

НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

Прво тромесечје 2006

Београд, јул 2006.

Уводна напомена

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

Према поменутом оквиру монетарне политике, Народна банка Србије одржава ценовну стабилност у оквирима дефинисаног инфлаторног коридора, уз коришћење референтне каматне стопе као основног инструмента и осталих мера монетарне политике као помоћног инструментаријума. Пошто Народна банка Србије предвиђа да у скорој будућности формално усвоји режим циљане инфлације, у чијој је основи јачање транспарентности монетарне политике и ефикасна комуникација с јавношћу, определила се да, у складу с тим, тромесечно припрема и објављује извештај о инфлацији, као најважније средство информисања јавности. Овим извештајем ће се јавности пружити на увид дешавања у економији која опредељују одлуке Монетарног одбора и активности централне банке.

Извештај о инфлацији садржи информације о садашњој и очекиваној инфлацији, анализу макроекономских кретања која је детерминишу, објашњење разлога за доношење конкретних одлука Монетарног одбора, као и оцену ефикасности монетарне политике која је спровођена у протеклом тромесечју. Саставни део тог извештаја је и пројекција инфлације за најмање четири наредна тромесечја, приказ претпоставки на којима се ова пројекција заснива, као и анализа главних ризика у остваривању циљане инфлације.

Приступ јавности овим информацијама омогућиће боље разумевање монетарне политике коју спроводи централна банка и њене одлучности у остваривању циљане инфлације, а свакако ће утицати и на сузбијање инфлаторних очекивања и одржавање стабилности цена, што и јесте основни циљ Народне банке Србије.

Извештај о инфлацији за прво тромесечје 2006. године одобрен је на састанку Монетарног одбора 26. 12. 2006. године.

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

Монетарни одбор Народне банке Србије:

Радован Јелашић, *гувернер*

Ана Глигоријевић, *вицегувернер*

Диана Драгутиновић, *вицегувернер*

Мира Ерић-Јовић, *вицегувернер*

Садржај

I. Резиме	1
II. Кретање инфлације.....	2
III. Детерминанте инфлације.....	4
1. Монетарни услови.....	4
Каматне стопе.....	4
Кретање курса динара.....	9
2. Платнобилансна кретања	12
3. Монетарна кретања и монетарна политика	17
Примарни новац	17
Новчана маса	18
Кредити банака приватном сектору	19
Кредити банака становништву	20
Штедња становништва	22
Ликвидност банака.....	23
Мере монетарне политике	23
4. Кретање понуде и тражње	27
Понуда и извори раста	27
Тражња и употреба бруто домаћег производа	28
5. Кретања на тржишту рада	31
6. Увозне цене.....	33
IV. Инфлациона очекивања и пројекција инфлације.....	35
1. Инфлациона очекивања	35
2. Пројекција инфлације	36

Додатак 1: Промене обавезне резерве банака

Додатак 2: Пруденцијалне мере за ограничење кредитног раста

I. Резиме

У протеклих годину и по дана, међугодишња стопа инфлације у Србији кретала се у распону од 14 до 18%. У току 2006. године дошло је до смањења међугодишње стопе инфлације са 17,7% у децембру 2005. на 14,4% у марту. Смањење међугодишње стопе инфлације је очекивано с обзиром на релативно високе стопе инфлације након увођења пореза на додату вредност јануара 2005. У првом тромесечју 2006. године инфлација је износила 2,2%, што је знатно ниже и у односу на исти период претходне године (5,1%), али и у односу на последње тромесечје 2005. (5,2%).

Цене деривата нафте дале су најзначајнији допринос инфлацији у првом тромесечју 2006. (0,6 процентних поена). Укупан допринос **регулисаних цена** је износио 0,97 процентних поена. Томе треба додати и утицај (претежно сезонског) раста цена пољопривредних производа (0,36 процентних поена), чији се ефекти, због високе флукуације, искључују из базе инфлације.

Базна инфлација је у првом тромесечју 2006. износила 1,7%, што је ниже него у претходном тромесечју (4,4%). Месечно посматрано, овај показатељ бележи константан пад од октобра (када је износио 2,1%). У фебруару 2006. године је забележен најнижи ниво базне инфлације од маја 2004. године (0,4%).

Раст реалног бруто домаћег производа у првом тромесечју 2006. износио је 6,3% у односу на исти период 2005. Услед повећања нето извоза, укупна понуда је реално повећана за око 10%, што је знатним делом резултат ниске економске и спољнотрговинске активности у првом тромесечју претходне године по основу увођења пореза на додату вредност (ПДВ). Кључни, али опадајући допринос том расту има домаћа тражња. Секторски посматрано, услуге и индустрија су имали највећи допринос расту.

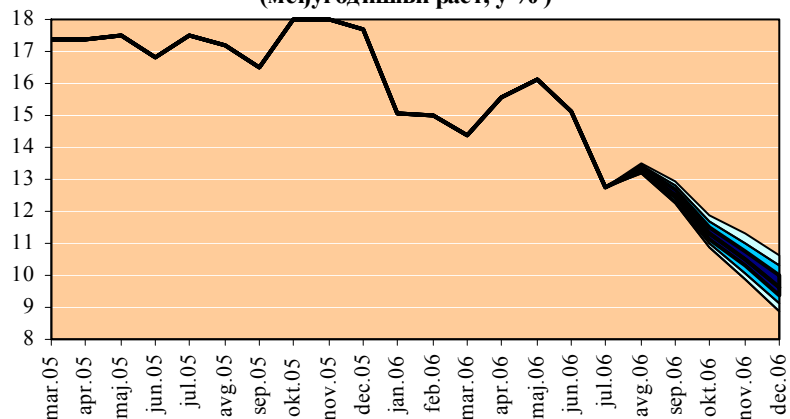
Агрегатна тражња задржава високе међугодишње стопе номиналног раста у првом тромесечју 2006. Када се искључе ефекти увођења ПДВ-а на обим увоза, номинални раст расположивог бруто домаћег производа износи око 16%. У наведеном периоду, лична потрошња је повећала, а инвестициона смањила учешће у бруто домаћем производу. Државна потрошња је остала на нивоу као и у упоредивом периоду претходне године. Иако привреда стабилно расте, тај раст не обезбеђује услове за растућу запосленост. Просечне зараде расту, али у условима пада запослености раст масе зарада је знатно умеренији. Умерени раст јединичних трошкова рада у индустрији (чија производња чини већи део малопродајног промета) потврђује да су и по овом основу постојали инфлациони притисци.

На тржишту новца уочен је раст каматних стопа, као резултат раста референтне каматне стопе Народне банке Србије, али и повећање стопе обавезне резерве. Динар је у првом тромесечју 2006. номинално депресиран у односу на евро (1,6%), номинално апресиран у односу на долар (0,4%) и номинално депресиран у односу на корпу валута (1,0%). При домаћој инфлацији од 2,2%, динар је реално апресиран.

Апресијација је резултат повољних макроекономских кретања, високог прилива капитала и веће флексибилности девизног курса у условима све мањег присуства Народне банке Србије на међубанкарском девизном тржишту. На основу изложеног, може се закључити да је монетарна политика била изразито рестриктивна (повећана референтна каматна стопа за 1,73 процентна поена; повећана просечна пондерисана стопа обавезне резерве за 1,5

процентних поена, уз реалну апресијацију динара од 0,1%). Кредитни раст, међутим, није био успорен у првом тромесечју и поред рестриктивне монетарне политике и нових мера пруденцијалне контроле.

Пројекција инфлације до краја 2006. године
(међугодишњи раст, у %)



Према пројекцијама Народне банке Србије, стопа инфлације ће бити у распону од 8,7 до 10,8%, дакле, близу нивоа који је постављен као неформални циљ (9,3%).

Постоје, наравно, бројни ризици који прате централну пројекцију инфлације Народне банке Србије, нпр. раст потрошње становништва и државе изнад раста GDP; колебање економске активности светске привреде; кретање цена енергената и увозних цена; знатна инерција у кретању зарада и инфлације.

II. Кретање инфлације

У првом тромесечју 2006. године забележено је успоравање инфлације. Цене на мало су порасле за 2,2%, што је знатно ниже него у последњем тромесечју 2005. године (5,2%). Међугодишњи раст цена на мало смањен је са 17,7% у децембру 2005. на 14,4% у марту.

Најзначајнији допринос инфлацији у првом тромесечју дале су цене деривата нафте (0,6 процентних поена). Порасту цена деривата нафте од 7% допринели су повећање акциза са 27,19 на 30,59 динара и раст цене нафте на светском тржишту почетком године. Од осталих **регулисаних цена** знатнији допринос имало је поскупљење лекова (0,15 процентних поена). Укупан допринос регулисаних цена у првом тромесечју износио је 0,97 процентних поена.

Базна инфлација (цене које се формирају слободно, на тржишту) опала је са 4,4% у последњем тромесечју 2005. на 1,7% у првом тромесечју ове године. Посматрано на месечном нивоу, овај показатељ бележи константан пад од октобра, када је износио 2,1%, до фебруара ове године, када је са 0,4% забележен његов најнижи ниво још од маја 2004. године.

На пад базне инфлације утицали су (привремено) успоравање кредитне активности банака крајем прошле и почетком ове године, као и чињеница да није било промене цена деривата нафте и електричне енергије од септембра прошле до краја јануара ове године. Фебруарски раст цена деривата нафте је у највећој мери утицао да базна инфлација у марту буде удвостручена, на 0,8%.

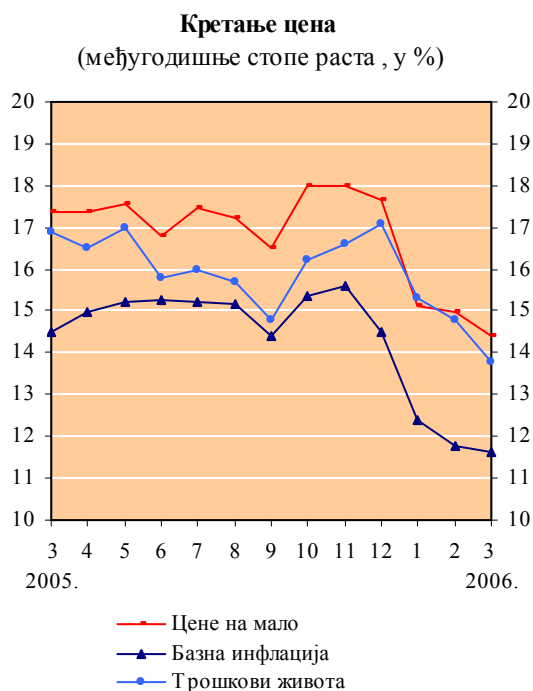
У оквиру ове групе производа највећи допринос расту цена на мало у првом тромесечју дале су цене међумесног превоза путника (због пораста цене деривата нафте), са 0,13, и цене кафе, са 0,08 процентних поена, док је, с друге стране, пад цена свињског меса и његових прерађевина имао највећи, са -0,11 процентних поена, допринос у правцу успоравања раста цена на мало.

Цене пољопривредних производа забележиле су сезонски уобичајен пораст од 11,1%¹. Њихов допринос расту цена на мало износио је 0,36 процентних поена.

Почетком године покренуто је питање утицаја монополског понашања великих трговинских ланаца са великим учешћем на тржишту на ниво и динамику цена. Према анализи Министарства трговине, утврђено је да малопродајне трговинске марже у Србији износе и преко 30%, што је знатно више у поређењу са њиховим нивоом у земљама у окружењу

Показатељи раста цена у Р. Србији (стопа раста у %)			
	XII 2004. XII 2003.	XII 2005. XII 2004.	III 2006. III 2005.
Цене на мало	13,7	17,7	14,4
Базна инфлација	11,5	14,5	11,6
Трошкови живота	13,1	17,1	13,8
Цене робе	12,9	16,3	13,8
Цене услуга	14,2	22,3	14,0
Цене произвођача у индустрији	12,0	15,4	14,4
Цене произвођача пољопр. производа	10,4	11,8	4,9

Извор: Подаци НБС (Центар за истраживања) и Републичког завода за статистику.



¹ У првом тромесечју 2005. године цене пољопривредних производа су повећане за 15,0%.

(од 8 до 15%). Поред растућег и локално високог учешћа у сектору малопродаје, неки трговински ланци раде на вертикалној монополизацији: купују произвођачка предузећа (углавном хране), која затим фаворизују у својим радњама, понекад и буквално избацујући конкуренцију.

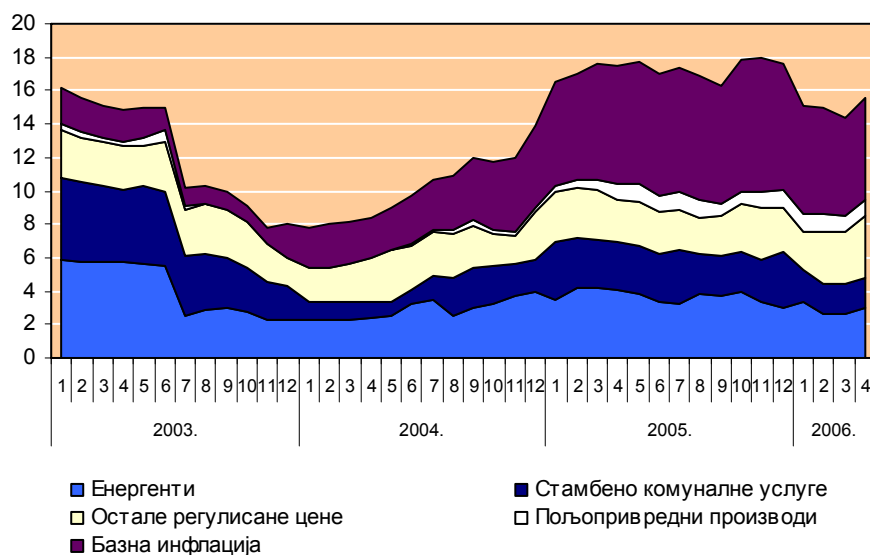
Влада се, за сада, определила да не примењује административна ограничења маржи или поједине казнене одредбе из Закона о заштити конкуренције, већ да у дијалогу са великим трговинским ланцима утиче на њих да сами сниже марже, што су они начелно прихватили, али још увек нису применили. Мада се често истиче да ће конкуренција временом сама довести до снижења маржи, цена чекања да се то деси је превелика, па стога сматрамо да треба оштрије реаговати на нарушавање конкуренције, што је иначе уобичајена пракса у развијеним земљама. Најсвежији пример је административно обарање цене роминга у Европској унији за чак 50%.

Компоненте ценовног раста за релевантне групе робе и услуга у периоду јануар-март 2006.

	Раст цена (у %)	Допринос стопа раста цена на мало (у процентним поенима)	Учешће у стопа раста цена на мало (у %)
Укупно	2,2	2,2	100,0
Производи и услуге чије су цене регулисане	2,7	1,0	43,9
Енергенти	3,7	0,6	28,0
Стамбено-комуналне услуге и друштв. заштита	0,6	0,1	2,2
Саобраћајне и ПТТ услуге	0,4	0,0	1,3
Основни прехранбени производи	2,8	0,1	4,2
Цигарете	0,0	0,0	0,0
Лекови	7,0	0,2	7,0
Пољопривредни производи	11,1	0,3	16,4
Производи и услуге чије се цене формирају слободно без пољопривредних производа	1,7	0,9	39,7

Извор: Прерачунато на бази података Републичког завода за статистику.

Структура међугодишњег раста цена на мало



III. Детерминанте инфлације

1. Монетарни услови

Монетарни услови су рестриктивнији у односу на претходно тромесечје. На већу рестриктивност указује и раст референтне каматне стопе и реална апresiasiја динара.

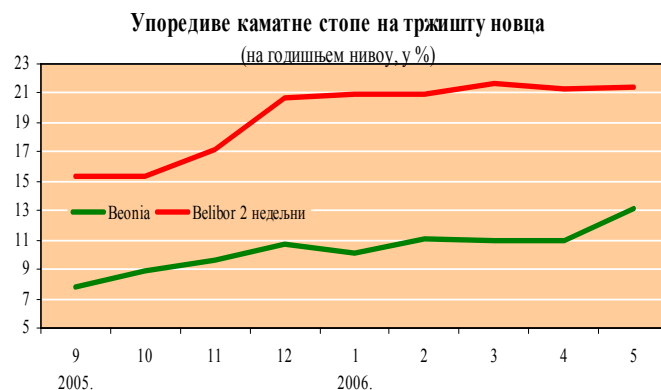
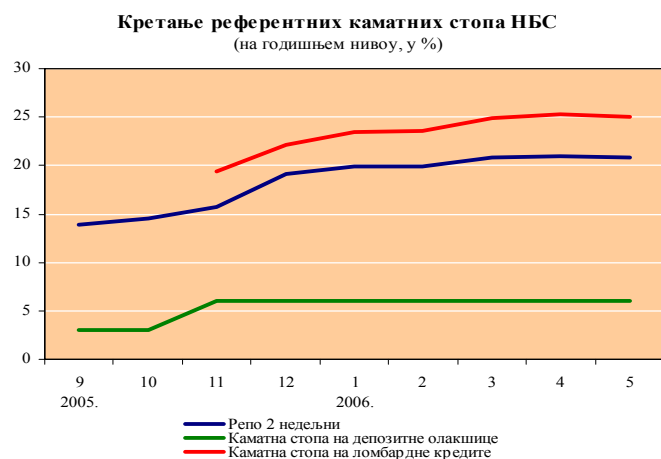
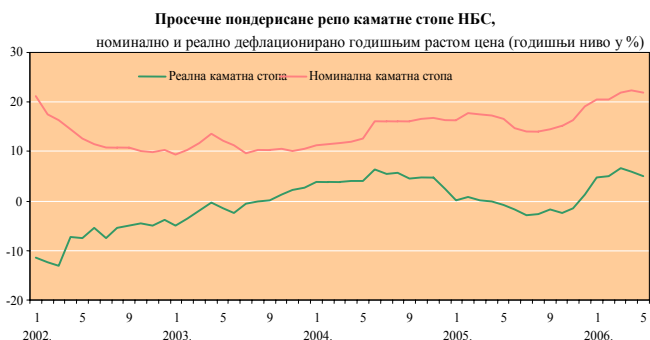
Каматне стопе

У првом тромесечју 2006. године Народна банка Србије је наставила да повећава каматне стопе на репо продаје и, последично, на коришћене ломбардне кредите².

Просечна пондерисана каматна стопа на хартије од вредности којима Народна банка обавља репо продаје на отвореном тржишту у марту је достигла 21,89% на годишњем нивоу (реално 6,5%), и то: 20,97% (реално 5,7%) на двонедељне (са највећом прихваћеном каматом од 21%) и 23,90% (реално 8,3%) на двомесечне репо продаје (са највећом прихваћеном каматом од 24%). Раст и разлике у висини каматних стопа утицали су на повећање обима и промену структуре продаје³. Репо продаје су у току првог тромесечја порасле за 84,7% (или за 14,3 милијарди динара). Посматрано по рочности, банке се најчешће опредељују за куповину хартија од вредности са роком доспећа од 60 дана – њихов удео је повећан са 42% крајем претходне године на 66% крајем марта. То захтева преиспитивање двомесечних репо продаја као инструмента монетарне политике.

У марту су каматне стопе на коришћене ломбардне кредите износиле 24,9%, 27,9% и 30,9% на годишњем нивоу, тј. три, шест или девет процентних поена више од просечне пондерисане репо стопе за исти месец у зависности од броја дана коришћења.

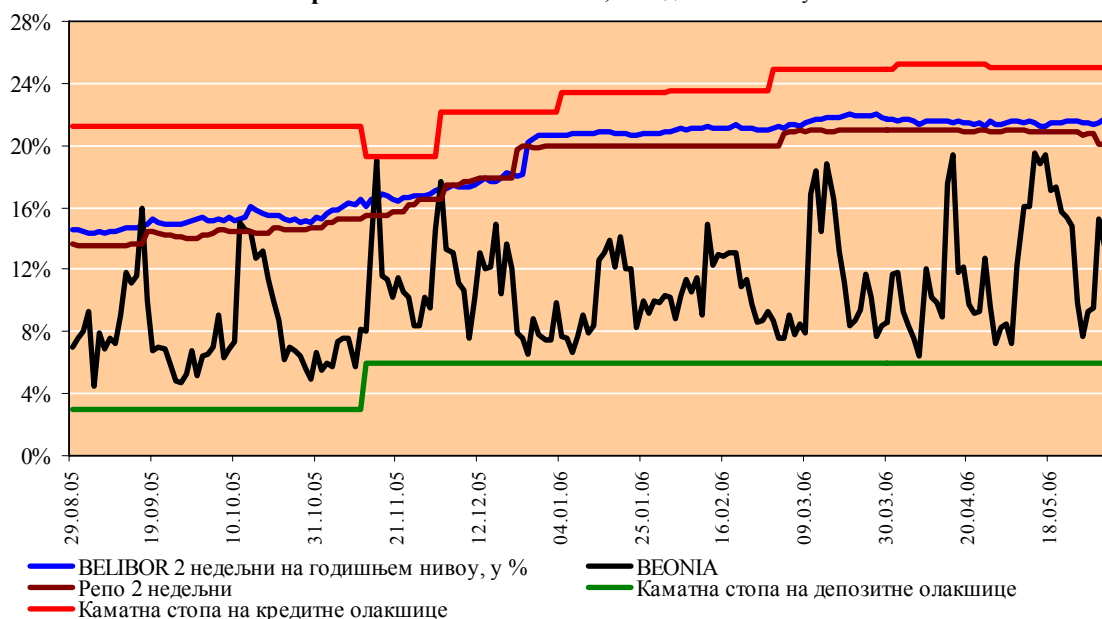
Распон каматних стопа Народне банке Србије износи 6% (на депозитне олакшице) до 24,9% (на ломбардне кредите који су коришћени до седам радних дана). У односу на последње тромесечје 2005. године евидентно је повећање тог распона за 2,7 процентних поена.



² Каматна стопа на износ коришћеног ломбардног кредита утврђује се почев од 10. новембра 2005. године у односу на просечну пондерисану репо стопу.

³ Реална каматна стопа на годишњем нивоу = $(1 + \text{номинална каматна стопа на годишњем нивоу}) / (\text{индекс цена на мало у текућем у односу на исти месец претходне године}/100) - 1$.

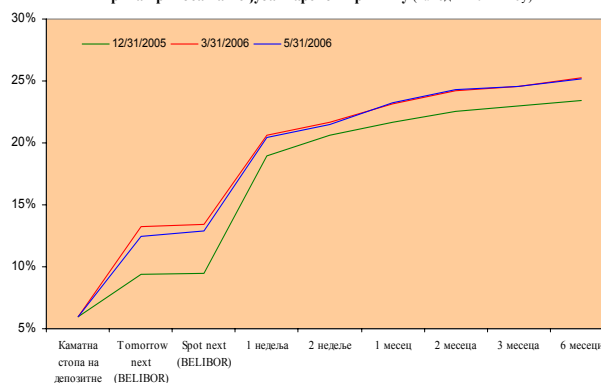
Кретање каматних стопа, на годишњем нивоу



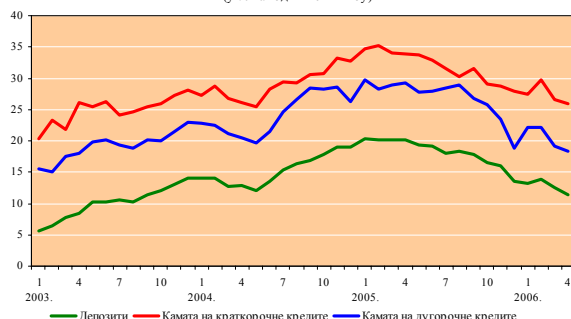
Каматне стопе на тржишту новца (Beonia, Belibor) крећу се унутар распона каматних стопа Народне банке Србије. Каматне стопе Belibor у 2006. години прате каматне стопе Народне банке Србије на репо трансакције (са истом рочношћу), док је Beonia, уз карактеристично високе дневне осцилације, константно изнад упоредиве каматне стопе Народне банке Србије (на депозитне олакшице), у просеку 5,03 процентних поена у периоду од августа 2005. до јуна 2006. године.

На међубанкарском тржишту уочава се померање криве приноса навише. Таква кретања су изражена код хартија од вредности са изузетно кратким роковима доспећа (један до два дана), где повећање иноси 3,9 процентних поена. На остале рокове повећање се креће у распону од 1 до 1,8 процентних поена (стање крајем марта текуће у односу на крај претходне године). Крива приноса нема јасан нагиб, већ један нагиб за мању рачност, а други за дужу. Позитиван нагиб опада.

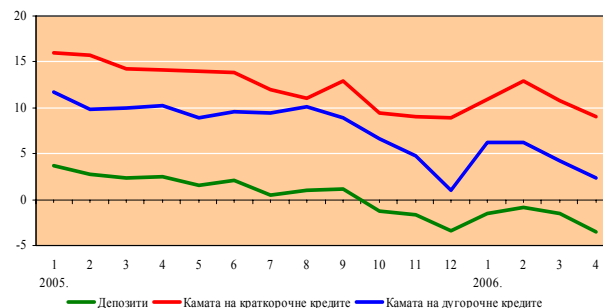
Крива приноса на међубанкарском тржишту (на годишњем нивоу)



Номиналне активне и пасивне каматне стопе пословних банака (у % на годишњем нивоу)



Реалне активне и пасивне каматне стопе пословних банака (у % на годишњем нивоу)



Пасивне каматне стопе пословних банака су знатно мање од активних каматних стопа (у марту је та разлика износила 11,7 процентних поена). Њихове промене су синхронизоване, истог правца и интензитета, тако да су каматне марже банака стабилне.

Утицај каматних стопа Народне банке Србије на пасивне каматне стопе пословних банака је незнатан⁴.

Раст референтне каматне стопе Народне банке Србије утицао је на благи раст каматних стопа пословних банака на динарске депозите (за 0,61 процентних поена).

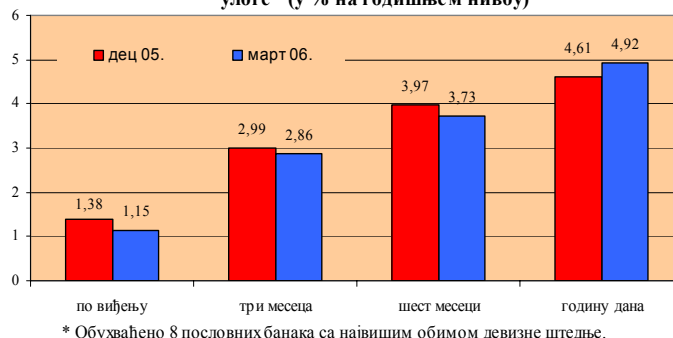
Народна банка Србије је покушала да директно утиче на висину пасивних каматних стопа пословних банака тако што је ушла у њихов сегмент тржишта. Наиме, емитовала је и почела продају својих штедних записа становништву по атрактивној каматној стопи. То је као основни циљ имало да се подстакну пословне банке на привлачење динарских штедних депозита становништва (повећање динарске штедње). Прва емисија је издата 26. децембра 2005. године са рочношћу од 182 дана и номиналном вредношћу од једне милијарде динара. Каматне стопе су променљиве и зависиле су од периода када су записи уписивани. Кретале су се у распону од 25% до 22%. Укупно је закључно са 31. мартom 2006. продато око 600 милиона динара. Упоређујући приход који се остварује куповином записа са приходом који се остварује на орочене девизне штедне улог на годину дана, уз каматну стопу од најчешће 5% годишње, јасно је да су приноси по штедним записима Народне банке Србије знатно већи него на орочену девизну штедњу.

Камате које банке плаћају на девизне штедне улоге разликују се по банкама како у погледу рачности, тако и према висини штедних улога. Ако у том погледу анализирамо осам водећих банака по висини девизне штедње, можемо запазити да је у првом тромесечју дошло до смањења просечних пондерисаних каматних стопа на штедне улоге по виђењу и орочене до годину дана, док су просечне пондерисане каматне стопе на орочене девизне штедне улоге на годину дана порасле. Евидентно је да промене у висини каматних стопа Народне банке Србије нису утицале на одговарајуће промене каматних стопа на девизне депозите.

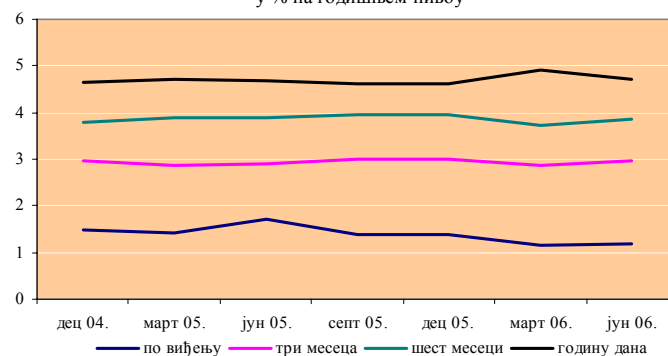
Упоредни преглед цене дисконтне вредности штедног записа у еврима по средњем курсу на дан продаје и орочене девизне штедње увећане за камату од 5% на годишњем нивоу



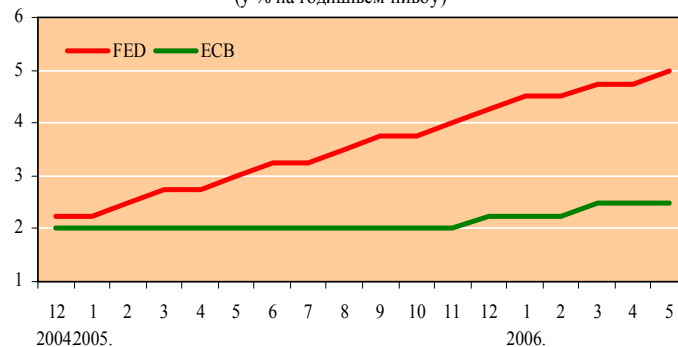
Просечна пондерисана каматна стопа на девизне штедне улоге* (у % на годишњем нивоу)



Просечна пондерисана каматна стопа на девизне штедне улоге у % на годишњем нивоу



Кретање репо стопа ЕЦБ-а и ФЕД-а (у % на годишњем нивоу)



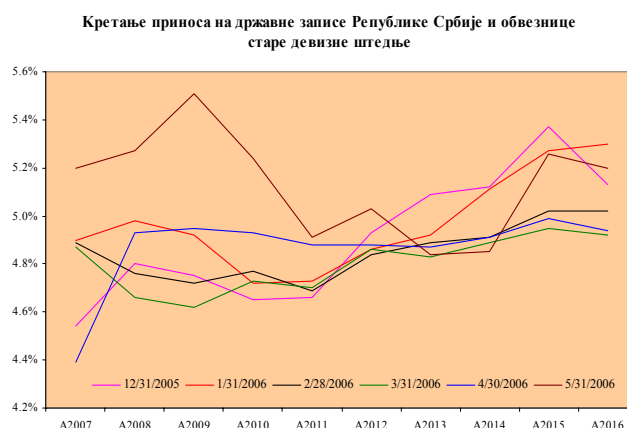
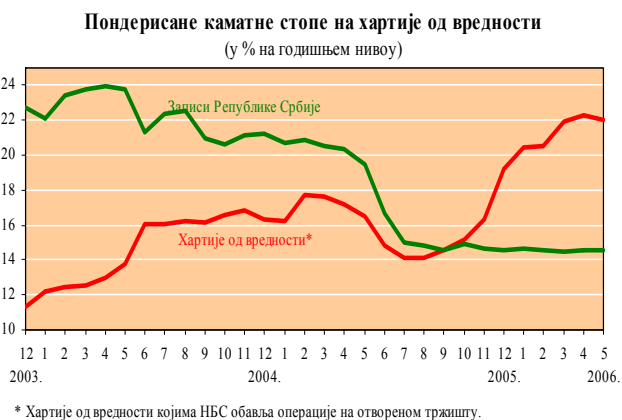
⁴ Методологијом је предвиђено да се прате само каматне стопе на динарске депозите.

Активне каматне стопе пословних банака⁵ мењају се под утицајем промена каматних стопа Народне банке Србије, али и обавезне резерве. Са променом стопе и основице обавезне резерве долази до промена у каматним стопама пословних банака (нпр. у септембру је повећана девизна обавезна резерва, што кореспондира са повећањем каматних стопа пословних банака). У јануару и фебруару 2006. каматне стопе пословних банака су расле иако се није мењала политика обавезне резерве, али је у том периоду Народна банка Србије повећала каматне стопе на репо трансакције. Евидентна је тенденција пада каматних стопа пословних банака, али и одступање од ње у зависности од политике Народне банке Србије у области обавезне резерве и каматних стопа на репо трансакције. Реакција пословних банака на промене у политици каматних стопа Народне банке Србије је још увек релативно слаба.

Каматне стопе на финансијском тржишту Србије знатно су веће од каматних стопа у Европској унији, уз уочљиву тенденцију повећања те разлике, што утиче на прилив капитала који је осетљив на промене каматних стопа (инострани кредити).

Раст референтних каматних стопа присутан је и у САД и Европској унији, што се одражава на кретања каматних стопа на светским финансијским тржиштима. Раст каматних стопа ФЕД-а објашњава се јачањем инфлаторних притисака изазваних високим нивоом цена нафте, као и ниском стопом незапослености (4,8%). И поред очекиваног наставка раста каматних стопа, остаје дилема на коме ће се нивоу оне зауставити а да то не угрози привредни раст. Већина аналитичара сматра да ће каматне стопе ФЕД-а прећи ниво од 5%. Са мотивом јачања ценовне стабилности, повећавају се и каматне стопе ЕЦБ. Очекује се да ће референтна каматна стопа ЕЦБ са садашњих 2,5% достићи 3% до краја године.

На аукцијама Трезора током првог тромесечја 2006. записи Републике Србије продавани су са роковима доспећа од 91 и 182



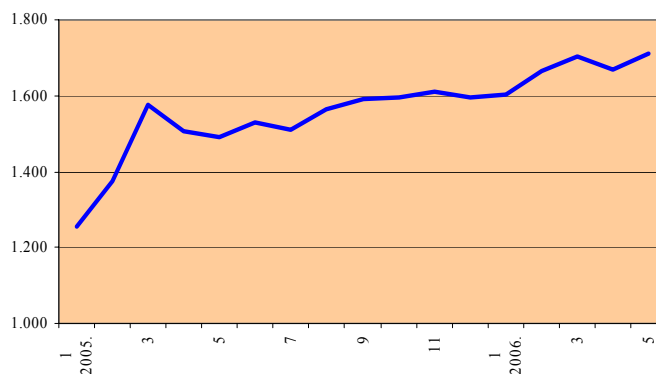
⁵ Методологија монетарне статистике не исказује посебно кредите одобрене са валутном клаузулом, већ их обухвата у оквиру динарских кредита. То директно утиче на статистику каматних стопа, те се каматне стопе на динарске кредите израчунавају као пондерисани просек уговорених камата независно од тога да ли је предвиђена валутна клаузула. Будући да су готово сви кредити одобрени са валутном клаузулом, на графиконима су приказане (номиналне) каматне стопе кориговане за износ месечне промене курса динара према евр (чиме добијамо коректније обрачунате каматне стопе на одобрене динарске кредите под претпоставком да нема девизне клаузуле). Тако обрачунате каматне стопе дефлациониране ценама на мало на годишњем нивоу поуздана су мера нивоа реалних каматних стопа. Номинална каматна стопа на годишњем нивоу = $(1 + \text{уговорена каматна стопа на годишњем нивоу}) * (\text{индекс курса динара према евр у текућем у односу на исти месец претходне године}/100) - 1$. Реалне каматне стопе су обрачунате на начин дефинисан у фусноти 3.

дана уз просечну пондерисану стопу приноса од 14,47% на годишњем нивоу (што је нешто ниже у односу на децембар 2005 – 14,58%). Знатно ниже каматне стопе у односу на репо стопу Народне банке Србије утицале су на потпуни пад заинтересованости банкарског сектора за записе Републике Србије.

Поред записа Републике Србије, на финансијском тржишту тргује се и обвезницама тзв. старе девизне штедње, с тим што су рокови њиховог доспећа знатно различити. Праћењем кретања приноса на ове хартије од вредности, може се закључити да је цена ликвидних средстава на краatak рок знатно виша у односу на дуги рок (преко годину дана).

Промене цена акција којима се тргује на Београдској берзи изражавају се кроз вредности *Belexfm* индекса. Тај индекс мери промене цена акција пондерисаних тржишном капитализацијом свих акција издавалаца којима се трговало на слободном берзанском тржишту. *Belexfm* индекс је у марту 2006. године достигао 1.702 поена, што представља повећање од 6,8% у односу на крај претходне године. Дакле, раст вредности акција на берзи прати раст каматних стопа, што указује на неразвијеност тржишта капитала. У развијеним тржишним економијама пад камата је, по правилу, праћен растом вредности акција.

Полазећи од очекиваних ефеката мера Народне банке Србије предузетих почетком маја и несмањеног обима кредитне тражње, у наредном периоду се очекује притисак у правцу повећања активних каматних стопа пословних банака. Један од фактора који ће утицати на повећање активних каматних стопа јесте и релативно споро реструктурирање привреде и, по том основу, ограничен директан приступ иностраним изворима финансирања, чиме јача тржишна позиција домаћих пословних банака. С друге стране, очекује се појачан интерес пословних банака за прикупљање домаће штедње, што ће довести и до пораста пасивних каматних стопа. Утицај на пасивне каматне стопе зависиће од могућности банке да приступи, за сада, јефтинијим изворима финансирања у иностранству. Са становишта рочне структуре домаће штедње, а имајући у виду кретање каматних стопа, евидентан је раскорак између интереса пословних банака и становништва за дугорочну штедњу.

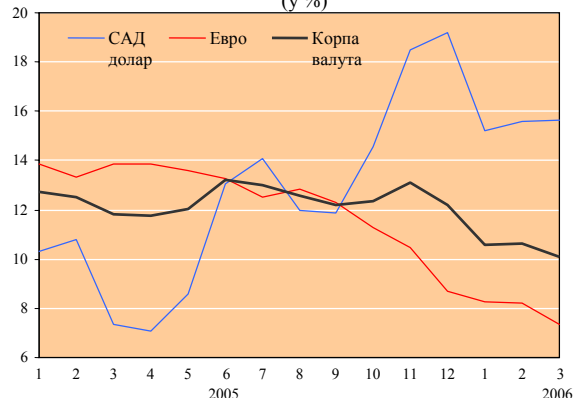
Кретање вредности *belexfm* индекса

Кретање курса динара

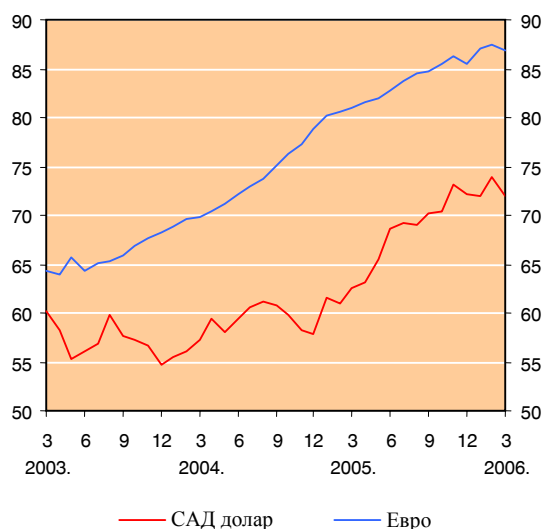
Крајем првог тромесечја 2006. године динар је номинално депресирано за 1,6% у односу на европску заједничку валуту, тако да се 31. марта један евро размењивао за 86,9 динара. Уколико се посматра међугодишња стопа раста просечног курса динара према евр, од почетка прошле године уочава се успоравање депресијације динара у односу на европску заједничку валуту.

Одражавајући кретање курса долара према евр на светском девизном тржишту, курс динара према америчкој валути је током прва три месеца 2006. изразито осцилирао. Тако је у току јануара и марта динар према долару апресирано за 0,2% и 2,6% (респективно), док је у фебруару регистрована месечна депресијација од 2,4%. У току првог тромесечја текуће године динар је апресирано за 0,4% у односу на долар. Уколико се посматра међугодишња стопа раста просечног месечног курса динара према долару, у току прва три месеца текуће године приметно је смањење степена депресијације.

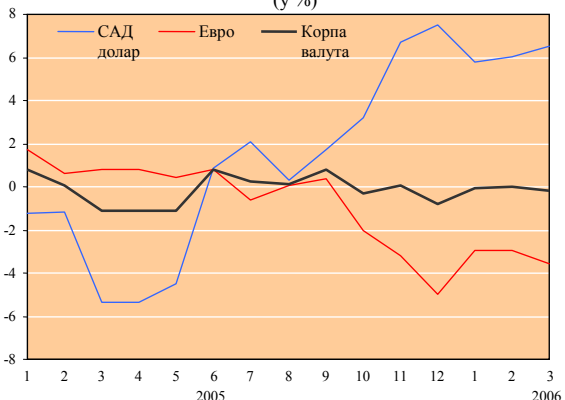
Међугодишње промене номиналног курса динара (у %)



Номинални курс евра и долара
(вредност у динарима, крајем периода)



Међугодишње промене реалног курса динара* (у %)

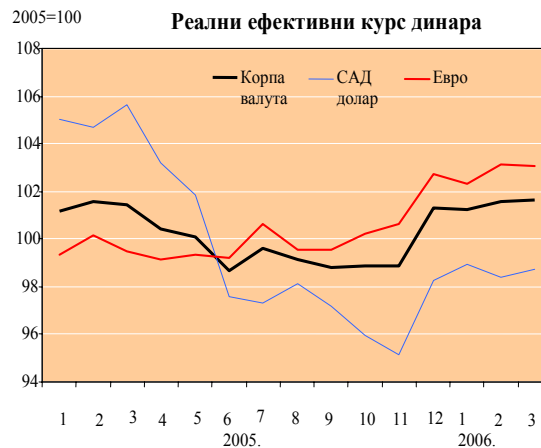


*Негативне стопе указују на апресијацију, а позитивне на депресијацију.

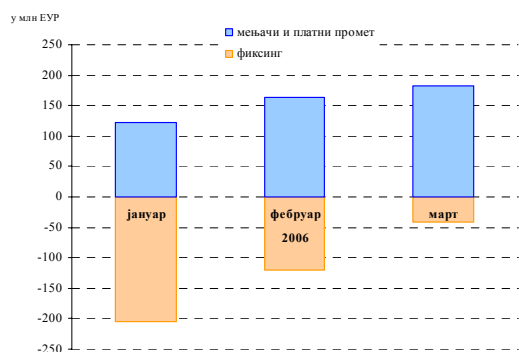
С обзиром на структуру корпе валута која улази у обрачун индекса номиналног ефективног курса (у коме је пондер за евро 70%, а за долар 30%), овај индекс је смањен, тј. динар је депресирано за 1,0%.

Уз депресијацију номиналног ефективног курса регистровану у прва три месеца текуће године и раст домаћих цена на мало (2,2%) бржи од раста иностраних цена (0,5% у ЕУ и 1,6% у САД), реални ефективни курс динара је у посматраном периоду ојачао за 0,3%. У односу на валуте појединачно, динар је реално апресирано и према долару (1,0%) и према евр (0,1%).

Реални ефективни курс динара

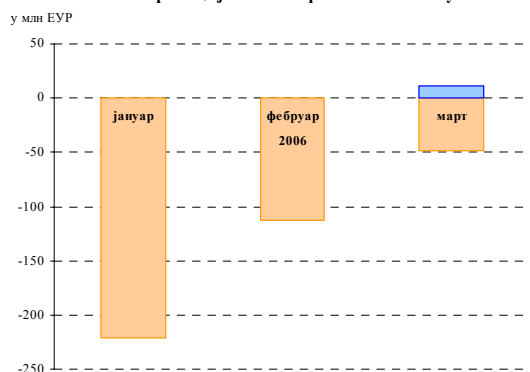


Интервенције НБС на девизном тржишту*



* Позитивне вредности указују на куповину а негативне вредности на продају девиза.
Извор: НБС.

Интервенције НБС на фиксинг састанку*



* Позитивне вредности указују на куповину а негативне вредности на продају девиза.
Извор: НБС.

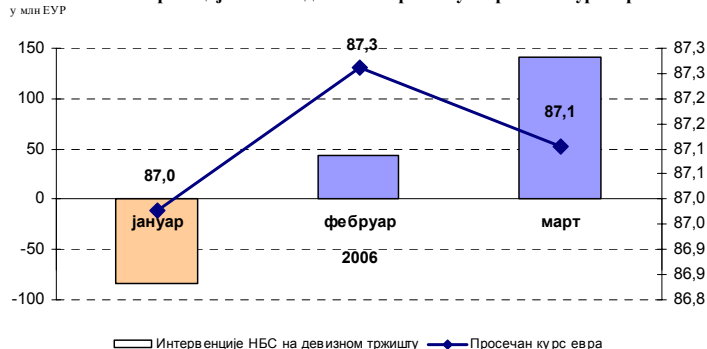
У периоду од јануара до марта 2006. године, степен осцилације дневног курса динара према евр, мерен коефицијентом варијације, износио је 0,28%, односно 0,33%, 0,15% и 0,25% у јануару, фебруару и марту, респективно.

Народна банка Србије је у току првог тромесечја, у циљу усклађивања понуде и тражње девиза, скоро свакодневно интервенисала на фиксинг састанку МДТ-а. При том се удео њених интервенција приметно смањио, док се истовремено обим промета између самих банака значајно повећао.

Народна банка Србије је у посматраном периоду интервенисала нето куповином на девизном тржишту (које, поред међубанкарског девизног тржишта, укључује мењаче и платни промет са Црном Гором и Косовом и Метохијом) у вредности од 101,1 милион евра. Висок ниво девизне ликвидности забележен је у фебруару и марту – нето куповине Народне банке Србије у поменути два месеца су достигле 184,8 милиона евра. Знатна нето куповина Народне банке Србије на девизном тржишту резултат је високе девизне ликвидности по основу већег капиталног нето прилива од потреба финансирања дефицита текућих трансакција.

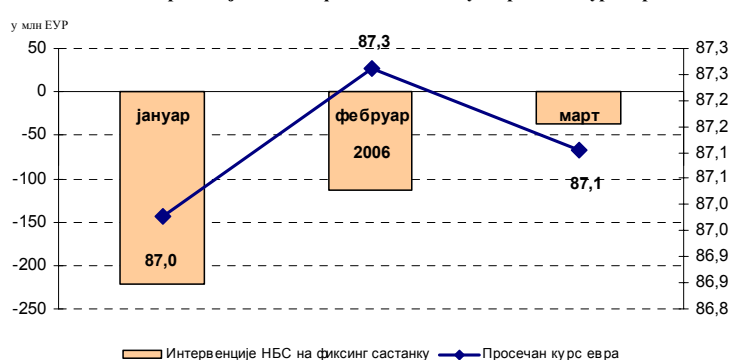
Дакле, девизно тржиште у првом тромесечју карактерише висока понуда девиза и смањење нето продаје Народне банке Србије на фиксинг

Нето интервенције НБС на девизном тржишту и просечан курс евра

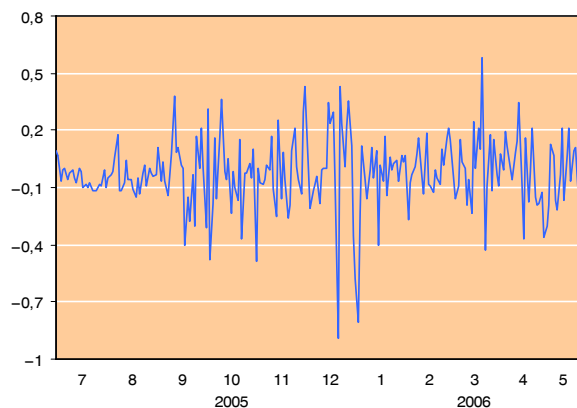


Интервенције НБС на девизном тржишту — Просечан курс евра

Нето интервенције НБС на фиксинг састанку и просечан курс евра

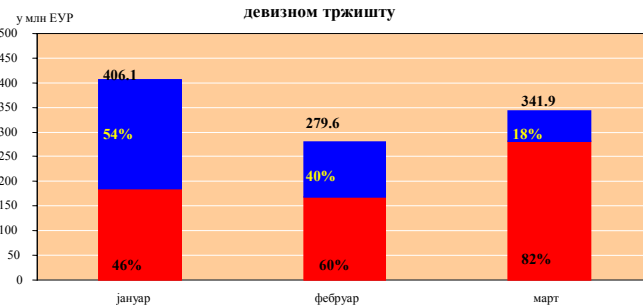


Интервенције НБС на фиксинг састанку — Просечан курс евра

Дневне промене курса динара према евр у 2005. и 2006¹⁾ (у %)

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

Промет банкарског сектора на међубанкарском девизном тржишту



Извор: НБС. Банка-банка Банке-НБС

састанку као резултат високе девизне ликвидности. Раст значаја промета између банака у односу на њихов промет са Народном банком указује на смањење утицаја Народне банке на формирање курса. Народна банка је по први пут ове године у марту интервенисала куповином и продајом девиза, али у нето изразу те интервенције су биле минималне. Међутим, са становишта укупног девизног тржишта (са укљученим куповинама по основу мењачких послова и промета са Црном Гором и Косовом и Метохијом), утицај Народне банке је и даље значајан и усмерен на спречавање веће апресијације динара и смањење флуктуација девизног курса.

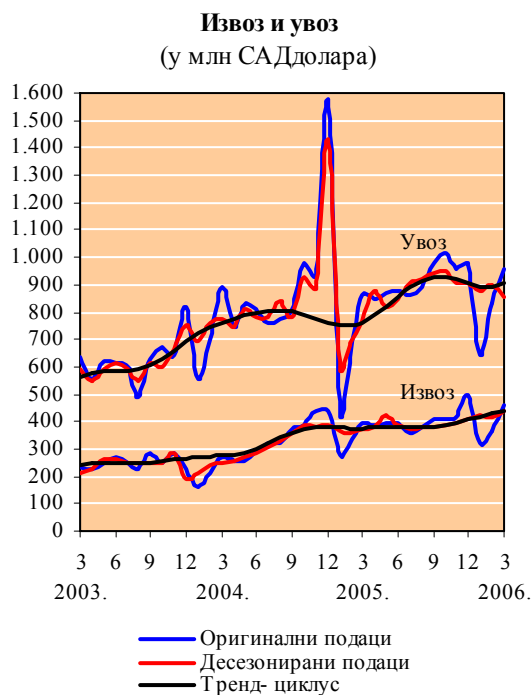
У условима појачања притисака ка депресијацији (у јануару), Народна банка је интервенисала високим обимом нето продаја на састанку МДТ-а (који је премашио прилив по осталим основама). Од половине фебруара (са појачањем притисака ка апресијацији) обим продаје Народне банке на састанку МДТ-а је смањиван, односно она је, посматрано са становништа девизног тржишта у целини, постала значајан нето купац. Релативна стабилност курса у току прва три месеца остварена је уз велике осцилације у обиму интервенција Народне банке на састанку МДТ-а (нето продаја девиза кретала се од 221,3 милиона евра у јануару до 37,4 милиона евра у марту).

Програмом монетарне политике за 2006. годину предвиђени су даља либерализација девизног тржишта, смањењем директних интервенција Народне банке, и формирање курса динара у зависности од односа понуде и тражње девиза на девизном тржишту.

2. Платнобилансна кретања

Према претходним подацима Народне банке Србије, **дефицит текућих трансакција** са иностранством у првом тромесечју 2006. године износио је 575 милиона долара (619 милиона без званичне помоћи). То је за 32,8% више у односу на исти период 2005. године, када је дефицит текућег платног биланса износио свега 433 милиона долара (476 милиона без званичне помоћи), због знатног смањења робног дефицита, услед кумулирања увозних добара крајем 2004. године пред увођење ПДВ-а. Када се искључе процењени ефекти увођења ПДВ-а на повећање робног увоза (600 милиона долара) и прилива по основу текућих трансфера (300 милиона долара) у првом тромесечју 2005. године, овогодишњи дефицит текућих трансакција нижи је за 21,6%.

Робни дефицит у првом тромесечју 2006. повећан је за 37,0% у односу на прво тромесечје 2005. године (са 939 на 1.286 милиона долара). Међутим, он је мањи од робних дефицита који су забележени у сва три остала тромесечја 2005. године (за 10,0%, 18,9% и 20,6%, респективно). Ако се искључе оцењени ефекти увођења ПДВ-а, робни дефицит у првом тромесечју текуће у односу на исто тромесечје претходне године је такође нижи, за 16,4%.



Извезено је робе у вредности од 1.147 милиона долара, или за 15,4% више у поређењу с истим

Платни биланс Републике Србије (у милионима САД долара)

	2005.	2006.
	Јан.-март	Јан.-март
I. ТЕКУЋИ БИЛАНС	-433	-575
Робна размена, нето	-939	-1.286
Извоз, ф.о.б.	994	1.147
Увоз, ф.о.б.	-1.933	-2.433
Услуге, нето	-33	-35
Извоз	324	360
Увоз	-357	-395
Кamate, нето	-77	-59
Текући трансфери, нето	573	761
Званична помоћ	43	44
II. БИЛАНС КАПИТАЛА	871	1.178
Директне инвестиције, нето	343	215
Средн. и дугор. кредити, нето	146	482
Краткорочни кредити, нето	123	254
Одложена плаћања по основу нафте и гаса	57	-20
Комерцијалне банке ¹⁾ (повећање -)	103	174
Остали капитал, нето	99	73
III. ГРЕШКЕ И ПРОПУСТИ	-232	-72
IV. УКУПАН ПЛАТНИ БИЛАНС (I + II + III)	206	531
V. ДЕВИЗНЕ РЕЗЕРВЕ НБС¹⁾ (повећање -)	-206	-531

¹⁾ Без међувалутних промена.

Највеће учешће у извозу и увозу по одсесима СМТК (у милионима САД долара)

	2005.		2006.		Индекс
	Износ	Учешће у %	Износ	Учешће у %	
ИЗВОЗ					
Гвожђе и челик	167,2	17,1	156,2	13,7	93,4
Обојени метали	80,5	8,3	132,8	11,6	164,9
Одећа	55,5	5,7	68,6	6,0	123,5
Житарице и производи	32,8	3,4	56,6	5,0	172,7
Производи од каучука	49,3	5,0	54,1	4,7	109,8
Поврће и воће	50,3	5,1	50,1	4,4	99,6
УВОЗ					
Нафта и нафтни деривати	273,5	13,7	283,8	11,3	103,7
Друмска возила	110,3	5,5	181,5	7,2	164,6
Гас, природни и индустријски	150,5	7,5	158,5	6,3	105,3
Електричне машине, апарати и уређаји	67,8	3,4	103,5	4,1	152,6
Индустријске машине за општу употребу	85,8	4,3	94,9	3,8	110,6
Обојени метали	64,8	3,2	93,4	3,7	144,2

Извор: Републички завод за статистику.

периодом претходне године, а увезено 2.433 милиона долара, или за 25,9% више.

Покривеност увоза робе извозом износила је 47,1% и мања је за 4,3 процентна поена у односу на покривеност у првом тромесечју 2005. (51,4%), али је већа од покривености у осталим тромесечјима претходне године. Ако се искључе оцењени ефекти увођења ПДВ-а, покривеност је такође већа у односу на исти период претходне године (за 7,9 процентних поена).

На повећање извоза у прва три месеца ове године посебно су утицали: пораст тражње на светским тржиштима конјунктурних примарних производа (посебно основних метала), ефектуирање преференцијалног третмана у изозу одеће на тржиште Европске уније активираним претходне године, а од интерних фактора се издвајају ефекти уредног повраћаја ПДВ-а и приватизације и реструктурирања друштвених предузећа (посебно у индустрији). На волумен робног увоза пресудно је утицао раст домаће репродукционе тражње (базиран на вишем нивоу економске активности), али и, по оценама, благи раст потрошачке и инвестиционе тражње (када се искључе ефекти увођења ПДВ-а). На вредност робног увоза и извоза утицао је раст цена примарних производа изазван растућом тражњом у свету (пре свега енергената, руде бакра и гвожђа, основних метала, металуршког кокса итд.), као и однос између евра и долара – посебно код извоза, који је по том основу потцењен у односу на упоредиви прошлогодишњи ниво. У контексту поменутих фактора, утицај курса динара на извоз и увоз је скривен, али, и поред тога, оцењује се да ће апресијација (у марту и номинална) негативно утицати на извоз и позитивно на увоз.

У структури извоза по намени производа у првом тромесечју највише су заступљени производи за репродукцију, са 70,0% (797 милиона долара), затим производи за широку потрошњу, са 25,1% (286 милиона долара), и опрема, са 4,9% (56 милиона долара). У структури увоза такође је највеће учешће производа за репродукцију, 63,0% (1.588 милиона долара), затим следе производи за широку потрошњу, 23,1% (581 милион долара), и опрема, 13,9% (350 милиона долара).

Према одсецима Стандардне међународне трговинске класификације (СМТК), највеће **учешће у извозу** у прва три месеца остварили су: гвожђе и челик (13,7%, или 156 милиона долара), обојени метали (11,6%, или 133 милиона долара), одећа (6%, или 69 милиона долара), житарице и производи (5%, или 57 милиона долара), производи од каучука (4,7%, или 54 милиона долара) и поврће и воће (4,4%, или 50 милиона долара). У односу на исти период претходне године, обојени метали забележили су **највеће повећање вредности извоза** – за 52,3 милиона долара. Следе житарице и производи (23,8 милиона долара), одећа (13,1 милион долара) и погонске машине и уређаји (11,4 милиона долара). Највеће смањење вредности извоза забележено је у извозу гвожђа и челика (–11 милиона долара).

Робна размена Р. Србије по економској намени
(у милионима САД долара)

	2005. Јан.-март	2006. Јан.-март	Индекс
ИЗВОЗ	975,2	1.139,8	116,9
Од чега:			
основна средства	42,8	56,0	130,8
репродукција	678,3	797,4	117,6
широка потрошња	254,1	286,4	112,7
УВОЗ	2.001,2	2.519,0	125,9
Од чега:			
основна средства	244,2	350,2	143,4
репродукција	1.311,3	1.587,8	121,1
широка потрошња	445,7	581,0	130,4

Извор: Републички завод за статистику.

Робна размена Р. Србије по развијености земаља
(у милионима САД долара)

	2005. Јан.-март	2006. Јан.-март	Индекс
ИЗВОЗ	975,2	1.139,8	116,9
Од чега:			
развијене земље	582,0	737,6	126,7
земље у развоју	393,2	402,3	102,3
УВОЗ	2.001,2	2.519,0	125,9
Од чега:			
развијене земље	1.049,9	1.353,8	128,9
земље у развоју	951,3	1.165,2	122,5

Извор: Републички завод за статистику.

Робна размена Р. Србије по географским зонама
(у милионима САД долара)

	2005. Јан.-март	2006. Јан.-март	Индекс
ИЗВОЗ	975,2	1.139,8	116,9
Европа	928,6	1.087,3	117,1
Африка	10,2	9,6	93,5
Америка	16,1	23,6	146,4
Азија	19,8	18,1	91,3
Океанија	0,4	1,2	278,9
УВОЗ	2.001,2	2.519,0	125,9
Европа	1.706,7	2.096,8	122,8
Африка	9,0	12,2	134,8
Америка	109,3	110,1	100,7
Азија	175,3	298,6	170,3
Океанија	0,9	1,3	143,4

Извор: Републички завод за статистику.

Највеће учешће у увозу, према СМТК, у прва три месеца остварили су: нафта и нафтни деривати (11,3%, или 284 милиона долара), друмска возила (7,2%, или 182 милиона долара), гас, природни и индустријски (6,3%, или 159 милиона долара), електричне машине, апарати и уређаји (4,1%, или 104 милиона долара), индустријске машине за општу употребу (3,8%, или 95 милиона долара) и обојени метали (3,7%, или 93 милиона долара). У односу на исти период претходне године, највеће повећање вредности увоза у првом тромесечју забележила су друмска возила – за 71,2 милиона долара. Затим следе електричне машине, апарати и уређаји (35,7 милиона долара), обојени метали (28,6 милиона долара), канцеларијске машине и машине за АОП (25,4 милиона долара), медицински и фармацеутски производи (24 милиона долара). При томе, није регистровано знатније смањење вредности увоза: највеће смањење забележили су целулоза и отпаци од хартије (–1,8 милиона долара), машине за обраду метала (–1,7 милиона долара) и живе животиње (–1,2 милиона долара).

Укупна вредност спољнотрговинске размене земље у првом тромесечју 2006. повећана је за 22,3% у односу на исти период 2005, са 2.927 на 3.580 милиона долара.

Са Европском унијом је остварено 53% укупне спољнотрговинске размене. При томе, у Европску унију је извезено 62% укупног извоза, а увезено 49% укупног увоза.

Посматрано по земљама, Србија је највише извозила у Италију (199 милиона долара), Босну и Херцеговину (123 милиона долара) и Немачку (119 милиона долара). У исто време, Србија је највише увозила из Руске Федерације, пре свега нафту и гас (406 милиона долара), затим из Немачке (234 милиона долара) и Италије (200 милиона долара).

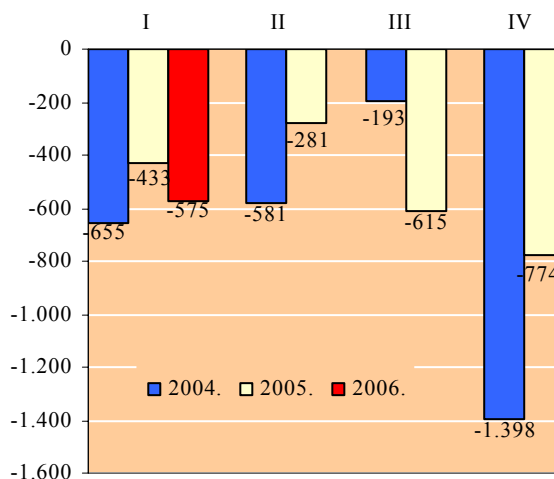
Биланс услуга у првом тромесечју 2006. је у дефициту од 35 милиона долара, што је приближно нивоу дефицита у истом периоду 2005. (33 милиона долара). Приходи и расходи од услуга су расли приближно истим темпом, за око 11% у односу на исти период претходне године.

Дефицит биланса робе и услуга у прва три месеца је повећан за 35,9% (са 972 на 1.321 милион долара). Покривеност увоза извозом робе и услуга од 53,3% мања је од покривености у истом периоду 2005. (58,2%), као резултат кумулирања увозних добара крајем 2004. пред увођење ПДВ-а. Покривеност у целој 2005. години износила је 52,8%.

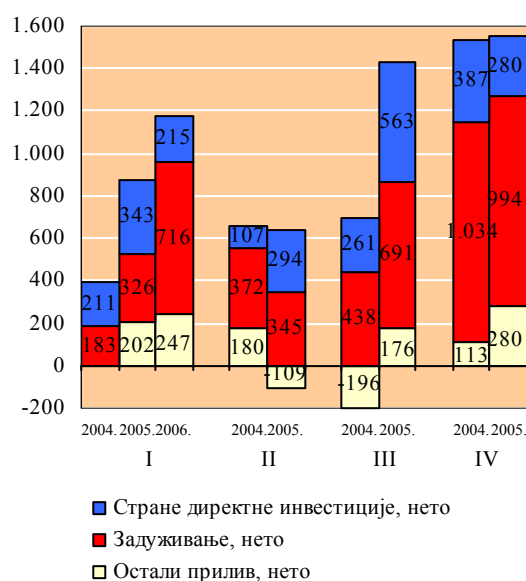
Одлив по основу уредног **сервисирања камата** према повериоцима у првом тромесечју 2006. износио је 98 милиона долара (93 милиона у истом периоду претходне године). С обзиром на то да је на страни прилива забележено 39 милиона долара, за разлику од 16 милиона долара у истом периоду 2005, дефицит биланса факторских трансфера смањен је са 77 на 59 милиона долара.

Нето текући трансфери, у износу од 761 милион долара, у значајној мери су покрили дефицит биланса робе и услуга и камата. У односу на исти период претходне године, повећани су за 32,8%, пре свега захваљујући повећању у ставци девизни рачуни страних лица (са 48 на 359 милиона долара), која садржи и део средстава намењених директним инвестицијама, али у посматраном периоду нису реализована. С друге стране, салдо дознака и ефективне на девизним рачунима грађана је у дефициту од 20

Дефицит биланса текућих трансакција
(у млн САД долара, по тромесечјима)



Структура прилива капитала
(у млн САД долара, по тромесечјима)



милиона долара (за разлику од суфицита од 53 милиона у истом периоду 2005), док је нето откуп девиза по мењачким пословима смањен за 17,4% (са 420 на 347 милиона долара).

Нето увоз капитала у првом тромесечју износио је 1.178 милиона долара, што је за 35,2% више у поређењу с истим периодом 2005. године (871 милион долара). Најзначајнији фактор његовог повећања био је **висок ниво задуживања у иностранству**, док је **прилив страних директних инвестиција**, у износу од 215 милиона долара, био мањи него у истом периоду претходне године (343 милиона долара).

У првом тромесечју коришћено је близу 600 милиона долара **средњорочних и дугорочних кредита** (за разлику од 279 милиона у истом периоду претходне године), док је отплата главнице по тим кредитима износила 112 милиона долара. Поред тога, повећани су и **краткорочни кредити и депозити**, са 123 на 254 милиона долара.

Значајно је повећање прилива по основу **нове девизне штедње**, за 58,1% у односу на исти период 2005. (са 148 на 234 милиона долара). Такође, пословне банке су смањиле своје резерве у иностранству за 174 милиона долара, на супрот смањењу од 103 милиона долара у првом тромесечју 2005.

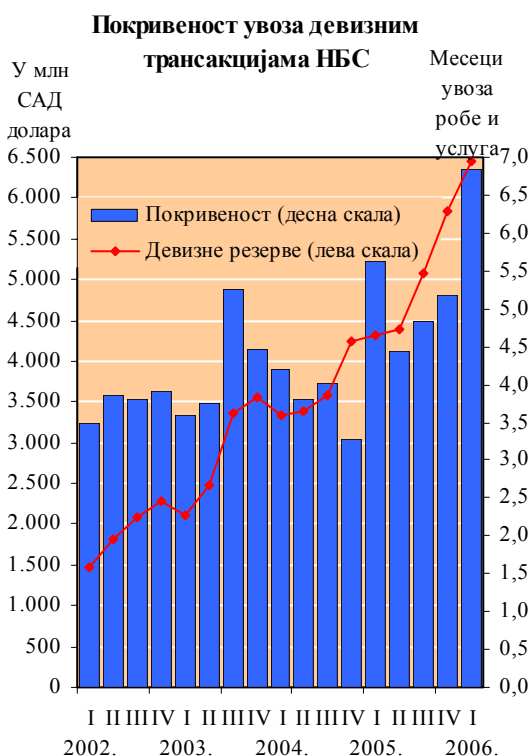
Одлив по основу ставке **грешке и пропусти** (краткорочни трговински кредити и грешке и пропусти у нето износу) знатно је смањен: 72 милиона долара, за разлику од 232 милиона долара у истом периоду 2005.

Висок нето увоз капитала, у великој мери по основу задуживања у иностранству, далеко је премашио потребу екстерног финансирања са становишта обима дефицита текућих трансакција и резултирао је значајним повећањем девизних резерви Народне банке Србије. **Укупан платни биланс** био је у суфициту од 531 милион долара, што значи да су, искључујући међувалутне промене, за толико повећане девизне резерве којима рукује Народна банка Србије, док је њихово повећање са међувалутним променама износило 611,34 милиона долара.

На крају првог тромесечја 2006. **девизне резерве Народне банке Србије** достигле су 6.454,1 милион долара, односно 5.344,1 милион евра. У односу на крај прошле године то представља пораст од 10,5%, или поменутих 611,3 милиона долара. Такав ниво девизних резерви обезбеђује значајан степен сигурности у погледу екстерне ликвидности, будући да је већи од шестомесечног увоза робе и услуга.

Најзначајнији прилив у девизне резерве у току прва три месеца, у износу од 429,1 милион долара, остварен је по основу мењачких послова. Значај прилива по овом основу, сходно намерама Народне банке, постепено се смањује.

У току прва три месеца ове године, као резултат одлука о повећању основе и стопе девизне обавезне резерве донетих крајем прошле године, остварен је прилив у девизне резерве Народне банке Србије од 324,5 милиона долара.



Доприноси стопи раста девизних резерви НБС (у процентним поенима)

	2005, по тромесечјима				2006.
	I	II	III	IV	I
Девизне резерве НБС (раст у %)	1,9	2,2	20,2	21,5	10,5
Девизно тржиште	-0,8	6,5	2,2	1,1	-0,3
Мењачки послови	12,4	21,1	18,4	14,6	7,3
Интервенције НБС на састанку МДТ-а	-13,2	-14,6	-16,2	-13,5	-7,6
Обавезна резерва на девизне депозите и кредити, као и на нову девизну штедњу	1,6	7,4	6,4	15,8	5,6
Инострани кредити држави	0,0	0,9	1,2	2,2	0,8
Донације	0,3	0,4	0,4	1,6	0,3
Стара девизна штедња и зајам за привредни препород	-0,3	-5,5	-2,4	-0,5	-0,1
Остало ¹⁾	1,1	-7,5	12,4	1,3	4,2

¹⁾ Обухвата приходе од приватизације, кредите ММФ-а, привремени платни промет на територији Србије и Црне Горе итд.

По основу привременог платног промета са Црном Гором и Косовом и Метохијом у првом тромесечју остварен је прилив у девизне резерве од 133,8 милиона долара. Такође, прилив је остварен и по основу иностраних кредита и донација у укупном износу од 59,9 милиона долара (од чега по основу кредита Европске инвестиционе банке и Владе Италије 39,9 милиона долара), као и по основу прихода од приватизације у износу од 28,5 милиона долара.

Укупан промет остварен на састанку МДТ-а у прва три месеца текуће године износио је 626,55 милиона долара. При томе је трговином између овлашћених банака реализована тражња у вредности 150,6 милиона долара, док је Народна банка продала 462,2 милиона долара, а купила 13,7 милиона долара. Наиме, у току марта Народна банка је поново, с циљем ублажавања апресијације динара, на састанку МДТ-а интервенисала куповином девиза.

Одлив средстава из девизних резерви остварен је и по основу исплате тзв. старе девизне штедње и зајма за привредни развој, у укупном износу од 6,2 милиона долара.

У току првог тромесечја, промене девизних резерви имале су укупан монетарни ефекат од 8,8 милијарди динара. Њихов утицај се нагло повећава, те је само у марту по овом основу примарни новац увећан за 12,3 милијарде динара, или 170 милиона долара.

Оцена монетарних ефеката девизних трансакција, у милионима

	Промене девизних резерви	Промене девизних резерви које имају монетарни ефекат				Остале промене девизних резерви
		Девизно тржиште	Мењачки послови	Привремени платни промет на територији СЦГ	Укупно (а+б+в)	
јануар						
USD	139,24	-249,92	105,57	41,89	-102,46	241,70
Динара	9.929,52	-17.893,88	7.575,15	3.002,68	-7.316,06	17.245,58
фебруар						
USD	178,70	-143,54	155,15	40,51	52,12	126,58
Динара	12.939,96	-10.459,87	11.339,01	2.955,70	3.834,84	9.105,12
март						
USD	293,40	-50,28	168,39	51,44	169,55	123,85
Динара	21.249,43	-3.647,28	12.185,36	3.727,69	12.265,77	8.983,66
јануар–март						
USD	611,34	-443,74	429,11	133,84	119,21	492,13
Динара	44.118,91	-32.001,00	31.099,52	9.686,07	8.784,55	35.334,36

Крајем првог тромесечја укупне девизне резерве Републике Србије достигле су 6.986,9 милиона долара, при чему су девизне резерве овлашћених банака износиле око 532,8 милиона долара.

3. Монетарна кретања и монетарна политика

Примарни новац

У првом тромесечју 2006. примарни новац је смањен за 16 милијарди динара, или 17%. На тенденцију смањења примарног новца указује и кретање његових месечних десезонираних вредности.

Анализа токова креирања примарног новца показује да је новац у току првог тромесечја, као и током претходне године, у потпуности креиран по основу нето иностране aktive, док је нето домаћом активом повлачен.

У првом тромесечју повећана је нето инострана актива за 11,8 милијарди динара. Будући да то повећање рачунато по сталном курсу износи око 8 милијарди динара, раст нето девизне aktive рачунато по текућем курсу је делимично последица и промене курса динара.

Допринос нето иностране aktive расту примарног новца износио је 12,5 процентних поена рачунато по текућем курсу.

Повлачење примарног новца је остварено по основу смањења нето позиције јавног сектора код Народне банке и по основу хартија од вредности које су банке купиле репо трансакцијама.

За разлику од истог периода претходне године, када је највећи допринос повлачењу примарног новца остварен по основу раста депозита државе, у прва три месеца ове године допринос операција на отвореном тржишту је знатно већи.

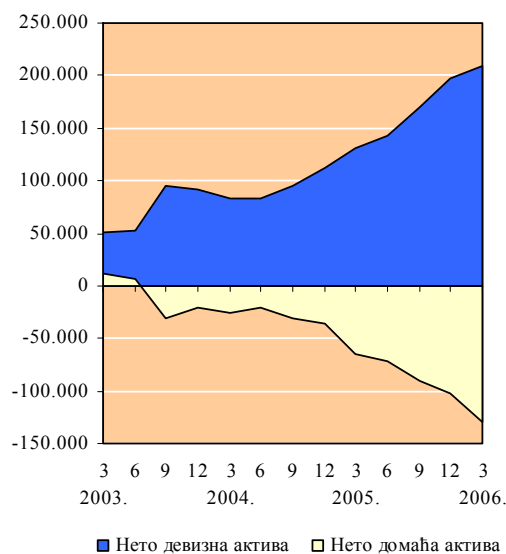
Народна банка је репо операцијама стерилисала преко 14 милијарди динара, при чему само у марту око осам милијарди. То је у великој мери допринело кумулативном смањењу примарног новца, за око 17% у односу на крај децембра.

Обавезе Народне банке по основу репо операција крајем марта достигле су 31 милијарду динара, од чега обавезе по основу продаје благајничких записа износе скоро 21 милијарду.

Нето домаћа актива деловала је у правцу повлачења примарног новца са 29,6 процентних поена.

Нето позиција државе код Народне банке смањена је по основу пораста динарских, а у мањој мери и девизних депозита јавног сектора и трајне продаје обвезница Републике Србије из портфеља Народне банке. У посматраном периоду није било новог одобравања кредита држави. Држава је својим операцијама утицала на повлачење новца у износу од девет милијарди динара, или за 9,5 процентних поена.

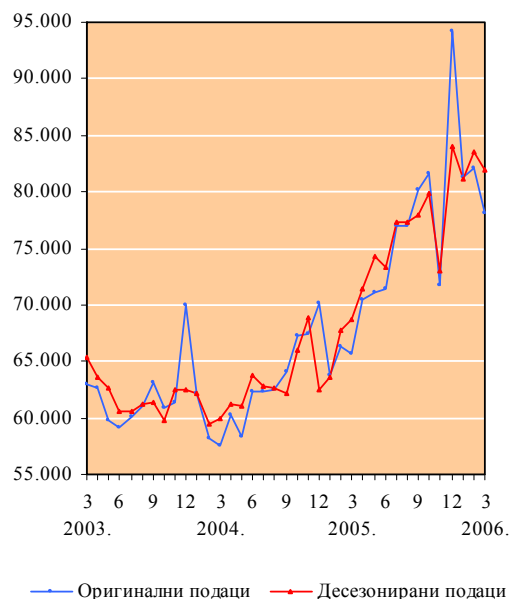
Креирање примарног новца
(кумулативне промене у милионима динара)



Доприноси делова aktive стопи раста примарног новца
(у процентним поенима)

	2005. по тромесечјима				2006.
	I	II	III	IV	I
Нето девизне резерве	23,84	18,51	38,44	32,73	12,56
Нето домаћа актива	-38,48	-9,69	-26,26	-15,24	-29,61
Домаћи кредити	-33,76	-2,61	-24,67	-6,06	-25,47
Нето потраживања од државе	-27,05	16,71	-20,65	-11,00	-9,50
Нето потраживања од банака	-6,79	-18,89	-4,15	5,25	-15,20
Нето потраживања од осталих сектора	0,08	-0,43	0,12	-0,31	-0,77
Остала актива (нето)	-4,72	-7,09	-1,59	-9,17	-4,14
Примарни новац	-14,64	8,81	12,17	17,49	-17,06

Примарни новац
(у милионима динара)



У структури примарног новца, готов новац у оптицају и резерве банака бележе смањење, при чему је смањење евидентније код резерви банака због тога што су банке део слободних резерви искористиле за куповину репо хартија од вредности.

Новчана маса

Монетарне агрегате као што су готов новац у оптицају, примарни новац, М1, М2 и М3 у првом тромесечју карактерише успоравање годишњих стопа раста, а М1, М2 и М3 и убрзање монетарне мултипликације.

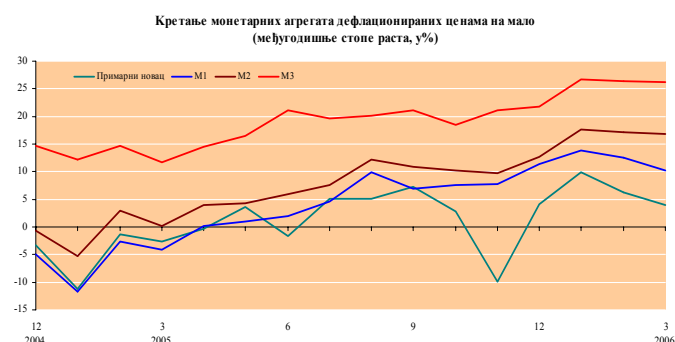
Годишње стопе раста готовог новца (индикатор потрошње становништва) исказују смањење (са 18,8% у децембру 2005. на 16,4% у марту 2006) на основу изворних, али и десезонираних података.

У односу на крај претходне године, М1 је смањен за 13,2 милијарде динара, или 9,5%. На тенденцију смањења М1 указује и кретање његових десезонираних вредности. Годишња стопа раста М1, иако снижена (са 30,9% у децембру 2005. на 26,1% у марту 2006), указује на динамичан економски раст и у наредном периоду.

Успоравање годишњег раста ширих монетарних агрегата мање је уочљиво у поређењу са М1 због снажног раста орочених динара и девизних депозита.

Раст М3 је у највећој мери резултат повећања депозита становништва (пре свега девизне штедње), док су новчана средства привреде смањена. Дакле, најбржи годишњи раст остварује најмање ликвидна компонента.

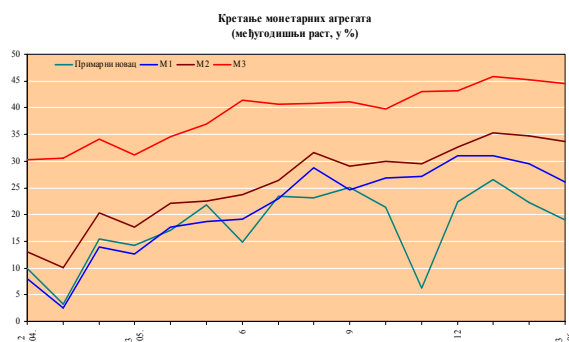
Динамика ширих монетарних агрегата указује на потенцијано јачање инфлаторних притисака у наредном периоду.



У структури М3, у првом тромесечју је настављена тенденција смањења учешћа М1 и повећање учешћа девизних депозита, а делом и динарских орочених депозита. Учешће М1 је са 32,0% у марту 2005. године смањено на 28,0% у марту 2006, док је учешће девизних депозита и орочених динарских депозита повећано са 60,1% и 7,9% на 63,1% и 8,9%, респективно.

Нето домаћа актива НБС (стање на крају периода, у милионима динара)				
	2005.		2006.	
	Дец.	Јан.	Феб.	Март
Нето девизне резерве	196.719	194.312	201.403	208.550
Нето домаћа актива	-102.499	-113.073	-119.335	-130.401
Домаћи кредити	-65.540	-71.158	-75.880	-89.539
Нето кредити држави	-50.054	-51.529	-53.461	-59.005
Нето кредити банкама	-13.835	-18.623	-20.442	-28.157
Нето кред. ост. комитент.	-1.651	-1.006	-1.977	-2.377
Остала актива, нето	-36.959	-41.915	-43.455	-40.862
Примарни новац	94.220	81.239	82.068	78.149
Готов новац у оптицају	53.650	44.834	44.912	45.825
Банкарске резерве, у томе:	40.570	36.405	37.156	32.324
слободне резерве	14.524	9.649	10.428	5.937

Допринос делова aktive стопи раста М3 (у процентним поенима)					
	2005, по тромесечјима				2006.
	I	II	III	IV	I
Нето девизна актива	3,9	9,8	10,4	11,1	1,0
Нето домаћа актива	-3,1	3,5	2,6	-0,2	0,6
Домаћи кредити	2,7	9,5	8,3	11,5	8,1
Нето потраживања од државе	-6,8	1,4	-4,1	-2,3	-3,0
Кредити осталим секторима	8,9	8,2	11,3	14,2	10,5
Становништву	1,8	4,1	5,7	5,6	3,7
Привреди у динарима	6,2	3,7	5,6	8,9	5,3
Привреди у девизама	1,0	0,3	-0,3	-0,4	1,4
Остало	-0,1	0,1	0,3	0,2	0,1
Купљене обвезнице старе девизне штедње	0,7	-0,1	1,0	-0,4	0,6
Краткорочни дин. кредити државе банкама	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Остала актива, нето	-5,8	-5,9	-5,6	-11,7	-7,5
Новчана маса (М3)	0,8	13,3	13,0	10,9	1,7



Токови креирања новца показују да се експанзија ликвидности може објаснити растом кредитне активности недржавном сектору, али и растом нето иностране активе. Нето прилив капитала по основу задуживања банака у иностранству и страних директних инвестиција премашао је потребе финансирања дефицита текућих трансакција и резултирао растом девизних резерви Народне банке Србије, а самим тим и нето иностране активе.

Насупрот бруто девизним резервама Народне банке, које су у посматраном тромесечју перманентно расле, девизне резерве банака су смањене. То је била последица, делимично, већег издвајања по основу обавезне резерве код Народне банке (стопа обавезне резерве на девизне депозите и динарске депозите са девизном клаузулом, као и на све инокредите, повећана је у овом тромесечју са 38% на 40%). Уколико се посматра кретање нето девизне активе банкарског сектора у еврима, уочава се смањење, на основу чега се може закључити да је регистровани раст нето девизних резерви у динарима последица номиналне депресијације курса динара према евр. Пошто раст девизних депозита становништва и привреде далеко премашује раст нето девизне активе, може се закључити да креирање динарске новчане масе није остварено по основу нето девизне активе.

У оквиру нето домаће активе, расту новчане масе од 1,7% допринели су са 10,5 процентних поена кредити банака привреди и становништву. Раст новчане масе био би далеко већи да део креираног новца није повучен нето трансакцијама банкарског сектора са државом (раст динарских депозита јавног сектора, првенствено код Народне банке) и токовима остале нето активе (дугорочно задуживање банака у иностранству, које није укључено у категорију нето иностране активе).

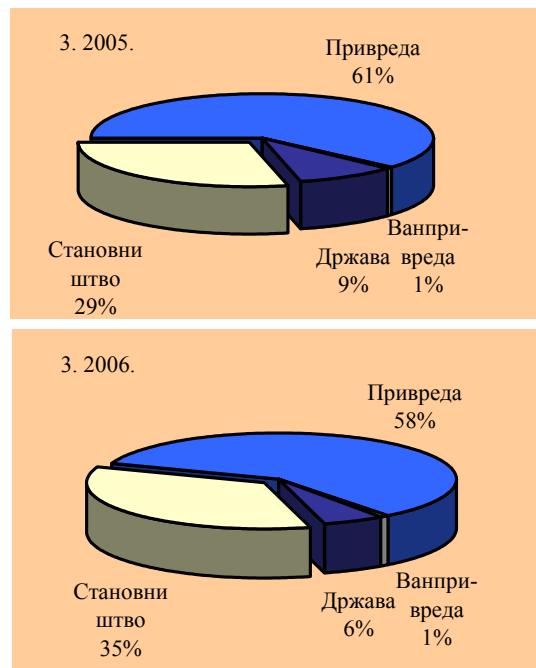
Кредити банака приватном сектору

Подаци о годишњој стопи раста кредита у марту (58,2%) показују да се кредитна експанзија наставља. Дакле, мере Народне банке у погледу успоравања кредитне експанзије, предузете крајем претходне године, нису дале очекиване ефекте.

На повећање и проширење стопе обавезне резерве на девизну основицу (у основицу за обрачун укључени и девизни депозити лизинг компанија, које та средства држе на рачунима код матичних банака) банке су одговарале даљим задуживањем у иностранству.

Само у прва три месеца ове године повећање кредита привреди и становништву износило је преко 11%. У структури укупних кредита доминирају

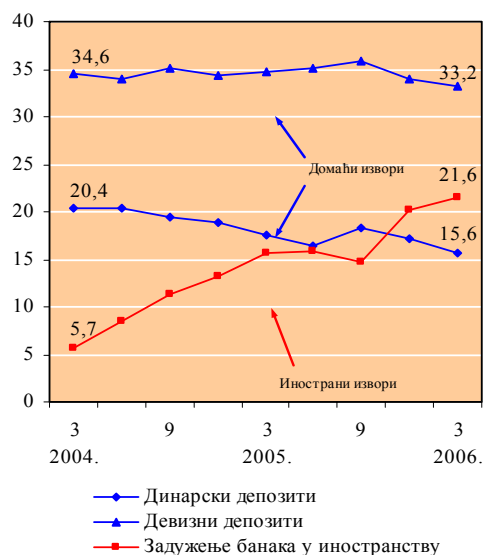
Секторски распоред динарских кредита банака



Новоодобрени пласмани банака (стање на крају месеца, у милионима динара)

	2005.		2006.	
	Дец.	Јан	Феб.	Март
Укупни пласмани	452.343	509.941	563.544	633.424
Укупни динарски пласмани	363.089	413.757	461.309	523.410
Краткорочни пласмани	159.641	194.572	226.349	269.875
у томе:				
привреди	136.443	164.835	191.199	226.716
становништву	20.585	26.442	31.328	38.735
Дугорочни пласмани	203.448	219.186	234.960	253.535
у томе:				
привреди	92.560	98.956	105.774	114.022
становништву	107.717	116.978	125.674	135.698

Извори раста пласмана банака (% билансне суме банака)



кредити привреди. Пошто у последњих неколико година није било одобравања девизних кредита привреди, промене ових категорија у монетарном прегледу су углавном последица међувалутних промена. Процењује се да преко 70% динарских кредита привреди представљају динарски кредити са девизном клаузулом.

Што се тиче рочне структуре пласмана привреди, доминирају краткорочни пласмани, уз висок удео дугорочног задуживања. Краткорочно задуживање нема инвестициони карактер. Предузећа се у највећем броју случајева краткорочно задужују услед немогућности да своје обавезе у потпуности сервисирају. Предузећа се налазе у позицији нето дужника у односу на банке.

Насупрот предузећима, становништво се у односу на банке налази у позицији нето повериоца. Међутим, будући да је тражња становништва за кредитима углавном нееластична и да становништво нема могућност да се у иностранству директно задужује, услови под којима се становништву одобравају кредити су неповољнији.

У анализираном тромесечју остварен је бржи раст кредита становништву у поређењу с кредитима привреди, тако да је изражена тенденција раста учешћа кредита становништву у укупним кредитима (у марту је то учешће износило око 31%).

У структури укупних кредита становништву доминирају дугорочни кредити. Кредити за стамбену изградњу повећани су за око 4,3 милијарде динара, а потрошачки кредити за мање од две милијарде динара. Чини се да су на забележено успоравање раста потрошачких кредита у извесној мери утицала и честа упозорења монетарних власти упућивана грађанима да буду обазриви при задуживању код банака.

У току првог тромесечја 2006, нето инострано задуживање банака допринело је са близу десет процентних поена укупном порасту кредита пословних банака од 11,2% (укључујући и кредите држави). Допринос девизних депозита износио је свега четири процентна поена, што представља неповољан сигнал. Народна банка је својим мерама у овом тромесечју, повећањем просечне стопе обавезне резерве и репо операцијама, успела да имобилише око 39 милијарди динара и на тај начин спречи додатну кредитну експанзију.

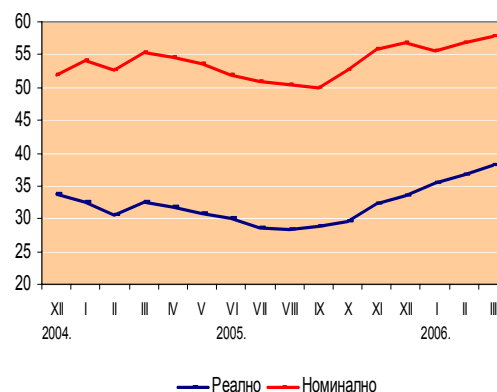
Учешће укупних кредита пословних банака у процењеном друштвеном производу је са 25%, колико је износило крајем претходне године, у марту повећано на близу 28%. Учешће прираста кредита за прва три месеца у процењеном друштвеном производу износи близу 3%. Али, и поред кредитне експанзије у претходној и овој години, учешће кредита у БДП је значајно мање него у Хрватској (где износи 66%) или Бугарској (где износи 45%).

Кредити банака становништву

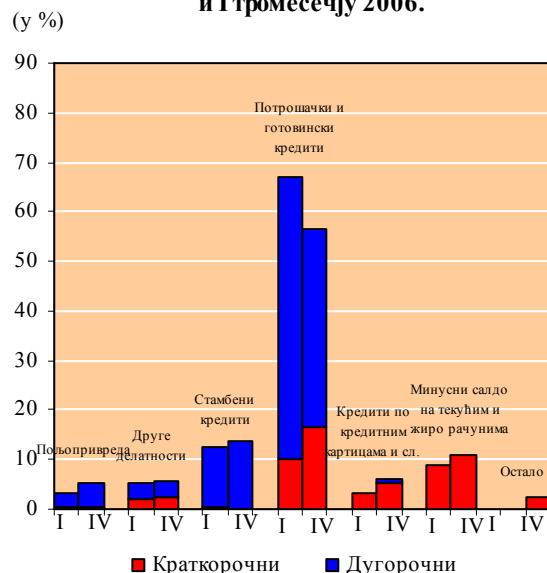
У првом тромесечју 2006. банке су одобриле око 48,3 милијарде динара пласмана становништву (3,9% БДП-а), што је 1,8% више него у четвртном тромесечју 2005. године. У укупно одобреним кредитима, дугорочни кредити су смањили учешће (са 75,7% на 62,0%).

Највише је одобрено потрошачких и готовинских кредита (56,6%). Међутим, тај износ је за 3,2 милијарде динара мањи у односу на четврто тромесечје 2005, што је допринело

Међугодишњи раст кредита привреди и становништву (у %)



Структура кредита банака становништву у IV тромесечју 2005. и I тромесечју 2006.



смањењу њиховог учешћа у укупним новоодобреним кредитима за 10,7 процентних поена.

Стамбени кредити становништву чине 13,7% укупних кредита становништву, што је за један процентни поен више у односу на претходно тромесечје, док је истовремено учешће минусних салда на текућим рачунима грађана повећано за 1,9 процентних поена, чинећи 10,7% новоодобрених пласмана становништву.

Пласмани банака становништву по основу револвинг кредита итд., чинили су 5,5% укупно одобрених кредита становништву, што представља повећање за 2,8 процентних поена.

Учешће кредита физичким лицима за обављање непољопривредних делатности (приватни предузетници) у укупним кредитима становништву повећано је за 0,3 процентна поена у односу на претходно тромесечје и износи око 5,5%. Међутим, треба имати у виду да се један део кредита овим корисницима евидентира као кредитирање привреде, због чега је тај износ потцењен.

Слична је ситуација и код кредитирања пољопривредне производње. Наиме, учешће ове врсте кредита у укупним пласманима становништву у првом тромесечју повећано је за два процентна поена у односу на четврто тромесечје претходне године и износи око 5,1%.

Смањење тражње за потрошачким и готовинским кредитима делимично је последица повећања каматних стопа на те кредите, као реакције банака на рестриктивне мере Народне банке Србије, али и све веће употребе кредитних картица (револвинг кредита по кредитним картицама) и повећаног коришћења минусног салда на текућим и жиро рачунима.

Просечна задуженост по становнику Србије повећана је са 16.748 динара крајем 2005. на 18.902 динара крајем марта 2006. (или са 196 на 218 евра).

Евидентне су и промене рочне структуре потрошачких и готовинских кредита, при чему је у првом тромесечју учешће краткорочних повећано за 11,8 процентних поена у односу на четврто тромесечје 2005. и износи 29,2%.

Потрошачки кредити су у првом тромесечју чинили 22,1% укупних новоодобрених пласмана банака становништву, што представља смањење од 7,4 процентна поена у односу на претходно тромесечје.

Потрошачки кредити се одобравају у динарима. Најчешће су индексирани евром, док се кредити који нису индексирани у највећем броју случајева ревалоризују стопом раста цена на мало. Ефективне каматне стопе на потрошачке кредите крећу се у следећим распонима:

- *за индексиране кредите* од 4,69 (кредит индексиран у швајцарским францима) до 28,91% (кредит индексиран у еврима) на годишњем нивоу,
- *за кредите који нису индексирани* страном валутом од 17 до 47,06% годишње.

Велике разлике између ефективних каматних стопа приказаних у извештајима банака последица су деловања различитих фактора који утичу на кредитни ризик зајмотражиоца и стварног начина обрачуна камате и осталих трошкова у моменту закључивања уговора о кредиту.

Најнижу ефективну каматну стопу имају кредити за адаптацију и реконструкцију стамбених објеката, као и за топлификацију и гасификацију (4,69% до 19,98% за индексиране, односно од 18,98% до 23,44% за неиндексиране кредите). Ове врсте кредита имају веома дуг рок доспећа – до 20 година. Инструменти обезбеђења кредита могу бити менице, жиранти, хипотека, осигурање кредита, осигурање стана и животно осигурање корисника кредита, при чему је за кредите са нижом каматном стопом неопходан већи број инструмената обезбеђења, међу којима је, по правилу, и хипотека. За кредите ове врсте који се одобравају по вишим каматним стопама редовно измирење кредита обезбеђује се само меницом и жирантима.

Нешто више ефективне каматне стопе наплаћују се на потрошачке кредите за куповину трајних потрошних добара. Најнижу ефективну каматну стопу имају кредити за куповину аутомобила (10,2 до 20,3% за кредите индексиране евром, односно 23,39 до 29,77% за кредите који нису индексирани). Кредити се одобравају на период до седам година. Од инструмента обезбеђења обавезна је меница, а затим жиранти (чији се број креће од нула до три). Често је неопходна обавеза закључења каско-осигурања и залога на купљено возило, док је понекад неопходно и животно осигурање корисника или хипотека. Више инструмената обезбеђења требало би да подразумева и нижу каматну стопу јер је кредитни ризик мањи.

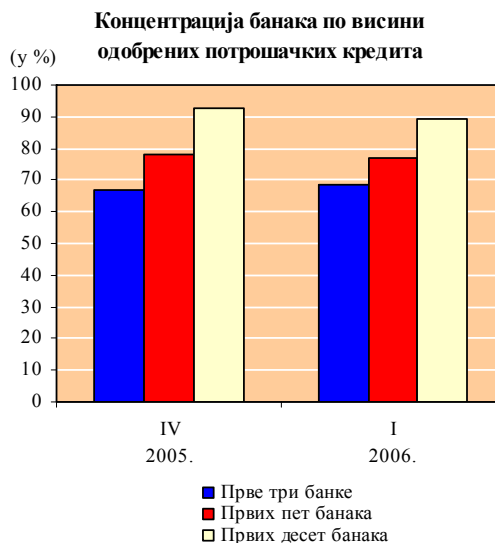
Највише ефективне каматне стопе односе се на стандардне потрошачке кредите, као и на готовинске кредите (за банке које своје готовинске кредите воде као потрошачке). За кредите

индексиране евром она се креће у распону од 10 до 28,91%, а за неиндексиране кредите у распону од 17 до 47,06%. Одобравају се на период до пет година. Инструменти обезбеђења су, по правилу, меница и жиранти, али је све чешће неопходно и осигурање кредита.

Концентрација на мали број банака присутна је и у сегменту потрошачких кредита. Три банке су одобриле 68,7% потрошачких кредита. Структура ове групе се није изменила у односу на претходно тромесечје. Група од првих десет банака по истом критеријуму учествује са 89,4% у укупним пласманима банкарског сектора становништву.

Становништво се у првом тромесечју није највише задуживало код банака које одобравају кредите по најповољнијим условима у земљи. Једноставност процедуре и извесност добијања позајмице од банке је много важнији фактор од цене и услова кредитног аранжмана. Томе доприносе агресивне маркетиншке кампање појединих банака, које су очигледно ефикасне, будући да је сектор становништва у Србији још увек у фази «учења» банкарских термина попут плана анuitета, укупних трошкова кредита, садашњег наспрам очекиваног дохотка грађана и сл.

Банке које су становништву одобриле највише кредита немају ни најниже каматне стопе, ни најмање инструмената обезбеђења, нити имају највећу територијалну распрострањеност.



Штедња становништва

У првом тромесечју 2006. године укупна штедња становништва порасла је за 18,0 милијарди динара, или 9,2% у односу на децембар 2005. При том, динарска штедња је порасла за 488 милиона динара (5,0 милиона евра), а девизна за 17,9 милијарди динара (169,8 милиона евра).

Стање динарске штедње на дан 31. марта износило је 3,8 милијарди динара. Укључујући продате штедне записе Народне банке Србије, динарска штедња износи 4,3 милијарде динара. Највећи је удео штедње по виђењу (79,4%), затим штедње орочене преко годину дана (2,8%) и штедње орочене до годину дана (17,9%). Стање штедних записа Народне банке Србије крајем марта 2006, иако је повећало динарску штедњу, изразито је ниско са становишта доприноса расту укупне штедње (3%).

Штедња становништва

	2005.	2006.			
	Дец.	Јан.	Феб.	Март	Прираст март/дец.
Динарска					
млн динара	3.424	3.837	4.041	4.310	886
млн евра	40	44	46	50	10
Девизна					
млн динара	190.136	198.612	204.006	207.609	17.473
млн евра	2.224	2.280	2.332	2.388	164
Укупна					
млн динара	193.560	202.449	208.047	211.919	18.359
млн евра	2.264	2.324	2.378	2.438	175

Извор: НБС.

Најзначајнија компонента девизне штедње је штедња у еврима (90,8%), док је учешће штедње у доларима (6,4%) и швајцарским францима (1,9%) знатно ниже. Анализом банака по висини девизне штедње, уочава се да је десет банака успело да прикупи 78,3% укупне девизне штедње. Према рачуну девизних штедних улога, највећи удео чини штедња по виђењу (44,6%), на другом месту је штедња орочена до годину дана (17,2%), а на трећем штедни улози орочени преко годину дана (15,0%).

Ликвидност банака

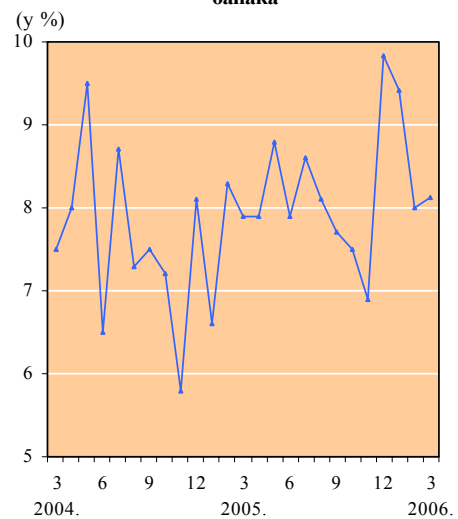
У првом тромесечју 2006. задржан је висок ниво ликвидности банака. Просечна стопа ликвидности кретала се око 8%.

Главни ток креирања ликвидности био је пораст нето девизне aktive Народне банке Србије. Поред тога, на високу ликвидност банака утицало је смањење нивоа готовог новца у оптицају након високог, сезонског нивоа на крају претходне године. Креирана ликвидност неутралисана је репо продајама благајничких записа Народне банке Србије и дугорочним обвезницама Републике Србије.

Просечно дневно стање слободних резерви банака (готовина код банака, опозиви депозити и вишак средстава на жиро-рачунима банака у односу на обрачунату обавезну резерву) у првом тромесечју износило је 11 милијарди динара и у односу на претходно повећано је за 0,5 милијарди динара, или 4,4%, а у односу на исто тромесечје претходне године за 52,2%.

И поред високог нивоа ликвидности, банке су на међубанкарском тржишту новца користиле преконоћне депозите. Износ који је одобрен у првом тромесечју у просеку је достигао око једне милијарде динара. Интервентне кредите за одржавање ликвидности код Народне банке користила је у фебруару једна банка, у просечном износу од 28,4 милиона динара.

Просечна стопа ликвидности
банака



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

	2005, по тримесечјима				2006.
	I	II	III	IV	I
Слободна динарска средства	-2,5	9,2	9,0	40,9	-19,1
Средства на жиро-рачунима (нето)	0,5	-6,1	-1,1	16,9	-10,7
Благајна	2,2	8,2	13,0	10,0	6,9
Опозиви депозити банака у динарима	-5,2	7,1	-2,9	14,0	-15,4

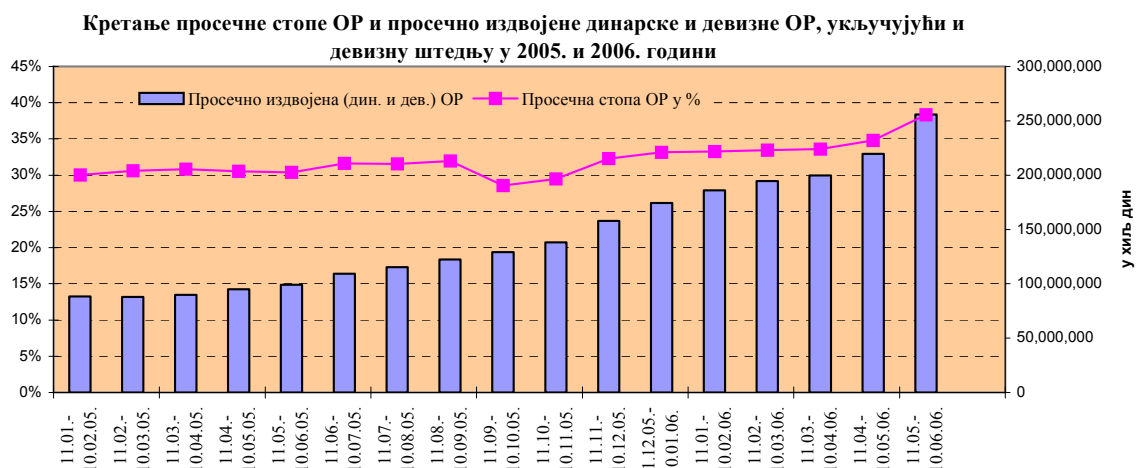
Извор: НБС

Мере монетарне политике

Током 2005. године, Народна банка Србије је донела низ мера усмерених на смањење агрегатне тражње, утичући на смањење кредитног потенцијала банака. Те мере су укључивале **повећање стопе** и **проширење основице** за обрачун обавезне резерве⁶, али и коришћење **каматних стопа** код спровођења репо операција и трајних продаја хартија од вредности. Током 2005. повучена је ликвидност у износу од око 195 милијарди динара (12,0% БДП-а). Обавезном резервом повучено је 174,4 милијарде динара, од чега обавезном резервом на девизну основицу 148,4 милијарде динара, а остатак обавезном резервом на динарску основицу. Просечна пондерисана стопа, претпостављајући да се основица није мењала, повећала се са 25% на 33,5%. На истом нивоу остала је и током првог тромесечја 2006. Издвајања по основу обавезне резерве повећана су за 90 милијарди динара (само пет милијарди по основу динарске основице) током 2005. године. То само по себи показује значај обавезних резерви у односу на операције на отвореном тржишту којима је повучено (кроз репо и трајне продаје) мање од 20 милијарди динара.

Сток репо продатих хартија од вредности крајем децембра 2005. износио је око 16,8 милијарди динара, што одговара износу примарног новца повученог овим тржишним механизмом. Максимално повучена ликвидност репо операцијама током 2005. износила је 22,2 милијарде динара (стање на дан 26. септембра 2005. године).

⁶ У Додатку 1. приказане су све промене обавезних резерви током 2005. и 2006. године.



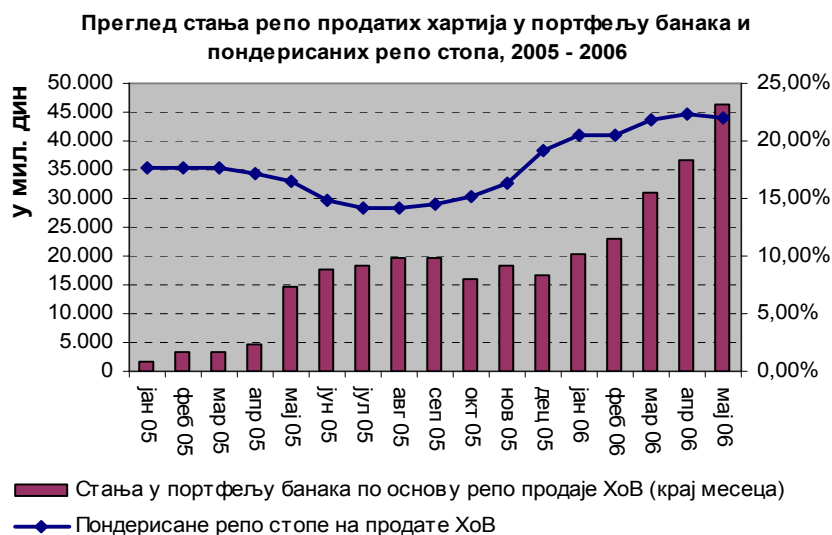
Током 2005. године, поред репо продаја, коришћена је и трајна продаја хартија од вредности. Циљ трајне продаје био је да се повуче структурни вишак ликвидности и одреде тржишне каматне стопе. Сток трајних продаја износио је три милијарде динара крајем децембра 2005.

Међутим, испоставило се да су трајне продаје завршиле ван биланса банака, што значи да су банке овај посао урадиле за стране инвеститоре.

У 2005. години учињен је заокрет у политици каматних стопа. Иако је, према Закону о Народној банци Србије, есконтна стопа референтна стопа, Народна банка је као референтну користила двонедељну репо стопу. Каматна стопа на

кредитне олакшице везана је за репо стопу, док је стопа на депозитне олакшице одређена на нивоу од 6%. Репо стопа је почела значајније да се мења од октобра 2005. Промена каматне стопе имала је за циљ јачање трансмисионог механизма од референтне каматне стопе, преко каматних стопа на међубанкарском тржишту, до каматних стопа на депозите и кредите пословних банака.

Имајући у виду одложено дејство мера монетарне политике, почетком 2006. године нису предузимане додатне мере на плану повлачења новца путем повећања стопе обавезне резерве, већ се репо операцијама стерилисао перманентно присутан вишак ликвидности у финансијском систему. Крајем првог тромесечја 2006. године (у марту), просечна пондерисана каматна стопа на репо операције износила је 21,9% и повећана је за 2,7 процентна поена у односу на децембар 2005. године. При томе, највећа прихваћена стопа износила је 21% за двонедељни репо, а 24% за двомесечни репо. Сток репо продатих хартија од вредности повећан је за 14,3 милијарде динара, тако да је крајем првог тромесечја износио 31,1 милијарду динара.⁷ Са трајном продајом хартија од вредности престало се 2006. године. Коначно, по основу раста динарских и девизних депозита, као и инозадужења, у првом тромесечју 2006. године преко обавезне резерве повучено је 25,2 милијарде динара (24,8 милијарди динара у девизном знаку).



⁷ Тржишни материјал за спровођење репо операције чине (а) државне ХОВ у износу од 16,6 милијарди динара и (б) записи НБС у износу од 40 милијарди динара.

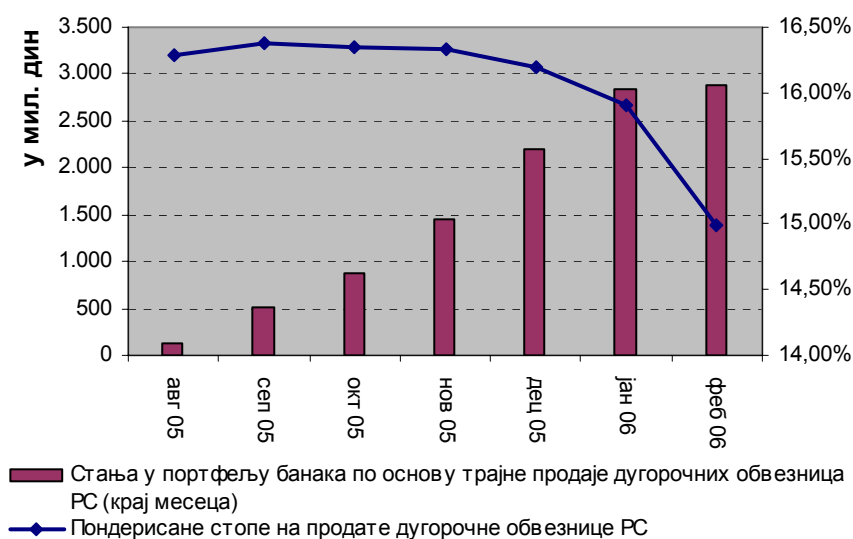
Продаја хартија од вредности обавља се путем аукција. Намера Народне банке Србије је била да аукције одржава недељно, са две рочности – двонедељном и двомесечном. Међутим, због перманентног вишка ликвидности, Народна банка одржава аукције чешће (у неким периодима и свакодневно). Док се двонедељни репо користи као основни инструмент, циљ двомесечних репо операција је да покупи структурни вишак ликвидности. Аукције су организоване као тендери каматних стопа. Народна банка најављује највећу каматну стопу коју ће прихватити, као и расположиву количину, а банке међусобно конкуришу. Учесће стока 2М репо продаја у односу на укупан сток репо продаја износио је скоро 70% крајем првог тромесечја 2006. године. Разлика у висини највећих каматних стопа определила је структуру продаје. У оба случаја, Народна банка се поставила као неко ко одређује цене. Такав начин организовања аукција тренутно је предмет преиспитивања.

Крајем 2005. године, Народна банка Србије је на финансијско тржиште увела нови, неконвенционални инструмент монетарне политике – штедне записе, са атрактивном каматном стопом од 25%, који је намењен искључиво становништву. Овај инструмент је преузет из искуства Немачке. Бундесбанка је седамдесетих година XX века емитовала високоприносне хартије мале вредности намењене домаћинствима да би стимулисала штедњу. Слично томе, пољска

народна банка, борећи се са кредитном експанзијом, овај инструмент је увела 1997. године. Иако је и немачко и пољско искуство било ограниченог временског трајања, оба су значајно допринела повећању конкуренције на тржишту депозита (утичући на увођење нових штедних производа пословних банака). На другој страни, дошло је до промене понашања домаћинстава (раста склоности штедњи), због веома снажног сигнализирајућег ефекта. Имајући претходна искуства у виду, Народна банка је одлучила да овај инструмент уведе руководећи се следећим. Прво, овај инструмент требало је да допринесе расту каматне стопе на депозитном тржишту, пошто у Србији постоји релативно јака изолација динарског депозитног тржишта домаћинстава од осталих сегмената финансијског тржишта. Очекивало се да ће каматна стопа на штедне записе директно (без посредства међубанкарског тржишта) утицати на раст каматних стопа на динарске депозите, као и раст каматних стопа на кредите. Друго, такав инструмент даје веома снажан сигнал који ће утицати на повећање склоности штедњи, а тиме и на смањење неадекватне рочне структуре биланса стања банака. Треће, то може представљати и начин повлачења ликвидности. Четврто, таква акција може увек и лако бити прекинута, тако да евентуални поремећаји који прате неке друге инструменте могу бити избегнути. До краја првог тромесечја 2006. године продато је око 600 милиона штедних записа. Ако се износ продаје штедних записа упореди са динарском штедњом, евидентно је да је улагање у штедне записе (иако још скромног обима) динарску штедњу повећало за преко 30% у веома кратком временском периоду.

Наведене активности Народне банке Србије утицале су на смањење просечних месечних стопа раста цена на мало у односу на последње тромесечје 2005. године. Међутим, настављен је интензивни раст инозадужења и по тој основи раст пласмана банака. Укупно задужење банака према иностранству повећано је за 31,6 милијарди динара, или за 17,5%, а пласмани небанкарском сектору за 46,4 милијарде динара, или за 11,3%. Ипак, поређењем оствареног кретања са намерама пословних банака (израженим у анкети коју месечно спроводи Народна банка) јасно је да се банке понашају опрезније у односу на првобитне намере.

Преглед стања трајно продатих хартија у портфељу банака и пондерисаних стопа на трајно продате ХоВ, 2005 - 2006



Због експанзивног раста кредита банака оствареног у првом тромесечју, нарочито кредита становништву, који су у том периоду порасли за 16,5 милијарди динара, или 13,2%, Народна банка је крајем марта, са почетком примене од 11. априла, донела више мера које су имале за циљ успоравање раста кредитне активности банака: (1) стопа обавезне резерве на девизне депозите и динарске депозите индексиране валутном клаузулом повећана је са 38% на 40%, (2) у основицу за обрачун девизне обавезне резерве укључене су и субординиране девизне обавезе на које банке издвајају обавезну резерву по стопи од 20% и (3) у основицу за обрачун девизне обавезне резерве укључена су и средства која даваоци лизинга држе код банака (20% износа кредита и осталих уплата из иностранства) по стопи од 100%. Укупан ефекат ових мера у правцу додатне имобилизације средстава банака износио је око 19 милијарди динара. Доношење ових мера било је повезано са појачаном контролом спровођења мера монетарне политике на основу извештаја и података банака, нарочито контрола исправности основице за обрачун обавезне резерве.

Поред наведеног, Народна банка је настојала да мерама донетим на основу овлашћења из Закона о банкама и другим финансијским организацијама утиче на успоравање кредитне активности банака, посебно у погледу оштријег санкционисања дела кредитног портфела одобреног без адекватних инструмената обезбеђења. Такође, пруденцијалним мерама донетим током првог тромесечја 2006, Народна банка настоји да смањи степен евроизације⁸ до краја године, усредсређујући се на управљање девизним ризиком.

⁸ У Додатку 2 су приказане пруденцијалне мере које су донете током 2006. године.

4. Кретање понуде и тражње

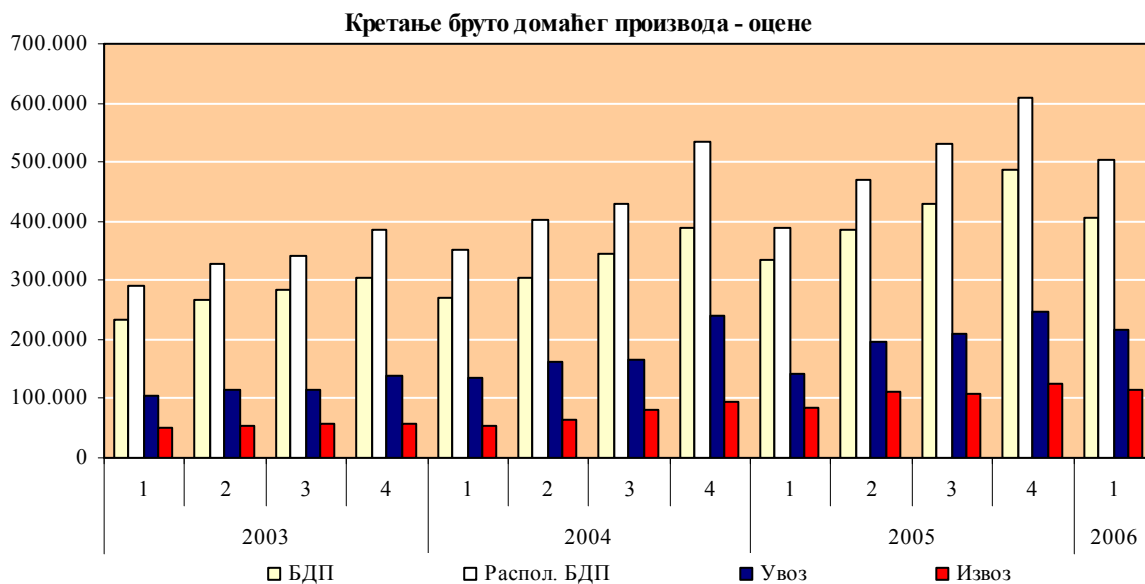
Понуда и извори раста

Бруто домаћи производ је у првом тромесечју 2006. у односу на исти период 2005. године повећан за 6,3%. Та стопа раста је, добрим делом, статистички резултат имајући у виду релативно низак ниво економске активности у истом периоду 2005. године након увећења ПДВ-а. Искључујући утицај увођења ПДВ-а, стопа раста бруто домаћег производа износи око 5,5%.

Међугодишњи раст економске активности у првом тромесечју 2006. потврђује и раст код сектора за које су расположиви следећи подаци:

- физички обим индустријске производње је повећан за 5,7%, пре свега захваљујући прерађивачкој индустрији (раст 8,0%),
- промет робе у трговини на мало већи је за 15,6%, али
- туристичка активност мерена бројем ноћења је нижа за 1%.

Података о економској активности других сектора, за сада, нема. Очекује се, међутим, да ће на динамику укупне економске активности негативно утицати о кретања стваренау пољопривреди (по основу очекивано ниже ратарске производње услед неповољних хидрометеоролошких услова), али и у грађевинарству. То ће бити компензирано очекиваним растом активности сектора услуга.



Полазећи од раста реалног бруто домаћег производа и инфлације, изведен је бруто домаћи производ у првом тромесечју 2006. године у износу око 406 милијарди динара. На бази претходних платнобилансних података, нето извоз износи готово 100 милијарди динара, односно расположиви бруто домаћи производ је преко 500 милијарди динара. У односу на исти период прошле године, бруто домаћи производ је повећан за преко 22%, а расположиви бруто домаћи производ за 26,5%. Извоз робе и услуга у односу на бруто домаћи производ чини 26,6%, а увоз 40,8%, односно расположиви бруто домаћи производ је већи од оствареног за готово 24%. Посебно је значајан раст извоза, будући да је наведени проценат бруто домаћег производа (26,6%) знатно већи у односу на упоредиве податке за претходне године (у првом тромесечјуу 2005. оцењен је на нивоу од 24% бруто домаћег производа).

Домаћа тражња је генератор раста бруто домаћег производа, али уз евидентан раст значаја извоза. Раст извоза робе и услуга чини 39% оствареног међугодишњег раста бруто домаћег производа. Секторски посматрано, раст бруто домаћег производа генерише сектор услуга и извозно

оријентисана индустрија. Ефекти повећања агрегатне тражње имају више утицаја на раст понуде услуга него на раст понуде робе (због ниже флексибилности тржишта робе од тржишта услуга).

Тражња и употреба бруто домаћег производа

Монетарна политика утиче на номиналну тражњу за робом и услугама преко количине новца који креира, утичући на каматну и стопу и девизни курс. У којој ће мери раст номиналне тражње утицати на цене зависи и од могућности привреде да обим производње (понуде) прилагоди тржишним захтевима.

Индикатори потрошње становништва

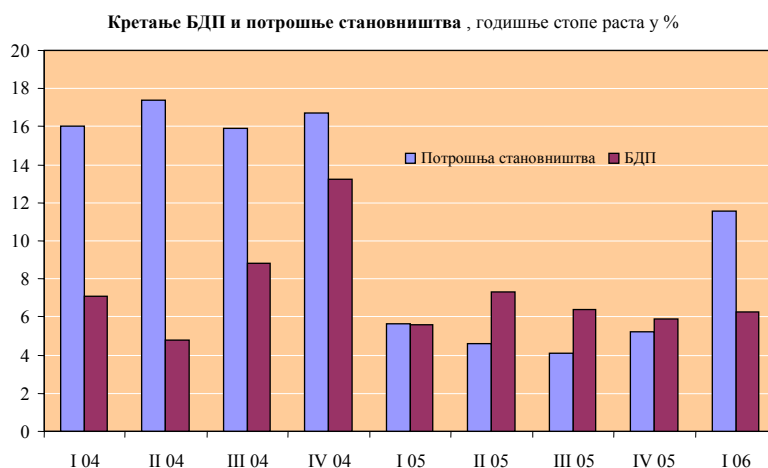
Са становишта финалне употребе, у првом тромесечју 2006. године, битан допринос расту бруто домаћег производа има потрошња становништва. То се може индиректно закључити на бази оствареног раста реалног промета

у трговини на мало, као и динамике примања становништва која се региструју. Учешће личне потрошње у бруто домаћем производу се, према оцени Народне банке Србије, креће у распону од 85 до 90%. Евидентирани извори раста потрошачке тражње су следећи:

- **Зараде.** Удео нето зарада из статистичког узорка у првом тромесечју 2006. године у бруто домаћем производу је 15,0%, што је за 0,4 структурна поена ниже него у упоредивом периоду претходне године. Међутим, евидентно је и релативно смањење броја запослених у оквиру узорка. Под претпоставком да узорком необухваћени радници имају у просеку исте зараде са обухваћеним, учешће нето зарада у оцењеном бруто домаћем производу је 38,5%, или за 1,5 структурних поена више у односу на упоредиви прошлогодишњи период.
- **Социјални трансфери.** У првом тромесечју 2006. они су чинили 18,7% оцењеног бруто домаћег производа, што је 0,8 структурних поена више него годину дана раније.
- **Дознаке.** Регистроване дознаке у првом тромесечју 2006, прерачунате у динарске износе по просечном дневном курсу долара, чиниле су 5,6% процењеног бруто домаћег производа, или за 1,2 структурна поена више у односу на прошлогодишње стање.
- **Мењачи.** Прилив становништва исказан кроз мењачке послове у првом тромесечју чинио је 6,2% оцењеног бруто домаћег производа, што је смањење за 1,5 структурних поена у односу на прошлу годину.
- **Кредити.** По основу задуживања, становништво је обезбедило додатне изворе средстава за потрошњу у износу од 4,0% оцењеног бруто домаћег производа (или 2,4% БДП више него годину дана раније).

У истом периоду, становништво је повећало штедњу (износи 4,3% оцењеног бруто домаћег производа или 0,4% више него у првом тромесечју 2005), али и потрошњу. На то неспорно указује и релативно бржи раст доходака код којих је склоност штедњи компаративно мања (социјални трансфери и зараде).

Уколико посматрамо наведене токове, становништво је у првом тромесечју текуће године потрошило реално више за 13,1%, под претпоставком да, сем штедње, нема других облика



потрошачке апстиненције. У структури бруто домаћег производа приходи становништва, умањени за прираст штедње и увећани за прираст кредита, повећали су учешће за око пет структурних поена (на 68,7% БДП). Претпостављајући да је раст бруто прихода становништва праћен растом расхода, јасно је да је преостали део личне потрошње покривен натуралном потрошњом и приходима оствареним у оквиру „сиве економије“.

Јавна потрошња

Консолидовани јавни приходи и расходи у првом тромесечју 2006. године износе 183,1 милијарду динара и 177,9 милијарди динара, респективно. То значи да је остварен суфицит од 5,2 милијарде динара (0,3% процењеног бруто домаћег производа, што је ниже у односу на исти период 2005). Јавни приходи и расходи су номинално порасли за 22,5% и 22,6%, респективно, а у реалном износу за 6,7% и 6,8%, респективно. Имајући у виду ефекте увођења ПДВ-а, оцењује се да годишња динамика прилива знатније заостаје за динамиком расхода (посебно код изворних прилива).

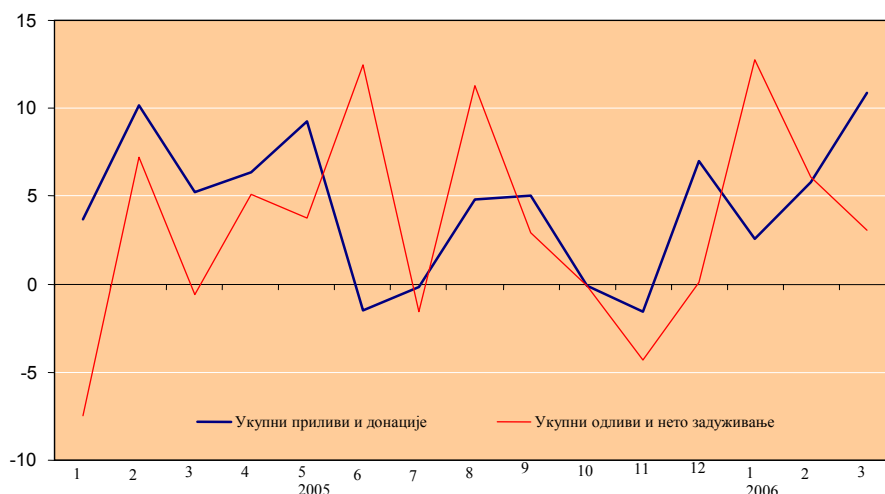
У структури консолидованих расхода и даље доминирају трансфери становништву, али са релативно умањеним значајем у односу на упоредиво тромесечје претходне године. Посредством државе, становништво је у првом тромесечју 2006. године приходовало 26,9% бруто домаћег производа. Финална потрошња државе је забележила благи раст: материјална је износила 5,7%, а инвестициона 2,0% бруто домаћег производа. Значај субвенција опада паралелно са смањењем броја неприватизованих друштвених предузећа.

Иако је учешће јавних прихода и расхода у БДП високо, 45,1% и 43,8% респективно, динамика раста, 6,7% и 6,8% респективно, која је слична расту GDP и остварени суфицит указују да понашање државе није убрзало остварење циљне стопе инфлације.

Кретање и структура јавних прихода и расхода

	2005.	2006.	I 2006. I 2005.		2005.	2006.
	I тромес.	I тромес.	номинално	реално	I тромес.	I тромес.
	млрд. динара				у % БДП-а	
Укупни приливи и донације	149,5	183,1	122,5	106,7	44,9	45,1
Изворни приливи	147,5	182,1	123,5	107,5	44,3	44,8
Продаја имовине	1,6	0,5	29,9	26,0	0,5	0,1
Донације	0,3	0,5	216,0	188,2	0,1	0,1
Укупни одливи и нето задуживање	145,1	177,9	122,6	106,8	43,5	43,8
Инвестиције	5,8	8,0	137,6	119,9	1,7	2,0
Материјални трошкови	18,5	23,3	125,9	109,7	5,6	5,7
Плаћања становништву:	91,4	109,3	119,6	104,2	27,4	26,9
Нето зараде (умањени податак за плате)	31,7	36,4	114,8	100,0	9,5	9,0
Социјални трансфери становништву	59,7	72,9	122,1	106,4	17,9	17,9
Пензије и исплате незапосленима	48,0	57,8	120,4	104,9	14,4	14,2
Социјална помоћ	9,4	12,5	133,0	115,8	2,8	3,1
Остали трансфери становништву	2,3	2,6	113,0	98,5	0,7	0,6
Субвенције	11,1	10,1	91,0	79,3	3,3	2,5
Остало	18,3	27,2	148,7	129,5	5,5	6,7

Реалне стопе раста јавних прилива и одлива, у %



Индикатори инвестиционе потрошње

На основу изабраних индикатора, може се оценити да учешће инвестиција у фиксне фондове у бруто домаћем производу, у првом тромесечју 2006. године, бележи благо смањење⁹, што је делимично неутралисао инфлаторни притисак потрошње становништва.

Индикатори кретања инвестиција

	I 2005.	II 2005.	III 2005.	IV 2005.	I 2006.	I 2006. I 2005.
Реални показатељи						
Грађевинарство, ефективни часови рада	13.744	19.975	23.388	23.480	15.132	110,1
Физички обим индустријске производње капиталних производа, међугод. стопе раста	66	61	89	85	108	107,2
Број завршених станова	403	405	741	875	708	175,7
Број незавршених станова	10.339	10.539	10.693	10.241	8.437	81,6
Увоз капиталних производа, у млн USD	310	637	658	792	503	162,4
Извоз капиталних производа, у млн USD	81	102	133	169	116	142,7
Нето извоз капиталних производа, у млн USD	229	536	526	624	387	169,4
Финансијски показатељи						
Дугорочни кредити дати становништву, у млрд динара	54	66	85	104	116	214,3
Дугорочни кредити дати привреди, у млрд динара	50	59	65	87	97	195,0
Инвестициона потрошња државе, у млрд динара	6	12	15	14	8	137,6

Извор: РЗС, НБС, Министарство финансија.

⁹ Релативно високе стопе раста економске и спољнотрговинске активности, везане за производњу и промет капиталних добара, претежним делом су резултат ефеката увођења ПДВ-а.

5. Кретања на тржишту рада

Просечне зараде на почетку 2006. године бележе убрзање раста. У првом тромесечју 2006. просечне нето зараде биле су реално више за 11,0% у односу на исти период претходне године. Међугодишње стопе раста номиналних зарада већ четврто тромесечје заредом бележе пораст.

У марту је просечна нето зарада износила 20.094 динара (или 230,7 евра), што је повећање за 26,7% у односу на март 2005. године.

Просечне зараде у **јавном сектору** имале су умеренији раст (номинално 19,6%) уз успоравање годишње стопе раста. С обзиром на пад броја запослених у јавном сектору, маса зарада имала је скромнији раст. Просечне зараде на локалном нивоу повећане су за 14,4% према марту претходне године.

Јединични трошкови рада у индустрији порасли су за 1,7% у односу на прво тромесечје 2005. Просечне бруто зараде у индустрији забележиле су реални пораст од 13,5%, док се пораст продуктивности процењује на око 11,6%. У прерађивачкој индустрији пораст јединичних трошкова рада износио је 1,0%.

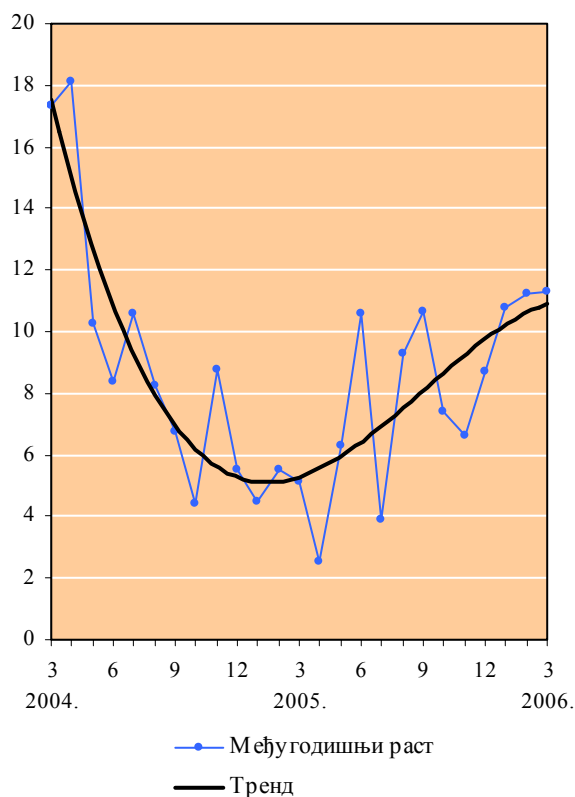
Према званичним подацима, **незапосленост** је и даље у порасту. Од почетка године, регистровани број незапослених порастао је за 21,6 хиљада и у марту је достигао максимум – 1,01 милион лица.

Подаци о броју запослених у марту и о стопи незапослености биће расположиви тек средином године. Према делимичним подацима о запослености којима тренутно располажемо, процењујемо да се стопа незапослености креће око 27,3%, што представља пораст у односу на 27,0% из септембра 2005.

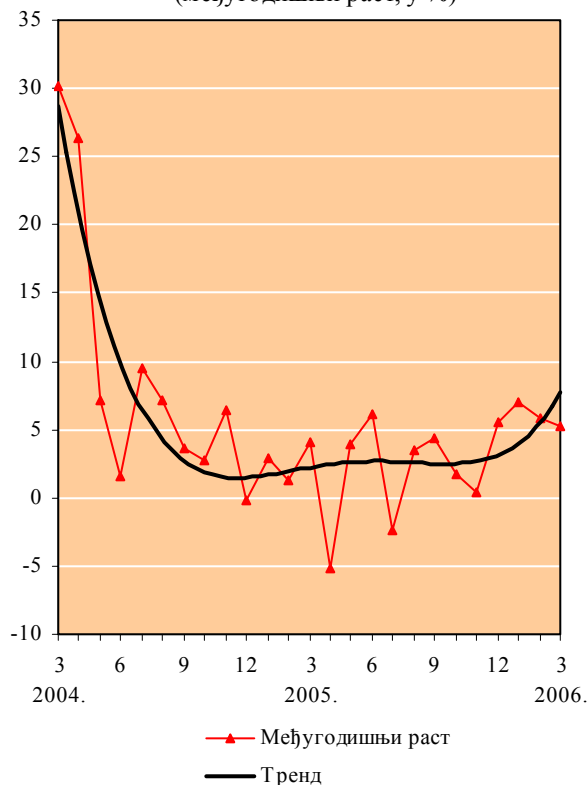
Незванична стопа незапослености (која обухвата и непријављене запослене) нешто је нижа. Према недавно објављеним резултатима Анкете о радној снази, коју спроводи Републички завод за статистику, стопа незапослености у 2005. години била је нижа од званичне у тој години (26,9%) и износила је 20,8%, што представља пораст у односу на 18,5% из 2004.

С друге стране, број заснованих радних односа показује повољније кретање. У првом тромесечју засновано је за 23,2% више радних односа у поређењу с истим периодом 2005. године. Овај показатељ показује знатно већу

Кретање просечних реалних нето зарада
(међугодишњи раст, у %)

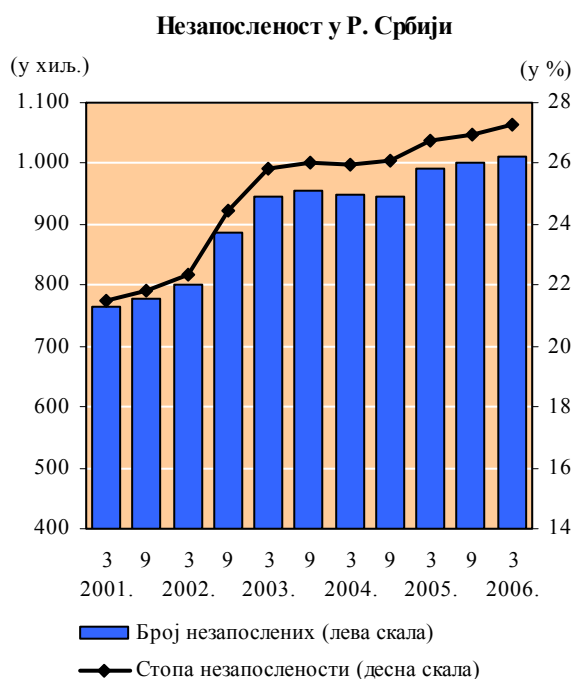


Кретање просечних реалних нето зарада у
јавном сектору
(међугодишњи раст, у %)

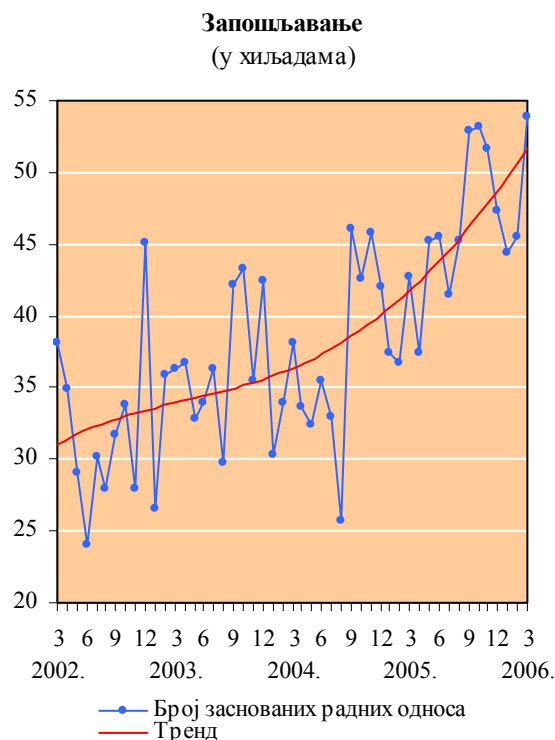


корелисаност са бруто домаћим производом. Кретање броја запослених и даље је у великој мери одређено отпуштањем вишка запослених, које није резултат пада производње него реструктурирања јавних и других предузећа.

Чињеница да реалне зараде расту брже од бруто домаћег производа у условима растуће незапослености може да се објасни присуством структурне неусклађености понуде и тражње на тржишту рада. Поузданост закључка потврђује и изразито брз раст зарада у приватном сектору, који је знатно осетљивији на промене на тржишту рада. Посматрано са становишта доприноса потрошачкој тражњи, раст масе зарада је, због смањења броја запослених, био знатно умеренији. Са становишта трошковних притиска, благи раст јединичних трошкова рада у индустрији имао је директан утицај на раст цена произвођача, а самим тим и малопродајних цена.



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



Извор: Национална служба за запошљавање.

6. Увозне цене

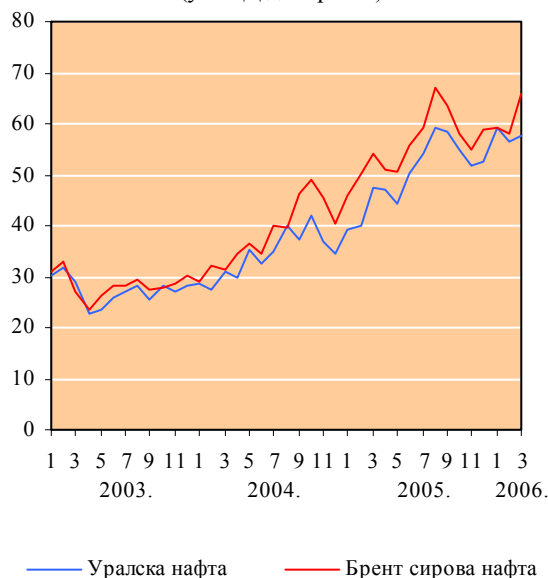
Након рекордно високих цена нафте на светским робним берзама у другој половини прошле године (70,85 долара по барелу, 30. август), цене “течног злата” су у току прва три месеца ове године имале циклично кретање. Високом нивоу цена нафте и даље у највећој мери доприносе проблеми на страни снабдевања, недовољни рафинеријски капацитети, као и геополитички фактори – тензије због иранског нуклеарног програма и проблема у Нигерији. Иако засад још увек није угрожен извоз нафте из Ирана, који је четврти највећи произвођач те сировине у свету, страх од могућих поремећаја у испоруци наставља да подстиче цене ове енергетске сировине. Исто тако, у Нигерији је четвртина капацитета ван употребе због активности побуњеника у земљи. На светским тржиштима нафта поскупљује и због пада залиха у САД и страха од несташнице горива пред почетак сезоне летњих одмора. Такође, на раст цена последњих месеци утичу и инвестициони фондови најразвијенијих земаља, којима, иначе, високе цене нафте сасвим одговарају. Наиме, ти фондови користе високе цене овог енергента као прилику да зараде и убацују огромна готовинска средства рачунајући да ће им геополитичка неизвесност, која се тиче главних произвођача у ОПЕК-у, а нарочито Ирана, и забринутост због стања залиха у САД обезбедити добру зараду.

Аналитичари све више истичу да ће кретање цена нафте у будућности бити све мање резултат понуде и тражње на тржишту, а да ће други фактори, као што су страховање за безбедно снабдевање, кризе у свету, еколошки и психолошки фактори и разни геополитички проблеми, бити ти који ће пресудно утицати на њихово кретање. Такав расплет догађаја ће, свакако, у наредним годинама појачати такмичење за контролу над нафтом и гасом, што ће утицати на геополитичку и безбедносну ситуацију у свету.

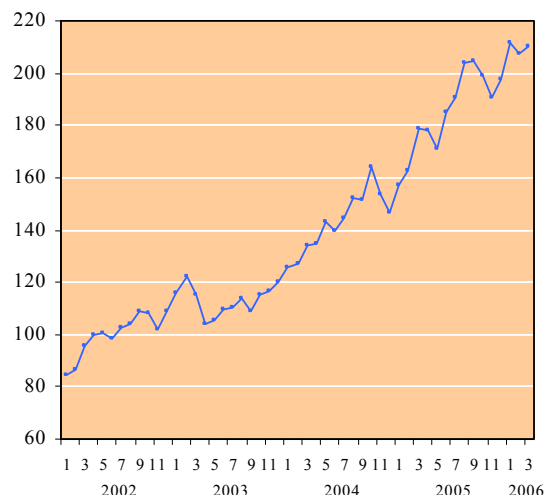
У току прва три месеца 2006. године настављен је тренд раста цена примарних производа. Тако су, посматрано у доларима, цене ових производа на светком тржишту порасле за 6,6% у току првог тромесечја текуће године (а цене сирове нафте 4,8%). Регистровани раст цена последица је пре свега раста тражње привреда које су тренутно у успону, попут кинеске и индијске, али и ограниченог раста испорука, као и пада залиха.

Захваљујући несмањеној тражњи, ограниченим капацитетима за повећање производње и прераде, као и забринутости око могућих прекида у снабдевању изазваних геополитичким ризицима, цена нафте остаће на високом нивоу и у целој 2007. години. Такву процену износи Америчка агенција за енергију на основу закључка да се ниједан од поменутих фактора који утичу на високу цену нафте неће у блиској будућности бити побољшати. Овој оцени придружила се и Међународна агенција за енергију, која, анализирајући постојећу ситуацију на тржишту енергената, запажа да нафтне компаније, због ниских цена енергената, у последњих 20 година нису

Кретање цена нафте у периоду
2003-2006.
(у САД доларима)



Индекси цена примарних производа
(2002 = 100)



Извор: Вебсајт ММФ-а, април 2006.

довољно инвестирале у процес производње. Пре само три године цена барела нафте кретала се око 20 долара. Данас, када је цена утростручена, нафтне компаније агресивно инвестирају, али се резултати улагања могу осетити тек за неколико година. Уз истицање бројних ризика, Америчка агенција за енергију у текућој години очекује да ће цене сирове нафте свој максимум достићи у току јула и августа. Након тога, очекује се благи пад доларских цена нафте, али ће оне и даље за 10% бити изнад нивоа забележеног крајем марта 2006.

Привреди Србије погодује висок раст цена бакра на Лондонској берзи метала и другим међународним тржиштима обојених метала, с обзиром на то да бакар и производи од бакра представљају значајне извозне производе наше привреде.

IV. Инфлациона очекивања и пројекција инфлације

1. Инфлациона очекивања

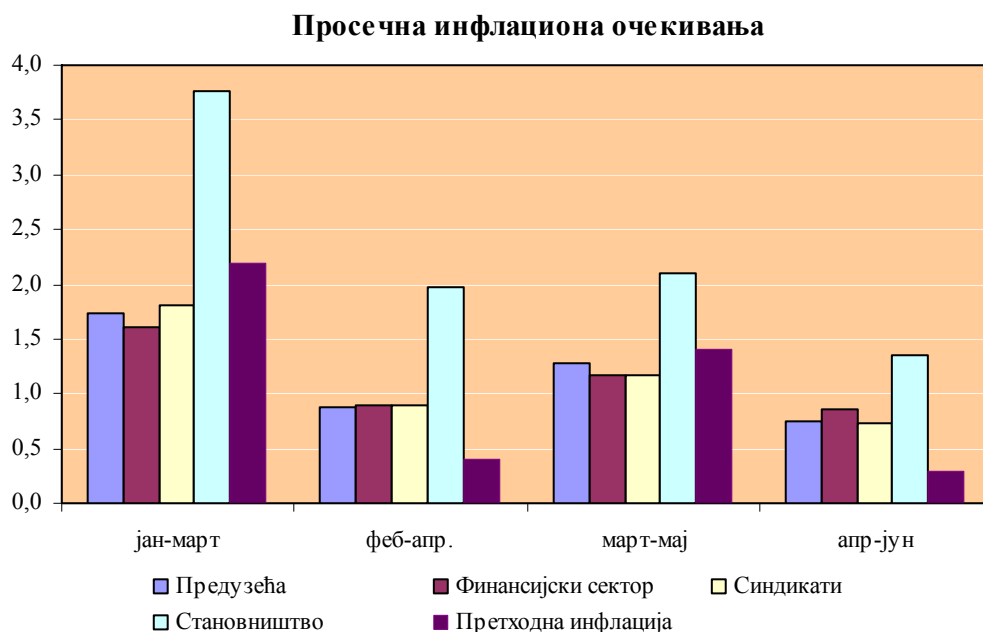
Висока инфлациона очекивања и даље представљају битан фактор који спречава бржи пад инфлације. Народна банка Србије, у сарадњи са Галуп агенцијом, од јануара 2006. године спроводи анкете о инфлационим очекивањима у секторима предузећа, банке, синдикати и становништво.

Економско понашање свих тих категорија у великој мери је одређено очекивањима у погледу будуће инфлације. Предузећа формирају цене како на основу претходног, тако и на основу будућег очекиваног раста цена. Уколико очекује високу инфлацију, становништво повећава потрошњу или куповину девиза, што у оба случаја делује инфлаторно. Синдикати у захтеве за платама, поред претходне инфлације, уграђују и очекивања у погледу будуће инфлације.

Према том истраживању, инфлаторна очекивања свих сектора за прво тромесечје знатно су премашила стопу инфлације реализовану за овај период (2,2%). Очекивања предузећа, синдиката и банкара кретала су се око нивоа инфлације из претходног тромесечја (5,2%), а становништва знатно изнад тога, око 10%.

Краткорочна инфлаторна очекивања показују благу силазну тенденцију, захваљујући нижим стопама инфлације почетком године. Резултати анкете показују високу корелисаност инфлаторних очекивања са инфлацијом из месеца који је претходио истраживању. Тако је у фебруару, након ниске јануарске инфлације, утврђен знатан пад очекивања, а након више фебруарске инфлације у марту је евидентиран раст очекивања. У априлу очекивања поново падају. Крећу се у распону од 0,72% до 0,86% за предузећа, синдикате и финансијски сектор и 1,34% за сектор становништва.

С обзиром на раст инфлације у априлу и мају, нова истраживања вероватно ће указивати на раст инфлаторних очекивања.



Пројекције инфлације независних економиста крећу се у интервалу 15-18%.

2. Пројекција инфлације

Раст цена у првом кварталу је износио 2,2%.

Поскупљење електричне енергије у априлу (11,7% у малопродаји и 22% за потрошаче на високом напону) и деривата нафте у априлу и мају (укупно око 7%), поред директног ефекта од око 1,4 процентна поена, имаће значајне ефекте и на раст трошкова пословања. Утицај повећања трошкова на произвођачке и малопродајне цене може се неутралисати адекватном рационализацијом других трошковних ставки, што зависи од степена конкуренције. Рестриктивна монетарна политика, као и релативна стабилност номиналног курса динара, утицаће на смањене ефекта другог таласа поскупљења на “core” инфлацију. Конкуренција увозне робе ће деловати у правцу рационализације трошкова домаћих произвођача, од које ће зависити њихов опстанак на тржишту. Такође, не очекују се знатније корекције цена услуга које су под државном регулацијом пре краја трећег тромесечја (нпр. цена грејања).

За друго тромесечје карактеристичан је висок сезонски раст цена пољопривредних производа. На овогодишњи пролећни раст сезонских пољопривредних производа доминантно ће утицати два фактора: први, релативно висока база из претходне године утицаће на умањење исказаног ценовног раста; други, раст цена ће бити подстакнут ефектима неповољних хидрометеоролошких услова на понуду ове групе производа.

Од значајнијих промена цена у другом тромесечју издваја се раст цена фиксних телефонских услуга (процењени утицај на мајску инфлацију износи 0,25 процентних поена).

Раст цена на мало у првом полуугодишту 2006. године кретаће се у распону од 5,7 до 6,3%.

Инфлација у другом тромесечју биће знатно виша у односу на прво тромесечје 2006.

Очекиваној инфлацији у првом полуугођу цене деривата нафте допринеће са око 1,1, цене електричне енергије са 0,8, а пољопривредних производа са око 1 процентни поен. На ове три групе производа отпада око половине укупног пројектованог раста цена на мало.

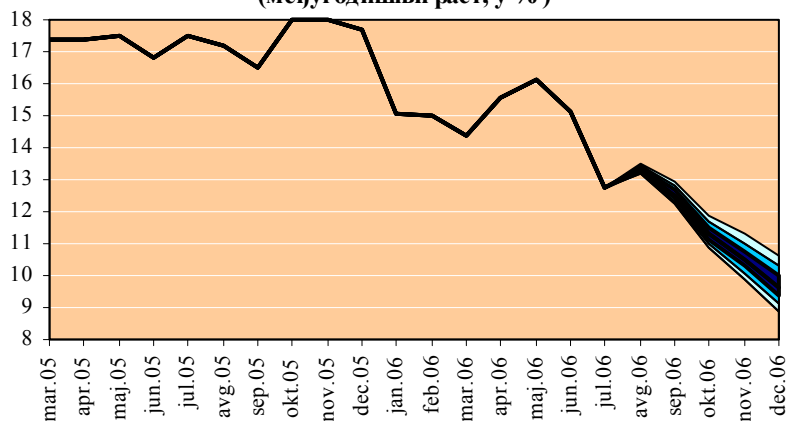
У трећем тромесечју очекује се: 1) уобичајени сезонски пад цена пољопривредних производа и 2) раст цене акцизних производа, највероватније у јулу, као последица редовног полуугодишњег усклађивања акциза са растом цена на мало. Укупна међугодишња инфлација крајем трећег тромесечја кретаће се у распону 12,1–13,1%.

У току четвртог тромесечја очекује се раст цена из надлежности локалне самоуправе (стамбено-комуналних и појединих саобраћајних услуга, као и услуга друштвене заштите). Поред тога, у новембру је предвиђено повећање цене претплате за фиксне телефонске услуге (ефекат око 0,25 процентних поена). На крају, током целог другог полуугодишта очекујемо пад цена робе широке потрошње, као и појединих трајних потрошних добара. Иако ће доћи до поскупљења услуга, оне се неће знатније одразити на стопу инфлације услед нижег пондера.

На основу изнетих претпоставки, у 2006. години инфлација би се могла кретати у распону 8,7–10,8% (децембар на децембар).

При пројекцијама је као помоћно средство коришћен економетријски модел у коме су главне објашњавајуће варијабле девизни курс динара према евр и новчана маса. На основу претпоставки у погледу њиховог кретања, изведено је неколико сценарија.

Пројекција инфлације до краја 2006. године
(међугодишњи раст, у %)



Први сценарио је у складу са текућим кретањима: међугодишњи раст М1 и међугодишња депресијација динара према еврџ тренутно су 22% и 6%, респективно. По овом сценарију очекује се инфлација од око 9,6%. Од ове варијанте могућа су одступања наниже или навише (варијанте 2 и 3).

У све три варијанте претпостављена је непромењена актуелна доларска цена уралске нафте до краја године. Наравно, и по овом основу могућа су знатнија одступања од пројектованих вредности. Уколико би цена уралске нафте, на пример, до краја године скочила за 10%, то би директно утицало да раст цена на мало у односу на основне сценарије буде виши за 0,5 процентних поена.

Уважавајући изложено, сматрамо да су кључни ризици одступања од пројекције:

- немогућност монетарне политике да стерилише сав вишак ликвидности у условима несавршености монетарног трансмисионог механизма због:
 - позиције Народне банке Србије као нето дужника,
 - великог учешћа кредита индексираних валутном клаузулом у укупним кредитима недржавном сектору,
 - огромног и нестабилног прилива капитала, изнад потреба дефицита платног биланса,
- проциклична фискална политика, и
- екстерни шокови – попут раста цена сирове нафте на светском тржишту изнад очекиваног, што би могло да угрози план корекције регулисаних цена (посебно код деривата, саобраћајних и стамбено-комуналних услуга).

План корекција регулисаних цена у 2006, у %

	јул	авг.	септ.	окт.	нов.	дец.
Укупно небазна инфлација	0,71	0,42	0,41	0,55	0,57	2,63
Електрична енергија	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Деривати	2,00	0,00	1,50	0,00	0,00	1,50
Угаљ	0,00	2,00	0,80	0,00	0,00	0,80
Стамбено-комуналне услуге	0,00	0,00	0,00	0,00	0,20	9,30
Месечне уплате	0,00	0,00	0,00	8,90	0,00	0,00
Саобраћајне услуге	0,00	1,00	0,20	0,00	0,00	5,00
ПТТ	0,00	0,00	0,00	0,00	5,00	0,00
Хлеб и брашно	0,00	0,00	1,50	0,00	1,00	1,00
Дуван	4,40	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Млеко	0,00	0,00	0,00	1,00	1,00	1,00
Лекови	0,00	6,00	0,00	4,00	0,00	0,00
ТВ претплата	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Пројекција цена на мало у 2006, годишњи кумулатив у %

	јан.-јул	јан.-авг.	јан.-сеп	јан.-окт.	јан.-нов.	јан.-дец.
Укупно	6,0	6,4	7,0	7,5	8,1	9,6
Базна инфлација	4,4	4,9	5,4	5,8	6,3	6,7
Раст цена пољопр. произв.	20,8	18,4	21,9	24,4	25,6	26,9
Регулисане цене	6,8	7,2	7,7	8,3	8,9	11,7

Република Србија: Основни макроекономски индикатори

	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.
Март 2006.						
Реални раст БДП-а (у %)	5,1	4,5	2,4	9,3	6,3	6,3
Цене на мало (у % у односу на децембар претходне године)	40,7	14,8	7,8	13,7	17,7	2,2
Базна инфлација (у % у односу на крај претходне године)	18,1	5,1	6,2	11,5	14,5	1,7

Март 2006.

Девизне резерве НБС (у млн USD)	1.169,1	2.280,1	3.550,1	4.244,5	5.842,8	6.454,1
---------------------------------	---------	---------	---------	---------	---------	---------

Јануар-март 2006.

Извоз (у млн USD)	2.435	2.961	3.958	5.181	6.244	1.507
- међугодишња стопа раста у %	17,9	21,6	33,7	30,9	20,5	14,3
Увоз (у млн USD)	-4.499	-6.059	-8.054	-11.637	-11.804	-2.828
- међугодишња стопа раста у %	28,3	34,7	32,9	44,5	1,4	23,5
Сало текућег рачуна платног биланса (у млн USD)	-317	-1.270	-1.539	-2.827	-2.104	-575
у % БДП-а	-3,0	-8,9	-8,1	-12,6	-8,5	...

Јануар-март 2006.

Незапосленост, званични подаци (у %) ²⁾	21,8	24,5	26,1	26,1	27,0	27,3
Незапосленост по Анкети (у %) ³⁾	12,2	13,3	14,6	18,5	20,8	...
Зараде (просечне за период, у EUR)	89,9	151,7	176,7	194,4	210,4	221,4

Јануар-март 2006.

Буџетски дефицит/суфицит (у % БДП-а)	-0,2	-4,3	-1,4	-0,1	1,5	-0,1
Јавни дуг Републике Србије (спољни + унутрашњи, у % БДП-а) ⁴⁾	106,5	80,6	71,6	56,6	46,2	42,4

Март 2006.

Курс динара према USD (просек, у периоду)	66,68	64,49	57,58	58,39	66,72	72,50
Курс динара према USD (крај периода)	67,67	58,98	54,64	57,94	72,22	71,96
Курс динара према EUR (просек, у периоду)	59,77	60,68	65,07	72,58	82,91	87,10
Курс динара према EUR (крај периода)	59,71	61,52	68,31	78,89	85,50	86,90
<i>Меморандум</i>						
Бруто домаћи производ (у млн USD)	10.619	14.282	18.919	22.440	24.625 ⁵⁾	25.856 ¹⁾

¹⁾ Пројекција за 2006. годину.²⁾ Извор: Републички завод за статистику, за период 2001-2005. подаци се односе на септембар, а за 2006. на март (процена НБС).³⁾ Извор: Анкета о радној снази за 2004. годину, Републички завод за статистику.⁴⁾ Извор: Билтен Министарства финансија Републике Србије.⁵⁾ Процена Републичког завода за статистику.

ДОДАТАК 1. ПРОМЕНЕ ОБАВЕЗНЕ РЕЗЕРВЕ БАНАКА

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

Ред. Бр.	Правни основ	Основа	Стопа	Плаћање кам. на средства издвојене о. р.	Први обрачун	Ефекат мера
6.	80/05 86/05	Динарска – сужена (тј. умањује се за износ дугорочних стамбених кредита, ако су осигурани код Националне корпорације за осигурање стамбених кредита) Девизна – сужена на исти начин Девизна – проширена за инообавезе по пословима које банка обавља у име и за рачун трећих лица	20% Непромењена, осим на проширени део претходном Одлуком (повећана са 7% на 18%) Минимална девизна ликвидност на девизну штедњу је смањена са 43% на 42%	Плаћа се Не плаћа се	10. 10. 2005.	Повучено: 7,3 млрд. динара Ослобођено је 0,6 млрд. динара
7.	91/05	Динарска – умањена за орочену динарску штедњу прикупљену у периоду од 31. 10. до 06. 11. 2005. Девизна – непромењена	20% Непромењена, осим на проширени део (повећана са 18% на 29%, дакле изједначена) Минимална девизна ликвидност на девизну штедњу је смањена са 42% на 41%	Плаћа се Не плаћа се	10. 11. 2005.	Ослобођено 0,9 млрд. дин.
	95/05	Динарска – непромењена Девизна – непромењена	Смањена са 20% на 18% Повећана са 29% на 35%	Плаћа се Не плаћа се		Смањено издвајање за: 1,7 млрд. динара Повучено 20,4 млрд. динара
8.	102/05 109/05	Динарска – непромењена Динарска са девизном клаузулом уведена Девизна непромењена Динарска непромењена Динарска са девизном клаузулом Девизна – проширена (девизном штедњом положеном код банака после 30. 06. 2001, која је имала другачији третман, а истовремено укинута минимална девизна ликвидност) и умањена за девизне штедне улоге положене код банке у периоду од 01. до 07. 11. 2004. и од 31. 10. до 06. 11. 2005.	18% 35% Повећана са 35% на 38% 38%	Плаћа се Плаћа се Не плаћа се	10. 12. 2005.	Повучено 2,0 млрд. динара Повучено 14,9 млрд. динара

Ред. Бр.	Правни основ	Основа	Стопа	Плаћање кам. на средства издвојене о. р.	Први обрачун	Ефекат мера
9.	28/06	Динарска – непромењена Динарска, са девизном клаузулом – промењена Девизна – проширена за износ субординираних девизних обавеза	18% Повећана са 38% на 40% Повећана са 38% на 40%, осим за субординиране обавезе (20%) и са 38% на 100% на средства која даваоци лизинга држе код банке	Плаћа се Плаћа се Не плаћа се	 10. 04. 2006.	Повучено је 1,2 млрд. динара Повучено је: 18,7 млрд. динара
10.	39/06	Динарска – непромењена Девизна – непромењена	18% 40% За инозадуж. с роком отпл. до две године повећана са 40% на 60%	Плаћа се Не плаћа се	 10. 05. 2006.	 Повучено је: 35,5 млрд. динара
11.	49/06	Динарска – непромењена Девизна – непромењена	18% На обавезе у дин. по основу деп. и кредита из иностр. са роком отпл. до две године повећана са 18% (40%) на 60%, а на обавезе са роком отпл. преко две год. са 18% (40%) на 40% 40%	Плаћа се Не плаћа се	10. 06. 2006.	Повучено је: 5 млрд. динара

ДОДАТАК 2. ПРУДЕНЦИЈАЛНЕ МЕРЕ ЗА ОГРАНИЧЕЊЕ КРЕДИТНОГ РАСТА

Ред. бр.	Правни Основ	О с н о в а	О п и с	Претходно стање
1.	37/04 86/04 129/04	Одлука о критеријумима за класификацију билансне активе и ванбилансних ставки према степену наплативости и висини посебне резерве банака и других финансијских организација	Свако потраживање по кредиту одобреном физичком лицу (изузев стамбених кредита) – у случају да је месечна отплатна рата, укључујући и обавезе по већ коришћеним кредитима, већа од 30% месечних примања дужника, а његово учешће или положени депозит мањи од 20% одобрене позајмице – банка сврстава у најризичнију категорију пласмана („Д“) и врши стопроцентно резервисање.	Пре измене Одлуке, пласмани који не задовољавају услове сврставали су се у категорију Б, а посебна резерва износила је 25%
2.	97/05	Одлука о критеријумима за класификацију билансне активе и ванбилансних ставки према степену наплативости и висини посебне резерве банака и других финансијских организација	Уколико документација клијента банке – физичког лица не садржи извештај Кредитног бироа, банка такав пласман класификује у категорију („Д“) и врши стопроцентно резервисање.	Пре измене Одлуке, пласмани који не задовољавају услове сврставали су се у категорију Б, а посебна резерва износила је 25%
3.	51/05	Одлука о критеријумима за класификацију билансне активе и ванбилансних ставки према степену наплативости и висини посебне резерве банака и других финансијских организација	Прописује да кредитни досије дужника који је правно лице треба да садржи и анализу изложности дужника ризику од промене курса динара, као и случајеве када се потраживања од тог дужника класификују у једну категорију неповољнију од оне у коју би била класификована (почело да се примењује 18. 6. 2005. године).	
4.	16/06	Одлука о критеријумима за класификацију билансне активе и ванбилансних ставки према степену наплативости и висини посебне резерве банака и других финансијских организација	Уколико се хипотеком обезбеђује кредит одобрен физичком лицу, без обзира на рочност, не умањује се основица на коју се обрачунава стопа резервисања (изузетак су стамбени кредити одобрени физичком лицу, као и кредити одобрени правном лицу, за које се, по основу хипотеке, основица и даље умањује за 50%, при чему хипотека мора бити најмање једнака вредности кредита).	Изменом банке више неће моћи да избегну повећано резервисање, уколико одобравају становништву готовинске, ненаменске и потрошачке кредите на дужи рок обезбеђене хипотеком.
5.	11/05 28/05 108/05	Одлука о јединственом начину обрачуна и исказивања ефективне каматне стопе на кредите и депозите	Прописује јединствени начин обрачуна и исказивања ефективне каматне стопе. Она приказује укупну цену кредита које банке одобравају, односно депозита које примају. <i>Примена почела 15. 3. 2005.</i> Ова одлука се неколико пута мењала у правцу обезбеђења све веће транспарентности. Тако је, нпр. уведен корективни фактор у обрачуну ефективне каматне стопе уколико банке одобравају кредите код којих уговорени депозит износи преко 50% укупног кредита. <i>Примена почела 30. 3. 2005.</i> Такође, банке достављају пондерисану ефективну каматну стопу (водећи рачуна о томе да се кредити одобравају у: а) динарима индексираним валутном клаузулом, при чему је битна и валута којом се индексира кредит, као и други критеријум за индексацију, б) у	

		динарима и в) девизама). <i>Примена почела 07. 12. 2005.</i>	
--	--	--	--

Ред. Бр.	Правни Основ	О с н о в а	О п и с	Претходно стање
6.	51/05	Одлука о основним елементима поступака одобравања и наплате потраживања банака и других финансијских организација	Прописује обавезу банака да имају методологију за оцену финансијског стања (кредитне способности дужника), а нарочито за анализу изложености дужника ризику од промене девизног курса. Такође, банке методологију примењују за оцену финансијског стања (кредитне способности дужника), односно утицаја промене девизног курса од 5, 10, 15% на финансијско стање и класификацију потраживања дужника чије укупне обавезе износе најмање 10 милиона динара. Коначно, банке примењују методологију за оцену своје изложености кредитном ризику која је резултат ризика од промене девизног курса и исказују износ потребне резерве за обезбеђење од потенцијалних губитака. <i>Почела примена 18. 6. 2005. године.</i>	
7.	88/05	Одлука о изменама и допунама Одлуке о ближим условима и начину вршења контролне функције Народне банке Србије	Измене се односе на примену корективних мера ако се билансне и ванбилансне ставке класификују другачије од налаза контроле. <i>Почела примена 01. 01. 2006. године.</i>	
8.	16/06	Одлука о изменама Одлуке о ближим условима примене чл. 26. и 27. Закона о банкама и другим финансијским организацијама	Укинута су два изузећа у обрачуну девизне позиције банке: а) потраживања по дугорочним девизним кредитима који су одобрени по основу иностраних кредита, а које је преузела држава и конвертовала у капитал; б) потраживања у страној валути/динарима са девизном клаузулом – до висине акционарског капитала уплаћеног у страној валути. Банка је дужна да се прилагоди до 31. 12 .2006 и оствари показатељ девизног ризика од 30%. При обрачуну ризичне активе, банка примењује пондер од 50% само на потраживања од правних лица и по основу стамбених кредита која су обезбеђена хипотеком чија је вредност најмање једнака вредности потраживања.	