прем.}),$$

чији су елементи:

- **каматне стопе (кам. и евро кам.)** – у моделу користимо тржишне пандане референтних стопа код нас и у Европској унији: двонедељни BELIBOR (за динаре) и једнонедељни EURIBOR (за евро);
- **очекивани курс (очек. курс(+1))** – очекивања економских субјеката кад је у питању кретање девизног курса у наредном периоду;
- **премија ризика (прем.)** – превасходно зависи од става страних инвеститора.

3) Референтна каматна стопа – функција реакције монетарне политике

Ова једначина дефинише основне елементе на основу којих се доноси одлука о висини референтне каматне стопе и кључна је за стабиловање економије. Правило монетарне политике – одступање прогнозиране инфлације од циља и производни јаз – кључни је елемент при доношењу одлуке о промени референтне стопе.

Кад је пондерисани просек одступања прогнозиране инфлације од циља и производног јаза позитиван, монетарна политика треба да буде рестриктивна, тј. референтна стопа треба да буде изнад неутралне. Обрнуто важи кад је овај просек негативан. Ипак, да би се избегла нестабилност, монетарна политика не би требало да прави нагле заокрете, због чега је у једначину укључена претходна каматна стопа, која обезбеђује стабилност њеног кретања:

$$\text{кам.} = a_{31} \cdot \text{кам.} (-1) + (1 - a_{31}) \cdot [\text{неутр. кам.} + a_{32} \cdot (a_{33} \cdot \text{очекивано одступање инфл. од циља} + (1 - a_{33}) \cdot \text{производни јаз}],$$

чији су елементи:

- **претходна референтна стопа (кам.(-1))** – која осигурава одређени степен инерције, тј. стабилности кретања референтне стопе, при чему коефицијент уз претходну референтну стопу може имати вредност између нуле и један, а његова висина одражава склоност креатора монетарне политике да нагло мења референтне стопе;
- **неутрална каматна стопа (неутр. кам.)** – која представља онај ниво каматне стопе који има неутралан утицај на инфлацију, што значи да када је референтна стопа на неутралном нивоу, монетарна политика није ни рестриктивна ни експанзивна;
- **правило монетарне политике (очекивано одступање инфлације од циља)** – које дефинише положај референтне стопе у односу на неутралну и које укључује како очекивано одступање инфлације од циља, тако и производни јаз, при чему коефицијент a_{33} дефинише релативан значај инфлације и производног јаза у монетарној политици, па ако је привреда у рецесији (негативан производни јаз), а инфлација висока – карактер монетарне политике зависиће од тога чему она придаје већи значај.

4) Производни јаз – мера тражње

Креатори монетарне политике делују на тражњу за домаћим производима и услугама, тј. на производни јаз преко реалног девизног курса и реалне каматне стопе. Реална ап्रेसијација девизног курса значи релативно поскупљење домаћих добара у односу на увозна, што смањује тражњу за њима. Обрнуто важи у случају реалне депресијације. Раст реалне каматне стопе (номинална каматна стопа минус инфлациона очекивања) утиче на повећање штедње и смањење тражње за кредитима, што резултира смањеном тражњом за добрима и услугама. Једначина је дефинисана тако да рестриктивни карактер монетарне политике, тј. апресијацијски јаз реалног курса и позитиван јаз реалне каматне стопе доводе до негативног производног јаза, и обрнуто. Поред тога, производни јаз одређен је циклусом светске тражње, односно што је она већа, већи је и домаћи извоз, па самим тим и производња:

$$\text{производни јаз} = a_{41} \cdot \text{производни јаз}(-1) + a_{42} \cdot [a_{43} \cdot \text{јаз реалног курса} + (1 - a_{43}) \cdot \text{јаз реалне камате}] + a_{44} \cdot \text{св. тражња}(-1), \quad \text{при чему}$$

- **претходни производни јаз (производни јаз (-1))** дефинише инерцију у кретању производног јаза: промене у карактеру монетарне политике не одражавају се одмах на производни јаз, већ постепено;
- **јаз реалне каматне стопе (јаз реалне камате)** означава одступање ове стопе од њеног равнотежног нивоа и најчешће се дефинише као ниво каматне стопе који је конзистентан с равнотежним нивоом производње и стабилном инфлацијом, па ако је реална камата изнад равнотежног нивоа (позитиван јаз), то води дезинфлацији и успоравању производне активности, и обрнуто;
- **светска тражња с доцњом (св. тражња(-1))** мери се производним јазом Европске уније у коју иде највећи део нашег извоза, с којим корелирају привредни циклуси осталих земаља који су наши спољнотрговински партнери (земље CEFTA пре свега).

* * *

Кад је реч о осталим релевантним факторима, њихово се кретање пројектује или на основу помоћних моделских једначина, или усвајањем претпоставки њиховог кретања. Поред четири описане основне једначине, модел садржи знатан број помоћних једначина којима се описује кретање фактора као што су: инфлациона очекивања, очекивани девизни курс, премија ризика, трендови производње, трендови реалног курса и реалне камате и др.

Што се тиче кретања екстерних фактора (светске цене нафте, инострана инфлација, основна каматна стопа ЕСВ, однос долар/евро) – усвајају се претпоставке за наредни период засноване на очекивањима светских економиста, док се претпоставке кретања регулисаних цена без деривата и цена пољопривредних производа дефинишу у Народној банци Србије, на основу планова државе (Владе и локалне самоуправе) и експертских процена.

На основу различитих претпоставки, моделски се израђује неколико сценарија: онај који сматрамо највероватнијим издвајамо као основни, и његове резултате објављујемо у извештају о инфлацији. Улога осталих сценарија је да, пре свега креаторима монетарне политике, укажу на правац деловања ако ствари не крену очекиваним током.

Додатак 5. Промене обавезне резерве банака, привремене мере и пруденцијалне мере везане за кредитну активност

Хронолошки преглед промена обавезне резерве банака, привремених мера и пруденцијалних мера везаних кредитну активност можете наћи на сајту НБС, у поглављу Публикације – Извештај о инфлацији.

А) Промене обавезне резерве банака

Први основ	О п и с	Стопа	Плаћање кам. на средства издвојене о. р.	Први обрачун	Оčekивани ефекат мера
107/2008	Динарска основца – непромењена Девизна основца Део девизне основце промењен Изузетно, у обрачунском периоду 18. новембар–17. децембар 2008, основца за обрачун девизне обавезне резерве по основу девизне штедне може бити и књиговодство стање те штедне на дан 14. новембра 2008. године ако је то за банку дозвољеније	Непромењена Непромењена	Плаћа се Не плаћа се	17. 11. 2008.	
110/2008	Динарска основца – непромењена Девизна основца Део девизне основце – промењен Изузетно, у обрачунском периоду 18. новембар–17. децембар 2008, основца за обрачун девизне обавезне резерве по основу девизне штедне може бити и књиговодство стање те штедне на дан 30. октобра 2008. године ако је то за банку дозвољеније	Непромењена Непромењена	Плаћа се Не плаћа се	17. 11. 2008.	
112/2008	Динарска основца Део динарске основце – промењен Изузетно, почев од обрачунског периода 18. децембар 2008–17. јануар 2009, закључно са обрачунским периодом 18. мај–17. јун 2009, онај део динарске основце који чине обавезе у динарима по основу депозита и кредита примљених из иностранства чини просечно дневно књиговодство стање ових обавеза у септембру 2008, ако је просечно дневно књиговодство стање тих обавеза мање од њиховог просечног дневног књиговодства стање у септембру 2008. Девизна основца Део девизне основце – промењен Изузетно, почев од обрачунског периода 18. децембар 2008–17. јануар 2009, закључно са обрачунским периодом 18. мај–17. јун 2009, они делови девизне основце које чине обавезе у динарима по основу депозита и кредита примљених из иностранства и девизне субординиране обавезе чини просечно дневно књиговодство стање ових обавеза у септембру 2008, ако је просечно дневно књиговодство стање тих обавеза мање од њиховог просечног дневног књиговодства стање у септембру 2008. године <i>Напомињемо да се 40% обрачунате обавезне резерве у еврима издваја у динарима.</i>	Непромењена Непромењена Непромењена	Плаћа се Не плаћа се Не плаћа се	17. 11. 2008.	66,1 млрд динара издваја се на жиро-рачун

Б) Привремене мере

Дана 23. децембра 2008. године ступила је на снагу *Одлука о привременим мерама за очување стабилности банкарског система у Републици Србији* ("Службени гласник РС", бр. 116/2008) (Одлука).

У складу с тачком 2. Одлуке, банке код којих је прекорачење процента усклађености бруто пласмана одобрених становништву и основног капитала прописаног *Одлуком о усклађивању стања бруто пласмана одобрених становништву са основним капиталом банака* изазвано променама курса динара насталим после 30. септембра 2008. године – ослобађају се обавезе депоновања средстава на посебан рачун код Народне банке Србије, осим ако је то прекорачење само делимично изазвано променама курса динара насталим после тог датума, када се обавеза депоновања прописана Одлуком умањује за ефекат насталих промена курса динара.

Под бруто пласманима одобреним становништву, у смислу *Одлуке о усклађивању бруто пласмана одобрених становништву са основним капиталом банака*, не подразумевају се динарски кредити, динарски кредити индексирани девизном клаузулом, девизни кредити одобрени становништву за непосредно улагање у пољопривредну производњу и кредити предузетницима за непосредна улагања у производне, односно услужне намене из њихове делатности.

Мере из тачке 2. Одлуке ограниченог су карактера и примењиваће се почев од стања бруто пласмана одобрених становништву и основног капитала на дан 31. децембра 2008. године, закључно с 31. децембром 2009. године.

У складу с тачком 3. Одлуке, банке могу, на захтев дужника, рок отплате одобрених и у течај пуштених динарских кредита или кредита конвертованих у динаре – продужити до дванаест месеци од првобитно утврђеног датума доспећа, и то без наплате додатних трошкова дужнику у вези с продужењем рока отплате, односно конверзијом кредита у динаре.

Захтеви дужника за продужење рока отплате могу се подносити банци до 31. децембра 2009. године.

У складу с тачком 4. Одлуке, банке ће закључно са обрачуном обавезне резерве који ће Народној банци Србије доставити 17. јула 2010. године, а према просечном дневном књиговодственом стању средстава из јуна 2010. године, обавезну резерву обрачунавати у складу са *Одлуком о обавезној резерви банака код Народне банке Србије* по стопи од 0% на пораст просечног дневног књиговодственог стања динарских и девизних обавеза по основу депозита и кредита примљених из иностранства и девизних субординираних обавеза у односу на просечно стање тих обавеза из септембра 2008. године.

В) Пруденцијалне мере везане за кредитну активност

Правни основ	О с н о в а	О п и с	Претходно стање
112/2008	Одлука о измени Одлуке о управљању ризицима банке	Овом изменом смањује се показатељ девизног ризика с 20 на 10%. Банка је дужна да однос између активе и пасиве одржава тако да њена отворена девизна позиција на крају сваког радног дана не буде већа од 10% њеног капитала.	Ступила на снагу 31. јануара 2009. године
112/2008	Одлука о измени Одлуке о спровођењу одредаба Закона о банкама које се односе на контролу банкарске групе на консолидованој основи	Овом изменом смањује се показатељ девизног ризика банкарске групе с 20 на 10%. Банкарска група је дужна да укупну нето отворену девизну позицију (увећану за апсолутну вредност нето отворене позиције у злату) одржава на нивоу нижем од 10% њеног капитала.	Ступила на снагу 31. јануара 2009. године
116/2008	Одлука о привременим мерама за очување финансијске стабилности у Републици Србији	За добијање сагласности НБС у вези са изузимањем из обрачуна великих изложености безусловних гаранција које је издала банка која је већински акционар банке, односно банка из исте банкарске групе – потребно је обезбедити и писмену подршку акционара.	Ступила на снагу 23. децембра 2008. године

Списак табела и графика

Графикони

II.0.1. Кретање цена (тримесечни раст)	9
II.0.2. Кретање цена (међугодишњи раст)	9
II.0.3. Допринос стопи раста цена на мало	10
II.0.4. Допринос стопи раста базне инфлације	10
II.0.5. Кретање укупне и базне инфлације	12
II.0.6. Допринос појединих група производа стопи раста потрошачких цена у четвртном тримесечју 2008.	12
II.0.7. Краткорочна пројекција инфлације	16
III.0.1. Индекс монетарних услова	19
III.0.2. Реални девизни курс и његов тренд	19
III.0.3. Реална каматна стопа и њен тренд	20
III.1.1. Репо каматна стопа НБС	20
III.1.2. Кретање каматних стопа	21
III.1.3. Крива приноса на међубанкарском тржишту новца	21
III.1.4. Референтна каматна стопа НБС и каматне стопе пословних банака	22
III.1.5. Кретање репо стопа ЕУРИБОР 6М и каматне стопе на кредите банака	22
III.1.6. Пондерисане каматне стопе на хартије од вредности	22
III.1.7. Индекс BELEX15 у 2008.	23
III.1.8. Индекси BELEX15, CROBEX и NTX у 2008.	23
III.1.9. Кретање курса динара према еврџу и двонедељне репо стопе	24
III.1.10. Дневне промене курса динара према еврџу	24
III.1.11. Номинални курс динара	25
III.1.12. Показатељи премије ризика – EMBI и CDS	25
III.2.1. Базна и увозна инфлација	29
III.2.2. Кретање цена нафте	30
III.3.1. Нето коришћење финансијских кредита	30
III.3.2. Структура нето прилива капитала	31
III.3.3. Дефицит текућег платног биланса и нето прилив капитала	32
III.3.4. Покривеност увоза девизним резервама	32
III.4.1. Кретање монетарних агрегата дефлационирано ценама на мало	33
III.4.2. Структура биланса стања банкарског сектора у децембру 2008.	34
III.4.3. Кретање понуде новца и инфлације	34
III.4.4. Реални домаћи кредити и директно задуживање предузећа у иностранству	34
III.4.5. Извори раста пласмана банака	35
III.4.6. Веза између реалних кредита приватном сектору и економске активности	35
III.5.1. Допринос међугодишњем расту БДП-а	36
III.5.2. Кретање БДП-а – процене по тримесечјима	36
III.5.3. Раст индикатора економске активности (десезониране тримесечне стопе раста, на год. нивоу)	37
III.5.4. Раст индикатора економске активности (међугодишње стопе раста)	37
III.5.5. Производни јаз и базна инфлација	37

III.5.6. БДП и инфлација у еврозони	38
III.5.7. Кретање тражње становништва и БДП-а	42
III.5.8. Јавни приходи и расходи (методологија ММФ-а)	43
III.5.9. Структура јавних расхода	43
III.5.10. Раст увоза капиталних добара	45
III.6.1. Кретање просечних нето зарада у јавном сектору	46
III.6.2. Кретање просечних нето зарада	46
III.6.3. Кретање продуктивности, бруто реалних плата и јединичних трошкова рада у индустрији	46
III.6.4. Незапосленост	47
III.6.5. Запошљавање	47
III.6.6. Запосленост по секторима	47
III.7.1. Очекивана инфлација у јануару 2010.	49
III.7.2. Очекивани ниво курса у јануару 2010.	49
III.7.3. Очекивани привредни/економски раст у Србији	50
IV.1.1. Пројектована инфлација	53
Табеле	
I.0.1. Основни макроекономски индикатори	7
II.0.1. Показатељи раста цена	10
II.0.2. Раст цена на мало по компонентама	11
II.0.3. Доприноси стопи раста цена на мало	11
II.0.4. Најзначајније очекиване промене регулисаних цена у првом тромесечју 2009.	16
III.1.1. Структура промета на МДТ-у	25
III.3.1. Платни биланс (у % БДП-а)	31
III.3.2. Доприноси стопи раста девизних резерви НБС	32
III.4.1. Стопе раста монетарних агрегата	33
III.5.1. Фискални резултат	44
III.5.2. Консолидовани јавни расходи	44
III.5.3. Индикатори кретања инвестиција	45
IV.1.1. Претпоставке пројекције за 2009. годину	52
Табела А. Индикатори екстерне позиције Србије	55
Табела Б. Основни макроекономски индикатори	56

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

Седнице Монетарног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе

Датум	Референтна каматна стопа (на годишњем нивоу, у %)	Промена (у базним поенима)
Одржане седнице Монетарног одбора		
2008. година		
17. јануар	10,00	0
6. фебруар	10,75	+75
18. фебруар	10,75	0
28. фебруар	11,50	+75
13. март	14,50	+300
28. март	14,50	0
17. април	14,50	0
24. април	15,25	+75
15. мај	15,25	0
29. мај	15,75	+50
12. јун	15,75	0
1. јул	15,75	0
17. јул	15,75	0
29. јул	15,75	0
2. септембар	15,75	0
16. септембар	15,75	0
1. октобар	15,75	0
17. октобар	15,75	0
31. октобар	17,75	+200
18. новембар	17,75	0
1. децембар	17,75	0
8. децембар	17,75	0
22. децембар	17,75	0
2009. година		
22. јануар	16,50	-125
29. јануар	16,50	0
Планиране седнице Монетарног одбора		
12. фебруар		
24. фебруар		
5. март		
20. март		
6. април		
23. април		
5. мај		
21. мај		
4. јун		
25. јун		
6. јул		
23. јул		
6. август		
21. август		
4. септембар		
24. септембар		
6. октобар		
22. октобар		
5. новембар		
20. новембар		
4. децембар		
24. децембар		

Напомена: Календар одржавања редовних седница Монетарног одбора НБС је измењен на седници Монетарног одбора 22. јануара 2009. године, будући да је циљ монетарне политике НБС од 2009. године дефинисан у виду укупне инфлације мерене индексом потрошачких цена, а да Републички завод за статистику објављује податке о том индикатору око 15. у месецу за претходни месец.

Саопштења са седница Монетарног одбора Народне банке Србије

Седница Монетарног одбора од 18. новембра 2008.

Монетарни одбор Народне банке Србије је, након разматрања текућих економских кретања, одлучио да референтну каматну стопу задржи на дотадашњем нивоу од 17,75%.

Седница Монетарног одбора од 1. децембра 2008.

Монетарни одбор је на овој седници, након разматрања актуелних економских кретања, одлучио да референтну каматну стопу задржи на непромењеном нивоу од 17,75%.

Седница Монетарног одбора од 8. децембра 2008.

Монетарни одбор је, након разматрања актуелних економских кретања, одлучио да референтну каматну стопу задржи на непромењеном нивоу од 17,75%.

Међутим, с обзиром на актуелна кретања на светском финансијском тржишту и анализу могућих ефеката на домаћи финансијски систем – Монетарни одбор је усвојио измене *Одлуке о обавезној резерви банака код Народне банке Србије*, и то у делу који се односи на утврђивање основице за обрачун динарске и девизне обавезне резерве по основу иностраних обавеза, као и по основу девизних субординираних обавеза. Овим изменама Народна банка Србије је банкама вратила додатну девизну ликвидност и истовремено из оптицаја повукла вишак динара, како би позитивно утицала на стабилност цена.

Усвојеним изменама повећава се процент обрачунате обавезне резерве у еврима који се држи у динарима – с досадашњих 20 на 40%. Такође, предвиђено је да основицу за обрачун динарске и девизне обавезне резерве, коју чине обавезе по основу депозита и кредита примљених из иностранства, као и девизне субординиране обавезе – чини просечно дневно књиговодствено стање тих обавеза у септембру 2008. године. Овај начин обрачуна обавезне резерве примењиваће се изузетно, почев од обрачунског периода 18. децембар 2008 – 17. јануар 2009. године, до закључно са обрачунским периодом 18. мај 2009 – 17. јун 2009. године, и допринеће да вишак ослобођене девизне ликвидности остане у банкарском сектору Србије уместо да се користи за раздуживање банака у иностранству или за смањење депозита из иностранства.

Народна банка Србије донела је и одлуку (која ће важити од 31. јануара 2009. године) да смањи нето отворену позицију банака – са 20 на свега 10%, како би се банке излагале мањем ризику због кретања курса.

Седница Монетарног одбора од 22. децембра 2008.

Монетарни одбор је на овој седници усвојио *Меморандум о циљању (таргетирању) инфлације као монетарној стратегији*, затим *Меморандум о утврђивању циљане стопе инфлације за период од 2009. до 2011. године* и *Програм монетарне политике у 2009. години*. Ове документе, који утврђују режим циљане инфлације који ће Народна банка Србије спроводити почев од наредне године, а чије је принципе она постепено уводила у праксу од септембра 2006, представио је на конференцији за штампу гувернер Радован Јелашић.

Седница Монетарног одбора од 22. јануара 2009.

Монетарни одбор је на овој седници, након разматрања актуелних економских кретања, одлучио да референтну каматну стопу снизи за 1,25 процентних поена, односно с 17,75 на 16,50%.

Ову одлуку је на конференцији за новинаре тог дана образложио гувернер Радован Јелашић.

Седница Монетарног одбора од 29. јануара 2009.

Монетарни одбор је, након разматрања текућих економских кретања, одлучио да референтну каматну стопу задржи на нивоу од 16,5%.

Наредна седница Монетарног одбора одржаће се 12. фебруара 2009. године.