

НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

**ИЗВЕШТАЈ
О ИНФЛАЦИЈИ**
Прво тромесечје 2007.

Београд, мај 2007.

Уводна напомена

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

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

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

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

Извештај о инфлацији за прво тромесечје 2007. године размотрен је и усвојен на седници Монетарног одбора 29. маја 2007. године.

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

Монетарни одбор Народне банке Србије:

Радован Јелашић, *гувернер*

Ана Глигоријевић, *вицегувернер*

Диана Драгутиновић, *вицегувернер*

Мира Ерић-Јовић, *вицегувернер*

Садржај

I. Резиме.....	3
II. Кретање инфлације.....	5
<i>Текст бокс:</i> Компоненте ценовног раста.....	8
<i>Текст бокс:</i> Индекс потрошачких цена.....	9
III. Детерминанте инфлације.....	10
1. Монетарни услови.....	10
Каматне стопе.....	11
Кретање курса динара.....	15
2. Увозне цене.....	19
3. Платнобилансна кретања.....	21
4. Монетарна кретања и монетарна политика.....	25
Монетарни агрегати.....	25
Пласмани банака.....	28
Ликвидност банака.....	29
Штедња становништва.....	30
5. Кретање понуде и тражње.....	32
Понуда и извори раста.....	32
Тражња и употреба бруто домаћег производа.....	33
Индикатори потрошње становништва.....	34
Јавна потрошња.....	35
<i>Текст бокс:</i> Методолошке разлике у обрачуну фискалног резултата.....	37
Индикатори инвестиционе потрошње.....	38
6. Кретања на тржишту рада.....	39
Зараде.....	39
Запосленост.....	40
IV. Пројекција инфлације.....	41
1. Инфлациона очекивања.....	41
2. Средњорочна пројекција инфлације.....	42
Додатак 1: Меморандум Народне банке Србије о утврђивању циљане стопе инфлације за 2008. годину.....	47
Додатак 2: Модел за средњорочну пројекцију базне инфлације.....	49
Додатак 3: Промене обавезне резерве банака.....	52
Додатак 4: Пруденцијалне мере за ограничење кредитног раста.....	59
Списак табела и графикана.....	66
Саопштења са седница Монетарног одбора Народне банке Србије.....	68

I. Резиме

Силазна тенденција инфлације се наставља. Базна инфлација је у првом тромесечју 2007. године ушла у негативну зону (-0,1%), због дезинфлационих притисака кумулиране реалне ап्रेसијације динара из друге половине 2006. године. Ефекти кумулиране реалне апресијације су били јачи него што се очекивало и надјачали су инфлационе ефекте осталих фактора, услед чега је међугодишња базна инфлација смањена на 4%, доњу границу циљаног распона Народне банке Србије за ову годину.

У намери да базну инфлацију до краја године доведе у оквире циљаног распона, Народна банка Србије је током првог тромесечја референтну каматну стопу у неколико наврата снижавала, што је утицало на ублажавање степена рестриktivности монетарне политике.

Пораст цена на мало од 1,2% доминантно је био одређен кретањем регулисаних цена. Међугодишњи раст цена на мало је са 6,6% у децембру прошле године смањен на 5,6% у марту. Такав ниво инфлације потврђује ефикасност мера монетарне политике и обезбеђује услове за прелазак на режим експлицитног таргетирања инфлације.

Висок раст агрегатне тражње у посматраном периоду био је праћен адекватним растом понуде, како домаће тако и увозне. Међугодишњи раст реалног БДП-а је убрзан на око 7%, док је учешће дефицита робе и услуга у БДП-у повећано на близу 23%. Услед тога, релативно висок раст агрегатне тражње није имао инфлаторне ефекте. Процењује се да је за то заслужна и промена структуре употребе БДП-а, тј. смањење значаја личне у корист инвестиционе потрошње. Са становишта економске активности, значајна је чињеница да раст домаће тражње није довео до успоравања раста извоза.

Табела I.0.1.

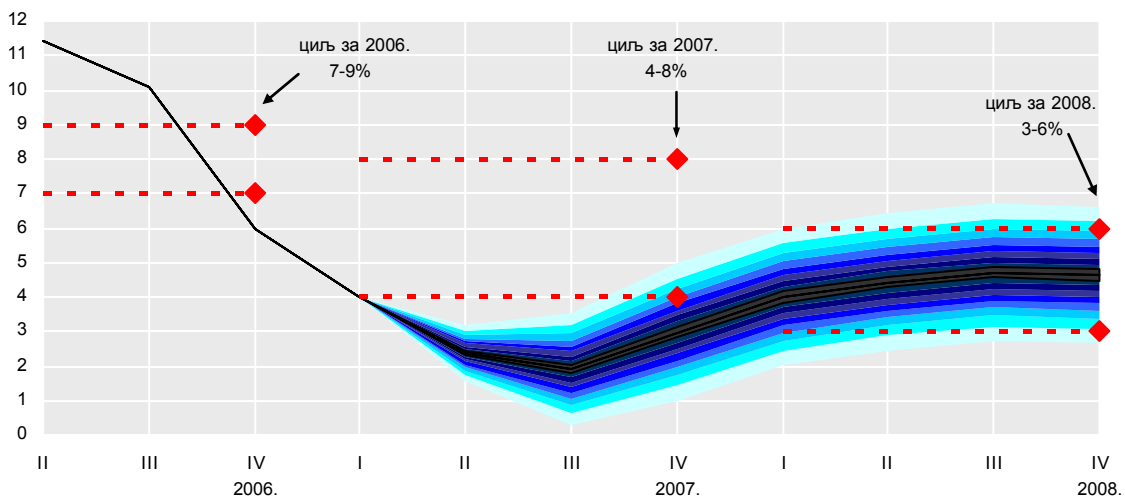
Основни макроекономски индикатори

	2006.		2007.	
	Дец.	Јан.	Феб.	Март
Цене на мало (међугодишњи раст, у %)	6,6	6,5	5,2	5,6
Базна инфлација (међугодишњи раст, у %)	5,9	5,3	4,7	4,0
Velibog (90 дана, месечни просек на годишњем ниову)	16,5	15,0	13,7	12,3
МЗ (међугодишњи раст, у %)	39,8	37,2	38,8	43,2
БДП (међугодишњи раст) ¹⁾	5,0	...	...	7,0
Консолидовани фискални резултат (% БДП-а) ¹⁾				
Методологија Министарства финансија	-7,5	...	...	2,3
Методологија ММФ-а	-7,4	...	...	-0,5
Салдо робе и услуга (% БДП-а) ¹⁾	-19,8	...	...	-22,9

¹⁾ Тромесечни подаци.

Пројектована базна инфлација

(међу годишње стопе, у %)



На тржишту новца настављен је пад каматних стопа и смањење њихових осцилација. Истовремено, на девизном тржишту је дошло до смањења вредности динара услед високе тражње

за девизама, пре свега у јануару. Пад вредности динара од почетка године у односу на евро је износио 3,2%, за разлику од четвртог тромесечја 2006, када је динар номинално апресирао за 3,8%.

Према оценама, најзначајнији фактори који ће у другом тромесечју опредељивати кретање базне инфлације јесу кумулирана апресијација реалног девизног курса из друге половине претходне године, која ће имати дезинфлаторне ефекте, раст цена енергената (електричне енергије и нафтних деривата), који ће стварати инфлаторне притиске, као и номинална депресијација динара у првом тромесечју ове године, кроз пораст увозних цена. Процењује се да ће тромесечна стопа базне инфлације остварити пораст и износити од 0,7% до 1,1%. И поред тога, међугодишња базна инфлација ће наставити да пада и до краја другог тромесечја 2007. ће износити мање од 3%.

С обзиром на то да се очекују значајније корекције регулисаних цена, раст цена на мало у другом тромесечју процењује се на око 3%, а међугодишњи на око 5%.

Средња пројекција базне инфлације за 2007. годину креће се око 3% (распон 1–5%), а укупне инфлације око 6%. Постоји велики ризик од подбацивања циљаног коридора базне инфлације (4–8%) и занемарљиво мали ризик од његовог пребацивања. Већ у првој половини 2008. године, према пројекцијама Народне банке Србије, базна инфлација ће се наћи у границама циљаног распона за ту годину (3–6%). Значајнији ризици остварења ове пројекције су неизвесност у погледу фискалних кретања (будући да још није усвојен буџет за 2007. годину), корекције регулисаних цена, као и кретања светских цена нафте. Са овом пројекцијом конзистентно је умерено ублажавање монетарне политике у наредна два тромесечја. Знатније ублажавање монетарне политике које би обезбедило остварење циља у 2007. могло би нарушити дугорочну макроекономску стабилност и циљеве за 2008. годину. Нова (априлска) пројекција базне инфлације за 2007. годину нижа је за 1,7 процентних поена у односу на пројекцију из претходног „Извештаја о инфлацији“, зато што су се притисци кумулиране реалне апресијације динара показали јачим него што је претходно претпостављено.

II. Кретање инфлације

У првом тромесечју настављена је силазна тенденција инфлације. Међугодишњи раст цена на мало крајем тромесечја износио је 5,6% и очекује се да ће у другом тромесечју бити око 5,0%. Тромесечни пораст цена на мало (1,2%) био је готово у потпуности одређен кретањем регулисаних цена. Међугодишња базна инфлација је крајем тромесечја пала на доњу границу циља од 4%. Предвиђамо да ће до краја другог тромесечја наставити да пада и да ће износити мање од 3%. Базна инфлација је у првом тромесечју ушла у негативну зону (-0,1%), као последица кумулиране апресијације реалног курса динара из друге половине 2006. године.

Међугодишњи раст цена на мало на почетку 2007. наставио је да исказује силазну тенденцију и крајем првог тромесечја је износио 5,6%, према 6,6% с краја прошле године. Наставку дезинфлације допринеле су све три основне компоненте цена на мало: регулисане цене (међугодишњи раст у марту 7,9%), цене пољопривредних производа (-1,6%) и цене које се формирају слободно, на тржишту – базна инфлација (4,0%). Инфлација је на крају првог тромесечја била на доњој граници наших очекивања изнетих у претходном Извештају о инфлацији, а она су се кретала у распону 5,5–6,3% за укупну и 4,0–4,5% за базну инфлацију.

Табела II.0.1.

Показатељи раста цена
(стопе раста у %)

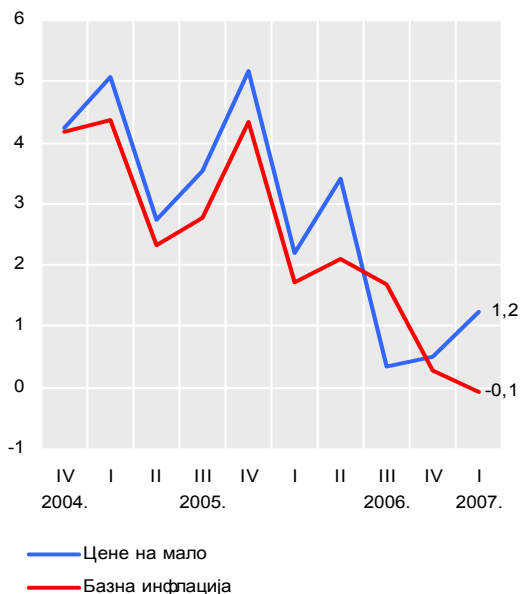
	XII 2005. XII 2004.	XII 2006. XII 2005.	III 2007. III 2006.
Цене на мало	17,7	6,6	5,6
Базна инфлација	14,5	5,9	4,0
Потрошачке цене	...	...	4,1
Трошкови живота	17,1	6,0	4,2
Цене робе	16,3	6,1	3,7
Цене услуга	22,3	5,2	7,0
Цене произвођача у индустрији	15,4	7,3	5,1
Цене произвођача пољопривредних произ.	11,8	7,3	4,6 ¹⁾

¹⁾ Фебруар на фебруар.

Графикон II.0.1.

Кретање цена

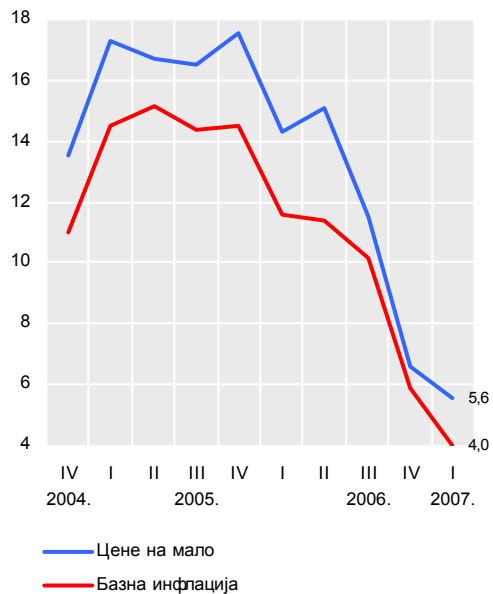
(тримесечни раст, у %)



Графикон II.0.2.

Кретање цена

(међугодишњи раст, у %)



Тромесечни раст цена на мало (1,2%¹⁾) доминантно је био одређен кретањем регулисаних цена (1,2 процентна поена). У оквиру те категорије цена, највећи допринос, 0,6 процентних поена, дале су цене комунално-стамбених услуга, чије је повећање – уместо крајем претходне године, када се

¹⁾ По месецима: јануар 0,4, фебруар 0,1, март 0,8.

уобичајено врши њихова корекција – реализовано у фебруару ове године. Нарочито изражено било је повећање цена ових услуга у Београду, где је грејање поскупело за 25%, а остале комуналне услуге за 9%. Висок допринос расту цена на мало у првом тромесечју, са 0,4 процентна поена, дале су и цене цигарета, на које су почетком године повећане пропорционалне акцизе са 30 на 40% и паушалне акцизе на домаће цигарете са 1 на 2 динара. Знатан пад цена нафтних деривата у прва два месеца од 5,8% у великој мери је неутрализован мартовским порастом од 4,7%, па њихов допринос расту цена на мало у првом тромесечју није био значајан (-0,1 процентни поен). Остале регулисане цене нису имале знатније корекције.

Цене пољопривредних производа у прва три месеца повећане су за 2,9%, што је ниже него што је уобичајено за почетак године. Релативно ниском порасту цена ових производа погодовали су повољни временски услови.

Међугодишња базна инфлација наставила је тенденцију пада и крајем тромесечја је била на доњој граници циљаног распона за 2007. годину од 4%. Тромесечна базна инфлација је ушла у негативну зону, -0,1%², чему је пресудан допринос дала кумулирана реална ап्रेसијација динара³ из друге половине претходне године. Мада је Народна банка Србије у току ове године наставила са снижавањем референтне каматне стопе, што је утицало на номиналну депресијацију динара, то није било довољно да се ефекти кумулиране реалне апресијације динара компензирају. Висок пораст зарада, пре свега у јавном сектору, утицао је инфлаторно, мада тај утицај није дошао до пуног изражаја у првом тромесечју 2007. године.

Табела II.0.2.

Раст цена на мало по компонентама (у %)

	2006.				2007.
	I	II	III	IV	I
Цене на мало	2,2	3,4	0,3	0,5	1,2
Базна инфлација	1,7	2,1	1,7	0,3	-0,1
Цене пољопривредних производа	11,1	16,9	-26,0	10,5	2,9
Регулисане цене	2,1	3,8	1,2	0,1	2,6
Електрична енергија	0,0	11,7	0,0	0,0	0,0
Нафтни деривати	6,6	3,5	-1,6	-8,2	-1,3
Комунално-стамбене услуге	0,5	0,4	0,6	1,4	7,7
Услуге друштвене заштите	1,6	0,0	0,1	9,1	0,6
Саобраћајне услуге (регулисане)	1,2	-0,6	6,1	1,0	0,0
ПТТ услуге	-0,3	5,8	0,0	4,2	1,2
Цигарете	0,0	5,5	4,7	7,7	11,8
Лекови	7,0	1,5	5,6	2,4	0,3
Остало	1,8	2,3	3,0	0,8	2,3

Графикон II.0.3.

Допринос расту цена на мало (у процентним поенима)



Табела II.0.3.

Допринеси стопи раста цена на мало (у процентним поенима)

	2006.				2007.
	I	II	III	IV	I
Цене на мало	2,2	3,4	0,3	0,5	1,2
Базна инфлација	0,9	1,1	0,8	0,1	0,0
Цене пољопривредних производа	0,4	0,6	-1,0	0,3	0,1
Регулисане цене	1,0	1,7	0,5	0,1	1,2
Електрична енергија	0,0	0,8	0,0	0,0	0,0
Нафтни деривати	0,6	0,3	-0,2	-0,8	-0,1
Комунално-стамбене услуге	0,0	0,0	0,1	0,1	0,6
Услуге друштвене заштите	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0
Саобраћајне услуге (регулисане)	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0
ПТТ услуге	0,0	0,2	0,0	0,2	0,1
Цигарете	0,0	0,2	0,2	0,3	0,4
Лекови	0,2	0,0	0,1	0,1	0,0
Остало	0,1	0,1	0,2	0,0	0,1

² По месецима: јануар 0,0, фебруар -0,2, март 0,1.

³ О појму кумулиране реалне апресијације, тј. апресијацијском јазу, видети *Додатак 2: Модел за средњорочну пројекцију базне инфлације*, стр. 49.

Посматрано на месечном нивоу, базна инфлација је у марту, након више месеци пада – што се завршило њеном негативном вредношћу у фебруару – порасла на 0,1%.

Очекивано кретање инфлације у другом тромесечју 2007. године

Стопу инфлације (раст цена на мало) одређују кретања три њене компоненте: регулисаних цена, цена пољопривредних производа и цена које се формирају слободно, на тржишту – базна инфлација. По нашим проценама, све три компоненте у другом тромесечју имаће бржу стопу раста него у првом.

Када је реч о регулисаним ценама, очекује нас неколико поскупљења. Већ је обелодањено поскупљење електричне енергије у просеку за 15%. У обрачун цена на мало директно, са 1,1 п.п., улази само цена електричне енергије за домаћинства, док је за трошковни ефекат на базну инфлацију релевантно поскупљење струје за предузећа. Раст светских цена нафте довешће до повећања домаћих цена нафтних деривата, које ће, према нашим проценама, у другом тромесечју износити око 6–8% (0,5–0,7 п.п.). Од осталих регулисаних цена најављено је поскупљење лекова у просеку за око 7%, од чега ће приближно половина бити реализована у другом тромесечју (0,1 процентни поен).

На базну инфлацију у другом тромесечју деловаће више фактора: 1) поскупљење енергената (електрична енергија и нафтни деривати), кроз пораст трошкова производње, 2) ап्रेसијацијски јаз реалног курса, који ће и у наредном периоду деловати дезинфлаторно, 3) номинална депресијација динара, кроз пораст увозних цена. Узимајући у обзир те факторе, процењујемо да ће тромесечна стопа базне инфлације остварити пораст, на 0,7–1,1%, али да ће, и поред тога, међугодишња базна инфлација наставити да пада и да ће до краја другог тромесечја износити мање од 3%.

Цене пољопривредних производа ће у другом тромесечју остварити сезонски пораст, који би се могао кретати у распону 8–14%, па би њихов допринос расту цена на мало износио 0,3–0,5 процентних поена. Иначе, за друго тромесечје је карактеристичан висок пораст цена пољопривредних производа зато што се тада на тржишту сезонско воће и поврће (парадајз, краставац, трешње, малине...) појављује у малим количинама, због чега су њихове цене знатно више него последњи пут када је њихова цена регистрована, при високој понуди претходне године. У трећем тромесечју, када понуда ових производа порасте, њихове цене уобичајено бележе знатан пад. Понуда, па самим тим и цене, у великој мери је условљена временским приликама⁴.

Узимајући у обзир све наведено – очекивано кретање регулисаних цена, цена пољопривредних производа и базне инфлације – процењујемо да ће се раст цена на мало у другом тромесечју кретати око 3%, па ће међугодишњи раст цена на мало на крају другог тромесечја износити око 5%.

Табела II.0.4.

Најзначајније очекиване промене регулисаних цена у другом тромесечју

	Стопа раста (у %)	Доприноси расту цена на мало (п.п.)
Електрична енергија	15	1,1
Нафтни деривати	6-8	0,5-0,7
Лекови	3,7	0,1

⁴ То је и основни разлог зашто су цене пољопривредних производа изостављене из обрачуна базне инфлације код нас и поред тога што се слободно формирају.

Компоненте ценовног раста

Индекс цена на мало представља најчешће коришћено мерило инфлације код нас. У индексу се издвајају две основне групе производа чије се цене прате: производи чије су цене регулисане и они код којих то није случај. Нерегулисане цене се формирају слободно, на тржишту. Оне обухватају и групу производа чије су цене под значајним утицајем понуде, као што је случај код пољопривредних производа. Регулисане цене су под директним утицајем извршне власти.

Стога, са становишта управљања монетарном политиком индекс цена на мало није сасвим адекватно мерило инфлације. Индекс је подложен утицају повремених промена (сезонске флукуације), као и екстерних шокова (попут скока цена нафте и других примарних производа на светским тржиштима).

Зато се Народна банка Србије определила за циљање базне инфлације као индикатора инфлације који је под утицајем монетарне политике, а из кога су апстраховани тренутни и сезонски утицаји.

За обрачун базне инфлације користи се метод искључивања. Из индекса цена на мало искључују се регулисане цене, као и цене са сезонским флукуацијама (пољопривредни производи). Последњих година проценат регулисаних цена у индексу цена на мало кретао се око 45%.

Компоненте ценовног раста	Пондери
Укупно	10.000
Базна инфлација	5.181
Небазна инфлација	4.819
Пољопривредни производи	325
Регулисане цене	4.494
Електрична енергија	716
Нафтни деривати	902
Комунално-стамбене услуге	811
Услуге друштвене заштите	156
Саобраћајне услуге	318
ПТТ услуге	465
Цигарете	319
Лекови	229
Остало	578

За неке од регулисаних цена које се искључују унапред се зна када ће имати већи пораст (цене електричне енергије, на пример), захваљујући чему је предвиђање укупне инфлације, на основу кретања базне, донекле олакшано. Иако промене регулисаних цена директно не утичу на базну инфлацију, оне имају индиректан утицај преношењем трошковних ефеката.

Индекс потрошачких цена

Индекс цена на мало представља званично мерило инфлације у Србији. Републички завод за статистику је индекс потрошачких цена први пут објавио почетком године. Овај индикатор се користи као главни показатељ инфлације у великом броју земаља, а за његов обрачун се користи методологија Хармонизованог индекса цена у Европској унији (HICP).

Методолошке разлике између индекса цена на мало и индекса потрошачких цена састоје се у обухвату производа чије се цене прате, као и у начину обрачуна њихових пондера. Наиме, индекс потрошачких цена обухвата и цене следећих услуга које нису обухваћене индексом цена на мало: угоститељске и здравствене услуге, услуге образовања, финансијске услуге и ренте, док индекс цена на мало прати цене грађевинског материјала и репроматеријала, које не укључује индекс потрошачких цена. При обрачуну индекса цена на мало за пондере се користи структура промета на мало, док се пондерациони систем индекса потрошачких цена добија из структуре потрошње домаћинства усклађене са структуром финалне потрошње домаћинства из БДП-а.

Различита пондерациона структура доводи до различитих доприноса укупном ценовном расту појединих група производа. Отуда и разлике у обрачунатим индексима за исти период. Наиме, међугодишњи раст цена мерен индексом цена на мало у марту износи 5,6%, док тај раст цена мерен индексом потрошачких цена износи 4,1%.

У првом тромесечју 2007. остварен је раст потрошачких цена од 0,7%, док је у истом периоду раст цена мерен индексом цена на мало износио 1,2%. Услуге које прати индекс потрошачких цена (а нису укључене у индекс цена на мало) нису узрок мањег раста овог индекса, већ мањи пондери регулисаних цена. Наиме, цене комуналних услуга, које су имале највећи допринос расту цена на мало у првом тромесечју, имају знатно нижи пондер у индексу потрошачких цена, тако да је и раст цена мерен овим индексом био нижи у посматраном периоду.

Будући да је индекс потрошачких цена општепризнато мерило инфлације у многим земљама и да се при његовом обрачуну користи јединствена методологија, праћење овог индекса омогућиће квалитетнију компаративну анализу нашег са међународним окружењем.

III. Детерминанте инфлације

1. Монетарни услови

Будући да је и ове године изражен ризик да се инфлација нађе испод циља, Монетарни одбор Народне банке Србије је у току првог тромесечја 2007. наставио са ублажавањем степена рестриктивности монетарне политике. Референтна каматна стопа је у првом тромесечју укупно смањена за 350 базних поена.

Иако је монетарна политика у првом тромесечју 2007. задржала рестриктиван карактер, на шта указује кретање реалних каматних стопа изнад и реалног девизног курса испод њиховог средњорочног тренда⁵, степен монетарне рестриктивности се смањује. За разлику од другог полугођа 2006, када је дошло до отварања јаза реалног курса и када су реалне каматне стопе знатно порасле изнад свог тренда, у првом тромесечју 2007. уочава се приближавање и реалног девизног курса и реалне каматне стопе тренду. То је било очекивано имајући у виду остварену ниску базну инфлацију у првом тромесечју и све израженији ризик да се инфлација и ове године нађе испод доње границе циљаног коридора.

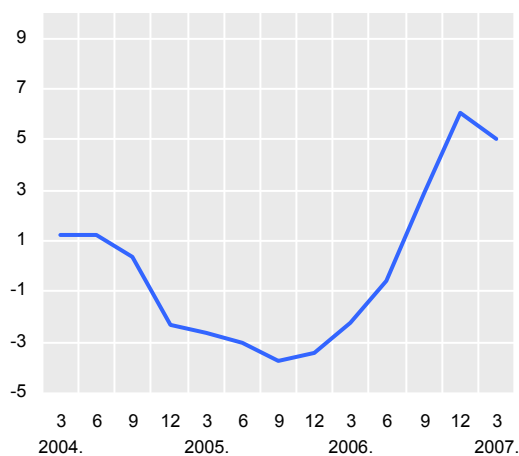
На смањење степена рестриктивности монетарне политике у првом тромесечју указује и кретање индекса монетарних услова, који представља показатељ комбинованог дејства реалних каматних стопа и реалног девизног курса на ценовну стабилност и/или агрегатну тражњу.⁶

На наставак дезинфлаторног процеса и негативну базну инфлацију у прва два месеца Монетарни одбор је реаговао смањивањем референтне каматне стопе, тако да је у току првог тромесечја ова стопа смањена за укупно 350 базних поена. Истовремено, динар је номинално депресирао у односу на евро за око 3%.

Монетарна политика у наредном периоду ће вероватно имати експанзивнији карактер. Очекивани раст цена за последицу би имао пад реалних каматних стопа, док је ефекат на реални апresiasiјски јаз мање изванстан, будући да се очекује наставак номиналне депресијације динара.

Графикон III.0.1.

Индекс монетарних услова



⁵ Такво кретање реалног девизног курса упућује на већу апресираност реалног девизног курса него што то сугерише његов тренд оцењен за последње четири године.

⁶ Индекс монетарних услова је конструисан тако да представља пондерисани показатељ комбинованог ефекта јаза реалног девизног курса и јаза реалне каматне стопе. Конструисање синтетичког показатеља смањује ризик грешке поједностављеног разматрања деловања појединачних канала трансмисионог механизма монетарне политике. Повећање вредности овог индекса указује на рестриктивнији карактер монетарне политике, а пад вредности на попуштање монетарних услова.

Каматне стопе

Снижавањем референтне каматне стопе настављено је смањење каматних стопа на тржишту новца. Силазна тенденција активних и пасивних каматних стопа банака такође је настављена.

Референтна каматна стопа Народне банке Србије је током првог тромесечја снижавана три пута: у јануару, са 14% на 13%, и у марту два пута: на 11,50% и 10,50%.

Упоредо с тим снижавана је и просечна пондерисана каматна стопа на хартије од вредности којима Народна банка Србије обавља операције на отвореном тржишту. Ова стопа је последњег дана марта имала вредност од 11,40% на годишњем нивоу, што представља смањење од 390 базних поена у односу на крај 2006. године.

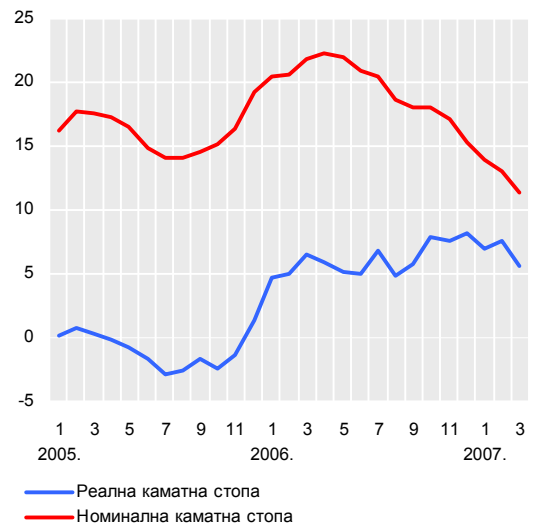
Смањење референтне каматне стопе није за последицу имало смањење обима репо трансакција. Наиме, током првог тромесечја тим путем је повучено 887,6 милијарди динара, што је за 46,52% више него у четвртом тромесечју претходне године. Нето стање продатих хартија од вредности је такође повећано за 16,3 милијарде динара, с тим што је учешће двонедељних репо хартија од вредности износило 79%, а шестомесечних 21%.

Мада су **каматне стопе на ломбардне кредите** снижаване упоредо са смањењем референтне каматне стопе, у првом тромесечју није евидентирано значајније коришћење ових кредита. **Каматна стопа на депозитне олакшице** смањена је за 300 базних поена у односу на крај 2006. године.

Графикон III.1.1.

Просечна пондерисана каматна стопа на репо операције

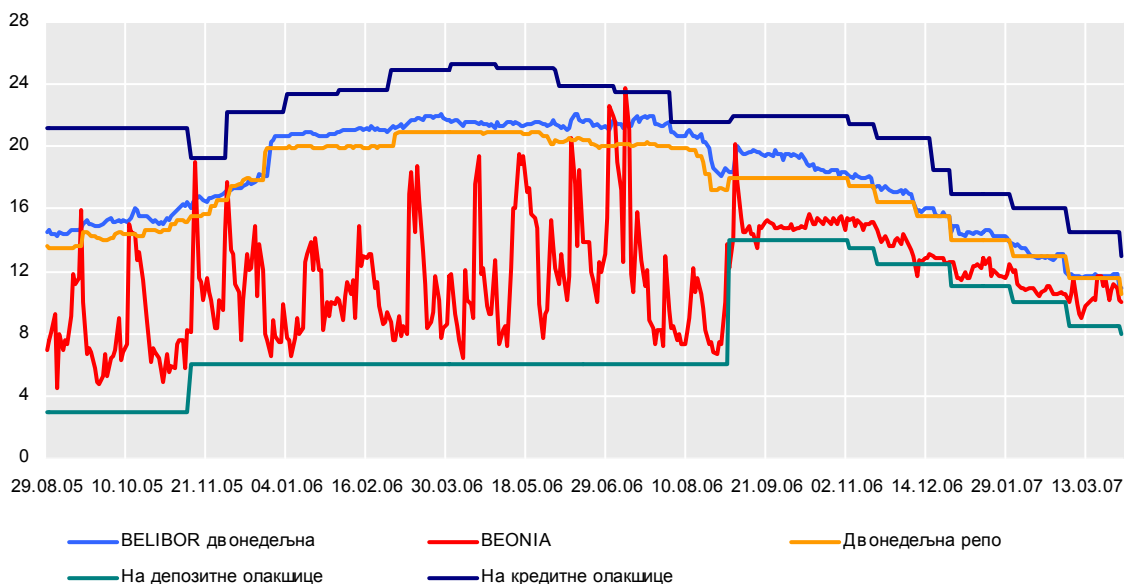
(номинално и реално, дефлационирано растом цена на мало на годишњем нивоу, у %)



Графикон III.1.2.

Кретање каматних стопа

(дневни подаци, на годишњем нивоу, у %)



Извор: Народна банка Србије и Reuters.

Опадање референтне каматне стопе утицало је на смањење каматних стопа на тржишту новца. Просечна вредност каматне стопе **Beonia** у марту је износила 10,45% (у односу на децембар 2006. смањена је за 243 базна поена). Просечан дневни износ депозита од 1.548 милиона динара представља смањење од 709 милиона динара у односу на децембар 2006. године.

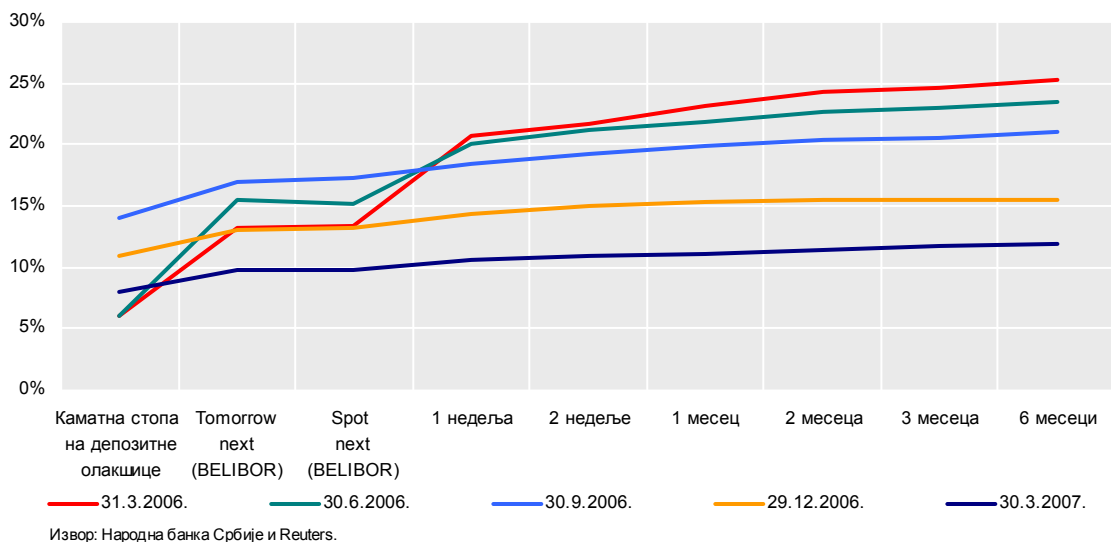
Каматне стопе на тржишту новца **Belibor**, Tommorrow Next и Spot Next, у марту су достигле просечан ниво од 10,41%. Просечне каматне стопе Belibor кретале су се у распону од 11,08%, за рачност од једне недеље, до 12,40%, за рачност од шест месеци.

Будући да је Beonia у претходном периоду пратила кретање каматне стопе на депозитне олакшице, а не кретање референтне каматне стопе, Народна банка Србије је у марту донела одлуку да **коридор** својих каматних стопа сузи за један процентни поен, са шест на пет процентних поена.

Крива приноса на тржишту новца, у складу са смањивањем инфлације, била је на нижем нивоу у односу на претходно тромесечје. Нагиб криве приноса се смањивао са повећањем рачности, што указује да се очекује даљи пад каматних стопа.

Графикон III.1.3.

Крива приноса на међубанкарском тржишту новца
(на годишњем нивоу)



Пондерисана **каматна стопа банака на укупне динарске депозите** током првог тромесечја исказивала је опадајући тренд. У марту је њена месечна вредност износила 0,39%, а годишња⁷ 4,69%. У односу на крај 2006. године каматне стопе на укупне динарске депозите смањене су за 37 базних поена посматрано на годишњем нивоу.

Народна банка Србије је и у 2007. години наставила са емитовањем и продајом својих **штедних записа** с намером да, пре свега, утиче на висину каматних стопа на динарске депозите и подстакне банке да прикупљају динарску штедњу, а затим да додатно повуче динарску ликвидност. У првом тромесечју Народна банка је емитовала једну емисију својих штедних записа са каматном стопом од 14% на годишњем нивоу.

Иако је каматна стопа на штедне записе смањена у односу на претходне емисије, стабилност курса и стабилност цена су допринели да не опадне заинтересованост становништва за ове хартије од вредности.

Анализом података осам водећих банака по висини девизне штедне утврдили смо да је у марту дошло до смањења просечних пондерисаних каматних стопа на штедне улоге по виђењу, док су

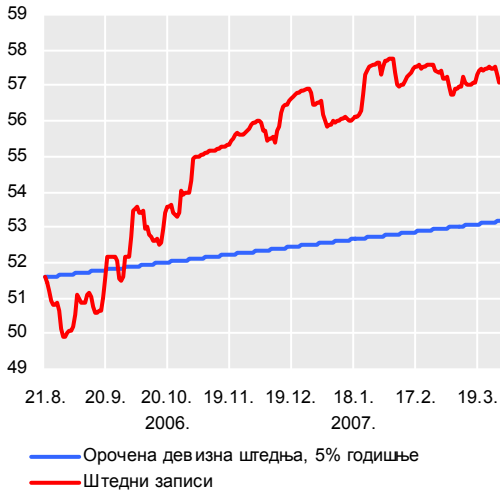
⁷ У складу с методологијом монетарне статистике, прате се само каматне стопе на динарске депозите.

камате на орочене девизне штедне улоге на три и шест месеци и на штедне депозите орочене на годину дана порасле.

Графикон III.1.4.

Цена штедних записа треће емисије и орочена девизна штедња

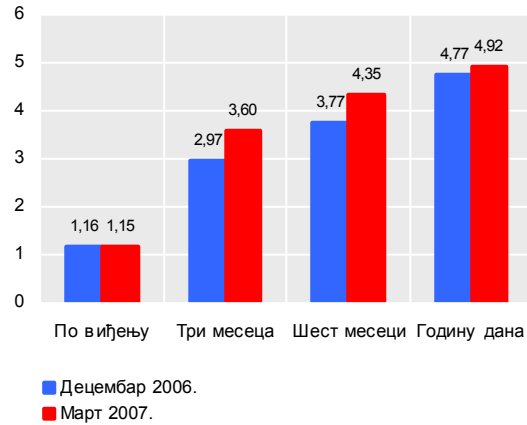
(дневни подаци, у EUR)



Графикон III.1.5.

Просечна пондерисана каматна стопа на девизне штедне улоге¹⁾

(на годишњем нивоу, у %)



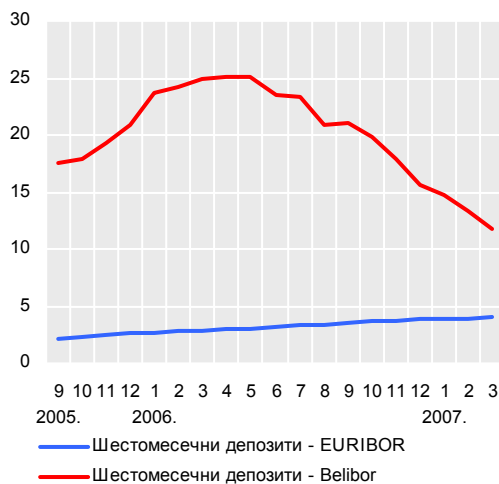
¹⁾ Обухваћено осам пословних банака са највишим обимом девизне штедње.

Активне каматне стопе пословних банака⁸ су током првог тромесечја имале опадајући тренд. У марту су забележиле вредност од 1,04% месечно, што одговара годишњем нивоу од 12,95%. У односу на крај 2006. активне каматне стопе су смањене за 293 базна поена посматрано на годишњем нивоу.

Графикон III.1.6.

Кретање каматних стопа на тржишту новца ЕУ и Србије

(на годишњем нивоу, у %)

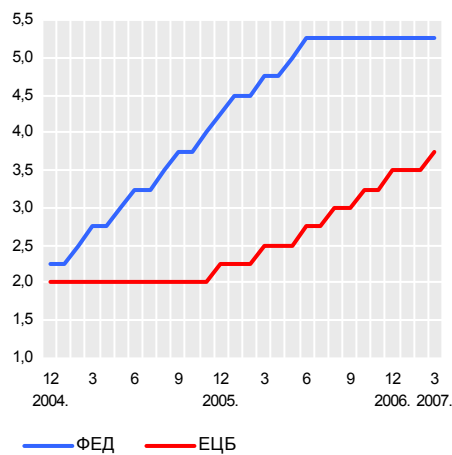


Извор: Reuters и ЕЦБ, *Monthly Bulletin*.

Графикон III.1.7.

Кретање репо стопа ЕЦБ-а и ФЕД-а

(на годишњем нивоу, у %)



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

⁸ Методологија монетарне статистике не исказује посебно кредите са валутном клаузулом, већ их укључује у динарске кредите. 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.

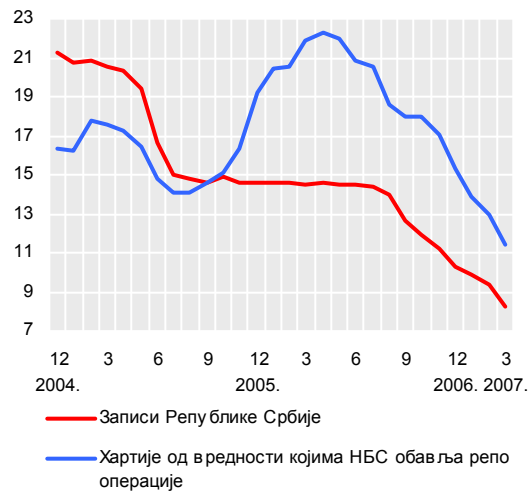
Будући да су активне каматне стопе банака више смањене него пасивне каматне стопе, каматна маржа банака је смањена. У наредном периоду треба очекивати наставак тренда смањења каматне марже по основу повећане конкуренције банака. Насупрот томе, на повећање активних каматних стопа могли би утицати релативно споро реструктурирање привреде и ограничен директан приступ привредних субјеката иностраним изворима финансирања.

Разлика у погледу висине каматних стопа на финансијском тржишту Србије и у Европској унији и САД наставила је да се смањује, пре свега због смањења каматних стопа у Србији, али и због повећање каматних стопа у Европској унији⁹. И поред тога, разлика је и даље велика и то представља главни разлог прилива иностраног капитала у земљу.

Графикон III.1.8.

Пондерисане каматне стопе на хартије од вредности

(на годишњем нивоу, у %)

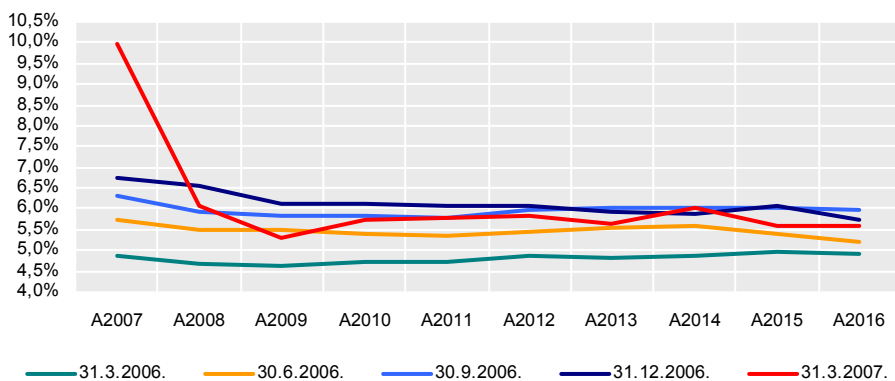


Извор: НБС и Министарство финансија Републике Србије.

Графикон III.1.9.

Кретање приноса на обвезнице старе девизне штедње

(на годишњем нивоу)



Извор: Београдска берза.

Током првог тромесечја Министарство финансија Републике Србије је одржало пет аукција на којима су продавани **државни записи Републике Србије** са роком доспећа од 91 дана. Укупан промет државним записима био је скроман (3,9 милијарди динара), а томе је допринела неповољнија каматна стопа (8,21% у марту) у односу на репо стопе Народне банке Србије.

Промет обвезницама Републике Србије на Београдској берзи достигао је у марту обим од 15,9 милиона евра, што у односу на крај 2006. године представља смањење за 1,5 милиона евра. Смањење промета било је праћено и смањењем годишњих стопа приноса, осим на обвезнице серије А2014. Стопа приноса на обвезнице Републике Србије у марту се кретала у распону од 5,30% до 6,05%, изузев за обвезнице серије А2007, које су забележиле стопу приноса од 9,96%.

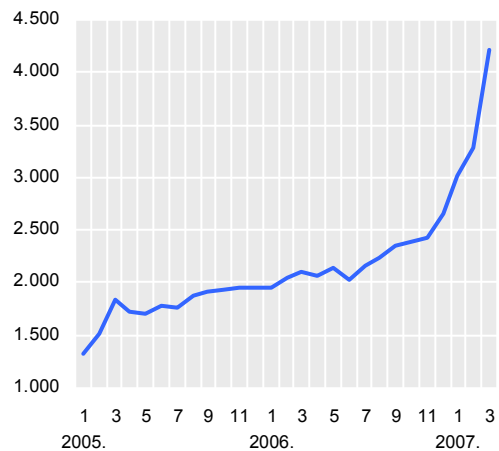
⁹ ЕЦБ је у марту своју референтну каматну стопу подигла на 3,75%, тј. за 25 базних поена, што представља прво повећање у 2007. године. Кретање инфлације и привредни раст омогућили су да ФЕД у августу 2006. донесе одлуку о заустављању раста основне каматне стопе на нивоу од 5,25%. Та стопа је толико износила и у марту 2007. године.

На Београдској берзи је у марту остварен промет акцијама у износу од 18,3 милијарде динара, што представља највећи месечни промет икада забележен. Трговина акцијама пословних банака је и даље на првом месту по обиму.

Узлазни тренд *Belexline* индекса¹⁰ је настављен. Задњег дана марта овај индекс је забележио вредност од 4.220,42 индексна поена, што је у односу на крај 2006. године повећање од 1.562,26 индексних поена.

Графикон III.1.10.

Кретање вредности BELEXline индекса



Извор: Београдска берза.

Кретање курса динара

У току првог тромесечја регистровано је опадање вредности динара према еврџу, које је било условљено високом тражњом банака за девизама. Да би спречила веће слабљење вредности динара, Народна банка Србије је у овом периоду реаговала продајом девиза на састанку Међубанкарског девизног тржишта.

У току првог тромесечја настављен је тренд опадања вредности динара према еврџу, започет крајем прошле године. Пад вредности динара у односу на еврџу је од почетка године износио 3,2% (крај периода). На таква кретања утицале су одлуке монетарних власти да смање референтну каматну стопу.

Последњег дана марта еврџу је вредео 81,5742 динара, а просечан номинални курс еврџу у прва три месеца је износио 80,0185 динара.

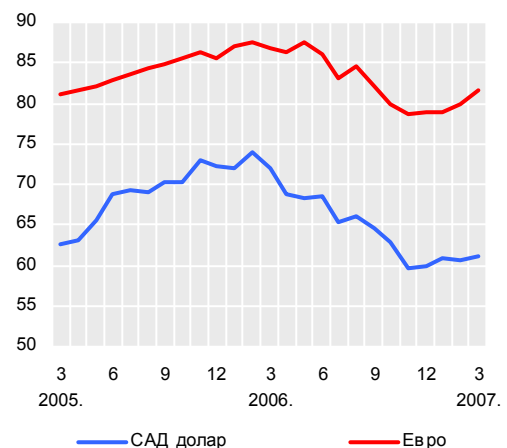
Вредност динара је, номинално посматрано, у првом тромесечју опала и у односу на долар (1,9%). То је било прво смањење вредности динара у односу на долар регистровано у једном тромесечју од 2005. године.

С обзиром на то да је динар номинално ослабио у односу на обе валуте које чине структуру “корпе валута” која улази у обрачун индекса номиналног ефективног курса (са пондером за еврџу 70%, а за долар 30%), овај индекс је депресирао за 2,8%.

На пад вредности динара утицали су притисци на страни тражње за девизама присутни од почетка године, првенствено појачана тражња банака. Смањење иностраног задужења банака у јануару, уз истовремено појачану тражњу за девизама клијената банака због доспећа обавеза према иностранству, основни је узрок високе тражње банака за девизама.

Графикон III.1.11.

Номинални курс динара (вредност у динарима крајем периода)



¹⁰ Београдска берза је донела одлуку о креирању и објављивању новог индекса *Belexline*. За разлику од *Belexfm*-а, који обухвата цене свих акција којима се у једном дану обавила макар једна трансакција, *Belexline* приказује кретање цена репрезентативног узорка хартија од вредности којим се тргује на Берзи.

Високу тражњу за девизама и депресијацијске притиске по том основу у прва три месеца текуће године можемо објаснити нижим нето приливом капитала. Наиме, после дуже времена нето прилив капитала није био довољан да покрије потребе финансирања дефицита текућих трансакција, што је у крајњој инстанци резултирало негативним салдом укупног биланса плаћања.

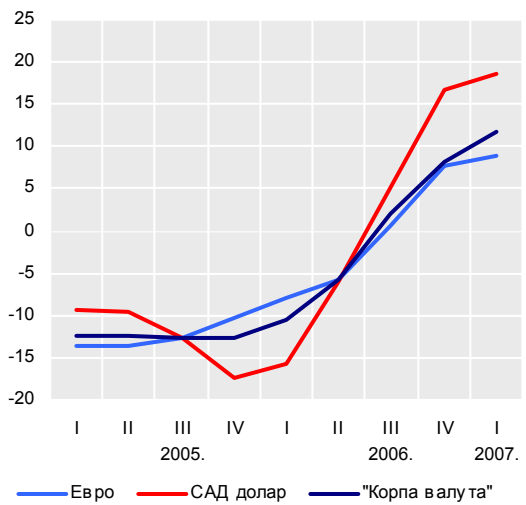
На високу тражњу банака за девизама и по том основу значајне депресијацијске притиске, Народна банка Србије је у прва три месеца, да би ублажила прекомерну депресијацију, на састанку Међубанкарског девизног тржишта интервенисала нето продајом девиза. Интервенција је била значајна у јануару, 412,4 милиона евра, док је у фебруару и марту укупно износила 68,9 милиона евра и реализована је у четири наврата.

С друге стране, Народна банка Србије је у првом тромесечју по основу мењачких послова у нето износу откупила укупно 242,9 милиона евра, од чега само у марту 111,2 милиона евра.

Графикон III.1.12.

Међугодишње промене просечног номиналног курса динара¹⁾

(у %)

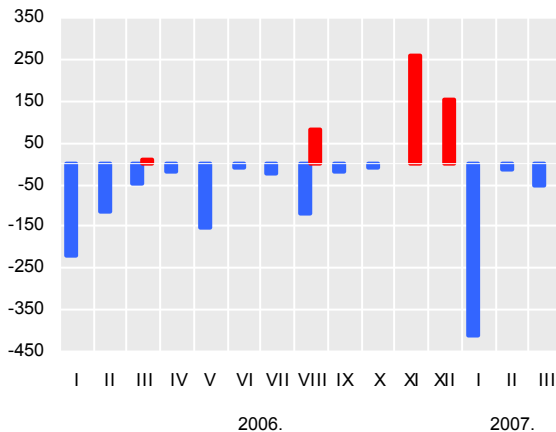


¹⁾ Негативне стопе представљају депресијацију, а позитивне апресијацију динара.

Графикон III.1.13.

Интервенције НБС на фиксинг састанку¹⁾

у млн EUR

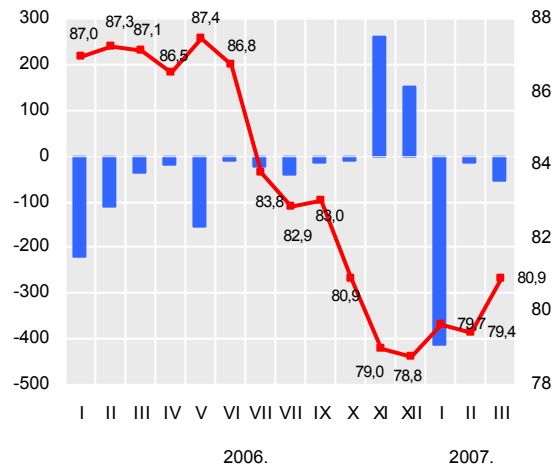


¹⁾ Позитивне вредности представљају куповину, а негативне вредности продају девиза.

Графикон III.1.14.

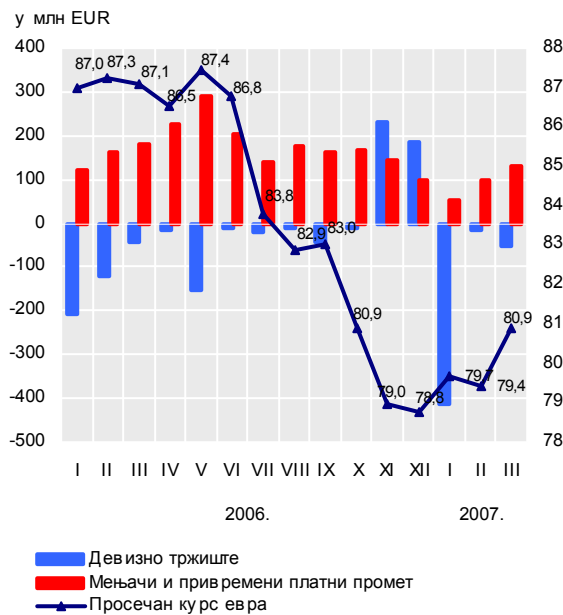
Нето интервенције НБС на фиксинг састанку и просечан курс евра

у млн EUR



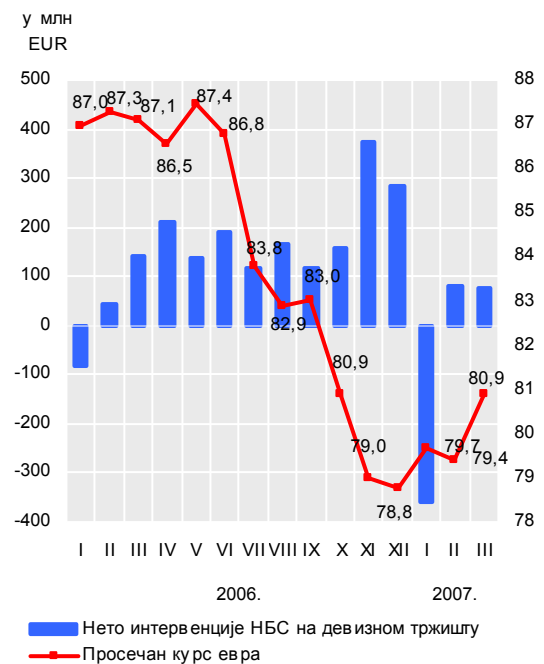
— Нето интервенције НБС на фиксинг састанку
— Просечан курс евра

Графикон III.1.15.

Интервенције НБС на девизном тржишту и просечан курс евра¹⁾

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

Графикон III.1.16.

Нето интервенције НБС на девизном тржишту и просечан курс евра

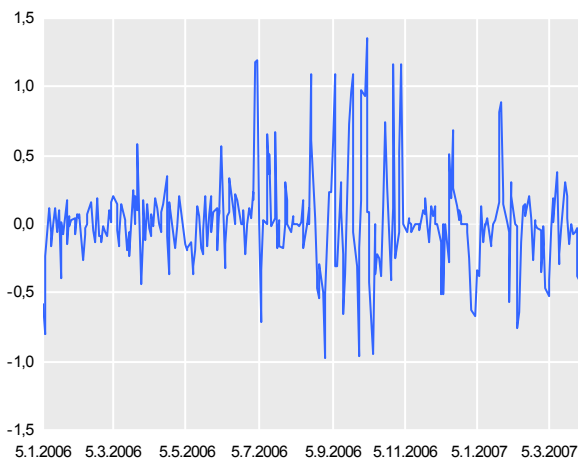
Курс динара формиран на састанку Међубанкарског девизног тржишта у првом тромесечју се кретао у распону од 78,5050 до 81,5742 динара за један евро. Иако то представља релативно велики распон, дневне осцилације су у поређењу с претходним тромесечјем ублажене.

Имајући у виду чињеницу да се од 5. марта примењује нов начин утврђивања средњег курса динара према еврџу, да је Народна банка Србије у току тог месеца на састанку Међубанкарског девизног тржишта продајом девиза интервенисала само три пута, у укупном износу од 54,1 милион евра, и да су банке на Међубанкарском девизном тржишту међусобно оствариле промет од 1,1 милијарду евра (преко 95% укупног промета на Међубанкарском девизном тржишту) – курс динара према еврџу у току марта, осим у та три дана, формирао се искључиво на тржишним основама, без

Графикон III.1.17.

Дневне промене курса динара према еврџу¹⁾

(у %)

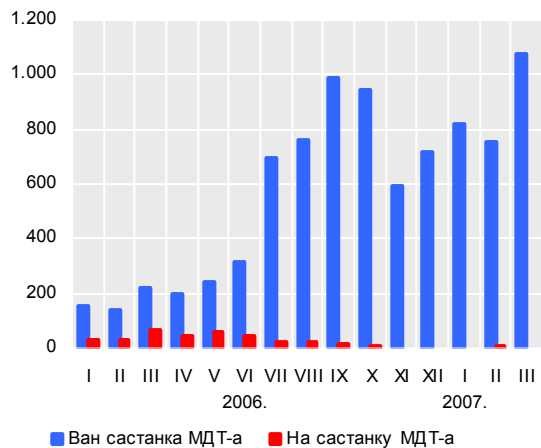


¹⁾ Негативне стопе представљају депресијацију, а позитивне апресијацију динара.

Графикон III.1.18.

Купопродаја девиза између банака на МДТ-у

у млн EUR



учешћа Народне банке Србије.

Будући да је у марту укупан обим непосредне међубанкарске трговине ван састанка Међубанкарског девизног тржишта био скоро 20 пута већи од укупног промета на састанку Међубанкарског девизног тржишта, произлази да су у овом периоду потребу за девизама банке задовољавале првенствено кроз непосредну међусобну трговину, што је посебно важно у контексту новог начина утврђивања девизног курса.

Уз депресијацију номиналног ефективног курса и бржи раст домаћих од раста иностраних, реални ефективни курс динара је у првом тромесечју ослабио за 2,3%. Појединачно посматрано, динар је према еврџу реално депресирао за 2,4%, а према долару за 2,2%.

На међугодишњем нивоу, реални ефективни курс је апресирао за 15,7%, а реални курсеви евра и долара за 12,8% и 22,4%, респективно.

Величина и брзина којом ће Народна банка Србије смањивати своју референтну каматну стопу утицаће на степен депресијације динара. Имајући у виду кретања на девизном тржишту, као и ефекте мера монетарне политике, депресијација номиналног девизног курса у наредном периоду ће имати инфлаторне ефекте.

Табела III.1.1.

Структура промета на МДТ-у у 2007.
(у % укупног промета)

	Јан.	Феб.	Март	I тром.
МДТ	100,00	100,00	100,00	100,00
<i>фиксине састанак</i>	33,72	3,08	4,91	15,77
<i>ван фиксинга</i>	66,28	96,92	95,09	84,23
НБС - банке	33,42	1,91	4,77	15,32
<i>на састанку МДТ-а</i>	33,42	1,91	4,77	15,32
<i>ван састанка МДТ-а</i>	0,00	0,00	0,00	0,00
Банка - банка	66,58	98,09	95,23	84,68
<i>на састанку МДТ-а</i>	0,29	1,17	0,13	0,45
<i>ван састанка МДТ-а</i>	66,28	96,92	95,09	84,23

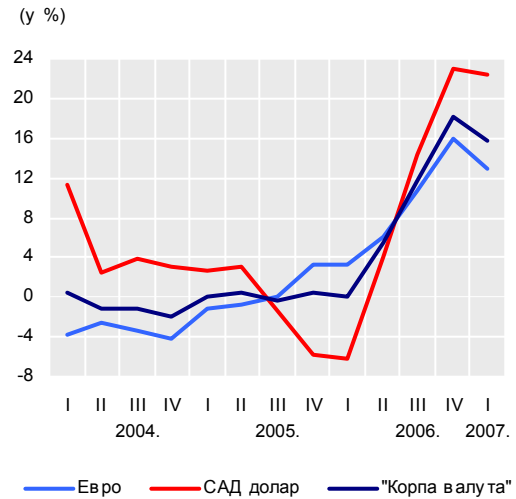
Табела III.1.2.

Структура промета на МДТ-у између банака у 2007.
(у % укупног промета између банака)

	Јан.	Феб.	Март	I тром.
Банка - банка	100,00	100,00	100,00	100,00
<i>на састанку МДТ-а</i>	0,44	1,20	0,14	0,53
<i>ван састанка МДТ-а</i>	99,56	98,80	99,86	99,47

Графикон III.1.19.

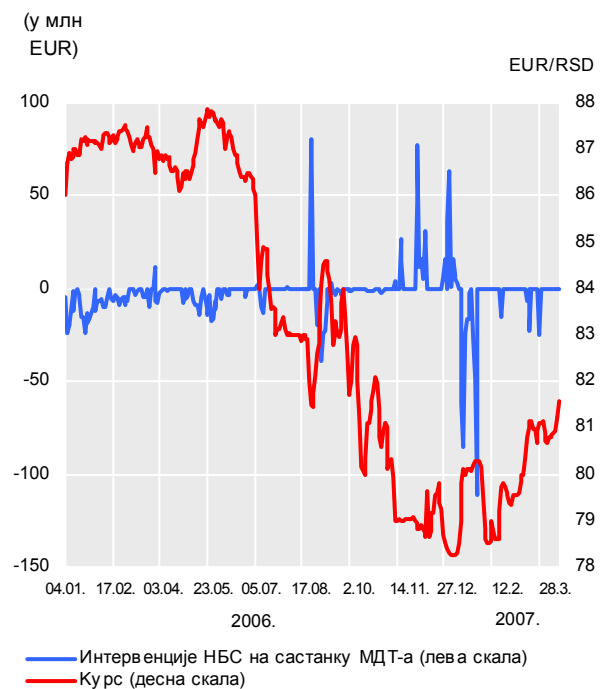
Међугодишње промене просечног реалног курса динара¹⁾



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

Графикон III.1.20.

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



2. Увозне цене

Увозна инфлација је након дужег времена била позитивна и знатно већа од базне. Силазни тренд светских цена нафте, започет у септембру прошле године, преокренут је у фебруару. Раст цена нафте је у марту настављен убрзанијим темпом.

Након знатне негативне увозне инфлације у другој половини претходне године, у првом тромесечју ове остварен је пораст увозних цена од 4,3% (просечно годишње), као резултат номиналне депресијације динара према еврџу од 2,3% (просечно годишње) и инфлације у зони евра од 0,8% (просечно годишње). То није зауставило пад базне инфлације започет почетком прошле године, тако да је после дужег времена забележена нижа стопа базне у односу на стопу увозне инфлације.

Цене нафте су током јануара наставиле умерено да падају након већег пада у трећем и стабилизације у четвртм тромесечју 2006. Крајем јануара цена уралске нафте износила је око 53 долара и чинило се да ће се у наредном периоду стабилизovati између 50 и 55 долара за барел. Прогнозе споријег привредног раста земаља највећих увозница нафте и стабилнија геополитичка ситуација подржавале су такав ниво цена са тенденцијом умереног пада и у преосталом делу 2007. године. Међутим, до промене тренда је дошло већ у фебруару, када су цене нафте почеле да расту и до краја тог месеца су порасле 8% у односу на крај јануара. Раст цена настављен је у марту још убрзанијим темпом, тако да је крајем првог тромесечја цена уралске нафте прешла ниво од 65 долара. Она је у односу на крај фебруара била виша за 14%, а у односу на крај јануара за чак 23%. Као резултат таквих кретања, цене нафтних деривата су у првом тромесечју кориговане пет пута навише, укупно за око 12%.

Основни узроци пораста цена у фебруару били су извештаји о смањеним залихама у САД и погоршање геополитичке ситуације (ескалација сукоба у Нигерији, највећем афричком произвођачу нафте, и нерешен спор око иранског нуклеарног програма).

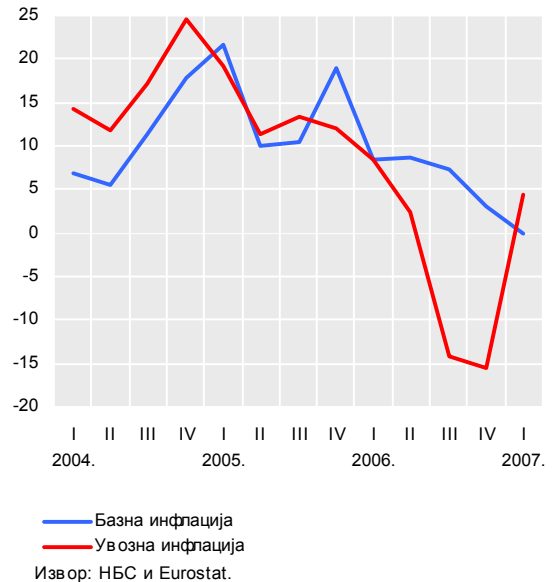
Залихе нафте у САД у првом тромесечју налазиле су се на много нижем нивоу него у истом периоду прошле године због неочекиваних кварова и редовних ремонта у рафинеријама, споријег увоза и повећане тражње. Смањени ниво залиха нафте изазива забринутост на тржишту услед могућности да производња не задовољи потребе уочи почетка летње сезоне.

Цене примарних производа бележе сличан тренд као и цене нафте, с том разликом што су у јануару у односу на децембар 2006. године знатно опале, за 8%. Као и код цена нафте, до преокрета је дошло у фебруару, када су цене примарних производа порасле за 5,5% у односу на јануар. Такав тренд је настављен и у марту са још 4% раста у односу на фебруар. На тај начин, пре свега услед

Графикон III.2.1.

Базна и увозна инфлација

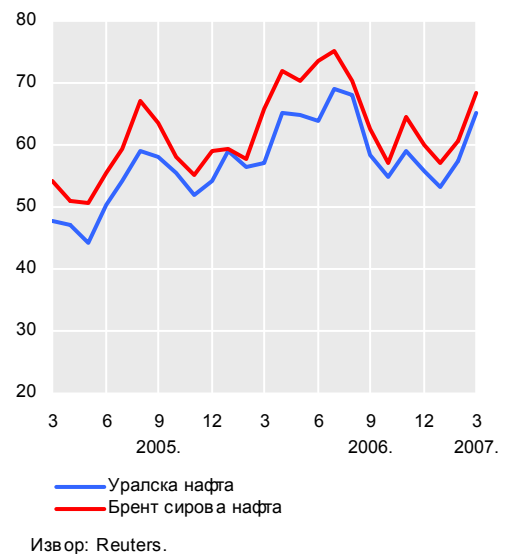
(тримесечне стопе раста на годишњем нивоу)



Графикон III.2.2.

Кретање цена нафте

(у САД доларима)



повећане тражње, цене примарних производа су се, након раста у фебруару и марту, на крају првог тромесечја практично вратиле на ниво (биле су за 1% више) забележен крајем четвртог тромесечја 2006.

У прва два месеца **јединична вредност увоза** робе била је за 5,1% виша у односу на исти период 2006. године. Кретање увозних цена било је под утицајем комбинација инфлаторних и дезинфлаторних притисака: с једне стране, раста цена сировина, делимично и као последица убрзаног развоја појединих земаља (поред других фактора као што су смањене залихе, геополитичка нестабилност, климатски услови, али и шпекулативни моменти), а, с друге, либерализације светске трговине и, захваљујући томе, већег присуства јевтиније робе из тих земаља (првенствено Кине), што је подстицало конкуренцију и тиме смањивало цене прерађених производа. Кретање цена сировина одразило се на раст јединичне вредности увоза репроматеријала за 6,6%, а секундарни ефекат је видљив како у расту јединичних вредности увоза остале две категорије – потрошне робе за 3,2% и опреме за 0,9%, тако и у расту домаћих цена произвођача индустријских производа (за потрошачке цене посебно је значајан раст цена произвођача одеће, обуће, намештаја и апарата за домаћинство).

Раст увозних цена потрошне робе и опреме био је успорен као последица глобализације, а када је реч о опреми, свој допринос је дао и раст увоза јевтиније опреме из Кине. Опрема из Европске уније чини стабилних 70% укупног увоза опреме.

Последњих година приметна је већа оријентација на увоз из Кине – у укупном увозу опреме удео тих производа из ове земље је повећан са 3% у 2000. на 11% у 2006. години.

Табела III.2.1.

Јединичне вредности увоза робе према намени

Класификација	Учешће у	Индекс јединичне
	укупном увозу (у%)	вредности увоза
	I-III 07.	I-II 07.
НАМЕНЕ	100,0	105,1
репроматеријал	62,3	106,6
потрошна роба	21,1	103,2
опрема	16,6	100,9

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

3. Платнобилансна кретања

Текући биланс у првом тромесечју одражава наставак кретања из претходног тромесечја, а карактерише га висок дефицит, узрокован пре свега високим робним дефицитом. У капиталном и финансијском билансу дошли су до изражаја ефекти либерализације. Извршена су значајна портфолио улагања у домаће инвестиционе фондове, што ће допринети ефикаснијем инвестирању у земљи, повећању ликвидности и дубине домаћег тржишта капитала и смањењу каматних стопа. Завршено је с превременим отплатама дуга према ММФ-у, које су утицале на смањење девизних резерви Народне банке Србије.

Текући дефицит је у првом тромесечју незнатно повећан у односу на четврто тромесечје 2006. године (4,7%, односно 3,1% без званичне помоћи), док је његово учешће у процењеном годишњем БДП-у одржано на готово истом нивоу као и у претходном тромесечју (око 4,5%). Робни дефицит је такође одржан на готово истом нивоу као и у претходном тромесечју.

Према истом периоду 2006, текући дефицит је повећан за 83,0%, а дефицит робне размене за 40,5%, као последица високог раста извоза (45,7%) и убрзања раста увоза (43%). Поред **спољнотрговинског дефицита**, на одржање високог нивоа текућег дефицита утицало је и смањење нето прилива од текућих трансфера за 12,1% у односу на претходно тромесечје.

Смањени прилив по основу текућих трансфера последица је смањења нето прилива по основу мењачких послова за 102 милиона долара, које се готово у целини односи на јануар (услед неизвесности пред парламентарне изборе), да би у наредна два месеца дошло до опоравка по том основу. Смањење нето прилива по основу мењачких послова није било последица смањења прилива дознака, већ повећане куповине девиза и полагања на девизну штедњу. С друге стране, регистрован је опоравак прилива на девизним рачунима нерезидената, који су служили за трансфер средстава за портфолио улагања у инвестиционе фондове и докапитализацију банака.

Подаци о робној размени указују на наставак тренда снажног раста извоза и убрзања раста увоза. Услед таквих кретања, у односу на претходно тромесечје извоз је смањен само за 5%, а увоз за 2%, док је међугодишњи раст извоза био већи од раста увоза, што је изнад сезонски очекиваних кретања. Покривеност увоза робе извозом је смањена за 1,5 процентних поена (са 51% на 49,5%).

Табела III.3.1.

Платни биланс Републике Србије

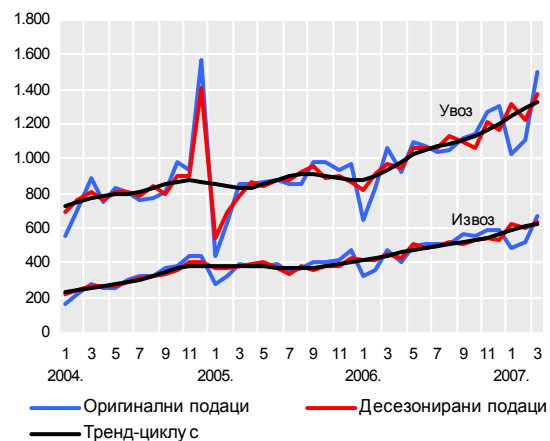
(у млн САД долара)

	2006.	2007.	Промена (у %)
	IV тр.	I тр.	
I. ТЕКУЋИ БИЛАНС	-1.445	-1.513	4,7
Робна размена, нето	-1.842	-1.861	1
Извоз, f.o.b.	1.915	1.820	-5
Увоз, f.o.b.	-3.757	-3.680	-2
Услуге, нето	-49	-13	73,5
Приходи	622	581	-6,6
Расходи	-671	-594	-11,5
Камате, нето	-102	-110	-7,8
Текући трансфери, нето	473	416	-12,1
Званична помоћ	74	54	-27
II. КАПИТАЛНИ И ФИНАНСИЈСКИ БИЛАНС	3.115	1.326	-57,4
Капитални трансфери	430	-421	-197,9
Директне инвестиције, нето	1.737	873	-49,7
Портфолио инвестиције, нето		353	
Сред. и дугор. кредити из иностранства, нето	181	398	119,9
од тога: превремена отплата дуга	-656	-232	
Кредити дати иностранству, нето	31	3	
Краткорочни кредити и депозити, нето	189	-290	-253,4
Одложена плаћања по основу нафте и гаса	60	50	
Комерцијалне банке, нето			
(повећање -)	40	2	
Остали капитал, нето	447	359	
III. ГРЕШКЕ И ПРОПУСТИ	-98	-88	
IV. УКУПАН ПЛАТНИ БИЛАНС			
(I + II + III)	1.572	-275	
V. ДЕВИЗНЕ РЕЗЕРВЕ НБС			
(повећање -)	-1.572	275	

Графикон III.3.1.

Извоз и увоз робе

(у млн САД долара)



Напомена: Због упоредивости са претходним периодом, подаци не укључују робну размену са Црном Гором.

На кретање робног извоза у првом тромесечју пресудно су утицали односи размене (у прва два месеца према истом периоду претходне године побољшани су за 9,3%, при чему су јединичне вредности извоза повећане за 14,9%, а увоза за 5,1%), као и ефекти нових – greenfield инвестиција из претходне године. На кретање увоза робе највише је утицао пораст инвестиционе и репродукционе тражње.

Према економској намени, пораст извоза је остварен код производа за репродукцију, за 1,7%, а пораст увоза код опреме, за 1,6%, и производа за репродукцију, за 0,1%. По одсецима стандардне међународне трговинске класификације (СМТК), највећи раст извоза остварен је код минералних руда (везано за повећање извоза цинка), погонских и специјалних машина, гума, одеће и обуће, плуте и дрвета, а увоза код индустријских машина, телекомуникационе опреме, гвожђа и челика, гаса, електричне енергије и хемијских материја.

Посматрано по економским групацијама, Србија је у првом тромесечју најзначајнији међугодишњи раст извоза остварила у земље Европске уније и земље централне и источне Европе, док је најзначајнији раст увоза остварен из земаља Европске уније.

Биланс услуга је донекле побољшан у односу на претходно тромесечје, с тим што су приходи, захваљујући приходима по основу инвестиционих радова у иностранству, мање смањени (за 6,6%) у односу на сезонски уобичајено смањење расхода (за 11,5%).

По основу **редовних камата** према иностраним повериоцима забележен је сличан одлив као и у претходном тромесечју (161 према 165 милиона долара), док је прилив смањен за 11 милиона долара, углавном због смањења девизних резерви Народне банке Србије, па је нето одлив по основу камата повећан за 8 милиона долара.

Дефицит робе, услуга и камата је готово на истом нивоу као и у претходном тромесечју, док је његова **покривеност текућим трансферима** смањена са 23,7% на 21%, тако да је дефицит текућих трансакција (без званичне помоћи) повећан за 47 милиона долара. Међутим, имајући у виду узроке смањења нето прилива од мењача у текућим трансферима, може се закључити да је покривеност дефицита робе, услуга и камата текућим трансферима била на готово истом нивоу као и у претходном тромесечју.

Нето прилив капитала од 1.326 милиона долара био је за 57,4% мањи у односу на рекордни прилив од 3.115 милиона долара у претходном тромесечју.

Табела III.3.2.

Робна размена по економској намени
(у млн САД долара)

	2006. 2007. по тромесечјима		Индекс
	IV	I	
ИЗВОЗ	1.899	1.823	96,0
основна средства	116	103	88,8
репродукција	1.246	1.267	101,7
широка потрошња	537	453	84,4
УВОЗ	3.890	3.826	98,4
основна средства	624	634	101,6
репродукција	2.381	2.383	100,1
широка потрошња	885	809	91,4

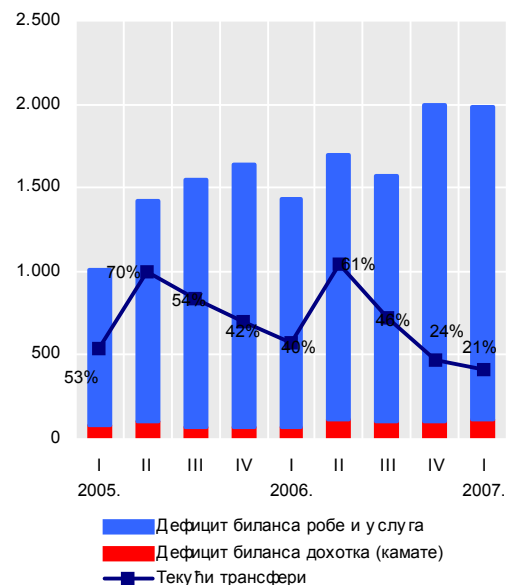
Табела III.3.3.

Робна размена по економским групацијама
(у млн САД долара)

	2006	2007	Индекс
	I тромесечје	I тромесечје	
ИЗВОЗ	1.242	1.824	146,8
EU 27	760	1.108	145,9
СЕЕС	335	514	153,4
CIS	81	109	134,2
EFTA	8	15	178,9
УВОЗ	2.663	3.826	143,6
EU 27	1.394	2.050	147,1
СЕЕС	190	265	139,5
CIS	579	783	135,1
EFTA	30	42	141,2

Графикон III.3.2.

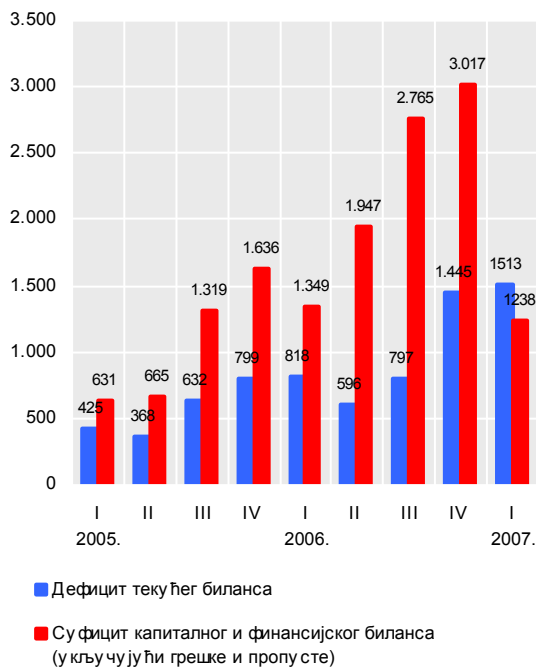
Покриће дефицита биланса робе, услуга и камата текућим трансферима
(у млн САД долара)



Графикон III.3.3.

Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала

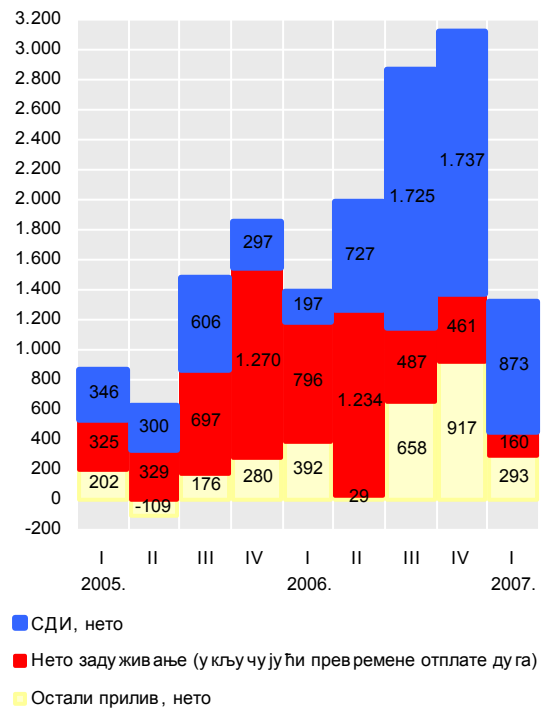
(у млн САД долара)



Графикон III.3.4.

Структура прилива капитала

(у млн САД долара)



Стране директне инвестиције су смањене за 49,7%. Износиле су 873 милиона долара, од чега се на улагање Мобилкома – Аустрија у његову београдску фирму односило 424 милиона долара. Од тог износа су за куповину лиценце у Аустрији утрошена 422 милиона долара (исказано у капиталном билансу).

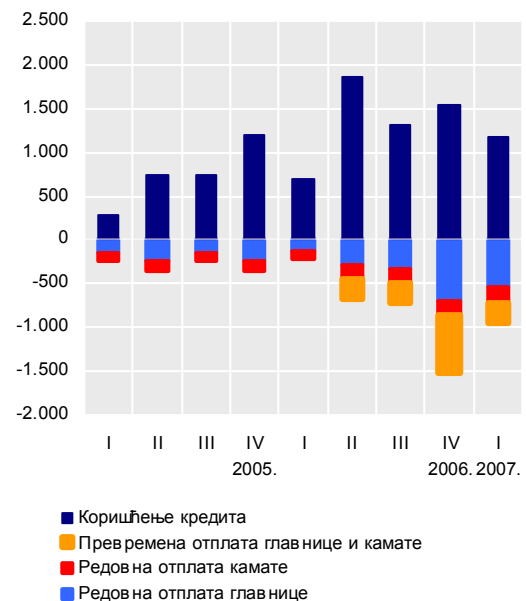
Захваљујући даљој либерализацији капиталних трансакција, тј. ступању на снагу подзаконских аката Закона о девизном пословању почетком 2007. године, повећано је **портфолио улагање** из иностранства у инвестиционе фондове и докапитализацију банака. То ће допринети ефикаснијем инвестирању у земљи, повећању ликвидности и дубине домаћег тржишта капитала и утицати на смањење каматних стопа.

Позитивну промену у финансијском билансу представља и наставак смањења задуживања у иностранству. Уколико се изузму превремене отплате дуга, нето **коришћење дугорочних кредита** из иностранства у односу на претходно тромесечје мање је за 207 милиона долара, или за 24,7%. Настављена је превремена отплата дуга ММФ-у и она је износила 232 милиона долара. Тиме је спољни дуг јавног сектора у односу на претходно тромесечје смањен са 8,4 на 8,2 милијарде долара.

Графикон III.3.5.

Средњорочни и дугорочни кредити из иностранства

(у млн САД долара)



Нето дугорочно задуживање приватног сектора је у односу на претходно тромесечје мање за 222 милиона долара. Настављено је смањење нето дугорочног задуживања банака и оно је износило 49 милиона долара. Такође, смањено је и нето дугорочно задуживање предузећа, са 662 на 568 милиона долара.

По основу нето **краткорочних кредита и депозита** обавезе су смањене за 290 милиона долара, углавном путем докапитализације банкарског сектора. **Нова девизна штедња** је наставила да се повећава сличном брзином као и у претходном тромесечју, за 450 милиона долара.

Иако је смањење девизних резерви Народне банке Србије на почетку године сезонски уобичајено, у првом тромесечју 2007. оно је последица превремене отплате дуга ММФ-у, услед чега је капитални и финансијски биланс био за 187 милиона долара мањи од текућег дефицита. По основу грешака и пропуста евидентиран је одлив од 88 милиона долара. Девизне резерве Народне банке Србије без међувалутних промена су смањене за 275 милиона долара, док је њихово смањење са међувалутним променама износило 157 милиона долара.

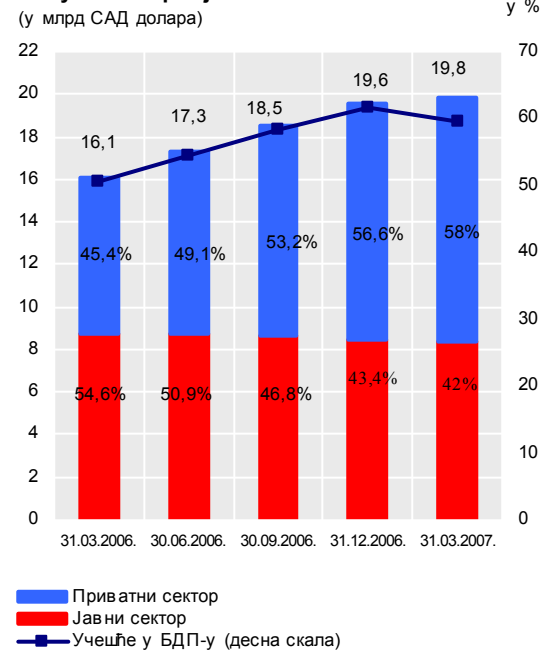
На крају првог тромесечја **девизне резерве Народне банке Србије** су биле на нивоу од 11.730,5 милиона долара, односно 8.787,6 милиона евра, што у односу на крај прошле године представља незнатно смањење. Услед смањења нивоа девизних резерви, покривеност увоза робе и услуга девизним резервама је крајем првог тромесечја износила осам месеци¹¹.

Одлив средстава из девизних резерви у току првог тромесечја остварен је пре свега по основу директних интервенција Народне банке Србије на девизном тржишту, којима је она одговарала на депресијацијске притиске изражене у том периоду (допринос паду девизних резерви 5,3 процентна поена). Такође, одлив из девизних резерви је остварен и по основу превремене отплате преосталог дуга према ММФ-у и осталим инокредиторима.

На **порастан девизних резерви Народне банке Србије** у првом тромесечју утицао је пре свега прилив девиза по основу нето откупа ефикасног страног новца мењача (допринос расту 2,7 процентних поена), а затим и по основу издвајања обавезне девизне резерве банака (допринос расту 1,5 процентна поена).

Графикон III.3.6.

Износ и структура спољног дуга Републике Србије



Графикон III.3.7.

Покривеност увоза девизним резервама



¹¹ Покривеност увоза девизним резервама рачуната је као однос девизних резерви Народне банке Србије и просечне тромесечне вредности увоза робе и услуга.

Крајем првог тромесечја укупне девизне резерве Републике Србије достигле су ниво од 12.483,6 милиона долара (9.351,8 милиона евра). У оквиру тога су девизне резерве овлашћених банака износиле 753,1 милион долара (564,2 милиона евра).

Табела III.3.4.

Доприноси стопи раста девизних резерви Народне банке Србије

(у процентним поенима)

	2006.				2007.
	I	II	III	IV	I
Девизне резерве НБС (раст у %)	10,5	23,6	25,6	18,7	-1,3
Девизно тржиште	2,0	10,4	6,4	10,0	-2,2
<i>Мењачки послови</i>	7,3	11,0	7,0	4,8	2,7
<i>Директне интервенције НБС на девизном тржишту</i>	-7,6	-3,6	-1,2	5,3	-5,3
<i>Привремени платни промет¹⁾</i>	2,3	3,0	0,6	0,7	0,4
Обавезна резерва на девизне депозите и кредите, као и на нову девизну штедњу	5,6	16,9	4,4	1,1	1,5
Инострани кредити држави	0,8	0,3	0,6	0,3	0,4
Донације	0,3	0,3	0,2	0,3	0,2
Стара девизна штедња и зајам за привредни препород	-0,1	-3,1	-0,8	-0,2	-0,1
Остало ²⁾	1,9	-1,2	14,8	6,6	-1,2

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

4. Монетарна кретања и монетарна политика

Монетарна кретања у првом тромесечју обележили су сезонски условљено повлачење примарног новца и динарске компоненте новчане масе, даљи раст новчане масе МЗ и појачана кредитна активност банака. Већа понуда новца и појачана кредитна активност банака, за сада, нису имали за последицу раст цена.

Монетарни агрегати

Примарни новац је од почетка године номинално смањен за преко 30 милијарди динара. И поред знатнијег пада, који је делимично узрокован сезонским факторима, међугодишња стопа раста примарног новца у марту је била изузетно висока и, реално посматрано, износила је 24,3%.

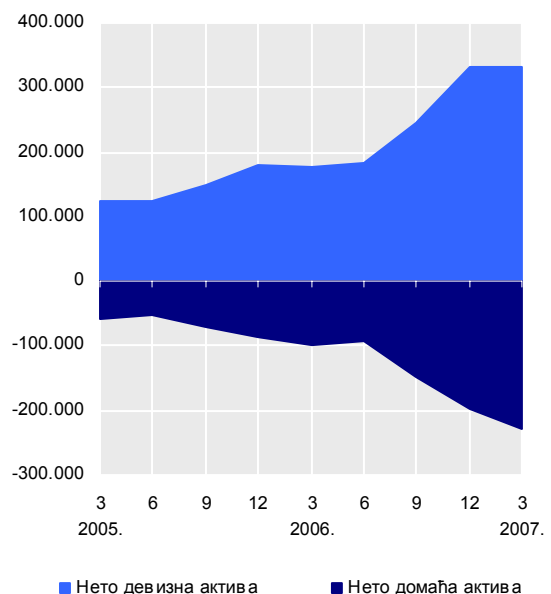
Повлачење примарног новца у првом тромесечју оставрено је пре свега захваљујући расту динарских депозита државе код Народне банке, који су у највећој мери последица раста прихода државе по основу наплате ПДВ-а и акциза. Након измене Уредбе о привременом финансирању, држава је у два наврата извршила конврзију од по 150 милиона евра и део добијених динарских средстава задржала на рачуну код Народне банке, тако да је и по том основу дошло до раста динарских депозита.

Стерилизација новца је вршена и по основу продаје благајничких записа Народне банке Србије

Графикон III.4.1.

Креирање примарног новца

(кумулативне промене у милионима динара)



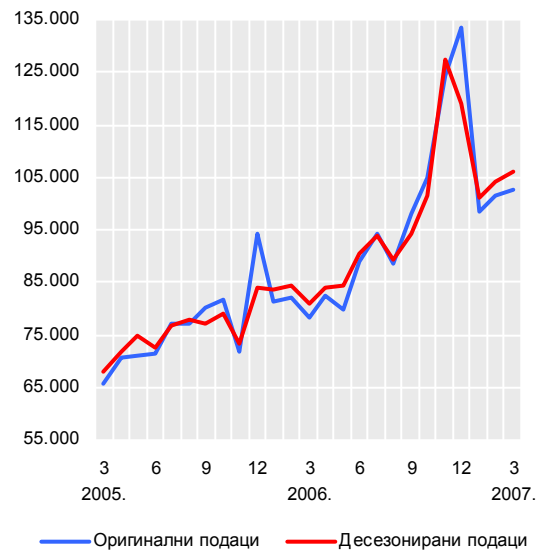
кроз трајну и репо продају. У условима опадајуће инфлације, и поред смањења референтне каматне стопе банке су наставиле да пласирају средстава у хартије од вредности путем репо трансакција, будући да су реални приноси на ове хартије још увек атрактивни. Међутим, за разлику од досадашњег тренда, портфељ хартија од вредности тренутно бележи благо смањење.

Повлачење новца је остварено и девизним каналом. Почетком године новац је повлачен овим каналом услед већих интервенција Народне банке ради задовољења веће тражње банака за девизама, због чега су бруто девизне резерве у јануару први пут након неколико година забележиле пад. Смањење девизних резерви Народне банке Србије у јануару свакако не представља разлог за забринутост, будући да је тренутно бруто девизним резервама покривено осам месеци увоза. У односу на јануар, у фебруару је остварено креирање новца као последица знатно мањих интервенција Народне банке на Међубанкарском девизном тржишту и далеко већег прилива по основу откупа ефективних страних новца. У марту је остварен већи прилив по основу мењачких послова, али је истовремено повећан и обим интервенција у односу на фебруар. У целини посматрано, у првом тромесечју допринос нето девизне aktive стопи раста примарног новца био је негативан и износио је 1,3 процентна поена (узет је у обзир и ефекат пада девизних депозита државе, будући да су у посматраном периоду трошени).

У структури примарног новца, и готов новац у оптицају и укупне банкарске резерве од почетка године су бележили пад. Пад укупних резерви банака последица је пада обрачунате обавезне динарске резерве услед смањења стопе обавезне резерве за 5 процентних поена и смањења депозитних вишкова, а пад готовог новца делимично је условљен растом динарских депозита државе.

Смањење примарног новца било је праћено убрзањем монетарне мултипликације, будући да су динарски депозити немонетарних сектора забележили мањи пад од резерви банака. Иако је у прва три месеца забележен пад динарских депозита немонетарних сектора и, последично, динарске компоненте новчане масе, пре свега због измиривања пореских обавеза сектора привреде према држави, све новчане агрегате карактерише убрзање иначе високих годишњих стопа раста. Пад

Графикон III.4.2.

Примарни новац
(у милионима динара)

Табела III.4.1.

Допринос делова active стопи раста примарног новца¹⁾

(у процентним поенима)

	2006.				2007.
	I	II	III	IV	I
Нето девизне резерве	9,7	51,8	21,1	86,7	0,0
Нето домаћа актива	-26,8	-38,0	-10,8	-50,6	-23,2
Домаћи кредити	-22,7	-45,1	-24,5	-42,1	-35,7
Нето потраживања од државе	-6,7	-12,6	4,1	28,6	-23,7
Нето потраживања од банака	-15,2	-30,4	-28,7	-70,3	-12,2
Нето потраживања од осталих сектора	-0,8	-2,1	0,1	-0,3	0,3
Остала актива (нето)	-4,1	7,1	13,7	-8,5	12,5
Примарни новац	-17,1	13,8	10,3	36,1	-23,2

¹⁾ Искључени девизни депозити државе код НБС.

Табела III.4.2.

Допринос делова active стопи раста МЗ¹⁾

(у процентним поенима)

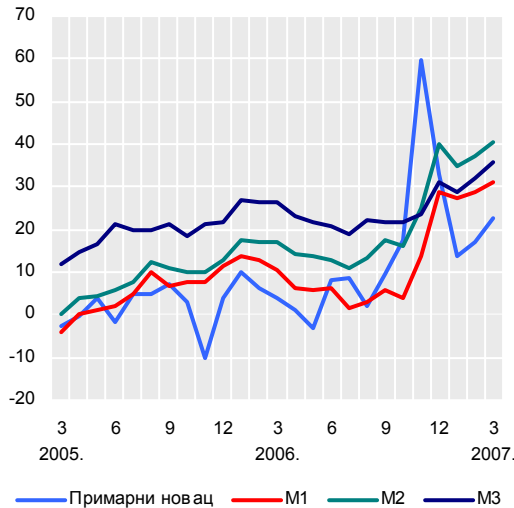
	2006.				2007.
	I	II	III	IV	I
Нето девизна актива	0,4	26,8	11,4	13,2	3,5
Нето домаћа актива	1,2	-18,1	-0,7	1	1,3
Домаћи кредити	8,7	4,6	2,6	7,8	3,1
Нето потраживања од државе	-2,4	-3,8	0,8	6,1	-5,1
Кредити осталим секторима	10,5	8,5	2,5	1,6	8,8
Становништву	3,7	4,6	3,3	3,1	4,3
Привреди у динарима	5,3	4,1	1,2	0,2	4,3
Привреди у девизама	1,4	-0,2	-1,8	-1,9	0,2
Остало	0,1	0	-0,2	0,2	0,0
Купљене обвезнице старе девизне штедње	0,6	-0,1	-1	0,1	-0,6
Краткорочни динарски кредити државе банкама	0	0	0,3	0	0
Остала актива, нето	-7,5	-22,5	-3,3	-6,8	-1,8
Новчана маса (МЗ)	1,7	8,9	10,8	14,2	4,7

¹⁾ Искључени девизни депозити државе код НБС.

динарских депозита у односу на крај 2006. делимично је последица и великог интересовања становништва и домаћих институционалних инвеститора за куповину акција домаћих банака.

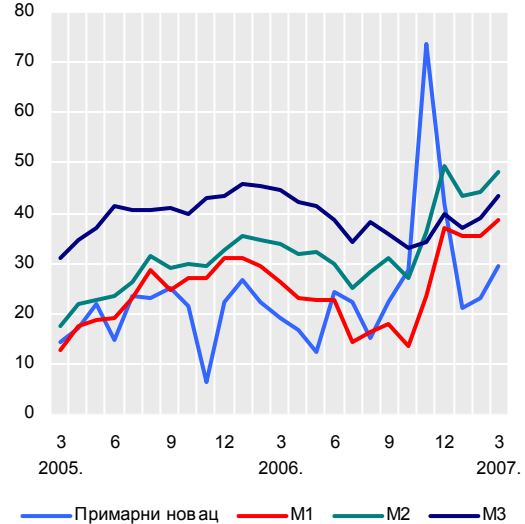
Графикон III.4.3.

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



Графикон III.4.4.

Кретање монетарних агрегата
(међу годишњи раст, у %)



За разлику од динарских новчаних агрегата, значајнији раст девизних депозита привреде и становништва у првом тромесечју, који је делимично повезан и са номиналном депресијацијом динара, утицао је на раст укупних ликвидних средстава (M3).

Креирање новчане масе M3 је остварено по основу нето девизних трансакција банкарског сектора и по основу раста кредитне активности банака, при чему је доминантније креирање кредитним каналом. Расту укупне новчане масе (M3) кредити банака привреди и становништву су допринели са 8,8 процентних поена, што је било знатно више у односу на четврто тромесечје 2006. (1,6 процентних поена). Уколико се, међутим, посматра ефекат нето девизних трансакција на креирање новчане масе рачунат по курсу који је важио крајем прошле године, ефекат креирања новца девизним каналом је далеко мањи, што упућује на закључак да је креирање новца девизним каналом заправо у највећој мери последица номиналне депресијације динара.

Насупрот наведеним факторима, повлачењу новца допринели су раст динарских депозита државе и код Народне банке и код пословних банака након одлагања реализације Националног инвестиционог плана због тога што буџет за 2007. није усвојен, докапитализација банака и курсне разлике. Куповина обвезница старе девизне штедње од стране банака је смањена, будући да су банке слободна ликвидна средства углавном пласирале у благајничке записе Народне банке Србије због атрактивнијих каматних стопа.

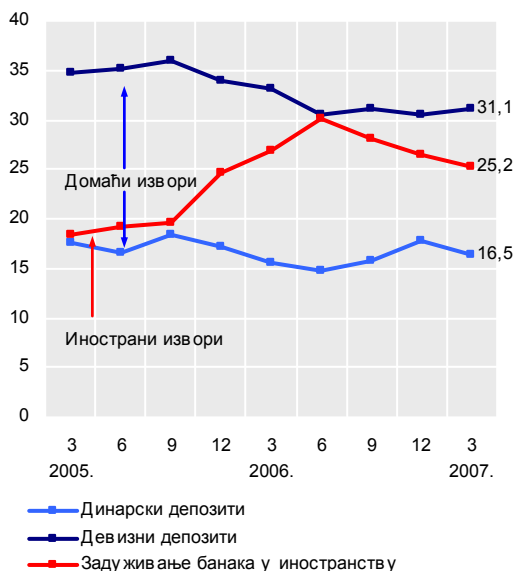
Нето инострана позиција банака је од почетка године погоршана, пошто су њихове обавезе према иностранству повећане. С друге стране, пораст девизних депозита привреде и грађана и инозадужење утицали су и на повећање девизних резерви банака, тако да су девизне резерве у марту достигле ниво из децембра 2006. године.

Пласмани банака

Насупрот другој половини 2006. године, када је након бројних мера Народне банке кредитна активност пословних банака знатније успорена, од почетка 2007. године кредити банака су забележили раст од преко 50 милијарди динара. При томе, највећи раст кредита је остварен у марту, а према прелиминарним подацима овај темпо раста је настављен и у априлу, тако да се чини да се кредитна активност банака поново убрзава. Иако је годишња стопа раста номиналних кредита одобрених привреди и становништву у марту била нижа, стопа раста реалних кредита у односу на крај 2006. је виша и износи близу 20%.

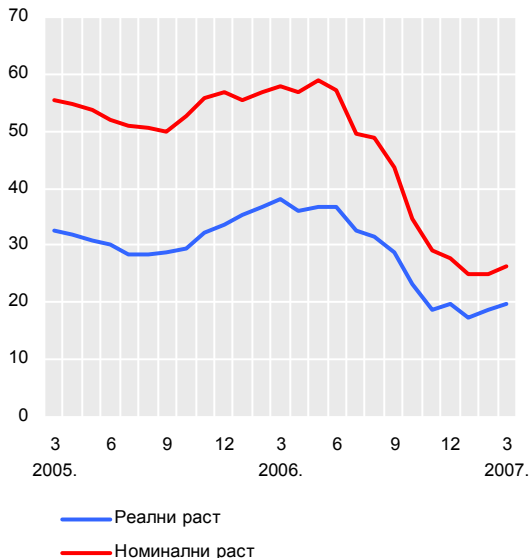
Графикон III.4.5.

Извори раста пласмана банака (у % билансне суме банака)



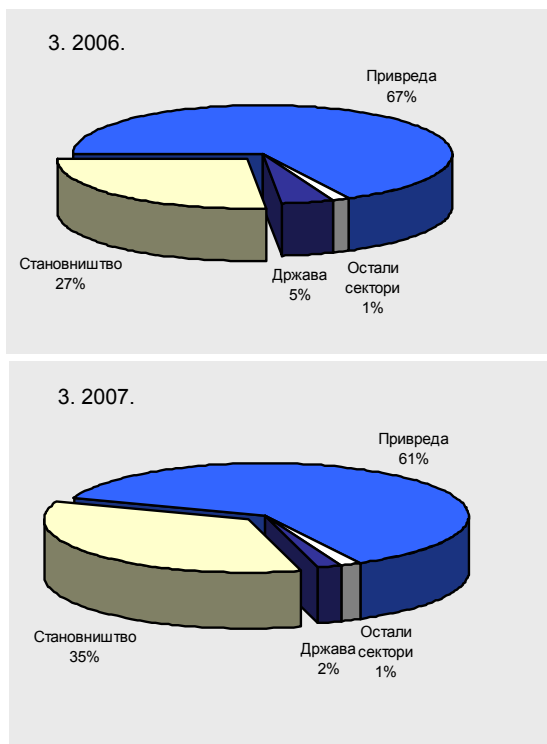
Графикон III.4.6.

Међугодишњи раст кредита привреди и становништву (у %)



Графикон III.4.7.

Секторски распоред кредита банака



Основни извори пораста пласмана банака у посматраном тромесечју били су девизни депозити домаћих небанкарских сектора, као и веће дугорочно задуживање банака у иностранству током марта. У току прва три месеца 2007. допринос иностраних извора повећању кредита пословних банака износио је 1,87 процентних поена, а допринос динарских и девизних депозита привреде и становништва 7,7 процентних поена. Нове пласмане банке финансирају и повећањем основног капитала (допринос 5,6 процентних поена), будући да се са континуираним растом капитала банака са већинским страним власништвом и капитал банака са већинским домаћим власништвом увећава емитовањем акција.

Уколико се посматра секторска структура кредита, у односу на крај 2006. године уочава се смањење пласмана Републици Србији, готово непромењен обим пласмана локалним нивоима власти, благ раст пласмана јавним предузећима и значајнији раст пласмана приватном сектору.

Дакле, и поред тога што је настављено дефицитарно финансирање буџета, држава од почетка године није користила кредите домаћих банака.

У посматраном тромесечју је реализован подједнак раст кредита привреди и становништву, што у протекле две године није био случај. Наиме, и поред чињенице да су услови под којима се становништво задужује код банака били неповољнији, због високе тражње становништва ови кредити су бележили већи раст. Сада, и поред тога што су многа предузећа наставила директно да се задужују у иностранству, на шта су их упућивале поједине домаће банке како би избегле издвајање обавезне резерве по основу иностраног задуживања, кредити привреди су забележили висок раст. При томе, расте учешће дугорочних кредита предузећима који се углавном користе за финансирање дугорочних улагања (у опрему), а учешће краткорочних кредита које предузећа углавном користе када нису у могућности да своје обавезе у потпуности сервисирају је знатније повећано у марту. Девизни кредити привреди бележе минималан раст, који је последица међувалутних промена.

По основу издавања краткорочних хартија од вредности предузећа које су куповале банке није евидентирано повећање потраживања банака од предузећа.

У структури кредита становништву и даље доминирају дугорочни кредити (81,3%). У току првог тромесечја највише је одобрено кредита за стамбену изградњу, око 8,5 милијарди динара, док потрошачки кредити бележе раст од око 3 милијарде динара. У оквиру краткорочних кредита највеће учешће имају кредити по основу минусног салда на жиро и текућим рачунима грађана.

Готово непромењен ниво вредности резервисања за губитке у првом тромесечју упућује на то да се за сада кредити уредно сервисирају и када је реч о привреди и када је реч о становништву и да нема нових зајмова који се, према рачуноводственим стандардима, категоризују као лоши или ненаплативи.

Још увек ниско учешће укупних кредита пословних банака у процењеном БДП-у у поређењу са земљама у окружењу, које не прелази 25%, отвара простор домаћим банкама за даљи кредитни раст, пре свега имајући у виду јачање *catching-up* процеса.¹²

Појачана кредитна активност у првом тромесечју није имала за последицу раст инфлације, али се не искључује могућност да ће овај фактор, преко утицаја на раст агрегатне тражње, подстаћи инфлаторне притиске у наредном периоду.

Ликвидност банака

Након знатнијег креирања новца крајем 2006. године услед високог нето прилива иностраног капитала и повећаног државног трошења, који су за последицу имали пораст ликвидности банака, у првом тромесечју остварен је сезонски уобичајен пад слободних резерви банака. Просечна стопа ликвидности, дата као однос просечног стања слободних средстава и краткорочних извора финансирања, смањена је за 11 процентних поена у односу на крај 2006. и у марту је износила 8,6%.

Табела III.4.3.

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

	2006.				2007.
	I	II	III	IV	I
Слободна динарска средства	-19,0	10,8	26,0	35,3	-24,9
Средства на жиро-рачунима (нето)	-10,5	-3,1	-1,5	0,7	-1,1
Благајна	6,7	4,7	11,3	1,1	0,8
Опозиви депозити банака у динарима	-15,2	9,2	16,3	33,4	-24,6

¹²*Catching-up* процес у транзиционим економијама подразумева вертикални (трансформација државног у приватни) и хоризонтални (трансформација индустријске структуре од радно и ресурсно интензивне у технолошки интензивну) аспект конвергенције економске структуре региону Европске уније.

На смањење ликвидности банака утицао је раст депозита државе, који је претежно сезонског карактера, пошто су обавезе према држави, поред великих пореских обвезника, измиривали и мали, који ПДВ плаћају тромесечно, и повећана тражња банака за девизама. С друге стране, на повећање ликвидности банака је утицало смањење стопе динарске обавезне резерве са 15 на 10%.

У току јануара забележен је најнижи ниво ликвидности у посматраном периоду, будући да су банке у том месецу највећи део тражње за девизама подмиривале директном куповином од Народне банке на Међубанкарском девизном тржишту, и истовремено је смањено коришћење кредита из иностранства. У фебруару и марту је пак остварено креирање слободних ликвидних динарских средстава с обзиром на то да су се банке поново појачано дугорочно задуживале у иностранству.

У целини посматрано, и поред углавном сезонски уобичајеног пада слободних ликвидних динарских средстава, банке нису имале проблема са одржавањем ликвидности. Она може оценити као задовољавајућа, тим пре што су краткорочне ломбардне кредите за одржавање ликвидности код Народне банке враћале у току истог дана.

Просечно дневно стање слободних резерви банака¹³ износило је 18,4 милијарде динара, што у односу на претходно тромесечје представља смањење од 7,3 милијарде, а у односу на исти период 2006. године пораст од 67,4%. Највеће смањење у односу на крај 2006. бележе депозитни вишкови. Међутим, треба имати у виду да је кретање ове категорије у четвртном тромесечју 2006. било у највећој мери одређено приливом средстава по основу докапитализације појединих банака, а у прва три месеца 2007. одливом по основу враћања дела средстава тржишним субјектима који су учествовали у куповини акција. Уколико се ова категорија искључи из слободних резерви банака, закључује се да је ликвидност банака минимално смањена.

Вишак ликвидних средстава банке су користиле за куповину репо хартија. И поред смањења референтне каматне стопе и стопе на благајничке записе који су се трајно продавали, забележен је висок проценат реализације. Крајем посматраног тромесечја, међутим, да би измириле обавезе својих комитената према држави, банке су смањиле пласмане у хартије од вредности Народне банке Србије.

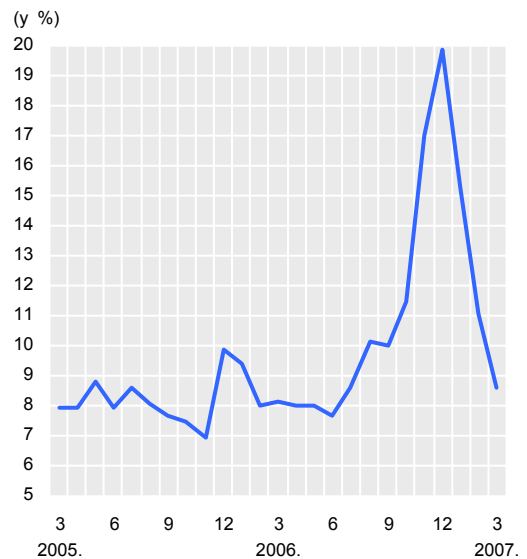
Штедња становништва

Током првог тромесечја настављен је растући тренд штедње становништва. Штедња становништва је у првом тромесечју повећана за 33,8 милијарди динара, при чему се 32,5 милијарди динара односи на раст девизне штедње.

Последњег дана у марту стање динарске штедње је износило 8.763 милиона динара, а стање девизне штедње 293,2 милијарде динара. У односу на крај претходне године, динарска штедња је повећана за 16,1%, а девизна за 12,5%.

Графикон III.4.8.

Просечна стопа ликвидности банака



Табела III.4.4.

Штедња становништва

(у милионима динара)

	2006.				2007.
	Март	Јун	Септ.	Дец.	Март
Динарска	3.755	5.000	6.828	7.550	8.763
Девизна	207.609	222.105	243.422	260.689	293.195
Укупно	211.364	227.105	250.250	268.239	301.958

¹³ Слободне резерве банака чине: готовина у благајни, опозиви депозити и средства на жиро-рачунима банака умањена за обрачунату обавезну резерву.

У оквиру динарских штедних улога, становништво је највеће интересовање показало за штедњу орочену до три месеца, затим за штедњу орочену до годину дана, а потом за штедњу орочену преко годину дана.

Када је реч о валутној структури штедних улога, штедња у иностраној валути чини 97,1% штедње становништва.

Девизна штедња исказана у еврима је на крају марта достигла износ од 3,7 милијарди. Од тога се 45,6 % односи на три банке водеће по висини девизне штедње. У оквиру девизне штедње, 91,7% чини штедња у еврима, 5,53% штедња у доларима, а 2,1% штедња у швајцарским францима.

Према рачности, највећи удео у штедњи становништва имају депозити по виђењу (38,28%), следе штедни улози орочени до годину дана (19,53), а на трећем месту су штедни улози орочени преко годину дана (17,59%).

У првом тромесечју је емитована једна серија **штедних записа Народне банке Србије**. Штедни записи су емитовани 5. фебруара у укупној вредности од милијарду динара са датумом доспећа 31. јануара 2008. године. Закључно са 31. мартom, штедња по основу ове емисије износила је 278,9 милиона динара.

У оквиру динарске штедње од 8.763 милиона динара, закључно са 31. мартom, на штедњу у записима Народне банке Србије односило се 2.014 милиона динара, или 22,98%.

5. Кретање понуде и тражње

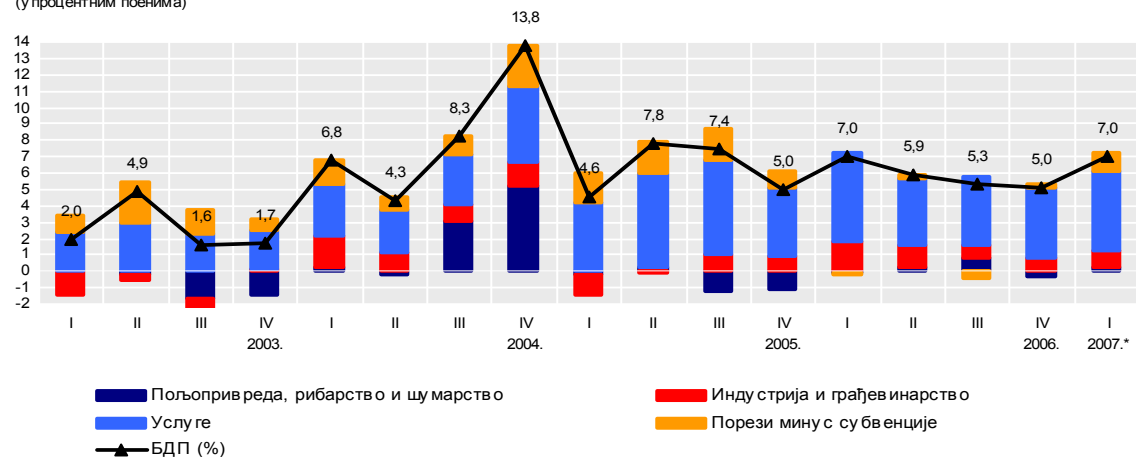
Понуда и извори раста

Раст агрегатне тражње, започет крајем прошле године, за сада се није одразио на раст цена, већ на раст економске активности и увоза. Услед брзог раста обима промета и ставке пореза, оцењени раст БДП-а у првом тромесечју 2007. је већи у односу на 2006. годину.

Према Саопштењу Републичког завода за статистику¹⁴, међугодишња стопа раста БДП-а је опадала током 2006. године. У другом и трећем тромесечју међугодишње стопе раста БДП-а износиле су 5,9% и 5,3%, респективно. У четвртом тромесечју та стопа је додатно смањена на 5%, што се великим делом може приписати смањењу пољопривредне производње (за 2,1%).

Графикон III.5.1.

Допринос тромесечном расту БДП-а (у процентним поенима)

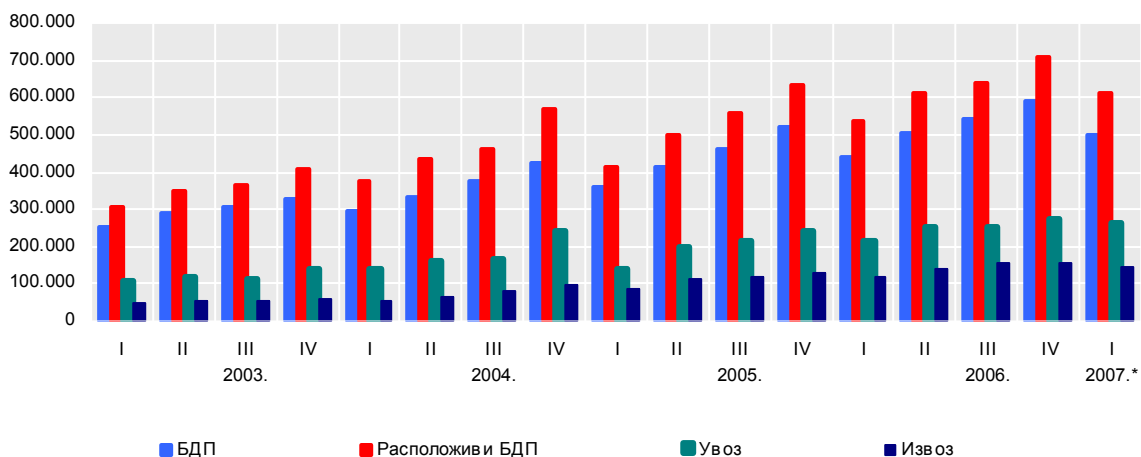


*Процена Народне банке Србије.

Бруто додата вредност је у четвртом тромесечју 2006. међугодишњем расту БДП-а допринела са 4,8 процентних поена, а порези (умањени за субвенције) са 0,2 процентна поена. У истом периоду, у структури бруто додате вредности, највећи допринос међугодишњем расту БДП-а имао је сектор услуга: саобраћајна активност (2,6 процентних поена), трговина на мало и велико (1 процентни поен) и финансијско посредовање (0,8 процентних поена).

Графикон III.5.2.

Кретање БДП-а - процене по тромесечјима (у млн динара)



*Процена Народне банке Србије.

¹⁴ У последњем Саопштењу Републичког завода за статистику (30. март 2007) извршена је корекција података о БДП-у за прва три тромесечја 2006. године.

У складу с нашим оценама из претходног „Извештаја о инфлацији“, раст тражње у четвртном тромесечју 2006. одразио се на раст економске активности почетком ове године. Процењује се да је домаћа понуда, изражена БДП-ом, имала међугодишњи раст од 7,0%¹⁵, што представља убрзање у односу на 2006. годину. Процена БДП-а је заснована на расположивим подацима о индустријској производњи и трговини на мало, очекиваном наставку високог раста у сектору услуга (пре свега саобраћаја и трговине, а затим и грађевинарства) и повећаној наплати пореза у односу на исто тромесечје претходне године.

Према месечним подацима Републичког завода за статистику, индустријска производња је у првом тромесечју 2007. била за 4,8% већа у односу на исти период претходне године. Ипак, према десезонираним подацима, ова грана је у сва три месеца испољила успоравање тренда раста. У структури индустријске производње, настављен је тренд раста прерађивачке индустрије (8,5%), која је у многоме заслужна за већи обим индустријске производње. Производња и дистрибуција електричне енергије је остварила пад од 5,8%, што је последица изузетно повољних временских прилика за ово доба године. Вађење руда и камена је остварило раст од 2,1% у односу на исти период претходне године.

Трговина на мало је наставила убрзани раст из 2006. године. У првом тромесечју она је достигла номиналну међугодишњу стопу раста од 38,1% (реално 32,2%). У складу с тим, процењује се да је допринос трговине на велико и мало расту БДП-а износио око 1,3 процентна поена. Изразито висок раст трговине указује на раст агрегатне тражње, која је делом задовољена повећаним увозом, али је утицала и на пораст производње.

За остале секторе још увек нема расположивих података. Ипак, процењује се да је највећи допринос расту БДП-а дао саобраћај, складиштење и везе (са око 2,9 процентних поена). Такође, вероватан је наставак раста активности у грађевинарству (од преко 11% међугодишње), као последица изузетно повољних метеоролошких услова, с једне стране, и високог обима улагања (посебно државе), с друге. Допринос ове гране расту БДП-а процењује се на око 0,3 процентна поена.

Полазећи од оцењеног раста реалног БДП-а и цена, у првом тромесечју БДП би износио преко 499 милијарди динара, што представља пораст од око 13,4%. На бази платнобилансних података, расположиви БДП би износио око 614 милијарди динара (122,9% БДП-а). Учешће извоза робе и услуга чинило би 29,3%, а увоза 42,5% БДП-а. Међугодишњи пораст агрегатне тражње би износио око 13,9%, што је у односу на претходно тромесечје више за око 2,1 процентни поен.

Тражња и употреба бруто домаћег производа

Раст укупне тражње у првом тромесечју (13,9%) није се одразио на убрзање инфлације јер је био праћен адекватним повећањем понуде, пре свега по основу наглог увећања увоза робе и услуга. У структури употребе БДП-а у овом тромесечју евидентан је помак од личне у корист инвестиционе потрошње. Ове структурне промене су забележене код свих сектора, а најизразитије су биле код државе (учешће инвестиција овог сектора у БДП-у је повећано за 1 структурни поен у односу на исти период претходне године) и становништва. То се може недвосмислено закључити на основу већине расположивих индикатора, а такође је разлог због кога и даље висок раст потрошње није праћен вишом инфлацијом.

¹⁵ Према прелиминарним проценама Републичког завода за статистику, у првом тромесечју 2007. очекује се раст бруто домаћег производа од 6,8%.

Индикатори потрошње становништва

Раст тражње становништва у првом тромесечју, превасходно као последица пораста фонда зарада, утицао је на раст промета, али не и цена. Наравно, имајући у виду висок ниво реалних зарада, остаје латентан притисак на инфлацију.

На основу изабраних показатеља, оцењује се да је реална стопа раста **тражње становништва** у првом тромесечју већа за 11,7% у односу на упоредиви период прошле године. Висока реална стопа раста тражње становништва доминантно је последица пораста фонда зарада. Номинална међугодишња стопа раста тражње становништва у првом тромесечју је износила 18,2%, што је готово исто као у претходном тромесечју. Смањивање стопе раста цена на мало са 8,2% у последњем тромесечју 2006. на 5,8% у првом тромесечју ове године утицало је на реални међугодишњи пораст тражње са 9,1% на 11,7%, респективно.

Евидентирани извори раста потрошачке тражње су следећи:

Зараде

Удео нето зарада из статистичког узорка у оцењеном БДП-у у првом тромесечју је износио 14,8%, што је за 1 структурни поен више него у упоредивом периоду 2006. године. Под претпоставком да узорком необухваћени радници имају у просеку исте зараде као обухваћени, учешће нето зарада у оцењеном БДП-у је износио 39,0%, или за 4,1 структурни поен више у односу на упоредиви период 2006. године.

Социјални трансфери

У првом тромесечју, социјални трансфери су чинили 17,6% оцењеног БДП-а, што је 0,2 структурна поена више него у истом периоду 2006. године.

Дознаке

Регистроване дознаке у првом тромесечју чиниле су 4,3% процењеног БДП-а или за 0,9 структурних поена мање него у истом периоду 2006. године.

Мењачи

Девизни прилив становништва исказан кроз мењачке послове у првом тромесечју чинио је 3,1% оцењеног БДП-а, што представља смањење за 2,6 структурних поена у односу на исто тромесечје 2006. године.

Кредити

По основу задуживања, становништво је обезбедило додатне изворе средстава за потрошњу у износу од 5,4% оцењеног БДП-а, што је за 1,3 структурна поена више него у првом тромесечју 2006. године.

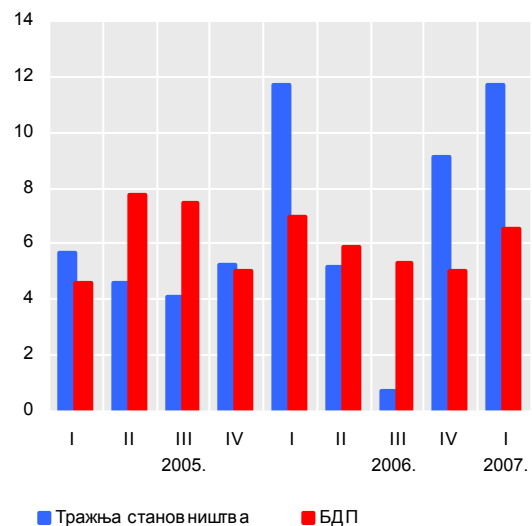
Становништво је повећало штедњу за 7,1% оцењеног БДП-а, што је за 2,9 структурних поена више него у првом тромесечју 2006. године.

У структури БДП-а, приходи становништва, умањени за прираст штедње и увећани за прираст кредита, смањили су учешће за 0,7 структурних поена (на 62,4%). Полазећи од тога, може се закључити да тражња становништва у току првог тромесечја није произвела значајније инфлаторне ефекте.

Графикон III.5.3.

Кретање тражње становништва и БДП-а

(међугодишње реалне стопе раста, у %)



Јавна потрошња

Консолидовани буџет Републике Србије, према методологији ММФ-а, у првом тромесечју забележио је дефицит од 0,5% БДП-а. Такав резултат последица је пре свега знатног раста расхода по основу зарада, пензија, исплата старе девизне штедње и исплата незапосленима.

Укупни консолидовани приходи без донација буџета Републике Србије износили су у првом тромесечју 220,4 милијарде динара (што је 20,6% номинално и 14% реално више него у истом периоду претходне године), а укупни консолидовани расходи, без отплате спољног дуга и старе девизне штедње, 222,5 милијарди динара (што је 21,9% номинално и 15,2% реално више него у истом периоду претходне године). Тиме је у првом тромесечју, према методологији ММФ-а, регистрован дефицит буџета у износу од 2,3 милијарде динара. Учешће фискалног дефицита у БДП-у износило је 0,5%.

Кретање депозита државе у складу је са оствареним фискалним резултатом. У првом тромесечју депозити државе су порасли за 33,4 милијарде динара. Међутим, ванредни прилив (пре свега по основу приватизације) износио је у овом периоду 35,6 милијарди динара, што значи да је држава потрошила 2,2 милијарде динара од приватизационих прихода.

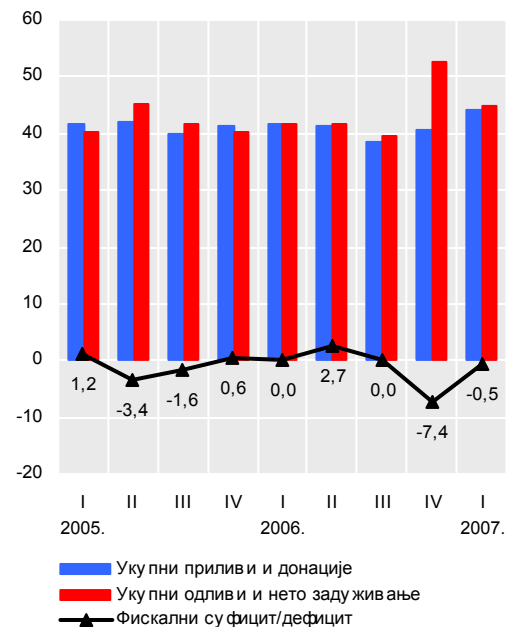
Табела III.5.1. даје преглед обрачуна фискалног резултата за 2006. и 2007. према методологији ММФ-а. Методолошке разлике у обрачуна фискалног резултата ММФ-а и Министарства финансија објашњене су у текст боксу на страни 37.

У укупним приходима, значајнији раст у односу на исти период претходне године остварили су приходи по основу пореза на добит (47,3% номинално, 39,2 реално), по основу ПДВ-а (30,6% номинално, 23,4% реално) и приходи по основу акциза (30,2% номинално, 23,1% реално), док су пад забележили приходи по основу пореза на зараде (3,6% номинално, односно 8,9% реално), при чему је он очекиван с обзиром на смањење пореске стопе.

Буџет се и даље остварује у складу с Уредбом о привременом финансирању Републике Србије за период јануар-јун 2007. године. Она је, у суштини, предвидела дефицитарно финансирање буџета, иако то не произлази из извештаја Министарства финансија због класификације и третмана прилива по основу продаје лиценце трећем мобилном оператеру као редовних пореских прихода.

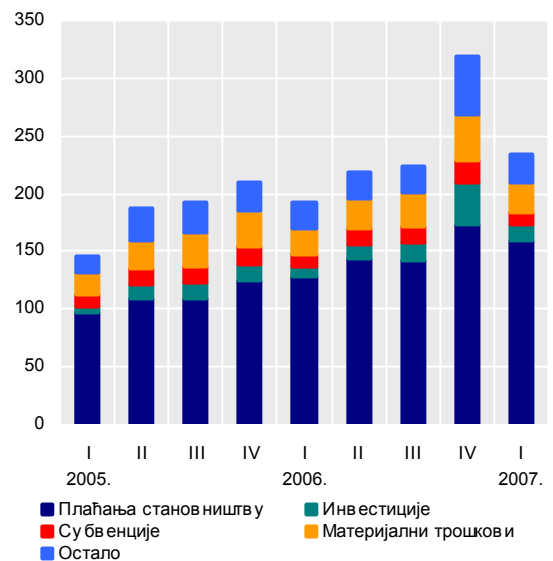
Проблем представља третирање високих прилива од продаје имовине, приватизацијом или продајом лиценци GSM, као редовних прихода буџета и њихово

Графикон III.5.4.
Јавни приходи и расходи
(методологија ММФ-а)
(у % БДП-а)



Извор: Прерачунато на бази података Министарства финансија Републике Србије.

Графикон III.5.5.
Структура јавних расхода
(у млрд динара)



Извор: Прерачунато на бази података Министарства финансија Републике Србије.

коришћење за редовне расходе, као што су плаћања становништву. У дугом року неопходно је редовне расходе свести на ниво редовних (дакле пореских) прихода, имајући у виду ригидност плаћања становништву надоле.

Табела III.5.1.

Фискални резултат

(у млрд динара)

	2006. по тромесечјима				2007. I	Индекс I 2007. I 2006.	Индекс реално I 2007. I 2006.
	I	II	III	IV			
	I. Укупан приход, од тога донације	183,2 0,5	209,0 0,4	209,3 0,3				239,2 0,2	220,3 0,1	1,20 0,23	1,14 0,22
II. Укупан расход и отплата дуга, од тога отплата страног дуга отплата старе девизне штедње превремена отплата дуга	184,3 1,3 0,5 0,0	210,4 1,2 14,0 0,0	214,7 1,6 4,1 0,0	309,9 12,5 1,1 13,8	224,3 1,3 0,6 0,0	1,22 1,21	1,15 1,14
III. Укупан приход без донација IV. Укупан расход без отплате страног дуга, старе девизне штедње и превремене отплате дуга	182,7 182,5	208,6 195,1	209,0 209,0	239,0 282,5	220,1 222,4	1,21 1,22	1,14 1,15
Салдо - методологија ММФ-а (III - IV)	0,2	13,5	0,0	-43,5	-2,3	-14,37	-13,59
БДП	440,6	504,9	543,4	589,4	499,7		
Салдо - методологија ММФ-а у % БДП-а	0,0	2,7	0,0	-7,4	-0,5		

Извор: Прерачунато на бази података Министарства финансија Републике Србије.

Табела III.5.2.

Консолидовани јавни расходи

(у млрд динара)

	2006. по тромесечјима				2007. I	Индекс I 2007. I 2006.	Индекс реално I 2007. I 2006.
	I	II	III	IV			
	Укупно расход и отплата дуга	184,2	210,4	214,7				309,9	224,4	1,22	1,15
Плаћања становништву:	127,9	129,7	134,6	158,4	150,3	1,18	1,11
Нето зараде	43,9	43,7	45,1	57,8	52,9	1,20	1,14
Доприноси за запослене ¹⁾	7,5	7,9	8,2	9,8	9,4	1,25	1,19
Социјални трансфери	76,5	78,2	81,4	90,8	88,1	1,15	1,09
Пензије и исплате незапосленима	60,7	62,9	65,6	69,8	70,3	1,16	1,09
Социјална помоћ	13,1	12,7	13,1	17,9	15,1	1,15	1,08
Остали трансфери становништву	2,6	2,5	2,8	3,1	2,7	1,04	0,98
Субвенције	10,1	13,4	13,1	19,0	9,4	0,93	0,88
Материјални трошкови	23,4	26,6	30,4	39,6	27,0	1,16	1,09
Инвестиције	8,1	12,7	15,6	37,6	13,6	1,68	1,59
Трошкови камата	5,7	4,9	5,8	18,2	5,7	1,00	0,95
Отплата дуга	1,8	15,3	9,7	26,5	15,3	8,71	8,24
Исплате по основу старе девизне штедње и дуга пензионерима	0,5	14,0	8,1	14,0	9,6	19,30	18,24
Отплата спољног дуга	1,3	1,2	1,6	12,5	1,3	1,04	0,98
Отплата осталог унутрашњег дуга	0,0	0,0	0,0	0,0	4,5	-	-
Остало²⁾	14,7	15,6	13,7	20,4	12,3	0,83	0,79

¹⁾ Доприноси за запослене нису укључени у консолидоване расходе и отплате дуга пензионерима.²⁾ Остало укључује трансфере за КиМ, нето задуживање и остале текуће трошкове.

Извор: Прерачунато на бази података Министарства финансија Републике Србије.

Методолошке разлике у обрачуну фискалног резултата

Када је реч о фискалној политици, кључни показатељ њеног карактера је фискални резултат – дефицит или суфицит. Нису без утицаја ни његови извори, као ни начин финансирања, односно распоређивања. Ипак, фискални дефицит је најчешће анализирани показатељ фискалне политике. Поставља се зато веома важно питање шта тачно његов обрачун подразумева.

Министарство финансија Републике Србије за обрачун фискалног резултата у обзир узима редовне пореске и непореске приходе, капиталне приходе и донације, текуће и капиталне расходе, те расходе, односно приходе по основу набавке и продаје финансијске имовине. Приходи по основу задуживања и расходи по основу отплате дуга не узимају се у обзир при овом обрачуну, већ се приказују посебно.

Према методологији ММФ-а, у обрачун фискалног резултата, поред ставки које у обзир узима Министарство финансија, укључују се и расходи по основу отплате дуга (изузев отплате спољног дуга, превремене отплате дуга и отплате старе девизне штедње). Осим тога, методологија ММФ-а у буџетске приходе не укључује донације.

Методологија коју за своје потребе користи Народна банка Србије у свему прати методологију ММФ-а, осим што у укупне расходе укључује и отплату дуга по основу старе девизне штедње.

Разлике у приказивању, дакле, нису тако велике, реч је ту само о донацијама и отплати унутрашњег дуга. Много већа разлика, међутим, настаје као последица неадекватне класификације појединих расхода и прихода. На пример, у јануару 2007. године Министарство финансија је приход од продаје лиценце GSM приказало као редован непорески приход, уместо да га прикаже као приход од приватизације и не укључи у обрачун фискалног резултата. И у 2006. години 69 милијарди динара прихода од продаје лиценце приказано је као редован приход, искривљујући тиме стварну слику фискалне политике, посебно у дугом року.

Проблем са приказивањем приватизације (што продаја лиценце у суштини и јесте) као редовног фискалног прихода настаје онда када извор таквих прихода пресуши, односно кад не преостане државне имовине која се може продати. У том тренутку биће веома тешко редовне расходе (зараде и социјална давања који чине већину буџетских расхода и изразито су нефлексибилни надолу) свести на ниво које редовни приходи могу да подрже.

Из тог разлога је од великог значаја да Србија прихвати међународне стандарде обрачуна и приказивања фискалног резултата, као што је методологија ММФ-а – GFS 2001. Једна од кључних карактеристика система GFS 2001 обрачуна и приказивања фискалног резултата јесте да се посебно приказују приходи и расходи из редовних операција и приходи и расходи из продаје, односно набавке имовине (у шта спада и приватизација). Применом међународних стандарда постигла би се, дакле, не само међународна упоредивост података него и много реалистичнија слика фискалне политике у земљи.

Индикатори инвестиционе потрошње

Раст инвестиционе активности, остварен у претходном тромесечју, настављен је и у 2007. години. То потврђују готово сви индикатори инвестиционе активности.

Дефицит спољнотрговинске размене капиталних добара забележио је у првом тромесечју знатно убрзање међугодишњег раста (66,7%). С друге стране, физички обим производње капиталних добара је наставио с тенденцијом успоравања пада (2,9%). Такође, залихе ових добара су смањене (4,5%).

Мада су стране директне инвестиције биле мање него у претходна два тромесечја, њихов међугодишњи раст био је изузетно висок (343%) и поред чињенице што је 2007. година била изборна.

У прилог расту инвестиција говори и повећање средњорочног и дугорочног задуживања предузећа како у земљи, тако и у иностранству. Дугорочни нето кредити банака дати привреди, који се углавном користе за инвестиције у фиксне фондове, у односу на исти период претходне године су повећани за 16%, што је за 7,7 п.п. више од међугодишњег раста из четвртог тромесечја 2006. Истовремено је знатно порасло и дугорочно задуживање предузећа у иностранству (међугодишњи раст од 120%).

Дугорочно задуживање становништва и мале привреде код домаћих банака је прекинуло тренд успоравања раста из 2006. године на релативно високом нивоу. Наиме, у првом тромесечју је остварена међугодишња стопа раста од 54,5%, што је за 2,5 процентних поена више у поређењу с растом у четртвом тромесечју 2006. године.

Подаци о инвестиционој потрошњи државе такође указују на раст инвестиционе активности. Наиме, она је у првом тромесечју била већа за 68,0% у односу на исто тромесечје претходне године.

Инвестиције у обртна средства су такође исказале пораст, о чему сведочи већина индикатора. При том се ове инвестиције све више користе за финансирање залиха интермедијарних производа, што указује на повољне тенденције у погледу будућег раста индустријске производње.

Међугодишњи раст залиха готових производа у индустрији је био изразито низак, знатно нижи од раста индустријске производње. Овај податак указује на промену структуре залиха у корист интермедијарних производа, што је веома повољно са становишта будућег раста производње.

Индикатор пораста инвестиција у обртна средства је изразито висок раст увоза интермедијарних производа.

Табела III.5.3.

Индикатори кретања инвестиција

	I 2006.	II 2006.	III 2006.	IV 2006.	I 2007.	I 2007. I 2006.
Реални показатељи						
Физички обим индустријске производње капиталних производа, м.г. индекси	107,2	89,4	78,0	89,7	97,1	97,1
Увоз интермедијарних производа, млн USD	912,3	1.138,5	1.249,8	1.418,2	1.340,1	146,9
Извоз интермедијарних производа, млн USD	636,6	751,0	862,3	957,5	965,3	151,6
Залихе интермедијарних производа, м.г. индекси	101,2	102,0	104,7	104,4	100,8	100,8
Увоз капиталних производа, млн USD	551,5	753,2	797,1	925,3	925,8	167,9
Извоз капиталних производа, млн USD	130,3	146,1	169,7	214,6	223,6	171,6
Залихе капиталних производа, м.г. индекси	101,7	115,1	112,7	107,2	95,5	95,5
Финансијски показатељи						
Краткорочни кредити дати привреди, млрд динара	201,7	214,0	203,2	188,1	200,4	99,4
Средњорочно и дугорочно задуживање привреде у иностранству (нето), млн USD	258,0	323,0	637,0	662,0	568,0	220,2
Дугорочни кредити дати становништву, млрд динара	121,5	138,6	152,0	163,7	187,7	154,5
Дугорочни кредити дати привреди, млрд динара	162,8	172,3	177,9	174,0	189,4	116,3
Инвестициона потрошња државе, млрд динара	8,1	12,7	15,6	37,6	13,6	168,0

6. Кретања на тржишту рада

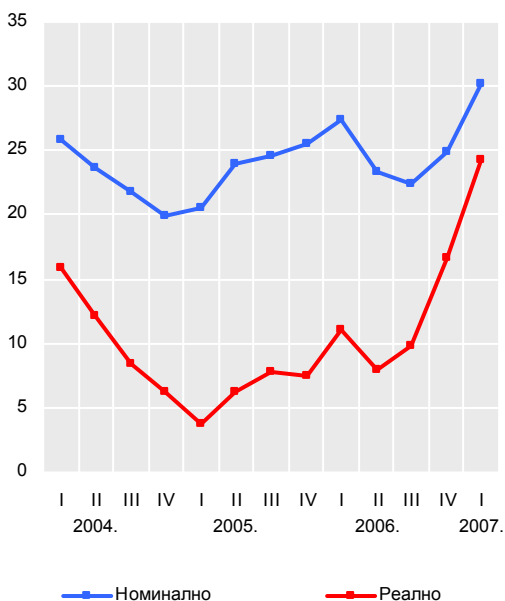
Зараде

Настављено је убрзање раста зарада из претходног тромесечја, пре свега у јавном сектору. Раст зарада и јединичних трошкова рада умањује конкурентност, а узрок томе је структурна неусклађеност понуде и тражње на тржишту рада.

Просечне **зараде** су у првом тромесечју оствариле убрзан раст. Међугодишњи номинални раст нето зарада износио је 30,2%, што је за 5,3 процентна поена више у поређењу с растом оствареним у четвртном тромесечју 2006. Реални међугодишњи раст нето зарада износио је 24,2%, или 7,5 процентних поена више него у претходном тромесечју.

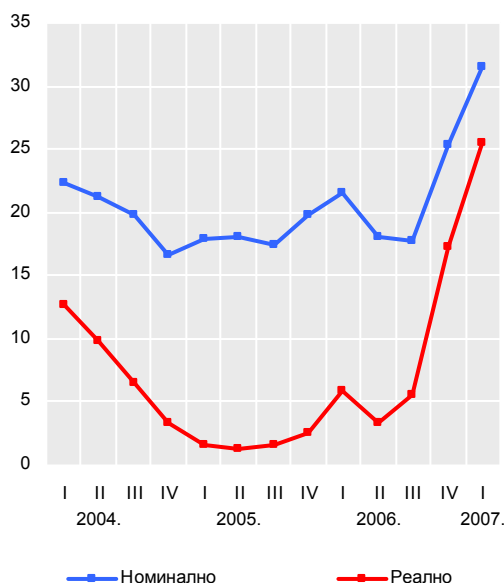
Графикон III.6.1.

Кретање просечних нето зарада (међугодишњи раст, у %)



Графикон III.6.2.

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



Просечне зараде у **јавном сектору** имају веома динамичан раст. Међугодишњи раст номиналних нето зарада у јавном сектору у првом тромесечју износио је 31,5%. То је за 6,1 процентни поен више у односу на раст остварен у четвртном тромесечју 2006, а томе је допринео пре свега изражен раст зарада запослених у јавним предузећима и службама.

Реални међугодишњи раст зарада у јавном сектору износио је 25,5% и већи је за 8,3 процентна поена у односу на раст остварен у четвртном тромесечју 2006.

Исплаћена **нето маса зарада у јавном сектору** је номинално виша за 28,8% и реално за 22,9%, с тим што се број запослених смањило.

Десезонирани подаци такође потврђују тренд убрзања раста номиналних нето зарада. Наиме, у првом тромесечју десезониране нето зараде су у односу на претходно тромесечје биле више за 10,8%, а у трећем и четвртном тромесечју 2006. године раст је износио 5,6% и 7,3%, респективно.

Јединични трошкови рада у индустрији су у првом тромесечју били за 5,4% виши у односу на исти период претходне године, као последица бржег раста реалних бруто зарада у односу на продуктивност (18,2% и 11,6%, респективно). У прерађивачкој индустрији јединични трошкови су смањени за 1,2%.

Са аспекта трошкова, висок раст зарада утиче на смањење конкурентности домаћих произвођача, односно делује ограничавајуће на раст извоза. С друге стране, као кључна

компонентна прилива становништва, убрзање раста зарада утиче на раст агрегатне тражње, чији инфлаторни ефекти могу, само на краatak рок, да се избегну повећањем понуде робе из увоза.

Запосленост

Стопа незапослености радно способног становништва стагнира. Број запослених и незапослених, према званичним евиденцијама, опада. Процес реструктурирања привреде се одражава у наглашеној мобилности радне снаге.

Према делимичним подацима, број запослених је у марту 2007. године износио 2.470,3 хиљаде, што је за 5,6% мање него у истом месецу 2006. године. Истовремено је број запослених у јавном сектору био мањи у односу на исти месец претходне године и износи 476 хиљада.

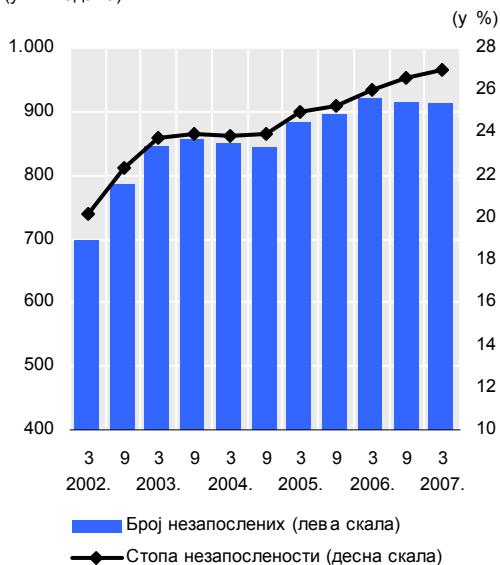
Број незапослених, који искључује лица привремено неспособна или неспремна за рад¹⁶, износио је у марту 913 хиљада, или за 0,7% мање у односу на исти месец претходне године. Процењена стопа незапослености је у том месецу износила 27%. Број заснованих радних односа показује повољније кретање и већу корелисаност са БДП-ом. У првом тромесечју је засновано 166,8 хиљада радних односа, што представља међугодишњи раст од 15,9%.

Према анкети о радној снази коју спроводи Републички завод за статистику, стопа незапослености лица узраста од 15 до 64 године је у 2006. години износила 21,6%, што је за 0,2 процентна поена мање у односу на 2005. годину.

Графикон III.6.3.

Незапосленост

(у хиљадама)

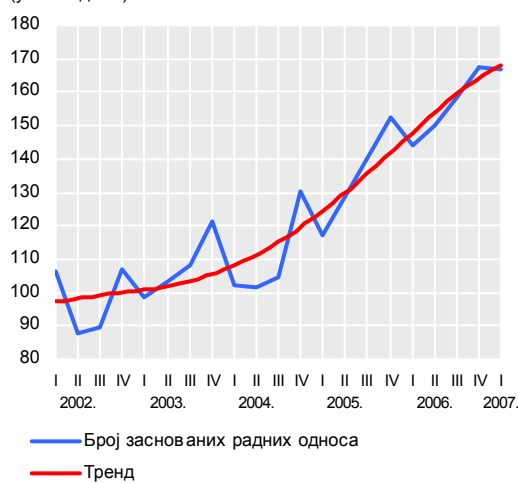


Извор: Републички завод за статистику и Национална служба за запошљавање.

Графикон III.6.4.

Запошљавање

(у хиљадама)



Извор: Национална служба за запошљавање.

¹⁶ РЗС од ове године стопу незапослености рачуна на бази броја незапослених лица, а не тражилаца запослења.

IV. Пројекција инфлације

1. Инфлациона очекивања

Смањење инфлационих очекивања се наставља, али су она просечно и даље изнад остварене инфлације.

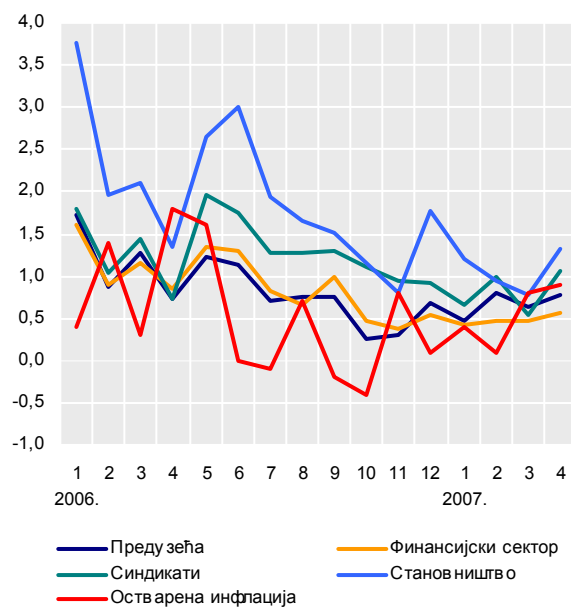
Према мартовским резултатима Анкете (TNS Medium Gallup), сви сектори, предузећа, синдикати, финансијски сектор и сектор становништва, исказали су смањење инфлационих очекивања.

Од почетка текуће године, инфлациона очекивања финансијског сектора и предузећа показују најстабилније кретање. Очекивања финансијског сектора стабилизовала су се на месечном нивоу од око 0,5% (6,2% на годишњем нивоу), односно сектора предузећа на нивоу од 0,6% (12,9% на годишњем нивоу). Стабилна очекивања изражена нарочито код финансијског сектора могу бити индикатор да банке и друге финансијске институције своја очекивања у погледу кретања инфлације формирају све мање на основу остварене инфлације, а све више на основу рационалних очекивања и у складу с очекивањима Народне банке Србије. Очекивања синдиката су нешто виша, у просеку 0,7% на месечном нивоу. Иако у паду, највиша су и даље очекивања становништва, у просеку 1,0% на месечном нивоу. Без обзира на то што показују силазну тенденцију, инфлациона очекивања су, посматрано од почетка године, у просеку и даље изнад остварене инфлације.

Према анкети коју је код нас спровео Ројтерс, у којој су се два економска института и девет банака изјашњавали о очекивањима за крај 2007. године у погледу кретања цена на мало, референтне стопе и девизног курса, може се видети да су она, нарочито када је реч о кретању цена на мало, просечно у складу с очекивањима Народне банке Србије објављеним у последњем Извештају о инфлацији (6,7%). У погледу кретања девизног курса и референтне стопе просечна очекивања су да ће на крају 2007. године евро вредети 81,9 динара, а да ће референтна стопа износити 11,1%.

Графикон IV.1.1.

Просечна инфлациона очекивања за наредна три месеца (у %)



Извор: Анкета (TNS Medium Gallup).

Табела IV.1.1.

Очекивања у погледу кретања инфлације, референтне каматне стопе и девизног курса за крај 2007. према анкети Ројтерса

	Цене на мало ¹⁾	Референтна каматна стопа	RSD/EUR
Економски институти (просек)	8.3	12.5	83.5
Банке (просек)	6.6	10.8	81.5
Просек два економска института и девет банака	6.9	11.1	81.9

¹⁾ Децембар 2007/децембар 2006.

Извор: Анкета (Reuters).

2. Средњорочна пројекција инфлације

Средњорочна пројекција

Средња пројекција базне инфлације у 2007. креће се око 3%, а укупне инфлације око 6%. Базна инфлација ће се кретати у распону 1–5%. Постоји велики ризик од подбацавања циљаног коридора базне инфлације (4–8%) и занемарљиво мали ризик од његовог пребацавања.

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

Почетни услови и претпоставке

Тромесечна стопа базне инфлације је у паду и у првом тромесечју 2007. године је била негативна, док је међугодишња базна инфлација на доњој граници циљаног распона од 4%, с тим што је извесно да ће у другом тромесечју пасти испод циља (стр. 7). Главни фактори дезинфлације у протеклом периоду били су номинална апресијација динара (друга половина 2006) и одложени ефекти кумулиране реалне апресијације (почетак 2007). Задатак монетарне политике, према томе, у наредном периоду биће да циљаној инфлацији приђе с доње стране.

Кумулирана реална апресијација ће и у наредном периоду имати дезинфлационе ефекте. С друге стране, враћању базне инфлације на циљ могу допринети трошковни ефекти најављеног повећања цена електричне енергије.

Пројекција базне инфлације базира се на претпоставкама стабилне стране инфлације, умереног пораста каматне стопе Европске централне банке, као и умереног пораста светске цене нафте. Очекује се да ће небазна инфлација (регулисане цене и цене пољопривредних производа) и у току ове године бити знатно виша од базне.

Претпоставке за пројекцију инфлације у 2007.

Екстерне

Инфлација у ЕУ	2%
Инфлација у САД	2,5%
Каматна стопа у ЕУ на крају године	4%
Однос USD/EUR (просек за годину)	1,36
Цена уралске нафте на крају године (у USD)	60

Интерне

Раст БДП-а	5%
Небазна инфлација	9%
Дефицит републичког буџета (учешће у БДП-у)	–1,5%

Ризици у погледу претпоставки

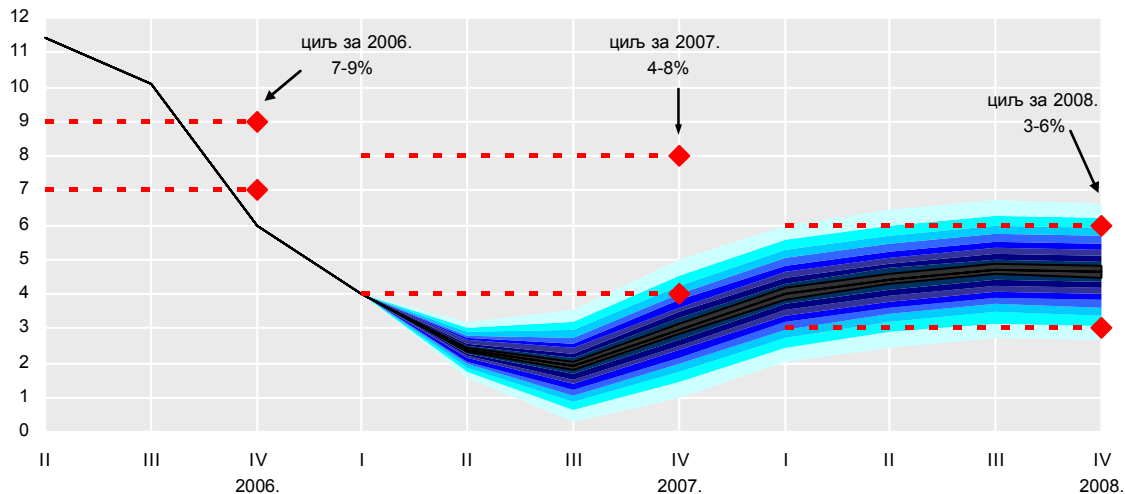
Свакако, постоји ризик да се усвојене претпоставке не остваре. Кретање светских цена нафте, које пресудно утичу на цене домаћих деривата нафте, увек представља велики ризик. Иако деривати нафте не улазе директно у базу инфлацију¹⁷, они код нас (више него у развијеним земљама) чине значајну трошковну ставку производа чије се цене слободно формирају. Постоји неизвесност и у погледу економске политике нове владе. С тим питањем повезано је више фактора: нови републички буџет (који је значајна детерминанта тражње), план корекција регулисаних цена и став инвеститора према Србији (што може знатно утицати на кретање девизног курса).

Пројекција базне инфлације

Базна инфлација ће се у 2007. наћи у распону 1–5%, а средња пројекција се креће око 3%. Према нашим пројекцијама, готово да не постоји никакав ризик да базна инфлација у 2007. години буде изнад циљаног коридора 4–8%, али постоји велики ризик да се нађе испод њега.

Графикон IV.2.1.

Пројектована базна инфлација (међу годишње стопе, у %)



Овај тип графикона приказује различите вероватноће остварења пројекције базне инфлације у 2007. години. Централна пројекција је у најтамнијем делу графикона и вероватноћа да ће пасти у овај распон износи 10%. Свака следећа нијанса укључује такође 10% вероватноће, тако да цело распон обухвата 90% вероватноће остварења пројекције. Другим речима, вероватноћа да ће базна инфлација у 2007. години бити у оквиру распона на графикону износи 90%.

У наредном периоду, тј. од другог тромесечја, тромесечне стопе базне инфлације исказиваће умерен пораст, као последица релаксирања монетарне политике Народне банке Србије и номиналне депресијације динара, уз допринос трошковних ефеката пораста цене електричне енергије. Кумулирана реална апресијација динара из претходне године, с друге стране, и даље ће успоравати бржи пораст инфлације. Иако ће тромесечне стопе базне инфлације бити у порасту, међугодишња базна инфлација имаће силазну тенденцију све до последњег тромесечја, када ће забележити пораст – на око 3% (графикон IV.2.1.). Према нашим пројекцијама, базна инфлација ће се већ у првој половини 2008. године наћи у границама циљаног коридора за 2008. годину (3–6%)¹⁸.

¹⁷ Цене деривата нафте регулише држава посебном уредбом, и то на основу кретања цена уралске нафте, девизног курса и акциза.

¹⁸ У садашњем режиму монетарне политике Народне банке Србије, који се заснива на принципима циљања инфлације, одступања од циљане инфлације су само привремена.

Са приказаном пројекцијом инфлације конзистентно је умерено ублажавање монетарне политике (снижавање референтне стопе) у наредна два тромесечја¹⁹. Мада би брже ублажавање, највероватније, осигурало да се базна инфлација до краја 2007. врати у границе циљаног коридора, ова пројекција подразумева опрезну монетарну политику, која, осим циљане инфлације за текућу годину, води рачуна и о дугорочној макроекономској стабилности. Уколико се процени да би остварење циља у 2007. по сваку цену, знатним спуштањем референтне стопе, изазвало високе инфлаторне притиске у наредној години²⁰ и тиме нарушило стабилност монетарне политике, може се десити да стопа инфлација у 2007. буде нешто нижа од циљаног коридора (4–8%).

Поред тога, одлуке монетарне политике су везане и за бројне ризике и они су још један разлог за опрезну монетарну политику. Уколико би се, на пример, проценило да одређени фактори – фискална политика, скок светских цена нафте, политичка неизвесност... – делују инфлаторно, очекивано даље снижавање референтне каматне стопе би могло изостати или би чак могло доћи до повећања референтне каматне стопе. С друге стране, јачање дезинфлаторних притисака могао би бити разлог да се монетарна политика знатније ублажи. У сваком случају, ова пројекција подразумева такву монетарну политику која ће обезбедити да непредвиђени шокови у било ком правцу не доведу до одступања инфлације од циља на дужи рок.

У односу на пројекцију из „Извештаја о инфлацији“ за четврто тромесечје 2006. пројектована базна инфлација за 2007. нижа је за 1,7 п.п. Нова пројекција је нижа због тога што су се дезинфлациони притисци кумулиране апресијације из претходне године на почетку ове године показали јачим него што смо то претпоставили у пројекцији из претходног „Извештаја о инфлацији“.

Пројекција укупне инфлације

Средња пројекција раста цена на мало у 2007. години износи око 6%. Ова пројекција, поред пројекције базне инфлације, укључује претпоставке у погледу кретања цена пољопривредних производа и регулисаних цена. Оријентациони план кретања регулисаних цена до краја године биће познат са усвајањем Меморандума нове владе, па смо у погледу кретања тих цена усвојили претпоставке. Кад је реч о ценама пољопривредних производа, њихово кретање у већој мери одређује понуда, у зависности од временских прилика, а знатно мање мере Народне банке Србије. Цене ових производа показују високу волатилност, па и поред релативно скромног учешћа у ценама на мало могу значајно утицати на укупан индекс цена. Због свега тога, остварење укупне инфлације не зависи само од мера Народне банке већ и од других фактора.

¹⁹ Пројекција инфлације коју смо приказали претпоставља активну политику Народне банке Србије, која путем корекција референтне каматне стопе делује у правцу враћања базне инфлације на циљ, што је и суштина режима циљане инфлације.

²⁰ Највећи утицај промене референтне стопе на међугодишњу базну инфлацију, по нашим проценама, остварује се након годину дана, па ће се садашња промена референтне стопе највише одразити у 2008.

Табела А

Индикатори екстерне позиције Србије

	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007. I тромесечје
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ ЛИКВИДНОСТИ (у %)							
Девизне резерве/увоз робе и услуга (у месецима)	3,1	4,5	5,3	4,5	5,9	9,6	8,0
Девизне резерве/краткорочни дуг	114,1	223,5	336,3	424,9	385,9	717,3	875,4
Девизне резерве/БДП	11,0	14,4	17,5	17,3	22,2	37,4	35,2
Отплата дуга/БДП	0,9	1,3	2,0	3,8	4,5	6,4	8,7
Отплата дуга/извоз робе и услуга	3,7	7,1	9,1	16,8	17,9	23,5	29,6
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)							
Спољни дуг/БДП	104,8	70,9	66,7	57,5	58,7	61,7	59,4
Краткорочни дуг/БДП	9,7	6,4	5,2	4,1	5,7	5,2	4,0
Спољни дуг/извоз робе и услуга	456,9	379,2	343,0	253,6	234,2	228,1	211,5
ИНДИКАТОРИ ИЗЛОЖЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКОМ РИЗИКУ (у %)							
Девизне резерве/М1	135,9	143,3	195,3	221,0	291,1	356,5	371,1
Девизне резерве/примарни новац	136,3	132,0	168,0	166,2	170,3	177,8	180,7
СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ)/БДП							
	65,3	56,9	59,1	68,6	70,2	73,9	81,5
КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ							
				Новембар В+, Standard & Poor's	Јул ВВ-, Standard & Poor's и Fitch	Фебруар ВВ- (дугор.), В (краткор.), позитивно Standard & Poor's, ВВ- по Fitch -y	
МЕМОРАНДУМ: (у милионима долара)							
БДП (у млн USD)	10.619	15.840	20.340	24.509	26.355	31.760	8.188
Спољи дуг	11.125	11.230	13.575	14.099	15.467	19.606	19.833
Сервисирање спољног дуга	91	211	397	935	1.183	2.021	710
Девизне резерве централне банке	1.169	2.280	3.550	4.245	5.843	11.888	11.731
Краткорочни дуг	1.026	1.020	1.056	999	1.514	1.657	1.340
Биланс текућих трансакција	-285	-1.247	-1.420	-2.869	-2.224	-3.656	-1.513

Методолошка објашњења:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Напомене:

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

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

3. Отплата спољног дуга не укључује превремену отплату дуга.

4. БДП за прво тромесечје 2007. је процена Народне банке Србије.

Табела Б

Основни макроекономски индикатори

	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007, I тромесечје
Реални раст БДП-а (у %)	4,8	4,2	2,5	8,4	6,2	5,7	7,0 ¹⁾
Цене на мало (у % у односу на исти месец претходне године)	40,7	14,8	7,8	13,7	17,7	6,6	5,6
Базна инфлација (у % у односу на исти месец претходне године)	20,5	4,4	6,1	11,0	14,5	5,9	4,0
Девизне резерве НБС (у млн USD)	1.169,1	2.280,1	3.550,1	4.244,5	5.842,8	11.887,5	11.730,5
Извоз (у млн USD) ²⁾	2.435	2.961	4.358	5.559	6.606	8.593	2.401
- стопа раста у % у односу на претходну годину	17,9	21,6	47,2	27,6	18,8	30,1	48,4
Увоз (у млн USD) ²⁾	-4.499	-6.059	-8.177	-11.853	-11.902	-14.885	4.274
- стопа раста у % у односу на претходну годину	28,3	34,7	35,0	45,0	0,4	25,1	43,5
Текући рачун платног биланса (у млн USD)	-285	-1.247	-1.420	-2.869	-2.224	-3.656	-1.513
у % БДП-а	-2,7	-7,9	-7,0	-11,7	-8,4	-11,5	-18,5
Незапосленост, званични подаци (у %) ³⁾	21,8	24,5	26,1	23,9	25,3	25,9	27,0
Незапосленост по Анкети (у %) ⁴⁾	12,2	13,3	14,6	18,5	20,8	20,9	...
Зараде (просечне за период, у EUR)	89,9	151,7	176,7	194,4	210,4	260	306,9
Републички буџетски дефицит/суфицит (у % БДП-а)	-0,2	-4,3	-1,4	-0,1	1,5	1,4	0,7
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а)							
- Методологија Министарства финансија	0,0	-1,9	-2,0	0,5	3,9	-3,1	2,3
- Методологија ММФ-а	-0,5	-2,8	-4,3	-1,4	-3,2	-4,7	-0,5
Јавни дуг Републике Србије (спољни + унутрашњи, у % БДП-а) ⁵⁾	106,5	73,7	67,9	53,7	46,2	38,8	34,0
Курс динара према USD (просек, у периоду)	66,68	64,46	57,56	58,39	66,70	67,10	61,03
Курс динара према USD (крај периода)	67,67	58,98	54,64	57,94	72,22	59,98	61,11
Курс динара према EUR (просек, у периоду)	59,78	60,68	65,05	72,57	82,92	84,16	79,99
Курс динара према EUR (крај периода)	59,71	61,52	68,31	78,89	85,50	79,00	81,57
Меморандум							
БДП (у млн USD)	10.619	15.840	20.340	24.509	26.355	31.760	8.188 ¹⁾

¹⁾ Процена Народне банке Србије.

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

³⁾ Извор: Републички завод за статистику; од 2004. стопа незапослености се рачуна на бази броја незапослених лица, а до 2003. на бази броја лица која траже запослење.

⁴⁾ Извор: Анкета о радној снази, Републички завод за статистику.

⁵⁾ Извор: Билтен Министарства финансија Републике Србије.

Додатак 1: Меморандум Народне банке Србије о утврђивању циљане стопе инфлације за 2008. годину

У складу са Законом о Народној банци Србије, који као основни задатак Народне банке Србије прописује постизање и одржавање стабилности цена, и Меморандумом о новом оквиру монетарне политике, усвојеним августа 2006. године, којим се Народна банка Србије обавезала да утврђује циљану стопу инфлације, Монетарни одбор Народне банке Србије утврђује циљану стопу базне инфлације за 2008. годину у следећем распону:

- 3–6% децембар 2008. према децембру 2007. године.

Монетарни одбор истиче главне принципе Новог оквира монетарне политике:

- објављене циљане стопе инфлације представљају нумеричке смернице за монетарну политику коју спроводи Народна банка Србије;
- Народна банка Србије ће циљану стопу инфлације постизати корекцијама каматне стопе која се примењује на двонедељне репо операције (2W), која је уједно референтна стопа и кључни инструмент монетарне политике. Остали инструменти, укључујући и интервенције на девизном тржишту, имаће помоћну улогу;
- Народна банка Србије спроводи режим руковођено флексибилног девизног курса, што подразумева задржавање права интервенција у случају знатних дневних осцилација на девизном тржишту, угрожености финансијске и ценовне стабилности и заштите адекватног нивоа девизних резерви;
- одлуке о висини референтне стопе Монетарни одбор ће доносити на седницама, и то на основу анализа и прогноза економских и инфлаторних кретања, према унапред утврђеном распореду њиховог одржавања;
- Монетарни одбор ће редовно обавештавати јавност о оствареним циљевима и о корацима које ће предузети ради остварења циљева у будућности.

Монетарни одбор је одлучио да циљану стопу базне инфлације утврди за крај 2008. године како би утицао да се инфлаторна очекивања јавности усмере ка том нивоу. Тиме се пружа додатна подршка стварању окружења са ниском инфлацијом и уједно дају смернице за текуће мере монетарне политике. Монетарни одбор оцењује да садашње одлуке монетарне политике (као што је промена референтне каматне стопе) највећи утицај на инфлацију постижу тек након три тромесечја од њиховог доношења. Због тога се мере монетарне политике доносе полазећи од њиховог утицаја на инфлацију на средњи рок.

У поређењу с циљаним распонем за базну инфлацију за крај 2007. године, циљани распон за крај 2008. је на нижем нивоу, а ширина распона је смањена имајући у виду повољна макроекономска кретања и ниске стопе инфлације:

- Ниво циљане стопе инфлације за крај 2008. године одражава тежњу Народне банке Србије да се кроз процес постепеног смањивања инфлације стабилност цена постигне без негативног утицаја на остале макроекономске токове. Успешно смањивање инфлације у 2006. и 2007. години створило је предуслове за ниже циљане стопе инфлације и наставак процеса дезинфлације.
- Ниво циљане стопе инфлације за 2008. утврђен је испод нивоа циљане стопе инфлације за 2007, али ипак довољно високо да дозволи извесне корекције релативних цена које се очекују у оквиру процеса реструктурирања привреде. Приликом

доношења одлуке о циљаном распону за базну инфлацију, Монетарни одбор је узео у обзир и оцену дугорочних макроекономских трендова како би се притисак на номинални девизни курс свео на најмању могућу меру, а самим тим и смањили ризици могућих негативних краткорочних последица на конкурентност привреде.

- Ширина циљаног распона за 2008. је у поређењу с 2007. смањена да би се ефикасније утицало на инфлациона очекивања.

Утврђивање циљаног распона за базну инфлацију за крај 2008. године требало би такође да олакша процес дефинисања нивоа инфлације који би био у складу са основним задатком Народне банке Србије да обезбеди стабилност цена у средњем року. Народна банка Србије ће у сарадњи с Владом Републике Србије, у чијој је надлежности планирање промена регулисаних цена, утврдити средњорочни циљ и за укупну инфлацију и о томе обавестити јавност.

- **Инфлаторна очекивања (инфл очек)** јесу очекивања економских субјеката у погледу кретања цена у наредном периоду и веома много утичу на само кретање инфлације. Висока инфлаторна очекивања могу узроковати пораст инфлације, чак и када се за то нису стекли реални услови;
- **Увозна инфлација (ув инфл)** зависи од кретања девизног курса и стране инфлације. Како девизни курс показује знатно већи степен осцилација него страна инфлација, његов утицај на кретање увозне инфлације је доминантан;
- **Тренд реалног курса (тренд реал курса)** показује просечну дугорочну тенденцију кретања реалног курса. Другим речима, он нам говори за колико ће домаће цене у дугом року расти брже од страних (изражених у истој валути). Будући да очекујемо да ће код нас у наредном периоду раст продуктивности бити бржи у односу на иностранство, требало би да домаће цене расту брже од страних (реална ап्रेसијација);
- **Јаз реалног курса са доњом (јаз реал курса(-1))**, тј. одступање реалног курса од свог тренда, представља меру прекомерне депресијације или апресијације. Реални курс можемо схватити као апроксимацију реалног маргиналног трошка, тј. учешћа трошка (увозна компонента) у приходу (домаћа цена). У нашем случају, у другој половини 2006. године дошло је до пада реалног маргиналног трошка, тј. до пораста маргиналног профита, због тога што пад увозних цена (трошак) није био праћен адекватним падом домаћих цена (приход). Зато су сада домаће цене изнад нивоа који би се очекивао на бази дугорочог тренда реалног курса, другим речима, реални курс је прекомерно апресирао (ап्रेसијацијски јаз). Конкуренција ће у наредном периоду постепено утицати на опадање маргиналног профита, тј. јаз ће се затворити путем споријег раста домаћих цена од увозних²¹ (курс + страна инфлација). Реални курс је у исто време индикатор тражње за домаћим производима као и конкурентности домаће привреде, па незатварање апресијацијског јаза у дужем року може узроковати знатније успоравање економске активности.

2) Девизни курс – непокривени каматни паритет

Једначина непокривеног каматног паритета (НКП) указује да приноси на две валуте, кориговани за премију ризика, теже да се изједначе. Под претпоставком да је, у случају динара и евра, премија ризика нула, то би значило да очекивана депресијација динара у односу на евро наредних годину дана износи 7%, зато што би управо толика депресијација била неопходна да се изједначе приноси на ове две валуте имајући у виду да је тренутно разлика између две референтне каматне стопе 7 п.п. (10,5% на динаре и 3,5% на евре). Ова калкулација, међутим, занемарује чињеницу да се на девизним тржиштима на ризичније валуте тражи додатни принос, који се назива *премија ризика*. Премија ризика изједначава преференције инвестирања у динар и у евро. У том случају, да бисмо добили очекивану депресијацију, разлику између две каматне стопе требало би кориговати за премију ризика:

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

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

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

чији елементи су:

- **Каматне стопе (кам и евро кам)**. У моделу користимо тржишне пандане референтних стопа код нас и у ЕУ: двонедељни *Velibor* (за динаре) и једнонедељни *EURIBOR* (за евро);
- **Очекивани курс (очек курс(+1))** јесу очекивања економских субјеката у погледу кретања девизног курса у наредном периоду;
- **Премија ризика (прем)** у највећој мери зависи од става страних инвестирора. Наша процена је да се премија ризика креће око 4%.

3) Номинална каматна стопа – функција реакције монетарне политике

Ова једначина дефинише основне елементе на бази којих се доноси одлука о висине референтне каматне стопе и кључна је за стабиловање економје. Правило монетарне политике – одступање прогнозиране инфлације од циља – кључни је елемент у доношењу одлуке о промени референтне стопе. Када је прогнозирана инфлација испод циља, монетарна политика треба да буде експанзивна, тј. референтна стопа треба да буде испод неутралне. Обрнуто важи када је пројектована инфлација изнад циља. Ипак, да би се

²¹ Коригованих за тренд реалног курса

избегле нестабилности, монетарна политика не би требало да прави нагле скокове. Због тога је у једначину укључена претходна каматна стопа, која обезбеђује стабилност њеног кретања:

$$\text{кам} = a_4 \cdot \text{кам}(-1) + (1 - a_4) \cdot [\text{неутр кам} + a_5 \cdot (\text{одступање инфл од циља})],$$

чији су елементи:

- **Претходна референтна стопа (кам(-1))** осигурава одређени степен инерције, тј. стабилности кретања референтне стопе. Коефицијент уз претходну референтну стопу може да има вредност између 0 и 1. Висина овог коефицијента дефинише склоност креатора монетарне политике ка наглом мењању референтне стопе;
- **Неутрална каматна стопа (неутр кам)** представља онај ниво каматне стопе који има неутралан утицај на инфлацију. Другим речима, када је референтна стопа на неутралном нивоу, монетарна политика није ни рестриктивна ни експанзивна;
- **Правило монетарне политике (одступање инфлације од циља)** дефинише где референтна стопа треба да се налази у односу на неутралну. Када је прогнозирана инфлација испод циља, референтна стопа треба да буде испод неутралне и обрнуто.

Пројекције добијене на основу модела могу се кориговати укључивањем информација које нису обухваћене моделом и зато нису коначне. Осим за пројекцију инфлације, модел се користи и за израчунавање путање девизног курса и референтне стопе које су конзистентне са остварењем циљаног нивоа инфлације, па стога модел представља помоћно средство у процесу доношења одлука.

Додатак 3: Промене обавезне резерве банака

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

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

Ред. бр.	Правни основ	Основа	Стопа	Плаћање кам. на средства издвојене о. р.	Први обрачун	Очекивани ефекат мера
	102/05	Динарска – непромењена Динарска са девизном клаузулом уведена Девизна непромењена	18% 35%	Плаћа се Плаћа се		Повлачење 2,0 млрд динара
8.	109/05	Динарска непромењена Динарска са девизном клаузулом Девизна – проширена девизном штедњом положеном код банака после 30. 6. 2001, која је имала другачији третман, а истовремено укинута минимална девизна ликвидност и умањена за девизне штедне улоге положене код банке у периоду од 1. до 7. 11. 2004. и од 31. 10. до 6. 11. 2005.	Повећана са 35% на 38% 38%	Не плаћа се	10. 12. 2005.	Повлачење 14,9 млрд динара
	28/06	Динарска – непромењена Динарска са девизном клаузулом – промењена	18% Повећана са 38% на 40%	Плаћа се Плаћа се		Повлачење 1,2 млрд динара
9.		Девизна – проширена за износ субординираних девизних обавеза	Повећана са 38% на 40%, осим за субординиране обавезе (20%), и са 38% на 100% на средства која даваоци лизинга држе код банке	Не плаћа се	10.4. 2006.	Повлачење 18,7 млрд динара
	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. 5. 2006.	Повлачење 35,5 млрд динара

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

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

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

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

Ред. бр.	Правни основ	Основа	Стопа	Плаћање кам. на средства издвојене о. р.	Први обрачун	Очекивани ефекат мера
		Динарска – непромењена	10% На динарске депозите индексиране девизном клаузулом и на обавезе у динарима по основу депозита и кредита из иностранства – 45%	Плаћа се		Ослобађање тј. враћање банкама 5,8 млрд динара
14.	Нова Одлука 116/06	Девизна – непромењена	45% На девизну штедњу положену код банака 40%; на девизне субординиране обавезе 20%; на девизна средства лизинга 100%	Не плаћа се	10. 1. 2007.	Повлачење 14,6 млрд динара
		<i>Обрачун девизне обавезне резерве врши се у еврима.</i>				
		Динарска – непромењена	Непромењена	Плаћа се		
15.	3/07	Девизна – непромењена	Непромењена	Не плаћа се	10. 1. 2007.	
		<i>Изузетно, због показатеља девизног ризика, банке могу да издвајају девизну обавезну резерву и у САД доларима.</i>				

Ред. бр.	Правни основ	Основа	Стопа	Плаћање кам. на средства издвојене о. р.	Први обрачун	Очекивани ефекат мера
		Динарска – непромењена				
		Девизна – непромењена	Непромењена	Плаћа се		
			Непромењена	Не плаћа се		
16.	31/07	<i>Банке могу давати налоге за издвајање, односно повлачење средстава с рачуна девизне обавезне резерве. Народна банка Србије, по овлашћењу банака, може задужити или одобрити рачун девизне обавезне резерве у складу с прописима међубанкарског клиринга у девизама.</i>				Примењује се од 1. априла 2007, када и Одлука о међубанкарском клирингу плаћања у девизама

Додатак 4: Пруденцијалне мере за ограничење кредитног раста

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

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

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

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

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

Ред. бр.	Правни основ	О с н о в а	О п и с	Претходно стање
18.	57/06	Одлука о адекватности капитала банке	<p>Овом одлуком утврђује се начин израчунавања капитала банке и показатеља адекватности капитала. Капитал банке чини збир основног (мин. 50% капитала) и допунског капитала умањен за одбитне ставке, с тим да је банка дужна да у свом пословању обезбеди капитал у висини од 10.000.000 евра у дин. противвредности према званичном средњем курсу.</p> <p>Одлука дефинише ризичну активу банке, девизни ризик (ризик настанка негативних ефеката на финансијски резултат и капитал банке услед промене девизног курса) и отворену нето девизну позицију банке. Отворена нето девизна позиција може бити дуга (ако је вредност потраживања банке у одређеној страниј валути већа од вредности њених обавеза у истој валути) или кратка (ако је вредност потраживања банке у одређеној страниј валути мања од вредности њених обавеза у истој валути).</p> <p>Отворена нето девизна позиција банке исказује се одвојено за евре, америчке доларе и швајцарске франке, збирно за остале валуте и збирно за злато и остале племените метале. У њен обрачун укључују се и потраживања у динарима индексирана девизном клаузулом.</p> <p>Одлука регулише да је показатељ адекватности капитала једнак односу капитала и ризичне активе банке. Банка је дужна да ради стабилног и сигурног пословања, односно ради испуњења обавеза према повериоцима – показатељ адекватности свог капитала одржава на нивоу који није нижи од 12%.</p>	<p><i>Почетком примене од 1. 10. 2006. године</i></p> <p>фактички је замењена претходна одлука о ближим условима примене чл. 26. и 27. Закона о банкама и др. финанс. организацијама, па самим тим и тачка 31. Одлуке, која је регулисала показатељ девизног ризика.</p>
19.	116/06	Одлука о адекватности капитала банке	<p>Овом изменом прецизирана је одредба која се односи на пондерисање потраживања коефицијентом 125%. Такође, одређено је да се у категорију ризичности од 125% укључи део потраживања који дужник није заштитио од девизног ризика. Дужник може то потраживање делимично обезбедити од промене курса динара или промене вредности индексирања ако обезбеди прилив у истој страниј валути, односно са истим основом индексирања, у року доспећа тог потраживања (прилив из иностранства, депозит, зараде).</p>	

Ред. бр.	Правни основ	О с н о в а	О п и с	Претходно стање
20.	31/07	Одлука о усклађивању стања бруто динарских пласмана одобрених становништву са основним капиталом банака	Овом изменом се прописује обавеза банака да на износ позитивне разлике између прописаног и депонованог износа средстава, као и између исправно утврђеног и првобитно утврђеног износа за депоновање средстава, плаћају камату Народној банци Србије-по каматној стопи предвиђеној Одлуком о каматним стопама које Народна банка Србије примењује у поступку спровођења монетарне политике ("Службени гласник РС", бр.73/2006, 103/2006, 110/2006 и 31/2007).	Почетак примене у периоду од 25. маја до 25. јуна 2007. године, а према стању бруто пласмана одобрених становништву и основног капитала на дан 30. априла 2007.

Списак табела и графикана

Табеле

I.0.1.	Основни макроекономски индикатори	3
II.0.1.	Показатељи раста цена	5
II.0.2.	Раст цена на мало по компонентама (у %)	6
II.0.3.	Доприноси стопи раста цена на мало (у процентним поенима)	6
II.0.4.	Најзначајније очекиване промене регулисаних цена у другом тромесечју	7
III.1.1.	Структура промета на МДТ-у у 2007.	18
III.1.2.	Структура промета на МДТ-у између банака у 2007.	18
III.2.1.	Јединичне вредности увоза робе према намени	20
III.3.1.	Платни биланс Републике Србије	21
III.3.2.	Робна размена по економској намени	22
III.3.3.	Робна размена по економским групацијама	22
III.3.4.	Доприноси стопи раста девизних резерви НБС	25
III.4.1.	Допринос делова активе стопи раста примарног новца	26
III.4.2.	Допринос делова активе стопи раста МЗ	26
III.4.3.	Просечан допринос слободних средстава укупној ликвидности банака	29
III.4.4.	Штедња становништва	30
III.5.1.	Фискални резултат	36
III.5.2.	Консолидовани јавни расходи	36
III.5.3.	Индикатори кретања инвестиција	38
IV.1.1.	Очекивања економских института и банака у погледу кретања инфлације, референтне каматне стопе и девизног курса за крај 2007. године	41
A)	Индикатори екстерне позиције Србије 2001–прво тромесечје 2007.	45
B)	Основни макроекономски индикатори 2001– прво тромесечје 2007.	46

Графикони

II.0.1.	Кретање цена (тримесечни раст)	5
II.0.2.	Кретање цена (међугодишњи раст)	5
II.0.3.	Доприноси расту цена на мало	6
III.0.1.	Индекс монетарних услова	10
III.1.1.	Просечна пондерисана каматна стопа на репо операције	11
III.1.2.	Кретање каматних стопа	11
III.1.3.	Крива приноса на међубанкарском тржишту новца	12
III.1.4.	Цена штедних записа треће емисије и орочена девизна штедња	13
III.1.5.	Просечна пондерисана каматна стопа на девизне штедне улоге	13
III.1.6.	Кретање каматних стопа на тржишту новца ЕУ и Србије	13
III.1.7.	Кретање репо стопа ЕЦБ и ФЕД-а	13
III.1.8.	Пондерисане каматне стопе на хартије од вредности	14
III.1.9.	Кретање приноса на обвезнице старе девизне штедње	14
III.1.10.	Кретање вредности Belexline индекса	15

III.1.11. Номинални курс динара	15
III.1.12. Међугодишње промене просечног номиналног курса динара	16
III.1.13. Интервенције НБС на фиксинг састанку	16
III.1.14. Нето интервенције НБС на фиксинг састанку и просечан курс евра	16
III.1.15. Интервенције НБС на девизном тржишту и просечан курс евра	17
III.1.16. Нето интервенције НБС на девизном тржишту и просечан курс евра	17
III.1.17. Дневне промене курса динара према евр	17
III.1.18. Купопродаја девиза између банака на МДТ-у	17
III.1.19. Међугодишње промене просечног реалног курса динара	18
III.1.20. Куповина/продаја девиза од стране НБС на састанку МДТ-а и курс евра	18
III.2.1. Базна и увозна инфлација	19
III.2.2. Кретање цена нафте	19
III.3.1. Извоз и увоз робе	21
III.3.2. Покриће дефицита биланса робе, услуга и камата текућим трансферима	22
III.3.3. Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала	23
III.3.4. Структура прилива капитала	23
III.3.5. Средњорочни и дугорочни кредити из иностранства	23
III.3.6. Износ и структура спољног дуга Републике Србије	24
III.3.7. Покривеност увоза девизним резервама	24
III.4.1. Креирање примарног новца	25
III.4.2. Примарни новац	26
III.4.3. Кретање монетарних агрегата дефлационираних ценама на мало	27
III.4.4. Кретање монетарних агрегата	27
III.4.5. Извори раста пласмана банака	28
III.4.6. Међугодишњи раст кредита привреди и становништву	28
III.4.7. Секторски распоред кредита банака	28
III.4.8. Просечна стопа ликвидности банака	30
III.5.1. Доприноси тромесечном расту БДП-а	31
III.5.2. Кретање бруто домаћег производа – процене по тромесечјима	32
III.5.3. Кретање тражње становништва и БДП-а	34
III.5.4. Јавни приходи и расходи (методологија ММФ-а)	35
III.5.5. Структура јавних расхода	35
III.6.1. Кретање просечних нето зарада	39
III.6.2. Кретање просечних нето зарада у јавном сектору	39
III.6.3. Незапосленост	40
III.6.4. Запошљавање	40
IV.1.1. Просечна инфлациона очекивања за наредна три месеца	41
IV.2.1. Пројектована базна инфлација	43

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

Саопштења са седница Монетарног одбора Народне банке Србије

Саопштење са седнице Монетарног одбора одржане 10. 1. 2007.

Референтна каматна стопа на двонедељне репо операције од 14 одсто остаје непромењена, одлучио је на данашњој седници Монетарни одбор Народне банке Србије. На задржавање референтне каматне стопе на непромењеном нивоу, Монетарни одбор се одлучио због високе динарске ликвидности, изазване знатним смањењем динарских депозита државе изнад сезонски уобичајеног, интервенисањем Народне банке Србије на девизном тржишту (куповина девиза) како би се спречила додатна апресијација динара крајем децембра, као и због чињенице да прва половина јануара, услед мањег броја радних дана традиционално не даје довољно поуздане податке о тржишним кретањима. Такође, због смањења стопе обавезне резерве на динарске депозите са 15 на 10 одсто, у јануару се очекује додатно повећање динарске ликвидности. Управо задржавањем референтне каматне стопе на непромењеном нивоу Народна банка настоји да спречи да повећана динарска ликвидност утиче на прекомеран раст потрошње, који би могао утицати на повећање инфлаторних очекивања и стопе инфлације.

Народна банка Србије на тај начин свим актерима економског живота још једанпут потврђује да у борби против инфлације не користи курс динара, већ референтну каматну стопу, као главни, тржишнији инструмент монетарне политике. Курс динара ће се и надаље формирати у складу с понудом и тражњом, а Народна банка ће доприносити његовој стабилности.

Монетарни одбор ће пратити како текућа монетарна кретања, тако и инфлаторна очекивања и промене у карактеру фискалне политике, и према томе ће предузимати мере да би рестриктивност монетарне политике била у складу с пројекцијом базне инфлације за ову годину.

Саопштење са седнице Монетарног одбора одржане 29. 1. 2007.

Данашњом одлуком Монетарног одбора Народне банке Србије референтна каматна стопа снижена је за један процентни поен и сада износи 13 одсто. Ово је пето по реду смањење референтне каматне стопе од када је она уведена као кључни инструмент монетарног регулисања у септембру прошле године и када је утврђена на нивоу од 18 одсто.

Анализирајући остварена и пројектована инфлаторна кретања, Монетарни одбор је оценио да има простора за извесно додатно ублажавање монетарне политике, с обзиром на то да је у прошлој години, а посебно у четвртој тромесечју, остварена нижа укупна инфлација од планиране, као и да је базна инфлација била нижа од циља који је био пројектован новим оквиром монетарне политике која се спроводила у последњем тромесечју 2006. године.

У складу с најновијим прогнозама за ову годину, предвиђа се да ће инфлација бити на доњој граници коридора и уз мање рестриктивну монетарну политику. Монетарни одбор је такође оценио да инфлаторна очекивања привредних субјеката опадају упоредо са смањењем инфлације, што је створило простор за даље постепено снижавање референтне каматне стопе.

На тај начин је Народна банка Србије дала додатни сигнал о очекиваним кретањима, пре свега у погледу инфлације, и уједно потврдила доследност монетарних мера, које ће и у будуће примењивати, а доприносиће како смањењу осталих каматних стопа у банкарском сектору, стабилности курса и јачању поверења у националну валуту, тако и јачању тржишних инструмената у повлачењу вишка новца и управљању монетарном политиком.

Монетарни одбор прати укупно стање у погледу инфлаторних ризика. Када је реч о ризицима на страни повећања инфлације, посебно су размотрени могући инфлаторни ефекти текуће јавне потрошње и велике либерализације регулисаних цена. Монетарни одбор сматра да већ најављена корекција цена електричне енергије неће утицати на остварење циљане стопе инфлације у 2007. години, те да неће захтевати никакве мере монетарне политике. Међутим, Монетарни одбор ће наставити да прати та кретања и њихов евентуални утицај на базну инфлацију и инфлаторна очекивања.

Када је реч о ризицима на страни смањења инфлације, Монетарни одбор је констатовао да је могућ наставак номиналне и реалне апресијације и евентуалног успоравања економског раста, иако још увек нема видљивих знакова ове друге појаве и укупна привреда бележи добре резултате. При том је узет у обзир и могућ пад цена нафте.

Монетарни одбор очекује наставак постепеног смањења рестриктивности монетарне политике у складу са опадајућом инфлацијом и инфлаторним очекивањима.

Монетарни одбор ће редовно пратити текућа економска кретања, посебно остваривање пројекције базне инфлације у 2007, али и степен рестриктивности фискалне политике, и према томе ће одређивати колико има простора за даље ублажавање монетарне политике.

На данашњој седници, Монетарни одбор је донео и одлуку о првој емисији штедних записа у 2007. години, с датумом издавања 5. фебруар и роком доспећа кроз 360 дана, тј. 31. јануара 2008. године. Укупна номинална вредност нове емисије је једна милијарда динара, а каматна стопа је утврђена у висни од 14 одсто на годишњем нивоу. Таква каматна стопа, по оцени Монетарног одбора, у условима опадајућег тренда инфлације и даље представља атрактиван принос. Уз очекивану стабилност курса, оцењује се да ће интересовање грађана за куповину штедних записа и даље бити значајно, будући да они за њих представљају сигурну инвестицију. О досадашњем интересовању за штедне записе Народне банке Србије говоре подаци да су прва и друга емисија исплаћене у року доспећа, да су штедни записи четврте емисије продати у рекордном року од седам дана, док су записи пете емисије, закључно са 24. јануаром 2007, продати са 81 одсто укупне емисије.

Саопштење са седнице Монетарног одбора одржане 9. 2. 2007.

Разматрајући економска кретања у јануару, Монетарни одбор Народне банке Србије на данашњој седници није променио референтну каматну стопу, која је од 31. јануара смањена са 14 на 13 одсто. Исто тако, нису промењене ни каматне стопе на депозитне и кредитне олакшице.

Иако званична статистика још није објавила податке о инфлацији у првом месецу ове године због прерачунавања на базну 2006. и методолошког прилагођавања, према проценама Монетарног одбора, у јануару није било раста базне инфлације, на коју Народна банка Србије утиче мерама монетарног регулисања.

Монетарни одбор је, међутим, пратећи укупно стање инфлаторних ризика, оценио да у другим сегментима економске политике нема довољно познатих елемената који утичу на кретање базне инфлације. Зато је одлучио да сачека сигнале који ће потврдити најновије пројекције инфлације и економских кретања о којима је расправљано на прошлој седници.

Монетарни одбор је такође имао у виду да су на кретање монетарних агрегата у јануару знатан утицај имали и сезонски фактори, пре свега измиривање обавеза према иностранству, што је за последицу имало повећано конвертовање динарских средстава у девизна. Због повећане тражње за девизама, Народна банка Србије је у јануару на међубанкарском девизном тржишту више пута интервенисала. Међутим, такву тражњу за девизама Монетарни одбор оцењује као привремену и једнократну, што потврђују и кретања на девизном тржишту у последњој декади јануара и почетком фебруара.

Монетарни одбор није променио своје пројекције инфлације и ризика. Он очекује да ће стопа базне инфлације у 2007. години наставити да пада према нижој граници коридора од 4 до 8 одсто. Међутим, постоје знатни ризици остварења циља, с тим што је већи ризик од подбацивања него од пребацивања циљног коридора. Детаљна анализа и пројекције економских кретања и инфлације биће публиковани у „Извештају о инфлацији” крајем фебруара.

Имајући све то у виду, Монетарни одбор још увек, у периоду који је пред нама, види простор за даље ублажавање монетарне политике у складу са опадајућом стопом инфлације и инфлаторних очекивања. Будући да Монетарни одбор очекује веома ниску стопу инфлације и почетком 2007, брзина ублажавања монетарне политике зависиће од утицаја стварне стопе инфлације на инфлаторна очекивања и смањења ризика остварења циља у наредном периоду.

Саопштење са седнице Монетарног одбора одржане 28. 2. 2007.

Разматрајући текућа монетарна кретања и пројекције инфлације, Монетарни одбор Народне банке Србије је, на данашњој седници, референтну каматну стопу снизио за 1,5 процентних поена и она сада износи 11,5 одсто.

Ова одлука заснива се на чињеници да се базна инфлација у дужем периоду већ налази испод централног таргета за 2007. годину, са знатно сниженом годишњом стопом (4,7 одсто) на крају фебруара, уз истовремено укупну инфлацију на годишњем нивоу од 5,2 одсто. Овакво кретање инфлације је испод очекивања Народне банке Србије с обзиром на то да су цене које се тржишно формирају расле знатно спорије од цена о којима одлучује држава, што је створило простор и за ублажавање монетарне политике.

Монетарни одбор оцењује да ће ниске годишње стопе инфлације бити задржане и поред најављеног и планираног повећања појединих регулисаних цена, нпр. електричне енергије. Под утицајем апресијације динара и досадашњег поједитијења нафтних деривата, већ неколико месеци не постоји базна инфлација, што је потврђено и у фебруару.

Монетарни одбор је закључио да на макроекономском нивоу постоје и ризици који могу да подстакну инфлаторна очекивања, а пре свега у домену фискалне политике и кретања зарада.

Народна банка упозорава да би наставак раста зарада у јавним службама, као и у државним и јавним предузећима, повећао инфлаторне притиске. То се односи и на захтеве неких јавних предузећа за корекције цена, са високим двоцифреним процентима, без реалног упоришта у садашњим условима, које карактерише стабилност општег нивоа цена и курса динара, као и пад каматних стопа.

Измене и допуне Уредбе о привременом финансирању буџета Републике Србије, чак и ако се занемари њихов неспоран утицај на повећање потрошње државе, при ниској инфлацији представљају лош сигнал. Стога Монетарни одбор сматра да буџет за 2007. годину треба донети што пре, а државне расходе димензионирати тако да подржавају већ постигнуту ценовну стабилност.

Преглед остварених макроекономских кретања и пројекција инфлације, са анализом извесности појединих ризика, садржан је у новом Извештају о инфлацији, који је данас Монетарни одбор размотрио и усвојио. Гувернер Радован Јелашић ће о садржају Извештаја о инфлацији јавност информисати на конференцији за новинаре, која ће бити одржана 2. марта. Народна банка ће пратити стање наведених ризика и мере монетарне политике ће прилагођавати евентуално измењеним околностима, уколико оцени да оне утичу на одржавање базе инфлације у пројектованом распону за 2007. годину.

Саопштење са седнице Монетарног одбора одржане 13. 3. 2007.

Монетарни одбор Народне банке Србије је на данашњој седници, разматрајући актуелна економска кретања у првој половини марта, одлучио да не промени референтну каматну стопу, утврђену на нивоу од 11,5 одсто.

Иако се базна инфлација и даље налази на доњој граници таргетираног распона, стварајући простор за додатно ублажавање монетарне политике, Монетарни одбор је оценио да још увек не располаже са довољно информација о кретањима у првом тромесечју ове године пре свега у погледу базе и укупне инфлације која ће бити остварена у марту, а у светлу чињенице да са овим месецом истиче и привремено финансирање буџетских расхода.

Претходно смањење референтне каматне стопе почетком марта, условљено негативном базном инфлацијом и знатним смањењем инфлаторних очекивања, утицало је на даљи пад каматних стопа на новчаном тржишту и допринело смањењу апресијацијских притисака на курс динара. По оцени Монетарног одбора, ниске годишње стопе инфлације биће задржане и у другом тромесечју ове године.

Анализирајући постојеће ризике који би могли негативно утицати на инфлаторна очекивања, Монетарни одбор је посебно указао на убрзану динамику повећања зарада у јавном сектору, посебно у државним и јавним предузећима, која антиципира увећање државних расхода у наредном периоду. И текућа фискална експанзија већа је од очекиване у првом тромесечју, те Монетарни одбор сматра да привремено финансирање треба што пре заменити доношењем буџета за 2007. годину, који ће трошење државе у овој години утврдити на нивоу који неће угрожавати већ постигнуту ценовну стабилност. Имајући у виду захтеве неких јавних предузећа за високим корекцијама цена, Монетарни одбор упозорава да је значајно да се што хитније успостави контролни механизам државе над финансијским плановима тих предузећа како би се избегли накнадни “шокови” корекције регулисаних цена. У приликама које карактерише стабилност цена и курса динара, као и успостављени тренд поступног смањивања каматних стопа, захтеви за тако великим корекцијама неких регулисаних цена немају основа.

Народна банка Србије ће на следећој седници Монетарног одбора, крајем марта, после анализирања стопе инфлације у текућем месецу и решења којим ће бити замењено привремено финансирање буџетских расхода проценити потребу прилагођавања мера монетарне политике пројекцији базне инфлације за друго тромесечје ове године.

Саопштење са седнице Монетарног одбора одржане 28. 3. 2007.

Данашњом одлуком Монетарног одбора Народна банка Србије је снизила референтну каматну стопу за један процентни поен, тако да она сада износи 10,5 одсто. Ова одлука заснована је на проценама да ће, укључујући мартовско кретање цена, базна инфлација на крају првог тромесечја 2007. на годишњем нивоу бити на доњој граници циљаног коридора, који је за ову годину њен ниво предвидео између 4 и 8 одсто. То је створило простор за додатно ублажавање монетарне политике, уз обазриво прилагођавање референтне каматне стопе нивоу који доприноси одржавању базне инфлације у оквиру пројектованом за ову годину.

Монетарни одбор је имао у виду и стратешку оријентацију Народне банке Србије да своје учешће на девизном тржишту још више смањи и формално уведе режим таргетирања инфлације. У последња два месеца Народна банка је само четири дана била активна на девизном тржишту, где је продала укупно мање девиза него што их је откупила од мењача, па стога није изненађење што је одржана стабилност девизног курса. На ту стабилност није утицао ни нови начин утврђивања званичног средњег курса динара према еврџу, према коме се од 5. марта курс формира усклађивањем понуде и тражње на целокупном девизном тржишту.

Поступност смањивања референтне каматне стопе, по оцени Монетарног одбора, налажу постојећи ризици, због којих су инфлаторна очекивања, пре свега у привреди, и даље изнад остварене инфлације. Томе доприноси како висок раст масе зарада, укључујући оне у јавном сектору, тако и још увек непозната фискална политика, пошто није утврђен буџетски оквир и оквир укупне јавне потрошње за 2007. годину. Имајући у виду да ће, према расположивим подацима, прво тромесечје бити завршено са дефицитом у јавним финансијама, уколико се привремено финансирање и у другом тромесечју буде вршило на исти начин, то наговештава да ће експанзивна фискална политика бити настављена. Поред расходне стране, потребно је и реално сагледавање остваривања планираних буџетских прихода – досадашњих и очекиваних у другом тромесечју ове године.

Највећи ризик за пројекцију базне инфлације у наредном периоду, поред наведених, представља кретање регулисаних цена, попут познатог код ПТТ услуга или најављеног код електричне енергије, а чије раније пројектоване корекције у овом тренутку нису временски прецизиране. Уз то, Монетарни одбор је оценио да су, упркос смањењу базне инфлације, повећане неке цене које се формирају без пресудног утицаја тржишта, ТВ претплата, на пример. У пројектовању даљег инфлаторног тока треба имати у виду да цене нафтних деривата на светском тржишту, које су крајем прошле и почетком ове године имале дезинфлаторне ефекте, у последња два месеца имају супротну тенденцију. На кратак рок, то неће имати већег утицаја на инфлацију, јер се истовремено очекује знатнији сезонски пад цена пољопривредних производа.

Од почетка увођења референтне каматне стопе, 1. септембра 2006, она је са 18 одсто, уз седам корекција, смањена на садашњих 10,5 одсто, што је допринело како смањивању камата у оквиру каматног коридора централне банке, тако и снижавању каматних стопа на међубанкарском тржишту. Исти ефекат се очекује и од данашњег смањења референтне каматне стопе за један процентни поен, али Монетарни одбор упозорава да ће, уколико се тренд преокрене, Народна банка референтну каматну стопу кориговати навише, у складу са потребом остваривања пројекције базне инфлације за ову годину.

Референтна каматна стопа од 10,5 одсто примењиваће се од 30. марта 2007. године.