



Народна банка Србије

2009
мај

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

2009
мај

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

Београд, Краља Петра 12

Тел. 011/3027-100

Београд, Немањина 17

Тел. 011/333-8000

www.nbs.rs

Тираж: 300 примерака

ISSN 1820-9408

Уводна напомена

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

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

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

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

Мајски *Извештај о инфлацији* размотрен је и усвојен на седници Монетарног одбора 22. маја 2009. године.

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

Монетарни одбор Народне банке Србије:

Радован Јелашић, *гувернер*

Ана Глигоријевић, *вицегувернер*

Мира Ерић-Јовић, *вицегувернер*

Садржај

I. Резиме	7
II. Кретање инфлације	9
<i>Текст-бокс:</i> Нова анкета о инфлационим очекивањима	13
III. Детерминанте инфлације	15
1. Монетарни услови	15
<i>Текст-бокс:</i> Нове емисије трезорских записа Републике Србије	20
2. Увозне цене	24
3. Платни биланс	26
<i>Текст-бокс:</i> Проширени стенд-бај аранжман с ММФ-ом	30
4. Монетарна кретања	32
<i>Текст-бокс:</i> Мере Владе за ублажавање негативних ефеката светске финансијске кризе	36
<i>Текст-бокс:</i> Мере Народне банке Србије за повећање ликвидности финансијског система	38
5. Кретање понуде и тражње	40
<i>Текст-бокс:</i> Фискална политика Владе у условима економске кризе	47
6. Кретања на тржишту рада	50
<i>Текст-бокс:</i> Беверицова крива	53
IV. Пројекција инфлације	55
Додатак 1. Промене обавезне резерве банака и пруденцијалне мере које се односе на кредитну активност	63
Додатак 2. Привремене мере за очување стабилности банкарског система у Републици Србији	65
Додатак 3. Посебне мере подршке финансијској стабилности земље	66
Списак табела и графикана	67
Седнице Монетарног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе	69
Саопштења са седница Монетарног одбора Народне банке Србије	70

I. Резиме

Утерђени циљ за инфлацију у првом тромесечју је остварен.

У наредном тромесечју преовладаће дезинфлаторни фактори.

Пад тражње и неликвидност привреде утицали су на драстичан пад економске активности.

Мартовски подаци о индустријској производњи и извозу не указују на продубљивање кризе.

Дезинфлацији ће допринети и нове мере фискалне политике.

Инфлација се у току првог тромесечја 2009. кретала у границама циљаног распона. Ипак, у односу на крај претходне године она је била у порасту, пре свега као последица знатног скока регулисаних цена и ефеката по основу депресијације динара, који су надјачали дезинфлаторне ефекте драстичног пада тражње.

Очекујемо да ће већ у другом тромесечју доминантан утицај имати дезинфлаторни фактори, пре свега пад агрегатне тражње и економске активности. Од регулисаних цена само ће цене нафтних деривата имати знатнији пораст. То би, уз ниску тражњу, средином године требало да доведе до успоравања инфлације и њеног приближавања доњој граници циљаног распона. Девизни курс се, након јануарске депресијације, стабилизовао (без интервенција Народне банке Србије од краја фебруара), а ефекти пада вредности динара на инфлацију су се реализовали у највећој мери у прва два месеца.

Драстичан пад економске активности последица је ниске домаће и светске тражње, пада кредитне активности, формирања ланаца неликвидности и додатне оптерећености дужника депресијацијом динара. Паду тражње је допринела уздржаност економских субјеката од потрошње и инвестиција због високог степена неизвесности у погледу трајања и дубине кризе.

Месечно посматрано, подаци о индустријској производњи и извозу дају нешто оптимистичнију слику, показујући одређени пораст након јануарског суноврата. То би могао бити сигнал опоравка иностране тражње, од које ће зависити и опоравак наше привреде у наредном периоду. Расту извоза, у извесној мери, могла би погодвати депресијација динара, која је најизраженија управо према валутама земаља у које Србија највише извози (земље еврозоне и ЦЕФТА).

На средњи рок, такође преовлађују дезинфлаторни фактори. Поред ниске тражње, као најзначајнијег фактора, процесу дезинфлације свакако ће допринети и нове мере фискалне политике. Са аспекта монетарне политике, позитивно је то што су оне у већој мери засноване на смањењу расхода него на повећању прихода, с незнатним утицајем на раст цена. Ако томе додамо најаву државе да ће у наредном периоду раст регулисаних цена бити знатно спорији – пад инфлације је вероватан. Једини средњорочни фактор

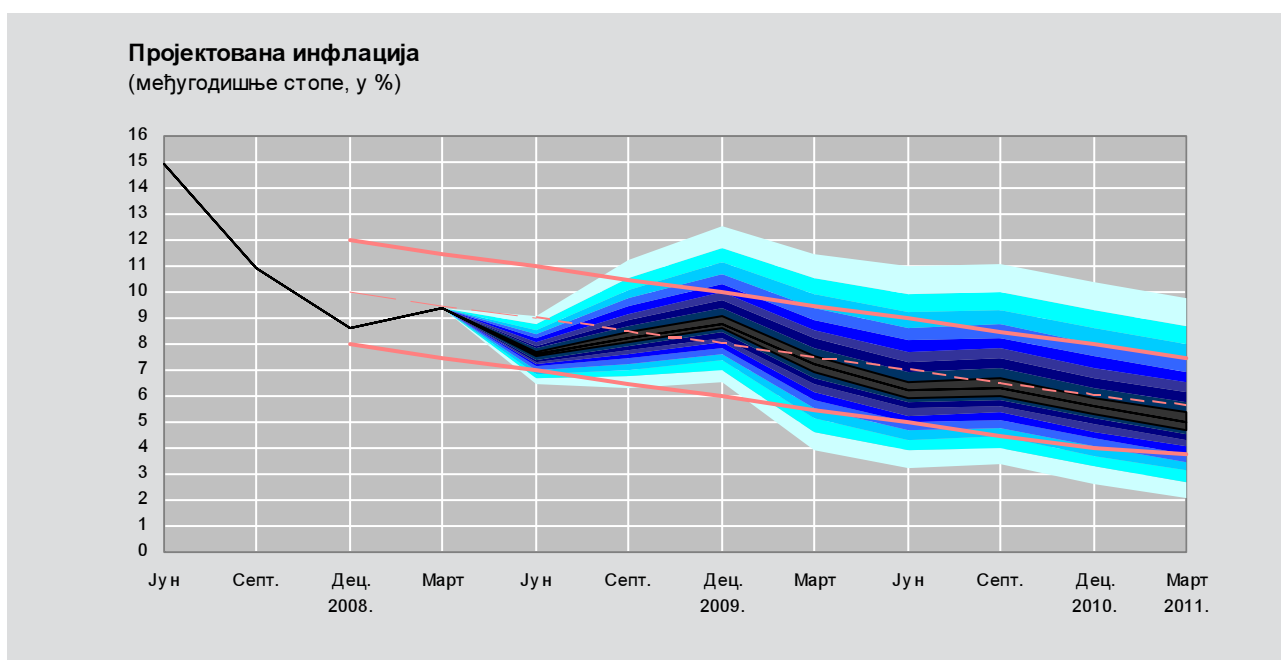
*Паду премије ризика
допринеће аранжман с ММФ-ом.*

*Инфлација ће се у овој години кретати
у границама циљаног распона.*

који делује инфлаторно је недавно отворени депресијацијски јаз реалног курса, али не у мери која би угрозила процес дезинфлације.

Аранжман с ММФ-ом требало би у наредном периоду да доведе до пада премије ризика, што би, уз споразум с банкама о задржавању степена изложености према Србији, ублажило депресијацијске притиске.

Инфлација ће се у наредном периоду, највероватније, кретати у границама циљаног распона. Централна пројекција инфлације за крај 2009. године износи 8,8% (распон 6,5–12,5%), док би у току 2010. требало да се креће око централне вредности циљаног распона.



*Повећање ПДВ-а, већи пораст регулисаних цена
од претпостављеног и лоша година у пољопривреди
основни су ризици по остварење пројекције.*

*Монетарна политика је имала
експанзиван карактер*

Ризици по остварење ове пројекције свакако постоје, и то пре свега навише – због могућег повећања стопе ПДВ-а у случају подбачаја фискалних прихода, могућности бржег раста регулисаних цена од претпостављеног, или евентуално лоше године у пољопривреди. Када су у питању регулисане цене, овде пре свега мислимо на ризик да локална самоуправа на смањене трансфере из буџета реагује знатнијим повећањем цена својих услуга.

Народна банка Србије је, реагујући на пад инфлаторних притисака, од почетка године ублажила монетарну политику и она се тренутно може окарактерисати као експанзивна. На основу текуће пројекције, а узимајући у обзир све ризике, Монетарни одбор Народне банке Србије процењује да је вероватније да ће референтна каматна стопа у наредном периоду бити снижена него да ће бити коригована навише или задржана на садашњем нивоу (14%).

II. Кретање инфлације

Инфлација је у првом тромесечју била релативно висока, пре свега због знатног раста регулисаних цена и ефеката депресијације динара, који су надјачали дезинфлаторне ефекте драстичног пада тражње. Такође, раст јединичних трошкова рада успорио је процес дезинфлације. Али, посматрано по месецима, и укупна и базна инфлација исказују веће успоравање него што смо очекивали.

Међугодишња стопа раста потрошачких цена на крају тромесечја се кретала око централне вредности циљаног распона – 9,4%, а у другом тромесечју се очекује њено смањење на 7,6%.

Почетак године обележиле су високе стопе раста потрошачких цена. Раст остварен у јануару од 2,1% и фебруару од 1,2% био је очекиван како због најављиваног пораста цена које су под директном или индиректном контролом државе, тако и због преливања ефеката депресијације динара из претходне године на цене које се формирају слободно, на тржишту. Ниска инфлација остварена у марту од 0,4% резултат је ублажавања инфлаторних притисака поменутих фактора, који су у највећој мери и одређивали кретање укупне инфлације у прва два месеца.

На нивоу тромесечја, укупна инфлација је знатно убрзана и достигла је 3,8%. То је ипак у односу на наша очекивања изнета у претходном Извештају о инфлацији (4,4%) ниже, захваљујући нижем расту базне инфлације од очекиваног.

У сваком месецу првог тромесечја циљана инфлација је остваривана. У марту, међугодишња стопа раста потрошачких цена кретала се око централне вредности циљаног распона и износила је 9,4%.

Притисци на инфлацију по основу депресијације динара били су најјачи у јануару. То упућује на закључак да је и допринос раста цена разменљивих добара (искључујући деривате) инфлацији био изразито висок. Како су се ефекти депресијације пренети из претходне године и с почетка ове исцрпљивали, тако се и допринос раста цена разменљивих добара укупној инфлацији смањивао.

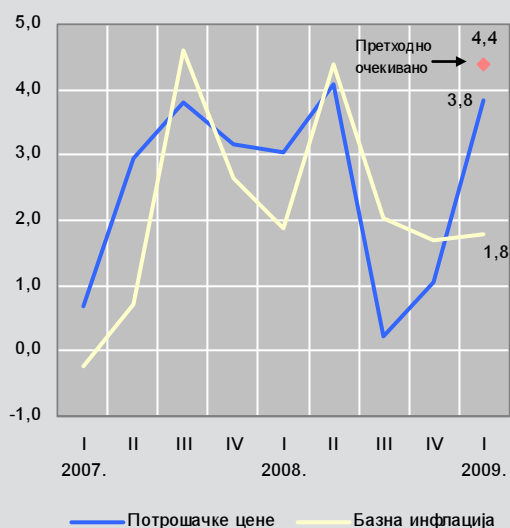
Раст регулисаних цена је износио 9,1%, а највише је био одређен растом цена нафтних деривата и цигарета. Само повећање акциза на нафтне деривате и цигарете је укупном расту потрошачких цена допринело са 0,8 п.п. Такође, раст су оствариле и цене комуналних услуга (централно грејање и вода), лекова, ПТТ услуга (телефонски импулси) и саобраћајних услуга (превоз путника у граду). Међугодишњи раст регулисаних цена је на крају тромесечја износио 10,6%.

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

	VI 2008. VI 2007.	IX 2008. IX 2007.	XII 2008. XII 2007.	III 2009. III 2008.
Потрошачке цене	14,9	10,9	8,6	9,4
Базна инфлација	14,2	11,4	10,3	10,2
Цене на мало	12,1	9,9	6,8	9,9
Трошкови живота	15,9	10,6	7,9	9,1
Цене произвођача у индустрији	13,1	13,2	9,0	4,9
Цене произвођача пољопривредних производа	48,8	25,3	13,5	0,2

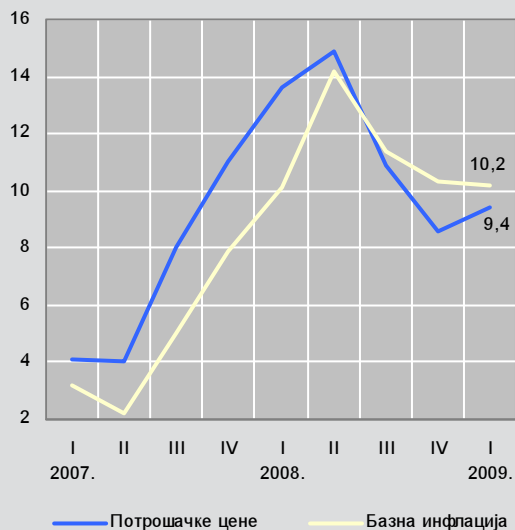
Међугодишњи раст цена на крају првог тромесечја већи је у односу на крај 2008. Изузетак су цене произвођача због растућег притиска неликвидности.

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



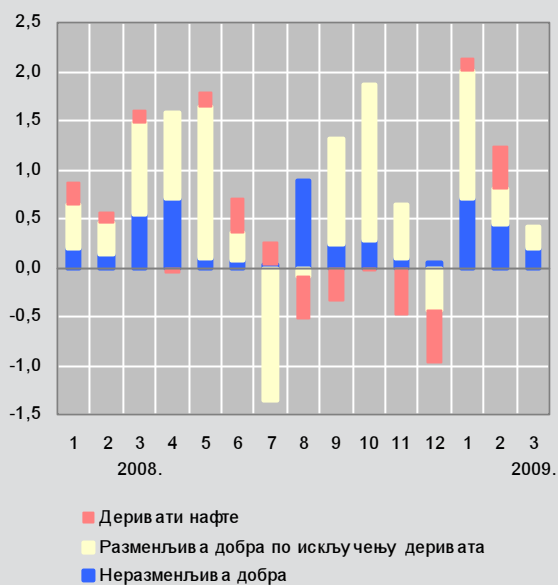
Укупна инфлација и даље бележи убрзан тримесечни раст, док је базна у благом порасту. Кретање укупне инфлације било је одређено растом регулисаних цена.

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



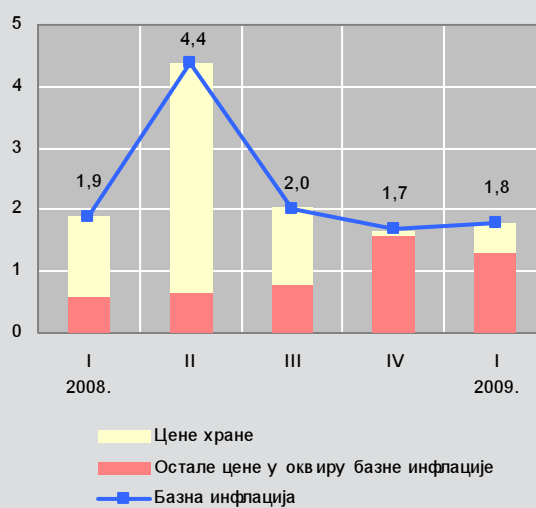
Међугодишњи раст укупне инфлације је у порасту, док базна инфлација успорава кретање.

Графикон II.0.3. Допринос месечној стопи раста потрошачких цена
(у процентним поенима)



Допринос раста цена разменљивих добара укупној инфлацији смањивао се са исцрпљивањем ефеката депресијације динара.

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



Допринос хране расту базне инфлације у првом тримесечју је у благом порасту.

Табела II.0.2. **Раст потрошачких цена по компонентама**
(по тромесечјима, у %)

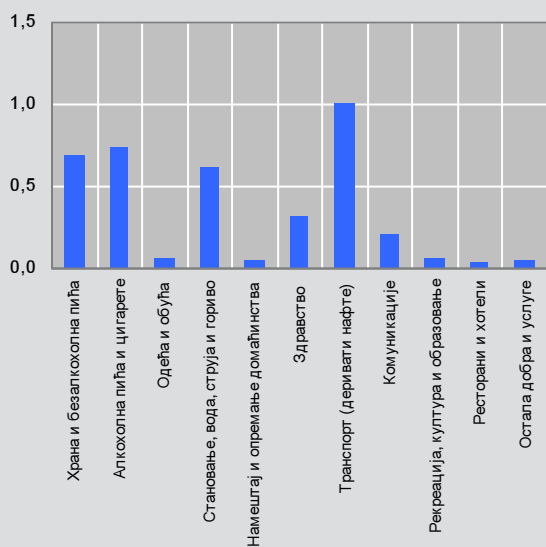
	2008.				2009.
	I	II	III	IV	I
Потрошачке цене	3,0	4,1	0,2	1,1	3,8
Базна инфлација	1,9	4,4	2,0	1,7	1,8
Цене пољопривредних производа	14,9	7,1	-20,1	11,4	4,7
Регулисане цене	2,7	2,4	2,1	-3,1	9,1
Електрична енергија	3,4	0,0	8,9	0,0	0,0
Нафтни деривати	10,0	9,5	-11,2	-24,2	16,9
Гас за домаћинство	0,1	1,1	-0,2	55,6	-0,8
Комунално-стамбено услуге	0,3	0,6	1,1	4,5	12,8
Услуге друштвене заштите	0,6	0,2	1,1	2,9	0,9
Саобраћајне услуге (регулисане)	2,0	0,4	5,1	0,4	26,6
ПТТ-услуге	0,0	0,0	0,0	0,7	10,1
Хлеб од пшеничног брашна Т-850	2,9	15,7	-1,2	-0,8	-0,7
Цигарете	0,0	0,0	10,4	0,0	15,0
Лекови	0,2	0,1	0,0	-3,2	10,1
Остало	-0,2	9,2	0,8	0,0	0,7

Највећи раст у првом тромесечју оствариле су цене нафтних деривата и последично цене саобраћајних услуга. Високе стопе раста забележене су и код цена цигарета и комунално-стамбених услуга.

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

	2008.				2009.
	I	II	III	IV	I
Потрошачке цене	3,0	4,1	0,2	1,1	3,8
Базна инфлација	1,2	2,9	1,3	1,1	1,2
Цене пољопривредних производа	1,2	0,6	-1,8	0,8	0,4
Регулисане цене	0,7	0,6	0,5	-0,8	2,3
Електрична енергија	0,2	0,0	0,6	0,0	0,0
Нафтни деривати	0,5	0,5	-0,6	-1,1	0,6
Гас за домаћинство	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0
Комунално-стамбено услуге	0,0	0,0	0,0	0,1	0,4
Услуге друштвене заштите	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Саобраћајне услуге (регулисане)	0,0	0,0	0,1	0,0	0,3
ПТТ-услуге	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2
Хлеб од пшеничног брашна Т-850	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Цигарете	0,0	0,0	0,4	0,0	0,6
Лекови	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,3
Остало	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0

Раст потрошачких цена у првом тромесечју био је одређен са око 60% растом регулисаних цена.

Графикон II.0.5. **Допринос појединих група производа стопи раста потрошачких цена у првом тромесечју**
(у процентним поенима)

Највећи допринос расту у првом тромесечју дали су производи који у ценовној структури имају акцизе (нафтни деривати и алкохолна пића и цигарете).

Базна инфлација је била на готово истом нивоу као у претходном тромесечју (1,8%), с тим што је исказала пад посматрано месечно. Међугодишња базна инфлација је наставила успоравање и на крају тромесечја је износила 10,2%. Кретање базне инфлације детерминисали су, с једне стране, висока депресијација динара из претходних месеци, а, с друге, пад агрегатне тражње и нижи раст цена хране. Скоро три четвртине раста базне инфлације последица је раста цена непрехрамбених производа и услуга (допринос 1,3 п.п.). У оквиру прехранбених производа, највећи допринос расту базне инфлације имале су цене безалкохолних пића (0,3 п.п.) и свежег и прерађеног меса (по 0,1 п.п.).

Цене пољопривредних производа су имале уобичајено сезонско кретање – њихов раст од 4,7% на крају тромесечја био је на очекиваном нивоу. Међугодишњи раст ових цена на крају тромесечја је био негативан (-0,2%).

Очекивања за друго тромесечје 2009.

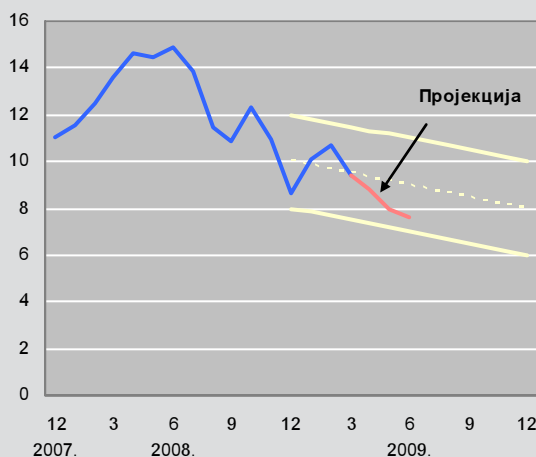
Процењујемо да ће у другом тромесечју доћи до успоравања тромесечне стопе укупне инфлације и да ће она износити око 2,3%. Томе ће допринети пре свега успоравање раста регулисаних цена, али и успоравање базне инфлације. Процењујемо да ће међугодишња стопа раста потрошачких цена на крају другог тромесечја износити око 7,6% – што је ближе доњој граници циљаног распона.

Табела II.0.4. Најзначајније очекиване промене регулисаних цена у другом тромесечју

	Стопа раста (у %)	Доприноси расту цена на мало (п.п.)
Нафтни деривати	12,8	0,5
Лекови	9,5	0,3
Комунално-стамбене услуге	4,0	0,1

Очекује се знатно мањи раст регулисаних цена у односу на претходно тромесечје. Највећи допринос расту ће дати цене лекова и нафтних деривата.

Графикон II.0.6. Краткорочна пројекција инфлације
(међугодишњи раст, у %)



Током другог тромесечја очекујемо постепено опадање међугодишње стопе инфлације.

Очекујемо да ће се раст регулисаних цена кретати око 3,8% и да ће њихов укупан допринос расту потрошачких цена износити око 1,0 п.п. Одлагање поскупљења електричне енергије додатно ће допринети процесу дезинфлације (-0,6 п.п.).

Иначе, највећи раст цена очекује се код нафтних деривата (услед раста цена сирове нафте, повећања акциза и депресијације динара), лекова (услед депресијације динара), и комунално-стамбених услуга. Повећање акциза на бензин за два и дизел за четири динара расту регулисаних цена ће допринети за око 0,6 п.п. Код цигарета се не очекује повећање цена по основу најављеног повећања акциза за један динар имајући у виду структуру цене цигарета и ефекат повећања на њихову малопродајну цену.

Код цена које се формирају слободно, на тржишту, очекује се успоравање тромесечног раста по основу смиривања депресијацијских притисака. Према нашим проценама, тромесечни раст базне инфлације износиће око 1,2% и допринеће расту укупне инфлације за око 0,8 п.п. Најављено повећање пореза на услуге мобилне телефоније од 10% допринеће расту базне инфлације за око 0,1 п.п.

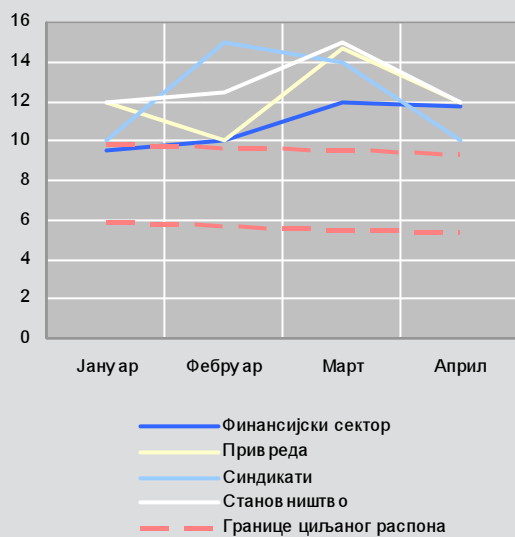
Очекујемо сезонски раст цена пољопривредних производа од око 7,0% и њихов допринос укупном расту потрошачких цена од око 0,5 п.п.

Инфлациона очекивања

Према резултатима априлске анкете, инфлациона очекивања за наредних годину дана су знатно нижа у односу на мартовска, али су и даље изнад горње границе циљаног распона.

Резултати априлске анкете агенције Стратеџик маркетинг, у поређењу с резултатима мартовске, показују да су инфлациона очекивања за наредну годину дана нижа, а тиме и ближа горњој граници циљаног распона за тај период. Наиме, сви сектори које анкета обухвата очекују за годину дана нижу инфлацију него што су то очекивали претходног месеца. Највише су смањена инфлациона очекивања синдиката – са 14%

Графикон II.0.7. Очекивана и циљана инфлација у 2010. години



Извор: Strategic Marketing Research.

Након раста у марту, инфлациона очекивања у априлу су у паду у свим секторима који се прате.

на 10%, док су очекивања финансијског сектора, привреде и становништва око 12%.

Априлска истраживања агенције Ројтерс показују да банкарски сектор, у највећем делу, у априлу следеће године очекује раст потрошачких цена од 9,0%. То у односу на прошломесечно истраживање представља пад очекивања за 0,9 п.п.

Процењује се да су пад агрегатне тражње и економске активности, као и стабилизација девизног курса и мањи раст потрошачких цена у марту, основни разлози што су очекивања о будућој инфлацији спуштена на знатно нижи ниво у поређењу с претходним периодом.

Нова анкета о инфлационим очекивањима

Народна банка Србије је, у јануару ове године, са агенцијом Стратеџик маркетинг установила анкету о питањима очекиваног кретања цена, економске активности, курса динара, зарада, као и каматних стопа и кредитног раста.

Истраживање се врши у четири циљне групе – финансијском сектору, сектору привреде, сектору синдиката и сектору становништва. У свим групама се користи метод простог случајног узорка.

У сектору синдиката анкетирају се особе на водећим позицијама, председници синдиката или генерални секретари (најмање десет испитаника). У сектору становништва испитују се пунолетни грађани (најмање њих 1.000). У оквиру финансијског сектора, циљани испитаници су водећи економисти у институцији, финансијски директори, директори одељења за истраживања и анализу и сл. (најмање 20 испитаника). Анкета за сектор привреде обухвата најмање 100 од 200 компанија које су изабране у репрезентативни узорак са секторског и територијалног становишта. На питања у сектору привреде одговарају директори компанија, финансијски директори, шефови производње итд.

За сваку циљну групу сачињена је посебна верзија упитика, при чему се становништво испитује директним интервјуом (лицем у лице), а испитаници у осталим секторима телефонским путем. Истраживање се врши у периоду од 10. до 14. у месецу.

III. Детерминанте инфлације

1. Монетарни услови

Монетарна политика је у првом тромесечју додатно ублажена. Индекс монетарних услова указује на експанзиван карактер монетарне политике. Реални девизни курс карактерише прелазак из фазе прекомерне ап्रेसијације у фазу прекомерне депресијације, док се реална каматна стопа креће око неутралног нивоа.

Ескалација светске економске кризе, која је утицала на пад економске активности и улазак привреде у рецесију, наметнула је потребу за додатним попуштањем монетарне политике у току првог тромесечја. Монетарни одбор Народне банке Србије је проценио да ће, без обзира на знатну номиналну депресијацију динара и раст регулисаних цена виши од очекиваног, у средњем року преовладати дезинфлаторни ефекти (по основу пада економске

активности и агрегатне тражње). Због тога је у јануару референтну каматну стопу снизио на 16,5%.

Тако је монетарна политика – први пут од када се примењује режим (имплицитног) таргетирања инфлације – имала експанзиван карактер. На то указују обе компоненте индекса рестриктивности/експанзивности монетарне политике – и јаз реалног девизног курса и реална каматна стопа.¹

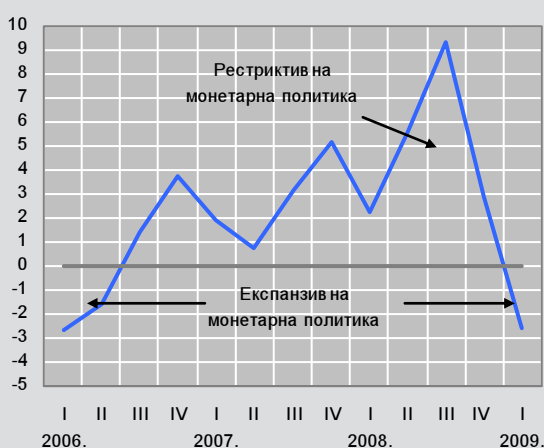
Депресијацијски јаз реалног девизног курса се, у складу с нашим очекивањима изнетим у претходном Извештају, у току првог тромесечја отворио. Наиме, упркос бржем расту домаћих цена од иностраних, услед номиналне депресијације динара за 9,6%, дошло је до отварања депресијацијског јаза реалног девизног курса. Тај фактор ће и у наредном периоду деловати инфлаторно.

Реална каматна стопа је, супротно претходном тромесечју када је деловала инфлаторно, имала готово неутралан карактер (кретала се око тренда). То је у већој мери резултат пада инфлаторних очекивања, а у мањој смањења тренда реалне каматне стопе, који је, упркос смањењу каматних стопа на светском тржишту, остао на релативно високом нивоу (око 6%) због одржавања депресијацијских притисака и високе премије ризика.

Након априлских корекција референтне каматне стопе (прво на 15%, а потом на 14%), монетарна политика је попримила још експанзивнији карактер. Тако се тренутно реална каматна стопа креће испод тренда² за око 370 базних поена.

Колико ће експанзивнији карактер монетарне политике утицати на раст економске активности и

Графикон III.0.1. Индекс монетарних услова

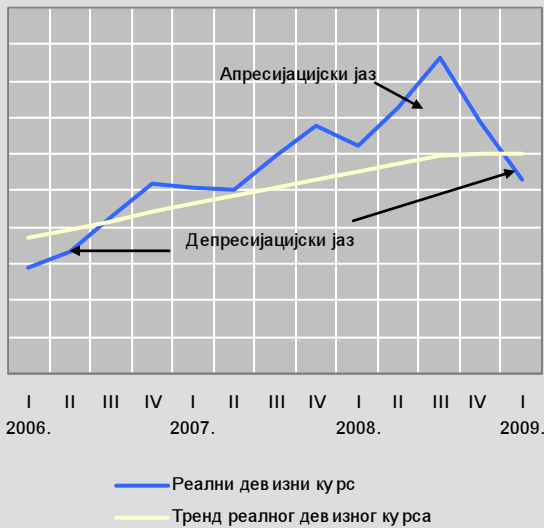


Монетарна политика је у току првог тромесечја била експанзивна.

¹ Индекс реалних монетарних услова.

² Узимајући у обзир резултате анкете агенције Стратеџик маркетинг о инфлационим очекивањима, која у просеку за финансијски сектор износи 11,75%.

Графикон III.0.2. Реални девизни курс и његов тренд



Отворио се депресијацијски јаз реалног девизног курса, који ће у наредном периоду деловати инфлаторно.

Графикон III.0.3. Реална каматна стопа и њен тренд



Реална каматна стопа се креће око тренда.

инфлације у наредном периоду – зависи пре свега од тога у којој мери ће се он одразити на даље јачање депресијацијских притисака и смањење каматних стопа банака. За сада, смањење референтне стопе се није осетније одразило на јачање депресијацијских притисака, али ни на смањење каматних стопа банака.

Вероватније је да ће се у наредном периоду наставити с даљим снижењем референтне каматне стопе. Њено задржавање на постојећем нивоу за последицу би имало смањење степена експанзивности у наредном периоду, пре свега због очекиваног смањења премије ризика и иностраних каматних стопа. Наставак снижења референтне стопе очекују и банке, према априлској анкети агенције Ројтерс (медијални ниво за крај године износи 11,75%).

Каматне стопе

Нешто веће варирање каматних стопа на тржишту новца у јануару и фебруару последица је варирања динарске ликвидности банака. Активне каматне стопе банака су забележиле смањење, у највећој мери захваљујући примени државних мера за ублажавање негативних ефеката економске кризе на домаћу привреду, док су пасивне каматне стопе наставиле тренд раста.

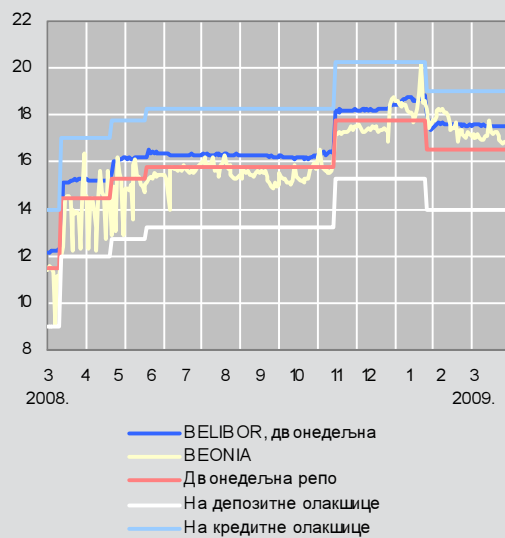
Народна банка Србије је у прва четири месеца 2009. смањила своју референтну каматну стопу на 14%, коригујући је три пута наниже с нивоа од 17,75% на годишњем нивоу.

На последњој аукцији шестомесечних записа Народне банке у јануару каматна стопа је у просеку износила 17,92%. Виши ниво ове каматне стопе у односу на референтну каматну стопу није неуобичајен с обзиром на дужу рочност ових хартија од вредности. Међутим, разлика између ове две стопе је била мања у односу на децембарску аукцију, што указује да су банке очекивале смањење каматних стопа.

Каматне стопе на тржишту новца нису у потпуности пратиле кретање референтне каматне стопе. Каматна стопа BEONIA је у просеку имала виши ниво од референтне каматне стопе (17,55% годишње). С друге стране, каматна стопа BELIBOR је најнижи ниво остварила за рочност Spot Next (17,79%), а највиши за шестомесечну рочност (17,86%). У односу на претходно тромесечје, BELIBOR је остварио раст за краће рочности, док је с повећањем рочности његов раст равномерно опадао. Иако и даље позитиван, нагиб криве приноса на BELIBOR је смањен, што се углавном тумачи као индикатор смањења каматних стопа и успоравања инфлације и привредне активности.

Просечно повећање каматних стопа BEONIA и BELIBOR, упркос благом паду референтне каматне стопе, последица је смањења динарске ликвидности банака због мере Народне банке да се 40% девизне обавезне резерве издваја у динарима. Нарочито ниска ликвидност током јануара и фебруара условила је веће финансирање банака на тржишту новца, те је BEONIA, упркос релативно краћем року доспећа, свој ниво изнад референтне каматне стопе све више повећавала. Распон каматне стопе BEONIA

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



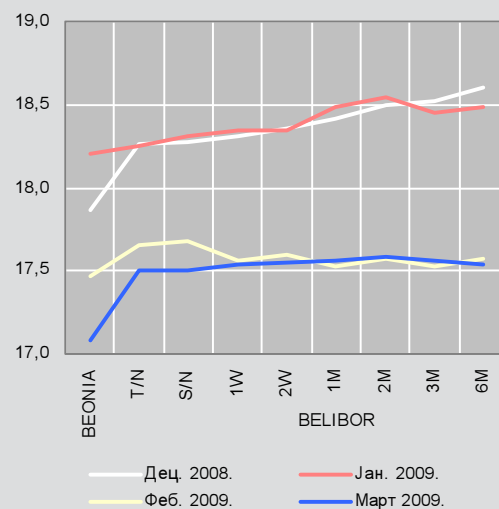
У јануару и фебруару каматне стопе BEONIA и BELIBOR одступају од референтне каматне стопе због смањене ликвидности банака.

Графикон III.1.1. Референтна каматна стопа НБС (пандерисани просек, на год. нивоу, у %)



Реална референтна каматна стопа, и поред номиналног смањења, бележи благи раст, услед смањења инфлације и стабилизације курса динара.

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



Извори: Народна банка Србије и Reuters.

После благог пада у фебруару, крива приноса бележи стагнацију у марту.

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



На раст активних и пасивних каматних стопа банака у првом тромесечју пресудно је утицао раст премије ризика земље.

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

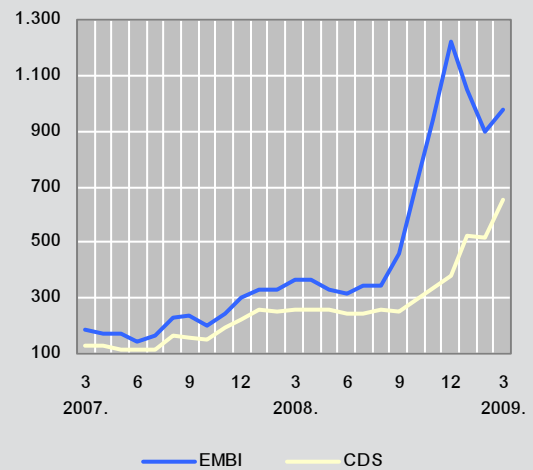


Раст каматне стопе на банкарске кредите је остварен упркос драстичном смањењу каматне стопе EURIBOR 6М.

и референтне каматне стопе је у фебруару, када је ликвидност банака била најнижа, у просеку достигао ниво од једног п.п., док је просечан дневни обим позајмица достигао рекордних 13,8 милијарди динара. Побољшање ликвидности банака које је забележено у марту и априлу утицало је на постепено смањење обима преконоћних међубанкарских позајмица, али и на смањење распона, који је у априлу сведен на 5 б. п.

Упркос смањењу референтне каматне стопе и релативно ниском нивоу каматних стопа EURIBOR и LIBOR, банке су током јануара и фебруара каматне стопе на кредите повећале. У марту су оне смањене пре свега захваљујући мерама Владе у оквиру програма субвенционисања кредита, као дела пакета мера за превазилажење ефеката светске економске кризе. Сличну тенденцију имале су и каматне стопе на депозите.

Графикон III.1.6. Показатељ премије ризика – EMBI и CDS (месечни просеци, у базним поенима)



Извори: JP Morgan и Bloomberg.

У првом тромесечју дошло је до смањења премије ризика мерене индексом EMBI.

Београдска берза

Кретања на Београдској берзи већ скоро две године карактеришу пад берзанских индекса и низак ниво промета. Иста тенденција настављена је и у првом тромесечју

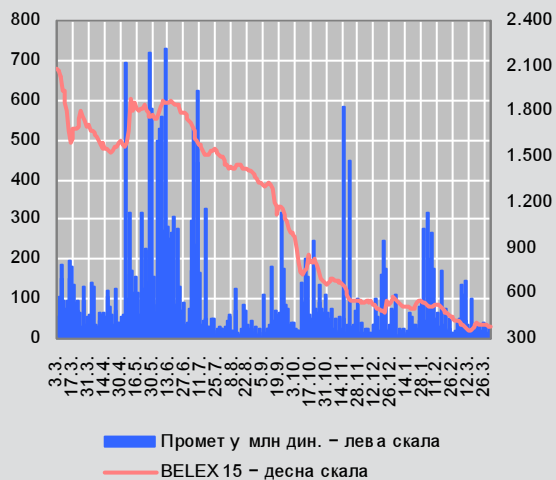
Индекси Београдске берзе *Belex15* и *Belex line* забележили су пад од 32,6% и 29,5%, респективно. У поређењу с другим берзама у региону, чији индекси такође бележе пад, ова два индекса имају убедљиво најлошије резултате. Најмањи пад забележио је индекс *MBI10* Скопске берзе (9,1%), док је највећи пад, ако се изузму домаћи индекси, забележио *Sofix* Софијске берзе (22,4%).

У складу с падом цена акција, капитализација акција које су листиране на Београдској берзи је крајем марта смањена на 689 милијарди динара (7,3 милијарди евра). Овако негативна кретања повезана су с даљим падом ликвидности тржишта, будући да је трговање акцијама у читавом тромесечју износило свега 4,2 милијарде динара, што је за око 56% мање него у претходном.

Учешће страних инвеститора у трговини акцијама је смањено. За разлику од протеклог тромесечја, када су страни инвеститори били у улози нето купаца акција, у првом тромесечју они су нето продали око 587 милиона динара, доприносећи на тај начин паду цена акција.

За разлику од трговања акцијама, у трговању обвезницама старе девизне штедње Републике Србије забележено је релативно умереније смањење обима (6,3%) и броја обављених трансакција (7,1%) због њиховог релативно мањег ризика (емитовала их је држава), као и одсуства валутног ризика. Од укупног обима трговања, у износу од око 15,9 милиона евра, готово половина се односи на серије А2016 (47%) и А2010 (16%), док су остале серије оствариле знатно мање учешће у трговању. Приноси на обвезнице смањени су у складу са смањењем референтне каматне стопе за све серије, изузев за серију А2009. Иначе, карактеристично је да приноси на серије обвезница чија наплата доспева најскорије расту.

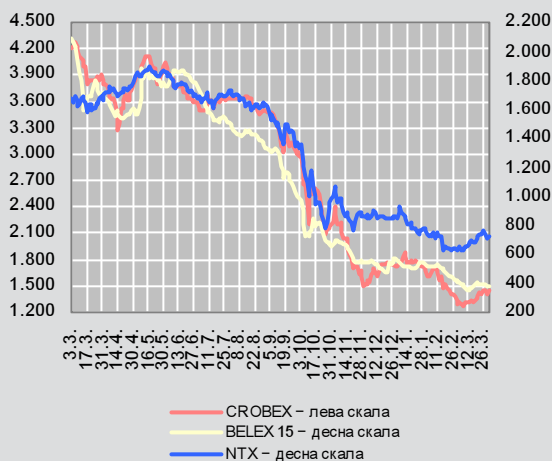
Графикон III.1.7. Индекс BELEX 15



Извор: Београдска берза.

Пад индекса BELEX 15 прати и тренд смањења обима трговања на Београдској берзи.

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



Извори: Београдска берза, Загребачка берза и Bloomberg.

У првом тромесечју индекси регионалних берзи бележе историјске минимуме.

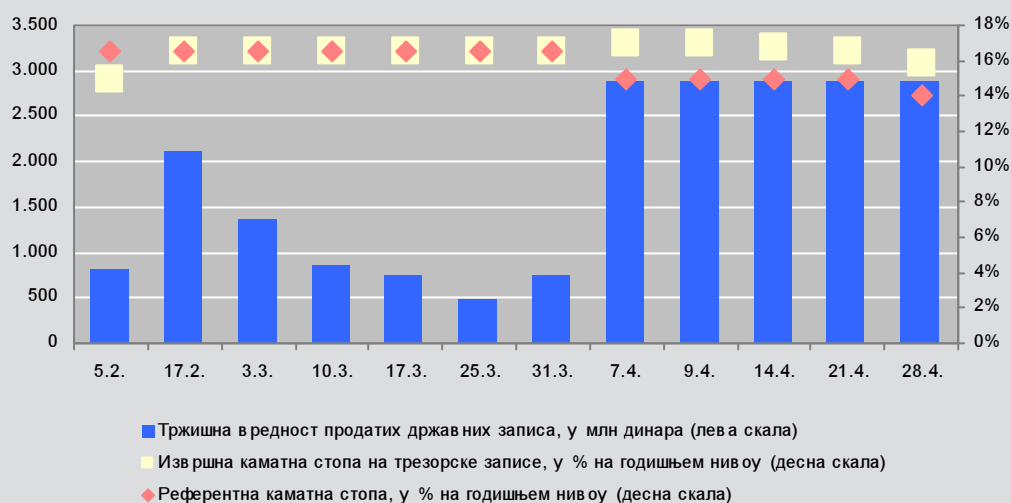
Нове емисије трезорских записа Републике Србије

Држава је ове године своју активност на финансијском тржишту појачала интензивирањем примарне емисије трезорских записа, што представља значајан корак у развоју финансијског тржишта. Према Уредби о општим условима за емисију и продају краткорочних државних хартија од вредности на примарном тржишту, коју је донела Влада, предвиђено је да емитовани трезорски записи буду деноминирани у динарима и с роком доспећа до једне године, док је остављена могућност избора продаје ових хартија од вредности на аукцијама по моделу јединствене или вишеструке цене.

Модел аукције по јединственој цени предвиђа да учесници понуде за куповину хартија од вредности достављају по различитим ценама, да би, након утврђивања извршне цене, која је уједно и јединствена цена, сви учесници с понуђеном мањом или једнаком ценом у односу на извршну те хартије купили по истој цени. Основна замера оваквог типа аукције јесу релативно високи трошкови камате, које сноси емитент, и то што се каматна стопа не формира у потпуности тржишно, што делимично умањује примарну улогу овог инструмента, тј. промовисање и развој финансијског тржишта. С друге стране, предност овог модела аукције је у томе што обезбеђује релативно већу реализацију при примарној продаји. Стога се опредељење емитента за коришћење овог модела аукције може протумачити и као спремност да плати релативно високу цену да би прикупио потребна средства.

За разлику од претходног модела, на аукцији *по вишеструкој цени* учесници хартије од вредности купују по цени коју су навели у понудама, која може бити мања или једнака утврђеној извршној цени (која се, по правилу, формира на нивоу на којем се исцрпљује понуда емитента). У односу на модел аукције по јединственој цени, трошкови камате коју плаћа емитент су мањи. С друге стране, цена (каматна стопа), која се у потпуности утврђује тржишно, доприноси формирању референтне криве приноса на тржишту новца, развоју финансијског тржишта и промовисању нових финансијских инструмената.

Аукције трезорских записа РС и референтна каматна стопа НБС



У прва четири месеца 2009. године, Трезор Министарства финансија је на одржаних 12 аукција трезорских записа користио модел аукције по јединственој цени за емисију трезорских записа с роком доспећа од 91 дана. Просечна приносна стопа која је реализована на аукцијама у знатној мери је увећана у односу на аукцију која је одржана у децембру прошле године (са 10,45% на 15%). С обзиром на то да реализација на првој аукцији није била задовољавајућа (42% вредности емисије), држава је на наредној аукцији извршну каматну стопу повећала на ниво референтне каматне стопе (16,5%), што је поједине банке и физичка лица привукло да инвестирају у ову врсту

хартија од вредности и реализацију повећало на око 73% вредности емисије. На наредних пет аукција извршна стопа је остала непромењена, те је забележено постепено смањење интересовања најпре банака и инвестиционих фондова, а затим и осталих инвеститора. Реализација је најнижи ниво (17% емитоване вредности) достигла на четвртој мартовској аукцији, да би се на последњој, у истом месецу, донекле опоравила (на 26%). Интересовање инвеститора (пре свега банака) за куповину трезорских записа у великој мери је повећано након пораста извршне стопе на првој априлској аукцији на 17,5%, а интересовање је било подстакнуто и смањењем референтне каматне стопе са 16,5% на 15%. Додатно смањење референтне каматне стопе крајем априла на 14% ишло је у прилог наставка тренда стопроцентне реализације, упркос смањењу извршне каматне стопе на 15,8% годишње, колико је износила на последњој априлској аукцији.

Овогодишњи наступ државе на тржишту хартија од вредности представља добар начин да се допринесе развоју финансијског тржишта. Држава је од фебруара до краја априла привукла око 20,1 милијарду динара, од чега 14,4 милијарде само у априлу. Уколико се појава државе као активног учесника на финансијском тржишту посматра у светлу тренутних буџетских потешкоћа, не може се са сигурношћу тврдити да држава овом релативно скупом извору финансирања (користећи, по многим, скупљи модел аукције) није прибегла како би по сваку цену прикупила што више средстава, која су јој неопходна за подмирење фискалних расхода.

С друге стране, задуживање државе на домаћем тржишту имаће и својих дугорочних предности. Једна од њих је смањење изложености валутном ризику по основу јавног дуга, будући да су обвезнице номиниране у динарима. Коначно, уколико се обистине најаве из Министарства финансија о скором почетку примарне емисије трезорских записа с роком доспећа од једне године, биће креиран „бенчмарк“ за остале каматне стопе на домаћем финансијском тржишту, што ће не само позитивно утицати на његов развој већ ће и ојачати трансмисиони механизам монетарне политике.

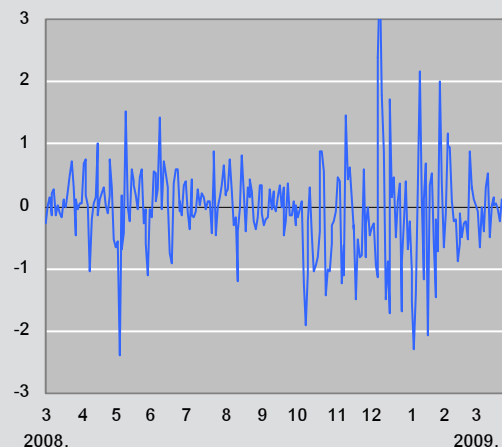
Девизни курс

Прво тромесечје обележила је депресијација динара у односу на све водеће светске валуте. У току јануара динар је, и поред значајних интервенција Народне банке Србије на међубанкарском девизном тржишту (МДТ), депресирао према евр у просеку за око 7%. Али, крајем фебруара и током марта дневне осцилације су смањене и курс динара према евр се стабилизовао, због чега су изостале интервенције Народне банке. Међутим, МДТ и даље карактерише низак обим промета.

Динар је у првом тромесечју депресирао према евр у просеку 9,6%. Курс динара се при том кретао у изузетно широком распону – од 89,5 до 96,3 RSD/EUR. Међутим, од краја фебруара кретање вредности динара према евр је релативно стабилно (просечан ниво око 94,4 RSD/EUR).

До слабљења вредности динара у посматраном периоду дошло је због отежаног приступа банака и предузећа спољним изворима финансирања и смањеног прилива девиза из иностранства. Највећи притисак на кретање динара забележен је у јануару, када је његова просечна депресијација достигла 7%. У том месецу банке су имале притисак на девизну ликвидност како по основу тражње клијената, тако и по основу отплате краткорочних иностраних кредита

Графикон III.1.10. Дневне промене курса динара према евр¹⁾ (у %)

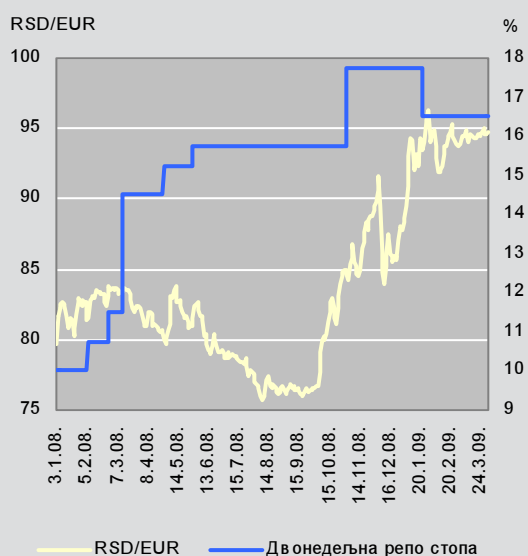


¹⁾ Негативне стопе указују на депресијацију, а позитивне на апресијацију динара.

Јануар и већи део фебруара обележиле су знатне дневне осцилације курса динара.

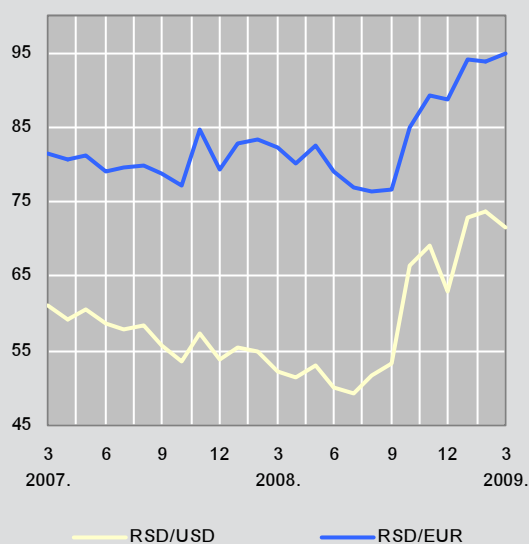
узетих крајем прошле године. На слабљење вредности динара утицао је и пораст премије ризика, а у мањој мери и смањење референтне каматне стопе. Потом је у марту притисак на девизну ликвидност банака изгубио на интензитету. Наиме, предузећа су успела

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



Након последњег снижења референтне каматне стопе, курс динара је био релативно стабилан.

Графикон III.1.11. Номинални курс динара (вредност у динарима крајем периода)



Прво тромесечје је карактерисао наставак депресијације динара.

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

	(у еврима)		
	III тромесечје 2008.	IV тромесечје 2008.	I тромесечје 2009.
МДТ	5.814.909.352	6.531.011.455	2.095.304.299
Банке – НБС	9.000.000	933.500.000	556.400.000
Банка – банка	5.805.909.352	5.597.511.455	1.538.904.299
	(у % укупног промета)		
	III тромесечје 2008.	IV тромесечје 2008.	I тромесечје 2009.
МДТ	100,00	100,00	100,00
Банке – НБС	0,15	14,29	26,55
Банка – банка	99,85	85,71	73,45

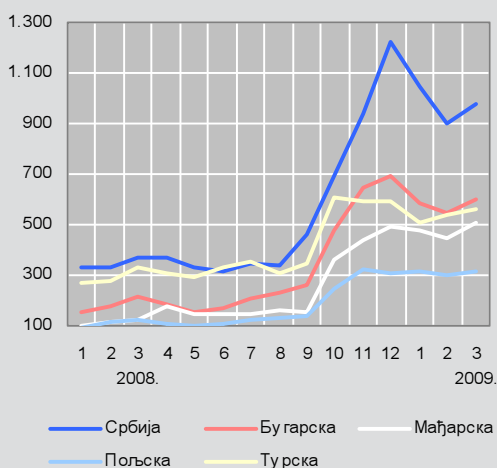
У првом тромесечју Народна банка је повећала учешће на МДТ-у.

да рефинансирају своје иностране обавезе, банке су се у иностранству краткорочно задужиле, а остварен је и значајан нето откуп девиза од мењача, што је за резултат имало – стабилизацију курса динара упркос смањењу референтне каматне стопе.

Промет на МДТ-у је карактерисао веома низак ниво. Просечан дневни промет – без учешћа Народне банке Србије – износио је око 25 милиона евра. У току јануара и фебруара, Народна банка је на МДТ-у укупно продала 556,4 милиона евра како би смањила претерано велике дневне осцилације курса и повећала девизну ликвидност тржишта, али и спречила нагло

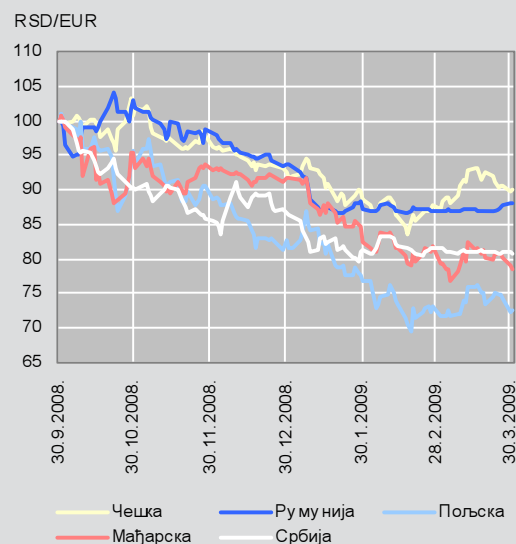
слабљење вредности динара. Упркос томе, динар је до пред крај фебруара бележио високе дневне осцилације. Ипак, те осцилације су смањене и курс динара је стабилизован. Од краја фебруара Народна банка Србије на МДТ-у није интервенисала.

Динар је у првом тромесечју још више депресирао у односу на долар, чему је допринело то што је Европска централна банка (ЕЦБ) своју референтну стопу у два наврата снизила (укупно за 1,0 п.п.), док су Федералне резерве (ФЕД) своју задржале на истом нивоу. Уз слабљење номиналног ефективног курса динара и бржи раст домаћих цена од иностраних, у

Графикон III.1.12. Показатељ премије
ризика – EMBI по земљама
(месечни просеци, у базним поенима)

Извор: JP Morgan.

И поред смањења, премија ризика земље је највећа у случају Србије у поређењу с посматраним земљама.

Графикон III.1.13. Кретање курсева
националних валута према евр
(30. 9. 2008 = 100)

Од средине фебруара већина валута бележи извесну стабилизацију.

првом тромесечју је остварена реална ефективна депресијација динара од 4,4% (3,0% према еврџу и 9,8% према долару).

Премија ризика земље мерена индексом ЕМВИ, која је у првој половини децембра имала рекордно високу вредност (1.350 базних поена), почела је у првом тромесечју, након најаве споразума с ММФ-ом, да опада. Почетком фебруара 2009. *EMBI spread* се спустио на ниво од око 850 базних поена изнад приноса на одговарајуће обвезнице америчког Трезора, да би од друге половине фебруара поново почео благо да расте. Очекује се да ће с потписивањем аранжмана с ММФ-ом вредност овог индекса додатно опасти, што ће, уз споразум с банкама о задржавању степена изложености према Србији, ублажити притиске на курс динара.

Априлска анкета агенције Стратеџик маркетинг указује да сви сектори обухваћени анкетом очекују наставак депресијације динара. Финансијски сектор тако очекује да ће динар у наредних годину дана депресирати за око 5%. Према априлској анкети агенције Ројтерс, финансијски сектор до краја ове године очекује депресијацију динара од око 3% (ниво од 97,5 RSD/EUR).

Валуте других земаља у транзицији углавном су депресирале током јануара и већег дела фебруара, а потом су у извесној мери ојачале или су се њихова кретања релативно стабилизовала. Премија ризика земаља у транзицији мерена индексом ЕМВИ је, као и у случају Србије, снижена у јануару и фебруару, док у марту бележи благо повећање.

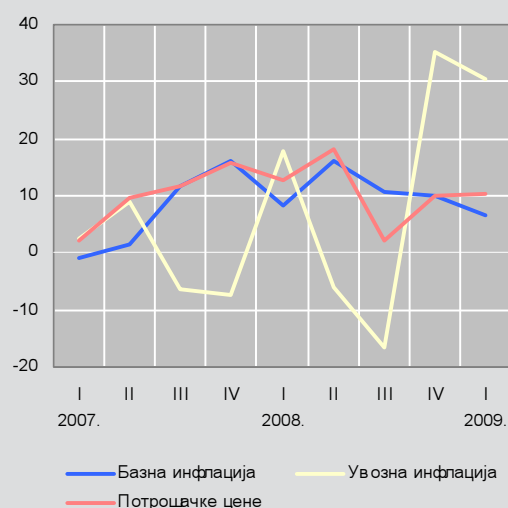
2. Увозне цене

У првом тромесечју увозна инфлација је остварила нешто нижи раст у односу на претходно, али је и даље – услед депресијације динара – на изузетно високом нивоу. У наредном тромесечју очекујемо њено даље смањивање по основу текуће стабилизације девизног курса, упркос расту цена нафте и примарних производа на светском тржишту.

Увозна инфлација је у првом тромесечју износила 30,5% на годишњем нивоу³. Упркос паду цена у Европској унији и САД од 2,4% (просечно годишње)⁴, увозна инфлација је и даље висока због пада номиналног ефективног курса динара од 33,7% (просечно годишње)⁵. Таква кретања су била очекивана у условима снажних депресијацијских притисака на почетку тромесечја. Међутим, увозна инфлација се на раст базне инфлације одразила у мањој мери него што смо очекивали и њени ефекти су исцрпљени током прва два месеца.

У другом тромесечју предвиђамо наставак успоравања раста увозне инфлације с обзиром на текуће кретање девизног курса и очекивани наставак пада цена у Европској унији и САД. По том основу очекујемо дезинфлаторне ефекте у наредном периоду.

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



Извори: НБС и Eurostat.

Висок раст увозне инфлације последица је пада номиналног ефективног курса динара.

³ Однос просека два узастопна тромесечја подигнут на годишњи ниво.

⁴ При обрачунању инфлације у свету користи се пондерисани просек инфлације у ЕУ и САД (пондери 80 : 20).

⁵ Евро 80%, долар 20%.

Цене нафте и примарних производа

Током првог тромесечја 2009. године кретање цене нафте било је релативно стабилно, у оквиру распона од 40 до 50 америчких долара по барелу. За разлику од трећег и четвртог тромесечја 2008. године, када је цена нафте имала драстичан пад (са 147 на 91 долар у трећем и потом на 44 у четвртном тромесечју), у првом тромесечју ове године силазни тренд кретања цене нафте је заустављен.

Дубока рецесија на глобалном нивоу натерала је чланице картела ОПЕС да одустану од плана који је предвиђао смањивање нивоа производње нафте док се не постигне раст њене цене и стабилизација на нивоу између 75 и 80 долара за барел. Наиме, чланице ОПЕС-а договориле су се на састанку у Бечу, 15. марта 2009. године, да до даљег не смањују ниво

земаља да превазиђу финансијску кризу. Уместо тога, ОПЕС је позвао своје чланице да испоштују претходне одлуке о смањењу производних квота.

Иако су чланице ОПЕС-а одустале од даљег смањења производње, у другој половини марта цена нафте је нагло порасла (20% у периоду од 15. до 26. марта). Последњег дана у тромесечју цена се вратила на ниво од 47 долара по барелу (наша прогноза за крај тромесечја изнета у претходном *Извештају о инфлацији* била је око 42 долара). Основни узрок тог неочекиваног раста био је знатно ослабљен долар у том периоду (10% у односу на евро), као и ефекти претходног смањења производње чланица ОПЕС-а.

Крајем априла, међутим, почиње поновни раст цене нафте. Средином маја она је достигла 59 америчких долара по барелу, што представља највиши ниво у последњих шест месеци.

У наредном периоду не очекујемо значајније повећање цене нафте. Према оценама Међународне агенције за енергетику (IEA), пад тражње за нафтом ће бити настављен, што ће представљати другу узастопну годину да тражња за нафтом опада. Узимајући у обзир прогнозу IEA да ће се глобална тражња за нафтом у 2009. смањити у односу на 2008, очекивану оштру и дуготрајну рецесију у најразвијенијим земљама света, као и знатно смањене стопе привредног раста у Кини и Индији – рачунамо да цена нафте у наредном периоду неће осетније расти. Очекујемо да ће се просечна цена барела нафте типа „урал“ у 2009. години кретати у распону од 50 до 55 долара. Такође очекујемо да ће крајем другог тромесечја цена „урала“ износити око 55 долара по барелу.

Што се тиче осталих сировина, цена бакра је крајем првог тромесечја остварила раст на 4.000 долара по тони, у поређењу с ценом од око 3.300 долара у претходном тромесечју. Очекује се да тражња за овим обојеним металом у 2009. години буде за око 6% нижа него у 2008. и да неће расти до краја године.

Цена злата, као сигурносног уточишта, такође је у порасту и креће се у распону од 910 до 925 долара за тројунцу. Крајем 2008. године његова цена је варирала између 830 и 850 долара (за тројунцу).

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



Извор: Bloomberg.

Силазни тренд кретања цене нафте је заустављен.

производње пошто је тражња за нафтом у том тренутку била знатно смањена, а евентуални раст њене цене би могао да отежа настојања развијених

3. Платни биланс

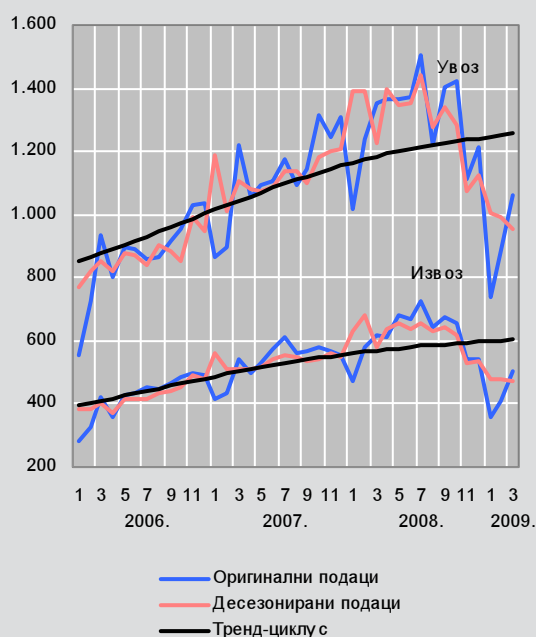
Економски токови са иностранством су знатно редуковани, пре свега због смањења светске тражње и немогућности обезбеђивања средстава за текуће расходе. То је допринело јачању депресијацијских притисака и проширењу негативног производног јаза.

Биланс текућих трансакција

Дефицит текућег рачуна у првом тромесечју (797,8 милиона евра) био је у односу на исти период претходне године – нижи чак за 38%. На то је највише утицало смањење спољнотрговинског дефицита у износу од 526,9 милиона евра.

Последице светске и домаће економске кризе највидљивије су у смањењу вредности робне размене са иностранством – вредност увоза и извоза у првом тромесечју у еврима је нижа за 26,0% и 23,8% међугодишње, респективно. Као резултат тога, дефицит робне размене је смањен за 29,1%. Степен покривености увоза извозом робе износио је 47,8%, што је за 1,4 процентна поена више него у истом периоду 2008. године.

Графикон III.3.1. Извоз и увоз робе
(у млн EUR)



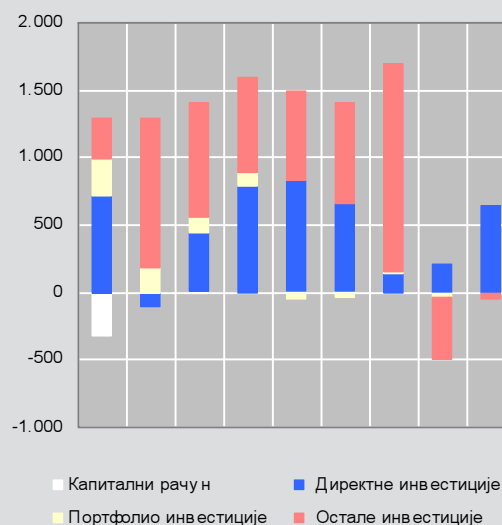
Након драстичног пада у јануару, у фебруару и марту је дошло до повећања вредности извоза и увоза.

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

	IV 2007.	IV 2008.	I 2008.	I 2009.
Текући рачун	-16,2	-14,8	-18,0	-12,4
Биланс робе и услуга	-24,4	-21,9	-24,5	-20,5
Доходак	-2,6	-4,1	-1,9	-1,9
Текући трансфери	10,8	11,2	8,4	10,1
Капитални рачун	0,0	0,0	0,1	0,0
Финансијски рачун (без промене девизних резерви)	18,6	-3,2	19,7	9,3
Директне инвестиције – нето	9,1	2,4	11,3	10,0
Портфолио инвестиције – нето	1,2	-0,4	-0,7	-0,1
Трговински кредити – нето	1,8	2,5	1,4	1,4
Финансијски кредити – нето	15,2	8,3	3,2	-10,9
Готов новац и депозити – нето	-8,8	-16,0	4,8	8,8
Остало	0,1	0,0	-0,2	0,0
Грешке и пропусти – нето	-0,4	-1,6	-1,3	-0,6
Укупан биланс	2,0	-19,6	0,4	-3,7

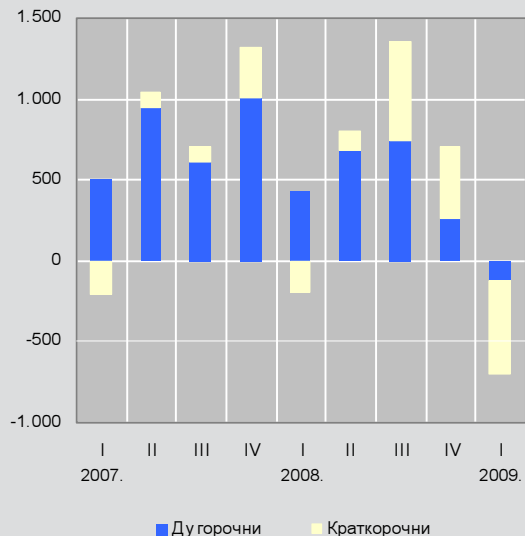
У првом тромесечју дефицит текућег рачуна платног биланса смањен је на 12,4% БДП-а.

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



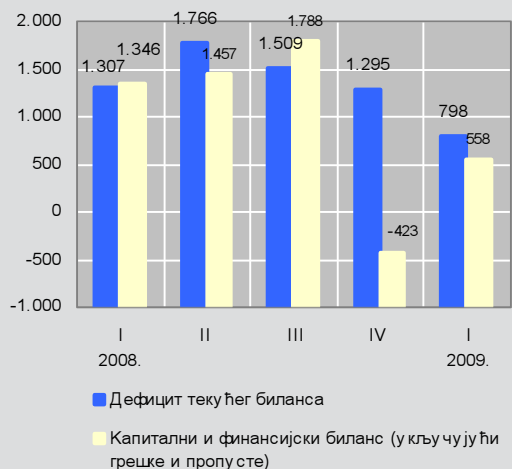
Висок прилив по основу страних директних инвестиција је остварен захваљујући у највећој мери приватизацији НИС-а.

Графикон III.3.3. **Нето коришћење финансијских кредита**
(у млн EUR)



У првом тромесечју је регистровано раздуживање банака и предузећа према иностранству.

Графикон III.3.4. **Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала**
(у млн EUR)



Напомена: Финансијски биланс без промене девизних резерви.

На редуковање економских токова са иностранством утицало је смањење светске тражње и немогућност обезбеђења додатних средстава за финансирање текућих расхода.

Пад вредности извоза и увоза бележе све групе производа по намени, пре свега репроматеријал и опрема. Виши пад вредности увоза (27,8% мг.) у односу на вредност извоза опреме (15,2% мг.), при знатно смањеној домаћој производњи капиталних добара (27,9% мг.) и мањем паду залиха ових производа (15,8% мг.) – указује на наставак пада инвестиционе активности⁶. Пад вредности увоза репроматеријала (29% мг.) знатно је већи од оствареног пада бруто домаћег производа и индустријске производње, што се, као и пад залиха готових производа, може директно повезати са смањењем ликвидности у сектору привреде. На то указује и осетан пад домаће производње интермедијарних производа (34,9% мг.).

Најмање смањење вредности увоза и извоза забележено је код потрошних добара, а у оквиру тога посебно нетрајних производа за широку потрошњу – увоз је смањен за 11,2%, док је извоз повећан за 0,4% међугодишње. Истовремено, производња и залихе готових производа су смањене за 11,3% и 2,3%, респективно. Трајна потрошна добра су исказала знатнији пад – увоза за 18,7% и извоза за 5,0%. Такав извозни резултат, који се може приписати притиску на ликвидност због високог обима залиха (раст од 7,1% мг.) у условима знатно редукованог обима производње (пад од 26,1%), могао би се окарактерисати као повољан.

Суфицит на позицији текућих трансфера незнатно је већи у односу на упоредив период претходне године (за 3,8%, или за 23,6 милиона евра), док је дефицит на позицији дохотка мањи (за 10,2%, или 14,1 милион евра).

Смањење дефицита текућег рачуна, уз пад економске активности, резултирало је смањењем његовог учешћа у БДП-у на 12,4%⁷. И поред тога, кретања у текућем рачуну платног биланса су неповољна јер одражавају знатно редуковање економских токова са иностранством.

⁶ Подаци закључно са мартом преузети са сајта РЗС.

⁷ У последњем тромесечју 2008. године учешће текућег дефицита у БДП-у је износило 14,8%.

Графикон III.3.5. Покривеност увоза девизним резервама*



* Тромесечни подаци.

Покривеност увоза робе и услуга девизним резервама је повећана.

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

	2008.				2009.
	I	II	III	IV	I
Девизне резерве НБС (раст у %)	6,1	-4,7	-3,1	-17,6	-6,5
Девизно тржиште	-1,3	0,7	1,5	-5,2	-6,5
Мењачки послови	1,3	1,4	0,9	1,6	0,5
Нето продаја девиза НБС на МДТ-у	-3,0	-1,2	0,0	-7,4	-7,6
Привремени платни промет ¹⁾	0,4	0,5	0,6	0,6	0,5
Обавезна резерва на девизне депозите и кредите, као и на нову девизну штедњу ²⁾	0,0	-2,5	1,5	-11,4	-0,9
Инострани кредити држави	0,1	0,4	0,0	0,2	0,2
Донације	0,1	0,3	0,2	0,2	0,1
Стара девизна штедња ³⁾ и Зајам за привредни препород	-0,1	-1,7	-0,4	-0,1	-0,1
Остало ⁴⁾	7,2	-1,8	-5,9	-1,3	0,6

¹⁾ Платни промет с Црном Гором (до 26. јуна) и Косовом и Метохијом.²⁾ Штедња од 2003. године.³⁾ Штедња до 2003. године.⁴⁾ Приходи од приватизације, кредити ММФ-а итд.

Највећи утицај на промену девизних резерви имале су интервенције Народне банке на МДТ-у.

Биланс капиталних и финансијских трансакција

Док су промене у оквиру капиталног рачуна готово незнатне (дефицит од 0,6 милиона евра), суфицит финансијског рачуна је износио 837,8 милиона евра. Ако се из финансијског рачуна искључе промене девизних резерви Народне банке, суфицит на овим позицијама је компаративно мали – 43,8% нивоа оствареног у истом периоду претходне године.

Најзначајнији нето приливи у оквиру финансијског рачуна остварени су по основу страних директних инвестиција (643,3 милиона евра), као резултат продаје

дела капитала НИС-а (400 милиона евра) у фебруару. Тим средствима је обезбеђено покриће 80,6% дефицита текућег рачуна. У структури страних директних инвестиција доминирала су улагања у сектор вађења руде и камена (59,2%), који укључује и вађење сирове нафте и гаса, затим улагања у послове с некретнинама (10,1%), прерађивачку индустрију (9,3%), саобраћај и финансијско посредовање (с по 6%) и у трговину на мало (5,1%). По основу портфолио инвестиција остварен је незнатан нето одлив (4 милиона евра).

У току првог тромесечја регистровано је нето раздуживање и банака и предузећа. Банке су се током прва два месеца раздуживале (668,9 милиона евра), готово искључиво по основу краткорочних кредита (661,6 милиона евра) узетих крајем прошле године. У марту су се у извесној мери нето задужиле, пре свега краткорочно (123,1 милиона евра). Предузећа су се у

истом периоду нето раздужила за око 144 милиона евра.

Пошто суфицит на позицији финансијског рачуна без девизних резерви Народне банке Србије (597,8 милиона евра) није био довољан да покрије дефицит на текућем и капиталном рачуну – девизне резерве су смањене за 240 милиона евра.

На крају првог тромесечја, девизне резерве Народне банке Србије су износиле 8.113 милиона евра. Одлив средстава из девизних резерви последица је првенствено интервенција Народне банке на МДТ-у (допринос паду девизних резерви од 7,6 п.п.), затим смањења удела издвојене девизне обавезне резерве банака (допринос од 0,9 п.п.), као и отплате обавеза по основу старе девизне штедње.

Прилив средстава у девизне резерве остварен је по основу нето откупа девиза из мењачких послова Народне банке и привременог платног промета с Косовом и Метохијом (допринос од по 0,5 п.п.), као и иностраних кредита држави и донација (0,2 п.п. и 0,1 п.п., респективно).

Проширени стенд-бај аранжман с ММФ-ом

Извршни одбор Међународног монетарног фонда (ММФ) одобрио је Србији 15. маја 2009. године проширење стенд-бај аранжмана који је био договорен у новембру прошле, а одобрен у јануару ове године. Проширење је одобрено на основу процене да су негативни ефекти глобалне економске кризе већи него што се крајем прошле године процењивало. Аранжман предвиђа финансијску подршку од око 2,94 милијарде евра (2,62 милијарде специјалних права вучења) и продужен рок трајања за годину дана, до средине априла 2011. Прва трансха аранжмана од око 788 милиона евра повучена је 19. маја, а до краја године моћи ће да се повуку још две, тако да би у овој години било повучено око 2,15 милијарди евра. Средства су намењена искључиво за јачање девизних резерви Народне банке Србије и, тиме, за одржавање макроекономске стабилности.

Према проширеном аранжману, стратегија Владе је ревидирана у три кључна сегмента:

- Повећан је пројектовани буџетски дефицит за период 2009–2010, уз додатне мере фискалног прилагођавања (пре свега, смањење текућих издатака и замрзавање плата у јавном сектору). Циљ је избегавање претерано процикличне фискалне политике и уравнотежење економије у средњем року. Тако је буџетски дефицит у 2009. пројектован на 3% БДП-а и то је максималан дефицит који може бити финансиран на неинфлаторан начин. Примена договорених фискалних прилагођавања ће бити кључна за успех програма. При том, многе краткорочне мере прилагођавања требало би да прокрче пут за фискалну реформу како би се побољшала ефикасност јавног сектора и обезбедила консолидација јавних финансија;
- Постигнут је споразум с матичним институцијама десет највећих банака у Србији у већинском страном власништву да задрже укупан ниво изложености према Србији и одговарајућу капитализацију и ликвидност својих субсидијара. Подржано је спровођење стрес-тестова, у складу с методологијом ММФ-а, којима ће се проверавати отпорност банака на евентуално погоршање спољних и домаћих фактора током наредних месеци. Такође, од банака се очекује да олакшају реструктурирање кредита привреди и становништву. С тим у вези, Народна банка Србије је, у сарадњи с ММФ-ом, припремила програм посебних мера подршке финансијској стабилности земље, чија ће примена почети у другој половини маја;
- Затражена су додатна финансијска средства подршке од међународних финансијских институција и Европске уније како би се обезбедила средњорочна одрживост платног биланса, тј. екстерно финансирање у периоду 2009–2011.

Циљ програма с ММФ-ом је обезбеђење макроекономске и финансијске стабилности земље. Раст потрошње у јавном и приватном сектору, који је у претходним годинама подстицао економски раст и екстерну неравнотежу, у овој се нагло преокренуо у пад. Аранжман с ММФ-ом ће ублажити, али не и спречити неизбежно смањење потрошње на одржив ниво. Макроекономски оквир (видети табелу В, стр. 59) одражава економска и фискална прилагођавања која су вероватна током периода трајања програма:

- а) Реални БДП-а ће у 2009. опасти за око 2% и највероватније почети да се опоравља наредне године. Услед неизвесности у погледу трајања и дубине кризе, постоје ризици корекције прогнозе наниже;
- б) Инфлација ће се током 2009. кретати око 10% и опасти на 8% (± 2 п.п.) крајем 2010. Циљани распон инфлације, усаглашен с ММФ-ом, за крај 2009. је на нешто вишем нивоу ($10 \pm 2\%$), али је све извесније да ће се инфлација наћи у границама циљаног распона који је утврдила Народна банка Србије ($8 \pm 2\%$), будући да ће дезинфлаторни утицај пада домаће тражње надјачати инфлаторне ефекте недавног слабљења вредности динара;

в) Дефицит текућег биланса ће се у 2009. знатно смањити, на око 13% БДП-а (у поређењу са 17% у 2008). Опоравак извоза се очекује тек 2011, а нормализација дефицита текућег биланса на око 5% БДП-а у средњем року;

г) Распољиво екстерно финансирање ће се драстично смањити у односу на претходну годину. Због пада страних директних инвестиција и кредита из иностранства, нето прилив капитала ће у 2009. износити свега 2% БДП-а (у поређењу са 12,5% у 2008).

Упркос знатном смањењу домаће тражње, пројектовани финансијски јаз у 2009. износи око 2,3 милијарде евра (7,5% БДП-а) и једну милијарду евра у 2010. (3,3% БДП-а). У поређењу с претходном пројекцијом ММФ-а, финансијски јаз је мањи због нижег дефицита текућег биланса, али није мањи колико и дефицит због повећања отплате спољног дуга, насталог по основу раста краткорочног задуживања, као и због смањења пројектованог нето прилива капитала.

Зашто је Србији потребан аранжман с ММФ-ом?

Као прво, он ће омогућити финансирање текућег дефицита који се протеклих шест месеци покривао из девизних резерви, јер је прилив капитала био недовољан за његово финансирање. На тај начин ће се умањити притисак на курс динара, који ће и даље бити «руковођено пливајући». Интервенције на девизном тржишту ће се користити само ради ублажавања шокова и очувања финансијске стабилности на начин који је у складу с постизањем циљане инфлације. Ради одржања адекватног нивоа девизних резерви, Народна банка неће дозволити да њена нето девизна актива (по програмском курсу) падне испод 2,5 милијарди евра крајем 2009. године.

Друго, аранжман с ММФ-ом ће водити одговорнијој фискалној политици, тј. знатно мањој јавној потрошњи. Неопходно је знатно фискално прилагођавање (већим делом уштедама, а мањим растом потрошње) због смањења пореских прихода, изазваног падом трговинске и економске активности.

Треће, споразум с банкама о задржавању укупног нивоа изложености према Србији постигнут је у пакету с аранжманом с ММФ-ом, што ће свакако допринети ублажавању депресијацијских притисака на курс динара.

Четврто, аранжман ће допринети смањењу премије ризика и већем поверењу страних и домаћих инвеститора, што ће позитивно утицати на обим инвестиција и олакшати приступ јефтинијим изворима финансирања. Није занемарљив ни његов допринос евентуалном поправљању (или одржавању) кредитног рејтинга. Такође, он ће олакшати приступ већим финансијским средствима Светске банке, додатним средствима Европске уније и других међународних финансијских институција итд.

Напредак у примени програма биће праћен помоћу квантитативних критеријума извршења. Предвиђене су тромесечне контроле аранжмана (следећа је најкасније средином августа), како би се оценио напредак у примени програма и постигао договор о евентуалним додатним мерама које могу бити потребне да би се циљеви постигли.

4. Монетарна кретања

Пад економске активности и раст каматних стопа утицали су на наставак пада тражње за новцем у првом тромесечју. Ти фактори су такође утицали на стагнарање кредитне активности. Отежан приступ иностраном капиталу резултирао је раздуживањем предузећа према иностранству.

Монетарни агрегати

Пад економске активности и ограничен прилив иностраног капитала, с једне стране, и донете мере Народне банке Србије, усмерене на обезбеђивање девизне ликвидности банака, с друге – доминантно су утицали на монетарна кретања у првом тромесечју. Ипак, прва група фактора је имала пресудан утицај да монетарни агрегати забележе пад већи од сезонски уобичајеног (за почетак године).

Прве дане јануара у банкарском сектору карактерисао је значајан вишак динарске ликвидности. Али, тај вишак је већ током јануара, због високе тражње за девизама, у највећој мери повучен интервенцијама Народне банке на МДТ-у. У мањој мери, повлачење динарских слободних средстава је остварено и путем операција на отвореном тржишту, као и повећањем основице за обрачун динарског дела девизне обавезне резерве.

У току првог тромесечја примарни новац је смањен за близу 16% (на 260 милијарди динара). На смањење примарног новца, поред горе поменутих фактора, утицао је и раст депозита државе (захваљујући знатно мањем трошењу у односу на крај претходне године).

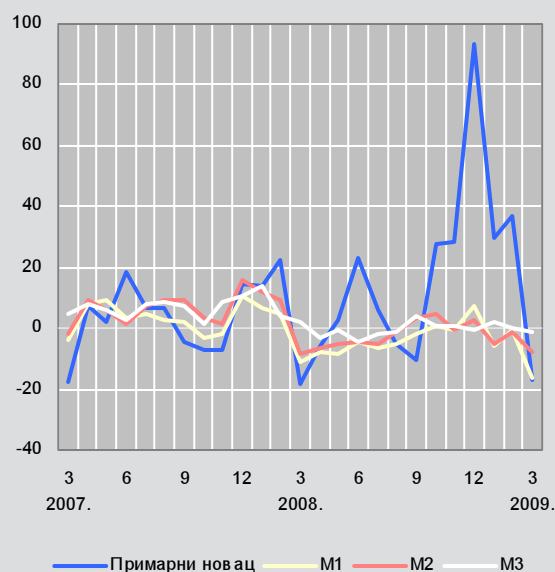
Након знатног смањења у јануару и фебруару, стање купљених хартија од вредности Народне банке кроз репо трансакције повећано је у марту и крајем тог месеца је износило око 98,6 милијарди динара. На раст пласмана банака у репо хартије утицало је повећање реалног приноса због успоравања инфлације и стабилизације курса динара у марту, али и опредељења банака да, у условима кризе, приоритет дају пласманима високог степена сигурности.

И остале динарске новчане агрегате (M1 и M2) карактерише смањење у односу на крај 2008. Раст динарских орочених депозита је у потпуности неутралисан смањењем готовог новца у оптицају и средстава на жиро-рачунима привреде и текућим рачунима грађана, услед пада дохотка и смањења ликвидности. Иако је у првом тромесечју остварен

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

	2008.				2009.	Учешће у МЗ (март)
	I	II	III	IV	I	
МЗ	5,5	-0,7	4,0	0,8	2,3	100,0
Девизни депозити	14,1	-0,8	4,1	-1,3	6,7	62,8
М2	-5,8	-0,5	3,9	4,0	-4,4	37,2
Орочени дин. депозити	-0,8	-0,1	12,6	-2,4	8,8	16,5
М1	-8,7	-0,8	-1,6	8,6	-12,8	20,7
Депозити по виђењу	-8,7	-0,6	-3,6	0,4	-12,5	13,0
Готов новац у оптицају	-8,7	-1,2	3,0	25,9	-13,3	7,7

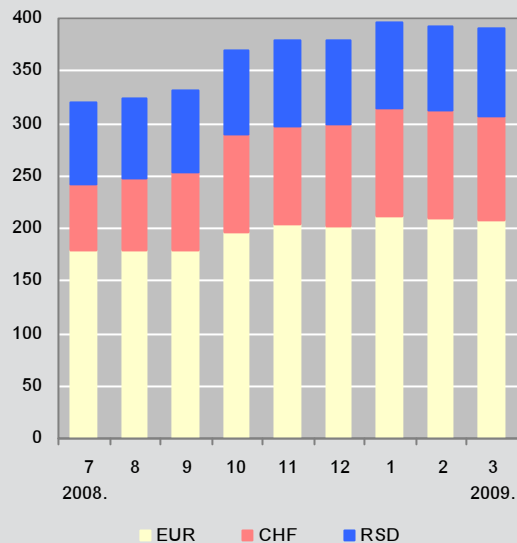
Графикон III.4.1. Кретање монетарних агрегата дефлационирано потрошачким ценама (тримесечни раст, у %)



Тренд успоравања тражње за новцем је настављен. Раст примарног новца у првим данима јануара није утицао инфлаторно јер је био последица повећања динарског дела девизне обавезне резерве.

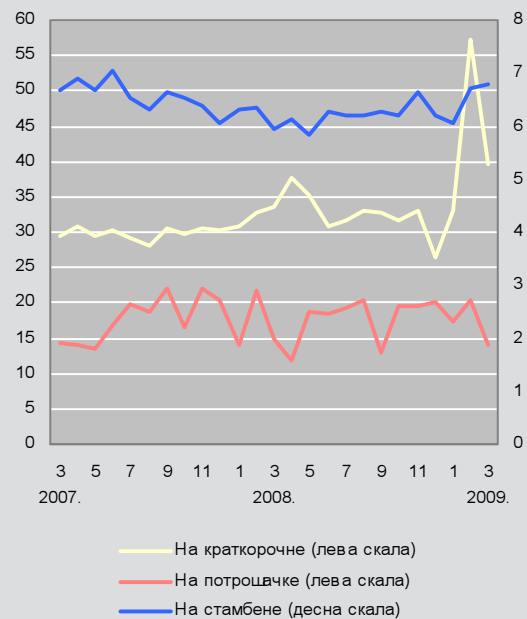
раст девизне штедне грађана, раст укупних ликвидних средстава (M3) у номиналном изразу био је последица превасходно курсних разлика. Након што је Влада донела мере које се односе на повећање износа штедног улога који гарантује држава и привремено укидање пореза на капиталну добит на штедне улоге, повлачење девизне штедне грађана је

Графикон III.4.2. Валутна структура кредита одобрених становништву
(у милијардама динара)



Валутна структура кредита одобрених становништву се није значајније мењала. Удео кредита индексираних у швајцарским францима износи око 25,6%.

Графикон III.4.3. Активне каматне стопе на динарске кредите становништву

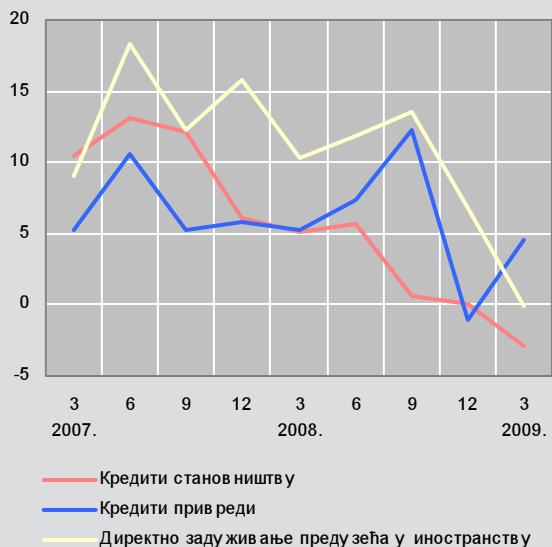


Фебруарски нагли скок камата на краткорочне кредите резултат је раста каматне стопе на недозвољени минус због више јануарске инфлације.

зауостављено. Међутим, у марту је, за разлику од прва два месеца када су остварена позитивна кретања, поново забележен благ пад девизних штедних улога грађана. На то је утицала мера Народне банке да по основу кредита физичким лицима одобрених од почетка године није потребно полагање депозита у вредности 30% узетог кредита.⁸

Тренд успоравања раста реалног новца који траје од почетка прошле године настављен је и у првом тромесечју, што је пре свега последица пада тражње за новцем услед успоравања економске активности. На успоравање раста МЗ највише је деловало успоравање кредитне активности, затим интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту, али и мање трошење средстава државе.

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



Кредити привреди бележе реалан тримесечни раст, док се задуживање у иностранству смањује.

⁸ Видети текст бокс на стр. 36.

Пласмани банака

Знатно успоравање кредитне активности банака, започето у 2008. години, настављено је и у првом тромесечју 2009. Кредити сектору привреде бележе минимални реални раст, док је кредитирање сектора становништва смањено и у номиналном износу. Од почетка године банке су приватном сектору одобриле 36,3 милијарде динара кредита, па је прираст укупних кредита у БДП-у износио 5,9%.

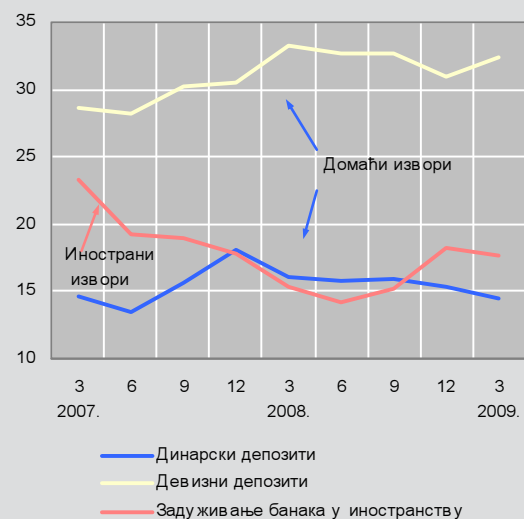
Успоравање кредитне активности банака је нарочито изражено код становништва, где је међугодишња стопа раста реалних кредита смањена са 11,8%, колико је износила у децембру, на 3,3% у марту. Таква кретања су у највећој мери последица пада тражње становништва због страховања од даљег погоршавања услова отплате кредита (даље депресијације динара и повећања каматних стопа), али и преференције банака да, због неизвесности у вези с трајањем и интензитетом кризе, сачувају сопствену ликвидност и солвентност, а приватни сектор умереније кредитирају.

Значајан узрок успоравања кредитне активности банака је и смањење обима расположивих извора финансирања. Наиме, од почетка године банке су се (а) раздужиле према иностранству за око 297 милиона евра (и поред краткорочног задуживања у марту), (б) капитал је задржан на приближно истом нивоу, (в) депозити предузећа код банака су смањени за 13 милијарди динара, (г) док је повећање девизне штедње је износило само 95 милиона евра.

На пад тражње за кредитима утицало је и повећање каматних стопа на готово све врсте кредита (изузетак су субвенционисане каматне стопе на потрошачке кредите у оквиру Програма мера Владе) због високе премије ризика и поред тога што је референтна каматна стопа смањена и што су каматне стопе EURIBOR и LIBOR на рекордно ниском нивоу (шестомесечне стопе износе 1,59% и 0,53% респективно).

Графикон III.4.5. **Извори раста пласмана банака**

(у % билансне суме банака)



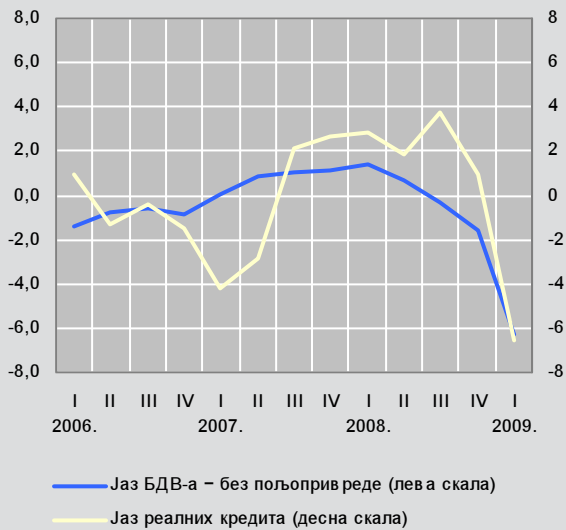
Учешће иностраних извора финансирања кредитне активности се смањује.

У односу на крај 2008, реални кредити привреди су остварили раст од 4,6%, док су кредити становништву забележили реалан пад од 2,9%. У марту је у односу на фебруар забележен номинални пад кредита становништву и поред тога што је динар депресирао за 1% и што је у марту започето одобравање потрошачких кредита уз подршку државе (у оквиру Програма мера Владе за ублажавање негативних ефеката светске економске кризе).

Пораст проблематичних кредита у укупним кредитима, започет у претходној години, настављен је и у првом тромесечју ове. Према прелиминарним подацима, у марту је њихово учешће повећано на 8,11% са 5,2%, колико је износило крајем 2008. године.

Отежан приступ иностраном капиталу готово да је зауставио директно задуживање предузећа у иностранству и повећао тражњу за кредитима код

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



Негативан јаз реалних кредита се продубљује и прати кретање производног јаза.

домаћих банака. У прва три месеца предузећа су се у иностранству задужила за око 282 милиона евра, док је вредност отплаћених кредита износила око 408 милиона евра. Од почетка године, предузећа су се код домаћих банака задуживала углавном краткорочно, што се може довести у везу са смањеном ликвидношћу сектора привреде, али и већом предострожношћу банака при одобравању кредита, нарочито имајући у виду учешће краткорочних извора средстава у финансирању кредитне активности.

Негативан јаз реалних кредита (који укључују како задуживање привреде и становништва код домаћих банака, тако и директно задуживање привреде у иностранству) продубљује се и прати кретање производног јаза – што указује на то да ће највећи дезинфлаторни притисци у наредном периоду потицати по основу пада агрегатне тражње.

Мере Владе за ублажавање негативних ефеката светске финансијске кризе

Након првог сета мера за подстицање домаће штедње и трговања на берзи (повећање гарантованог нивоа штедних депозита са 3.000 на 50.000 евра, укидање пореза на капиталну добит и пореза на камате на девизну штедњу) донетих крајем прошле године, Влада Републике Србије је у јануару и фебруару усвојила додатне мере усмерене на ублажавање ефеката светске економске кризе и оживљавање привредне активности. Оне су донете с превасходним циљем да се подстакне кредитна активност и настави реализација Акционог плана изградње Коридора 10. Очекује се да ће допринети заустављању привредне рецесије и очувању макроекономске и финансијске стабилности.

Овом приликом осврнућемо се на пакет мера за подстицање кредитне активности, чији је преглед (по врстама кредита, с детаљнијим условима одобравања) дат у следећој табели.

Програм мера Владе за ублажавање негативних ефеката светске економске кризе у Србији

ВРСТА КРЕДИТА	Структура финансирања	Услови	Намена	Укупан износ кредита
СУБВЕНЦИОНИСАНИ ЗА ОДРЖАВАЊЕ ЛИКВИДНОСТИ И ФИНАНСИРАЊЕ ТРАЈНИХ ОБРТНИХ СРЕДСТАВА	<ul style="list-style-type: none"> Држава обезбеђује 2 млрд RSD за субвенционисање каматне стопе Банке пласирају 80 млрд RSD <p>(планирана укупна подршка привреди 80 млрд RSD)</p>	<ul style="list-style-type: none"> Каматна стопа највише до 5,5% годишње (1 m EURIBOR + 3%) Рок отплате до 12 месеци Валутна клаузула 	<ul style="list-style-type: none"> Најмање 50% издвојених средстава за субвенционисање каматне стопе односи се на кредите за извозне послове Преостали износ за субвенционисање каматне стопе на кредите остале пословне активности, од чега се до 30% може користити за репрограм постојећих кредита код исте банке 	<ul style="list-style-type: none"> Предузетничка радња: до 20.000 EUR Мало предузеће (до 50 запослених): до 50.000 EUR Средње предузеће (50 до 250 запослених): до 0,5 млн EUR Велико предузеће (више од 250 запослених): до 2 млн EUR
ЗА ИНВЕСТИЦИЈЕ УЗ УЧЕШЋЕ ФОНДА ЗА РАЗВОЈ	<ul style="list-style-type: none"> Фонд за развој обезбеђује 5 млрд RSD за 30% сваког појединачног кредита Банке пласирају 12 млрд RSD за 70% сваког појединачног кредита (75% пласмана банке гарантује Гаранцијски фонд) <p>(планирана укупна подршка привреди 17 млрд RSD)</p>	<ul style="list-style-type: none"> Каматна стопа највише до 3 m EURIBOR + 4% годишње Рок отплате од 3 до 5 година Период чека од 6 до 12 месеци Тромесечна отплата након истека периода чека Валутна клаузула 	<ul style="list-style-type: none"> За суфинансирање инвестиција 	<ul style="list-style-type: none"> Предузетничка радња: до 30.000 EUR Мало предузеће (до 50 запослених): до 0,2 млн EUR Средње предузеће (50 до 250 запослених): до 1,5 млн EUR Велико предузеће (више од 250 запослених): до 4 млн EUR
СУБВЕНЦИОНИСАНИ ПОТРОШАЧКИ И ФИНАНСИЈСКИ ЛИЗИНГ ЗА КУПОВИНУ ДОМАЋИХ ПРОИЗВОДА	<ul style="list-style-type: none"> Држава обезбеђује 1 млрд RSD за субвенционисање каматне стопе Банке и лизинг куће пласирају 20 млрд RSD у кредите и финансијски лизинг <p>(планирана укупна подршка 20 млрд RSD)</p>	<ul style="list-style-type: none"> Каматна стопа највише до 4,5% годишње фиксно за крагујевачки "пунто" и до 6% годишње за остале производе Рок отплате до 7 година за аутомобиле и до 5 година за остале производе Валутна клаузула 	<ul style="list-style-type: none"> За набавку одређених трајних потрошних добара произведених у Републици Србији 	
МЕЂУНАРОДНИ	<ul style="list-style-type: none"> EIB: 250 млн EUR KFW: 100 млн EUR EBRD: 100 млн EUR Кредит Владе Републике Италије: 30 млн EUR <p>(планирана укупна подршка 480 млн EUR (око 45 млрд RSD))</p>	<ul style="list-style-type: none"> Под условима повољнијим од тржишних 	<ul style="list-style-type: none"> За мала и средња предузећа 	

Ове мере су донете с циљем смањења трошкова финансирања, одржања постојећег броја запослених уз стимулисање додатног запошљавања, подстицања тражње за одређеним домаћим производима сектора који запошљавају велики број радника, као и очувања динамике извоза у условима смањене иностране тражње. Смањење трошкова финансирања постиже се путем директног субвенционисања каматне стопе, односно једног дела кредита. Очување постојећег нивоа запослености обезбеђује се условљавањем корисника кредита да током периода коришћења кредита одрже најмање исти број запослених, што подразумева забрану отпуштања запослених на неодређено време и запослених на период дужи од једне године. Државним субвенционисањем каматне стопе на потрошачке кредите намењене куповини производа произведених у Србији (аутомобила, пољопривредне механизације, кућних апарата и намештаја, тепиха и подних облога и др.) подстиче се тражња за домаћим производима. Планирана укупна финансијска подршка привреди и становништву по основу овог програма мера износи 162 милијарде динара, а до 6. маја банке су по овом основу одобриле око 26,7 милијарди динара (282,6 милиона евра).

Мере Народне банке Србије за повећање ликвидности финансијског система

Први ефекти светске економске кризе у Србији осетили су се почетком октобра 2008. године. Смањени прилив иностраног капитала директно се одразио на девизну ликвидност банака, стварајући депресијацијске притиске. Истовремено, банке су се суочиле са знатним повлачењем девизне штедње. Да би ублажила настале притиске, Народна банка Србије је током последњег тромесечја 2008. и почетком 2009. донела низ мера, усмерених пре свега на побољшање девизне ликвидности банака. Прво, изменама Одлуке о обрачуну обавезне девизне резерве уведена је (а) могућност бирања повољнијег датума за основу при издвајању девизне обавезне резерве на девизну штедњу, (б) банке су ослобођене од издвајања обавезне резерве на нова задужења по основу депозита и кредита примљених из иностранства и (в) повећан је динарски део при издвајању девизне обавезне резерве са 20% на 40%. Друго, ради побољшавања девизне ликвидности банака и ублажавања претераних дневних осцилација курса динара, Народна банка Србије је на МДТ-у у последњем тромесечју 2008. продала 895 милиона евра. Треће, да би се додатно подстакла кредитна активност банака, у наредне две године је укинута обавеза формирања резерве за опште банкарске ризике у случају раста билансне активе и ванбилансних ставки у току године за више од 15%. Четврто, при обрачуну и одржавању рација бруто пласмани становништу/капитал, банке су ослобођене плаћања пенала уколико је прекорачење вредности рација (150%) изазвано депресијацијом динара, док су из категорије бруто пласмана становништву искључени кредити намењени пољопривредној производњи и предузетницима. Пето, смањен је показатељ девизног ризика са 20% на 10%, тј. укупна отворена девизна позиција банке (однос девизне активе и пасиве) на крају сваког радног дана не може бити већа од 10% њеног капитала. Циљ ове мере је био да допринесе смањењу изложености банке девизном ризику, уз смањење депресијацијских притисака услед повећања понуде девиза на МДТ-у.

Будући да су сличне тенденције карактерисале и почетак 2009 – недовољна девизна ликвидност банкарског сектора уз одлив средстава у иностранство ради раздуживања – Народна банка Србије је донела додатне мере.¹ Да би подстакла (тачније појефтинила) задуживање банака у иностранству, банкама је омогућено да, почев од марта 2009. године, све обавезе према иностранству настале од октобра 2008. до краја 2009. буду трајно искључене из основице за обрачун обавезне резерве. Истовремено, пружена им је могућност да до краја 2009. године девизну резерву обрачунавају на основу из септембра 2009, која је утврђена као минимална. У јануару и фебруару Народна банка је на девизну ликвидност додатно утицала продајом 556 милиона евра на МДТ-у.

У фебруару је донет и низ мера с циљем подстицања кредитне активности банака. Прво, показатељ бруто пласмана одобрених становништву, тј. однос између пласмана датих становништву и основног капитала, повећан је са 150% на 200%. Друго, као подршка Програму мера Владе Републике Србије за неутралисање ефеката светске финансијске кризе, донета је одлука да се из основице за обрачун обавезне резерве изузму кредити које су банке, у складу с Програмом, одобриле предузећима (за инвестиције) и становништву (за куповину трајних потрошних добара произведених у Србији). Треће, банкама је дата могућност да продуже рок отплате готовинских кредита који су одобрени пре 30. септембра 2008. до дванаест месеци од првобитно утврђеног датума доспећа под условом да су конвертовани у динаре и без додатних трошкова за дужника у вези с продужењем рока отплате, односно конверзијом кредита у динаре. Четврто, банке више немају потребу да од физичких лица захтевају полагање депозита у износу од 30% вредности кредита (за потраживања пуштена у течај од почетка 2009) с обзиром на то да их је Народна банка ослободила обавезе да у случају неполагања депозита, односно учешћа, таква потраживања класификују као лошија.²

¹ Хронолошки преглед ових мера дат је на стр. 62.

² Са изузетком одобрених стамбених кредита, кредита одобрених у динарима који нису индексирани девизном клаузулом и обавеза по кредитним картицама.

У мају је Народна банка донела додатне мере у оквиру подршке стабилности финансијског система у Србији. Новим мерама банкама је понудила додатне начине обезбеђивања динарске и девизне ликвидности одобравањем динарских кредита с роком доспећа до годину дана и девизних своп трансакција на МДТ-у. Краткорочни кредити за ликвидност ће се одобравати на основу залог хартија од вредности које су издале Народна банка Србије и Република Србија, слободних девизних средстава које банка залаже на посебном рачуну код Народне банка Србије, потраживања банке по основу одобрених хипотекарних кредита, као и потраживања према Републици Србији и буџетским корисницима. У те сврхе Народна банка ће организовати аукције, при чему ће банке плаћати Народној банци камату најмање у висини референтне стопе увећане за 1,5 процентних поена. Друга група мера пружа могућност деловања у оба смера – обезбеђивање девизне и динарске ликвидности. Своп продајом девиза³ (за динаре) Народна банка обезбеђује девизну ликвидност банака, а своп куповином девиза (за динаре) динарску ликвидност. У складу с тржишним условима и стањем ликвидности, банкама ће бити пружена могућност да на дан доспећа обнове своп трансакцију, односно да с Народном банком Србије закључе нови своп уговор. Банке могу своп куповину и продају девиза обављати на аукцијама које организује Народна банка Србије и билатерално, на основу појединачног захтева банке.

Иако је још увек рано давати оцену ефеката донесених мера, први позитивни резултати су видљиви, будући да је у марту побољшана девизна ликвидност банака и да од тада, први пут од почетка манифестовања светске финансијске кризе у Србији, није било потребе за интервенцијама Народне банке Србије на МДТ-у.

³ Девизна своп трансакција подразумева истовремено уговарање спот (садашњи датум, дан започињања трансакције) куповине/продаје девиза за динаре и терминске (датум у будућности, дан завршетка трансакције) продаје/куповине тих девиза за динаре по терминском курсу.

5. Кретање понуде и тражње

Економска активност

Прво тромесечје карактерише стрмоглав пад економске активности, који је најизраженији у индустрији и трговини на мало. Производни јаз је изразито негативан са снажним дезинфлаторним ефектом.

По свему судећи, пад економске активности у првом тромесечју могао би износити 2,8% (око 11% на годишњем нивоу). То је донекле изненађујуће имајући у виду да је Србија земља с релативно ниским учешћем извоза у БДП-у и слабом интегрисаношћу у светска финансијска тржишта, због чега би требало да светском економском кризом буде у мањој мери погођена него неке отвореније економије. Поред тога, од почетка светске економске кризе динар је знатно депресирао према валутама земаља у које српска привреда највише извози, што је требало да ублажи пад извоза.

Разлоге економског пада би, осим у паду светске тражње и домаћег извоза, требало тражити и у високој евроизацији српске економије, као и у структурним факторима. Предузећима која су се у претходном периоду задуживала директно у иностранству, или код домаћих банака у „индексираним кредитима“, депресијација динара је знатно повећала обавезе и смањила ликвидност. Други разлог би могао бити отежана наплативост потраживања између привредних субјеката, карактеристична за нашу привреду. У таквим околностима то доводи до веома брзог успостављања ланаца неликвидности, који додатно отежавају ситуацију. На економски пад свакако утиче и уздржавање економских субјеката од инвестиција и потрошње услед високог степена неизвесности у погледу трајања и дубине економске кризе.

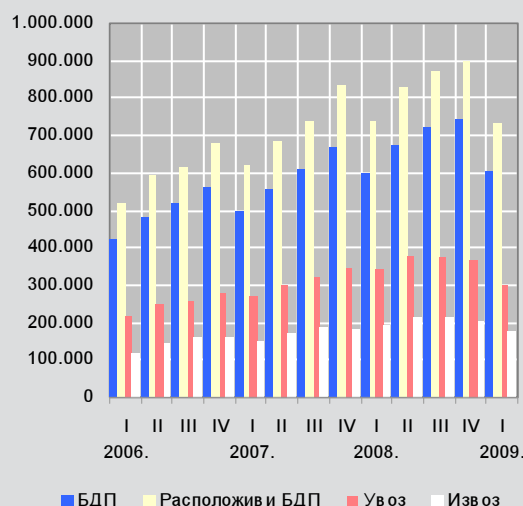
Према томе, депресијација валута високо евроизованих економија, каква је и српска, за прву последицу има пад економске активности (због пораста дуговања привреде и становништва), а тек потом, кроз опоравак извоза, могу се очекивати позитивни ефекти депресијације.

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



У првом тромесечју очекујемо драстичан међугодишњи пад БДП-а (5,2%). Највећи пад бележе индустријска производња и порези умањени за субвенције.

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



Расположиви БДП је смањен у већој мери од БДП-а, због већег пада увоза од извоза.

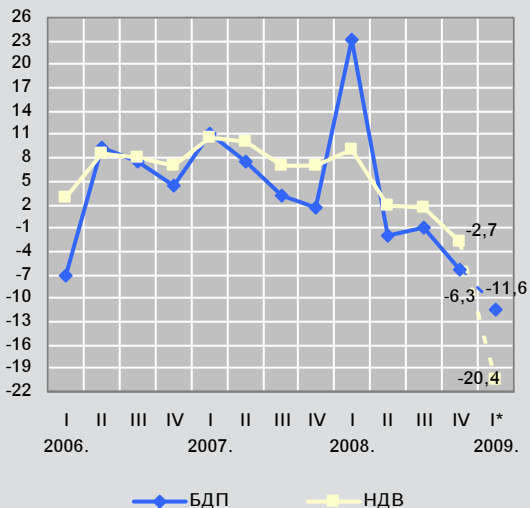
Четврто тромесечје 2008.

Према расположивим подацима, у последњем тромесечју прошле године настављено је успоравање раста економске активности. Реалан међугодишњи раст БДП-а је износио 2,8%, што се готово у потпуности подудара с нашом проценом у претходном Извештају (2,9%). Незнатно је ревидирана надолу, у односу на наше процене, и стопа раста БДП-а за 2008. годину и она износи 5,4%. Мерено непољопривредном додатом вредношћу (НДВ), међугодишњи раст економске активности је износио 2,5%, што представља успоравање од 2,5 п.п. у односу на претходно тромесечје.

У структури БДП-а дошло је до успоравања раста код ставки услуга и материјалне производње (4,9% и 0,4% м.г. респективно). Међутим, треба имати у виду да је материјална производња, захваљујући високом међугодишњем порасту пољопривредне активности, остварила пораст (13%). Ако се пољопривредна активност искључи из обрачуна, материјална производња би се смањила за 3,7%, што би било незабележено од 2005. године.

Према десезонираним подацима, тромесечни раст БДП-а је такође негативан (6,3% на годишњем нивоу), док је непољопривредна дадата вредност, након раста у претходном, у четвртном тромесечју забележила пад (2,7%).

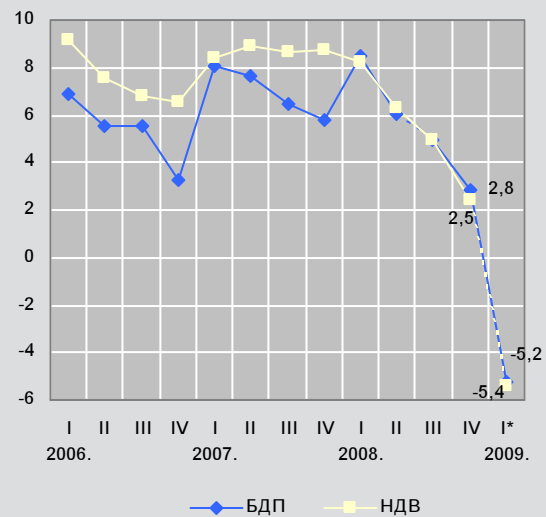
Графикон III.5.3. Раст индикатора економске активности
(десезониране тром. стопе раста, на год. нивоу)



* Процена НБС.

Од када су расположиви подаци о БДП-у – пад НДВ-а је незабележен.

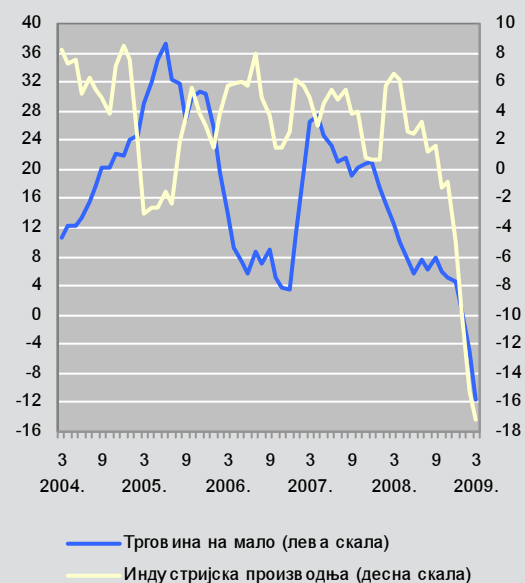
Графикон III.5.4. Раст индикатора економске активности
(међугодишње стопе раста)



* Процена НБС.

Међугодишње стопе раста БДП-а и НДВ-а у првом тромесечју су негативне, при чему НДВ бележи већи пад од БДП-а.

Графикон III.5.5. Тромесечни покретни просеци индустријске производње и трговине на мало
(међугодишње стопе, у %)



У првом тромесечју је забележен драстичан пад не само индустријске производње већ и трговине на мало.

Прво тромесечје 2009.

На основу расположивих података, у првом тромесечју се очекује реални међугодишњи пад БДП-а од 5,2%, што одговара паду непољопривредне додате вредности од 5,4%. Према десезонираним подацима, БДП ће у првом тромесечју наставити пад (11,6% м.г.), док ће пад непољопривредне додате вредности износити 20,4%, што није забележено откад су подаци о БДП-у расположиви. Ова процена је заснована на претпоставци међугодишњег пада услуга и материјалне производње за 1,7% и 10,3%, респективно. У оквиру материјалне производње, највећи негативан допринос очекује се по основу пада индустријске производње (17%), док се у оквиру услуга највећи пад очекује код трговине на мало и велико (14%). Према десезонираним подацима, трговина на мало и велико је на годишњем нивоу готово преполовљена – 47,8% у односу на претходно тромесечје. По први пут од када су подаци расположиви, трговина на мало у првом тромесечју бележи међугодишњи пад, и то за 15,4%.

Индустријска производња наставила је да бележи међугодишњи пад (17%). У оквиру тога нарочито је изражен пад прерађивачке индустрије (21,9%). Највећи узрок негативног кретања индустријске производње је смањење тражње, о чему сведочи и податак да је компанија US Steel у марту радну недељу скратила с пет на четири радна дана, да би у априлу примарну производњу челика зауставила.

Месечни подаци дају нешто оптимистичнију слику индустријске производње, указујући да је, након тренда пада до јануара, у фебруару и марту забележен њен благи раст. Такво кретање делимично се може приписати и ниској јануарској бази, као последици гасне кризе.

Међугодишњи реални пад буџетских прихода по основу царина и ПДВ-а (умањених за субвенције) за око 15,5% негативно ће се одразити на раст БДП-а у првом тромесечју.

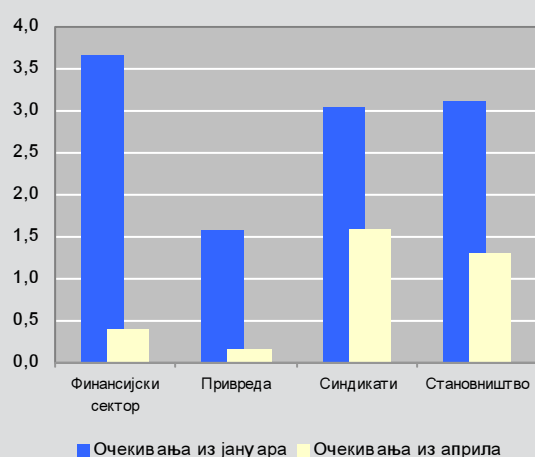
У складу с падом индустријске производње у првом тромесечју, процењује се да је негативан јаз непољопривредне додате вредности у односу на њен дугорочан тренд повећан и поред смањења потенцијалне производње. Производни јаз се креће око минус 6,1%, што је показатељ повећања дезинфлаторних притисака са стране тражње.

У структури употребе БДП-а знатно већи пад бележи инвестициона у поређењу с личном и јавном потрошњом.

На основу платнобилансних података, расположиви БДП би могао да износи око 730 милијарди динара (120,7% БДП-а). Учешће извоза робе и услуга чинило би 29%, а увоза 50% БДП-а.

Према нашој процени, пад реалног БДП-а у 2009. години износиће око 3%.

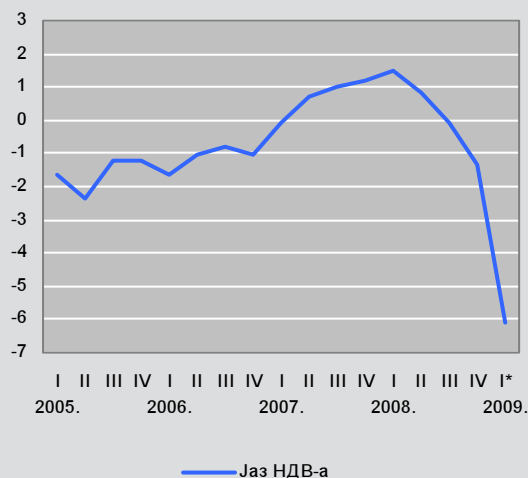
Графикон III.5.6. Очекивани привредни раст у Србији у 2009. години



Извор: Strategic Marketing Research.

Сви сектори очекују знатно нижи раст у односу на анкету рађену пре три месеца. Ипак, очекивања су и даље у зони позитивног раста.

Графикон III.5.7. Производни јаз



* Процена НБС.

Негативан производни јаз знатно је повећан у првом тромесечју у односу на дугорочни тренд.

Инострана тражња

Све значајније међународне институције предвиђају знатан пад привредне активности у 2009. години. Према априлској пројекцији ММФ-а, стопа глобалног привредног раста за 2009. годину износи 1,3%, за разлику од пада од 0,5% до 1% предвиђеног мартовском пројекцијом. Знатно лошију прогнозу од ММФ-а дао је у марту ОЕСД, који калкулише цифром пада светске привреде од 2,75%, док Светска банка процењује пад од 1,7%.

ММФ сматра да ће развијене светске привреде у 2009. години имати пад привредне активности од 3,8%, док ће земље у развоју и тржишта у успону остварити благ раст (1,6%). С обзиром на дугогодишњи просек стопа раста ових земаља – који се кретао у распону од 5% до 8% у периоду од 2000. године – тако ниска стопа раста може се такође оценити као рецесиона.

Према пројекцији ММФ-а, пад у еврозони ће износити 4,2%, а у САД 2,8%. Од развијених европских економија појединачно највећи пад забележиће Немачка (5,6%). Предвиђања су слична и у мартовској пројекцији ОЕСД-а. Немачка је посебно изложена паду економске активности због наглог слабљења тражње на тржиштима у успону. Такав развој ситуације посебно је неповољан за

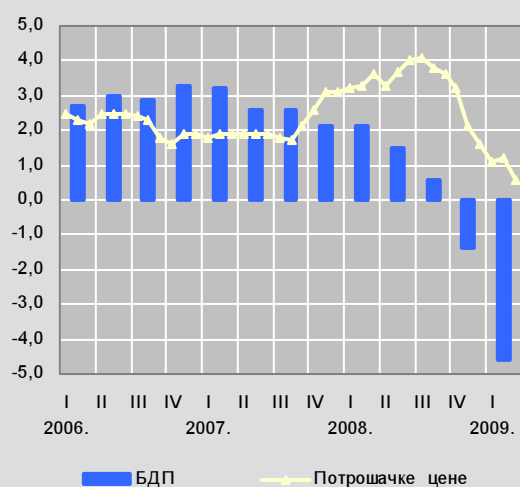
Србију, која у првом тромесечју 2009. године бележи велики пад извозне активности.

Последице преливања финансијске кризе на реални сектор, осим у еврозони, осећају се и у земљама у окружењу, где је привредни раст или знатно успорен или има негативан предзнак.

Кад је реч о Србији – коју у 2009. очекује негативан привредни раст од 2% према прогнози ММФ-а – укупан обим њене спољнотрговинске размене ће, због таквих конјунктурних трендова, бити осетно смањен у односу на 2008. годину.

Известан опоравак светске економије ММФ предвиђа у 2010. години, а његови носиоци не би биле развијене економије већ пре свега земље у развоју и тржишта у успону. Њихов пројектовани раст износи 4%, док ће развијене економије стагнирати. Глобални раст привреде износиће 1,9% – под условом да се спроведу мере развијених земаља усмерене ка стабилизацији финансијског система, а пре свега реализују договорени фискални стимуланси и побољша кредитна активност на финансијском тржишту. Опоравак светске привреде предвиђа у 2010. и ОЕСД уколико се стабилизационе мере спроведу. Такође предвиђа да развијене земље и САД неће имати раст и да ће еврозона (и 2010) завршити у минусу од 0,3%.

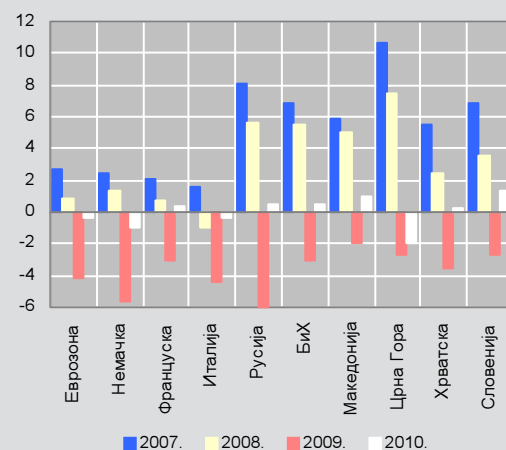
Графикон III.5.8. БДП и инфлација у еврозони (међугодишње стопе раста)



Извор: EUROSTAT.

Тренд пада инфлације у првом тромесечју је настављен, а очекује се да БДП забележи драстичан пад.

Графикон III.5.9. Раст БДП-а најважнијих спољнотрговинских партнера Србије и пројекције (у %)



Извор: ММФ World Outlook, April 2009.

Код најзначајнијих спољнотрговинских партнера Србије очекује се драстичан пад привредне активности и благ опоравак тек у 2010. години.

Индикатори потрошње становништва

Тражњу становништва у првом тромесечју карактерише знатно смањење и поред раста доходака. Пад тражње је последица уздржавања од потрошње услед високог степена неизвесности у погледу трајања и дубине кризе.

На основу изабраних показатеља, оцењује се да је у првом тромесечју реална стопа пада тражње становништва, без штедње, износила $-3,1\%$ у односу на упоредиви период 2008. године. На пад тражње становништва указује знатан пад промета у трговини на мало, као и пад зарада у сектору услуга. Иако извори потрошачке тражње нису у паду, склоност становништва ка потрошњи је умањена због неизвесности у погледу будућих макроекономских кретања.

Евидентирани извори раста потрошачке тражње у првом тромесечју су следећи:

- **зараде:** удео нето зарада из статистичког узорка у оцењеном БДП-у износи $16,3\%$, што је за $0,9$ структурних поена више него у упоредивом периоду 2008. Под претпоставком да узорком необухваћени радници (не рачунајући пољопривреднике и чланове домаћинства који помажу) имају у просеку исте зараде као и обухваћени, учешће нето зарада у оцењеном бруто домаћем производу износи $32,2\%$, или за $3,2$ структурна поена више у односу на упоредиви период 2008. године;

- **социјални трансфери:** овај извор потрошачке тражње чинио је $21,2\%$ оцењеног бруто домаћег производа, што је $3,3$ структурна поена више него у истом периоду 2008. године. Највећи номинални пораст остварио је фонд исплаћених пензија (25%);

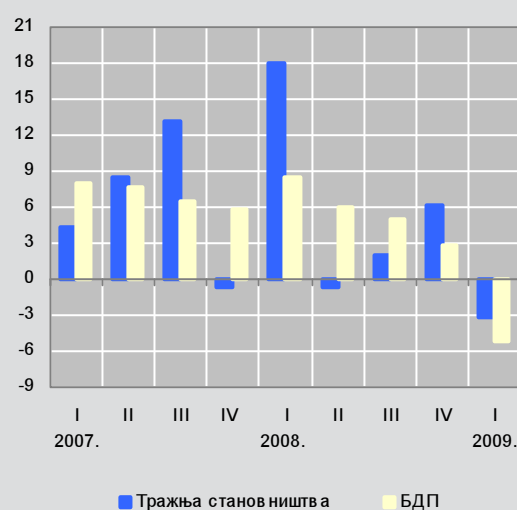
- **дознаке и мењачи:** регистроване дознаке и нето-прилив по мењачким пословима чинили су $7,2\%$ процењеног бруто домаћег производа, што је за $1,3$ структурна поена више у односу на исто тромесечје 2008. године;

- **штедња и кредити:** због повлачења депозита у последњем тромесечју 2008. године, који су, по нашем мишљењу, довели углавном до повећања девизне тезаурације, промене стања штедње нисмо узели у обзир при обрачуну динамике тражње у овом тромесечју. Стање кредита у првом тромесечју је

смањено за два структурна поена, а у односу на упоредиви период претходне године за $4,5$ структурних поена. За разлику од штедње, при процени личне потрошње узели смо у обзир прираст кредита.

У структури бруто домаћег производа, када се искључи штедња, чије се кретање не може окарактерисати као регуларно, приходи становништва су повећали учешће за $3,4$ структурна поена (са $55,2\%$ на $58,6\%$).

Графикон III.5.10. Кретање тражње становништва и БДП-а (међугодишње реалне стопе раста, у %)



Знатан пад потрошње у првом тромесечју деловао је дезинфлаторно.

Јавна потрошња

Према методологији ММФ-а, дефицит у буџету, на консолидованом нивоу, у првом тромесечју износи $11,7$ милијарди динара, са ефектом креирања новца од $7,8$ милијарди.

Иако је у првом тромесечју забележен дефицит буџета у износу од $11,7$ милијарди динара ($1,9\%$ БДП-а) фискална политика се не може окарактерисати као експанзивна, с обзиром на драстичан пад тражње и чињеницу да је Србија у рецесији.

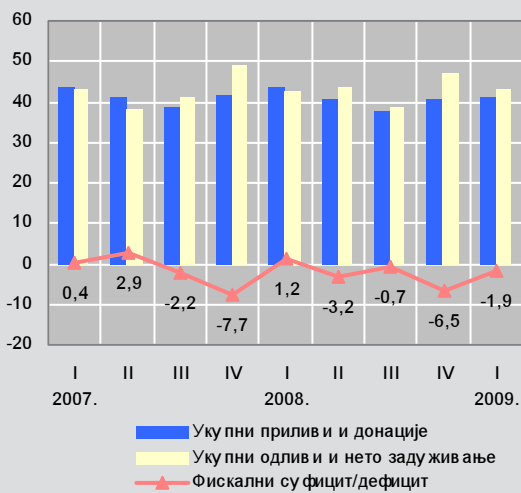
Ефекат на тражњу, у износу од 7,8 милијарди динара, нешто је нижи од дефицита, углавном због исплата обавеза по основу спољног дуга.

Све категорије прихода исказују реалан међугодишњи пад, што је очекивана последица економске кризе. Највећи пад забележили су приходи по основу царина (29,3%), делимично и због измене законских прописа, тј. примене Споразума о стабилизацији и придруживању. Такав пад Влада

социјално осигурање (номинални раст од 4,2% и 5,6%, а реалан пад од 5,1% и 3,9%), доказујући још једном слабу флексибилност зарада наниже.

Међу расходима реалан раст бележе само социјална давања из буџета – пре свега пензије (13,7% мг.). Расходи по основу зарада запослених бележе реалан пад за 2,5% мг., расходи по основу субвенција за 24,6%, а капитални расходи за 21,3%.

Графикон III.5.11. Јавни приходи и расходи (методологија ММФ-а) (у % БДП-а)



Извор: Прерачунато на основу података Министарства финансија РС.

Консолидовани фискални дефицит у првом тромесечју износи 1,9% БДП-а, што је с обзиром на глобалну финансијску и економску кризу и очекивано.

Графикон III.5.12. Структура јавних расхода (у млрд динара)



Извор: Прерачунато на основу података Министарства финансија РС.

У односу на прво тромесечје 2008, све категорије расхода умањене су пропорционално у корист плаћања становништву, што је превасходно последица знатног повећања пензија.

ипак није очекивала, па су усвојеним ребалансом буџета приходи планирани по овом основу ревидирани наниже за чак 40,7%. Знатан реални међугодишњи пад бележе и приходи по основу пореза на добит (22,6%). Нешто блажи пад бележе најважнији приходи – по основу ПДВ-а и акциза (од 13,6% и 8,5% респективно). Једина категорија прихода која није и номинално опала јесу порези на доходак грађана и припадајући доприноси за

Следеће тромесечје ће вероватно имати нешто већи дефицит у односу на прво, уз претпоставку да се фискални приходи реализују на нивоу првог и имајући у виду да је ребалансом буџета предвиђен номинални раст укупних расхода за 2,2% у односу на расходе у 2008. години. Такође, очекује нас нешто већи ефекат на агрегатну тражњу од самог дефицита због исплате старе девизне штедње, која се не узима у обзир у оквиру дефицита, али свакако има ефекат креирања новца.

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

	2007.				2008.				2009.	Индекс	Индекс
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	I 2009.	I 2009.
										I 2008.	I 2008.
I. Укупан прилив и донације, од тога донације	220,36 0,13	232,94 0,27	240,56 0,35	281,74 0,42	263,58 0,16	273,39 0,52	275,21 0,30	303,32 0,32	251,07 0,19	95,3 117,5	86,7 106,9
II. Укупан одлив и отплата дуга	219,91	230,14	259,82	343,19	258,05	308,83	286,53	353,90	266,82	103,4	94,1
Отплата страног дуга	1,32	0,47	2,07	0,81	1,30	2,01	2,84	1,54	3,81	294,1	267,8
Отплата старе девизне штедње	0,59	13,19	3,75	8,94	0,50	12,71	3,56	1,20	0,42	83,5	76,1
Превремена отплата дуга	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00		
III. Укупан прилив без донација	220,23	232,67	240,21	281,32	263,41	272,87	274,91	303,00	250,88	95,2	86,7
IV. Укупан одлив без отплате страног дуга, старе девизне штедње и превремене отплате дуга	218,01	216,48	254,00	333,44	256,26	294,12	280,12	351,17	262,59	102,5	93,3
Салдо – методологија ММФ-а (III - IV)	2,23	16,19	-13,79	-52,13	7,15	-21,24	-5,21	-48,17	-11,72	-163,8	-149,1
БДП	503,40	565,60	616,50	677,40	601,30	671,20	723,20	745,40	605,60	100,7	91,7
Салдо – методологија ММФ-а у % БДП-а	0,44	2,86	-2,24	-7,70	1,19	-3,17	-0,72	-6,46	-1,93	-162,6	-148,1

Извор: Прерачунато на основу података Министарства финансија РС.

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

	2007.				2008.				2009.	Индекс	Индекс
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	I 2009.	I 2009.
										I 2008.	I 2008.
Укупно расходи и отплата дуга ¹⁾	220,0	230,1	259,9	342,1	258,1	308,8	286,5	353,9	266,8	103,4	94,1
Плаћања становништву:	150,5	156,4	167,1	183,6	182,7	200,7	197,0	224,0	209,3	114,5	104,3
Нето зараде	53,1	57,5	59,4	69,7	63,9	71,3	68,6	78,9	68,4	107,0	97,5
Доприносе за запослене	9,4	10,5	10,8	12,3	11,2	12,4	12,5	13,9	12,5	110,9	101,0
Социјални трансфери	88,0	88,4	96,9	101,6	107,6	117,0	116,0	131,2	128,4	119,3	108,7
Пензије и исплате незапосленима	70,2	72,0	74,6	79,4	84,8	91,7	93,8	105,6	105,9	124,9	113,7
Социјална помоћ	15,1	13,7	19,4	18,3	19,1	20,7	17,3	20,5	18,1	94,6	86,1
Остали трансфери становништву	2,7	2,7	2,8	3,9	3,6	4,6	4,9	5,2	4,4	121,1	110,2
Субвенције	9,5	11,8	20,0	26,5	13,3	22,2	13,9	28,3	11,0	82,8	75,4
Материјални трошкови	27,1	32,8	36,4	56,6	34,3	43,0	42,5	56,6	33,2	96,9	88,2
Инвестиције	17,9	15,3	22,2	50,6	10,6	21,1	24,2	40,8	9,1	86,5	78,7
Трошкови камата	5,8	3,1	4,2	2,9	5,3	2,5	4,8	3,3	5,6	104,5	95,1
Отплата дуга	10,9	13,8	5,8	14,2	7,0	18,2	9,2	5,5	4,2	60,4	55,0
Исплате по основу тзв. старе девизне штедње и дуга пензионерима	9,6	13,3	3,8	13,4	5,7	12,7	3,6	1,2	0,4	7,4	6,7
Отплата спољног дуга	1,3	0,5	2,1	0,8	1,3	2,0	2,8	1,5	3,8	294,1	267,8
Отплата осталог унутрашњег дуга	4,5	0,3	3,1	-1,6	4,4	3,5	2,8	2,8	0,0	0,0	0,0
Остало ²⁾	7,7	7,4	14,9	20,0	16,1	16,9	10,0	11,9	8,5	52,7	47,9

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

Извор: Прерачунато на основу података Министарства финансија РС.

Фискална политика Владе у условима економске кризе

Априлским ребалансом буџета Републике Србије предвиђено је смањење прихода са 698,8 на 649,4 милијарде динара и смањење расхода са 748,7 на 719,9 милијарди, чиме је дефицит буџета повећан са 49,9 на 70,5 милијарди динара. Таквим изменама узета је у обзир чињеница да се, услед последица светске економске кризе, приходи буџета не реализују у складу с планираним, док је истовремено лимит буџетског дефицита договорен с представницима ММФ-а на консолидованом нивоу од процењених 3% БДП-а прихваћен.

Од почетка године процентуално најнижи степен реализације буџетских прохода имали су приходи од царина, због чега су ребалансом буџета ревидирани наниже за 40,7% (или за 29,2 милијарде динара), док су највећи негативан утицај на укупну масу планираних прохода имали приходи од ПДВ-а, па је планирани годишњи износ по том основу ревидиран наниже за 11,7% (или за 40,2 милијарде динара). Приходи по основу акциза су незнатно ревидирани (њихов планирани износ је смањен за свега 0,4%, тј. 500 милиона динара), будући да су акцизе у односу на првобитно планиране буџетом за 2009. годину повећане. Државна каса ће се поунити и увођењем низа додатних такси (на пример, на пререгистрацију возила са страним и економским таблицама), услед чега су планирани непорески приходи ревидирани са 50 на 63,1 милијарду динара (повећани за 26,2%). Приходи по основу пореза на доходак грађана и добит предузећа ревидирани су наниже за 9,3 милијарде динара (7,1%).

Највеће уштеде у буџету планиране су, нажалост, у категорији капиталних расхода, који су умањени за 15,9 милијарди динара (36,4%). Трошкови по основу коришћења робе и услуга ребалансом су смањени за 13,8 милијарди динара (27,8%), субвенције за 8,8 милијарди динара (20,5%), а расходи за запослене за 8,5 милијарди динара (4,5%). С друге стране, повећани су трошкови по основу отплате камата (у складу с планом финансирања дефицита повећаним задуживањем) и трансфери осталим нивоима власти (будући да неки од њих – фондови социјалног осигурања – неће имати могућност да изменом прописа надокнаде смањење прихода које их у 2009. очекује).

Примена тих мера у 2009. години требало би да резултира консолидованим дефицитом од 3% БДП-а, што према мастрихтским критеријумима представља горњу границу дозвољеног фискалног дефицита. Намеће се логично питање да ли је планирани буџетски дефицит постављен прениско и да ли га је било могуће поставити на вишем нивоу. Табела 1 даје преглед предвиђених фискалних дефицита и реалног раста БДП-а изабраних европских држава у 2009. години.

Табела 1. Пројекције фискалног дефицита и реалног БДП-а по земљама

	Процена за 2009.	
	Дефицит буџета у % БДП-а	Реалан раст БДП-а у %
Данска	0,5	-0,8
Италија	4,7	-4,6
Мађарска	2,6	-3,2
Немачка	3,9	-5,0
Пољска	3,2	0,8
Русија	7,9	-2,9
Словачка	2,8	3,0
Велика Британија	10,8	-3,7
Француска	4,8	-2,1
Чешка	3,8	-3,3
Швајцарска	1,5	-1,0
Шведска	1,4	-1,7
Шпанија	1,4	-2,9

Извор: *Bloomberg*.

Фискални дефицит у Србији од 3% не разликује се много од других европских земаља, посебно не од оних у источној Европи. Међутим, овде се поставља питање колико је то последица жеља, а колико реалних могућности. У овом контексту интересантан је и податак да предвиђени буџетски дефицит Сједињених Америчких Држава износи 11,2% БДП-а.

Погледамо ли поново које су категорије расхода ребалансом поднеле највећа смањења, видећемо да су то управо они расходи који би требало да допринесу изласку земље из кризе, тј. капитални расходи, а затим и субвенције. Погледамо ли како се кретало учешће дефицита буџета у БДП-у у односу на реалан раст БДП-а у протеклих шест година (што је приказано у табели 2), приметимо да буџет Републике Србије, практично, и нема антицикличну улогу, будући да бележи дефицит једнако у годинама високог као и у годинама ниског раста или, као у 2009. години, када је он негативан.

Табела 2. Учешће дефицита буџета у БДП-у и реалан БДП

	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.*
Фискални резултат у % БДП-а	-3,1	0,8	0,7	-2,0	-2,0	-2,5	-3,0
Реалан раст БДП-а у %	2,4	8,3	5,6	5,2	6,9	5,4	-1,7

* Процена.

С обзиром на то да су трајање и дубина економске кризе, као и брзина и ниво опоравка, и даље неизвесни – ограничени дефицит који ће се моћи финансирати без угрожавања дужничког кредибилитета земље је нужно зло. Ипак, буџет би у годинама које долазе требало, коначно, да добије и своју логичну улогу стабилизатора економије. Та значи да би у годинама високог раста требало бележити ако не суфиците, а онда барем уравнотеженије резултате. Да је тако чињено у претходним годинама, Србија би се сада могла одважити и на антицикличну фискалну политику, која је у условима рецесије више него добродошла.

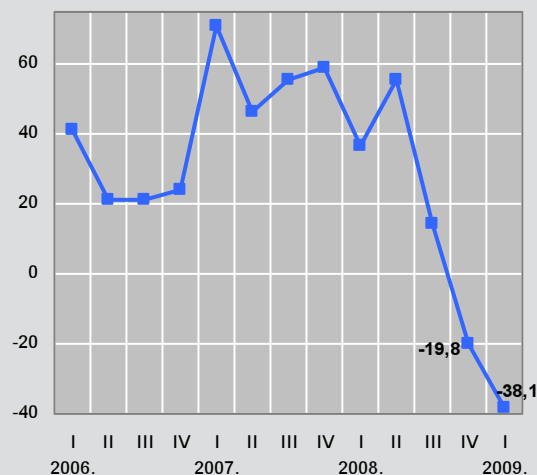
Индикатори инвестиционе потрошње

Пад инвестиционе активности, започет у четвртом тромесечју 2008, још је израженији у првим месецима 2009. На то указују готово сви показатељи инвестиционе активности.

Инвестиције у фиксне и обртне фондове у првом тромесечју карактерише изразито негативна динамика, што је последица, претежно, заостравања економске кризе.

Међугодишњи пад производње капиталних производа (27,9%) у великој мери је последица смањене домаће и иностране тражње за капиталним добрима. О томе сведочи изражен пад и увоза и извоза капиталних добара. Такође, смањење инвестиција у фиксне фондове последица је мање доступности иностраних дугорочних кредита из којих се ове инвестиције финансирају. Ипак, донекле позитиван сигнал представља то што су домаћи дугорочни кредити одобрени привреди на приближно истом нивоу као у претходном тромесечју.

Графикон III.5.13. Раст увоза капиталних добара
(међугодишње стопе раста)



Увоз капиталних добара чини значајан део инвестиција у Србији. Његов драстичан међугодишњи пад у првом тромесечју указује на пад инвестиционе активности.

Табела III.5.3.

Индикатори кретања инвестиција (стопе раста у %)

	I 2008. I 2007.	II 2008. II 2007.	III 2008. III 2007.	IV 2008. IV 2007.	I 2009. I 2008.
Реални показатељи					
Физички обим индустријске производње капиталних производа	7,8	18,4	3,6	-7,3	-27,9
Грађевинарство	4,8	5,7	-0,2	-3,4	-5,0*
Увоз интермедијарних производа	31,2	35,0	21,8	-13,6	-39,3
Извоз интермедијарних производа	33,0	43,1	28,4	-26,6	-49,8
Залихе интермедијарних производа	-2,4	-2,3	-1,3	-0,3	0,0
Увоз капиталних производа	36,7	55,4	14,3	-19,8	-38,1
Извоз капиталних производа	66,9	66,4	59,0	16,0	-21,2
Залихе капиталних производа	-4,4	-5,3	-5,3	-8,7	-17,5
Финансијски показатељи					
Средњорочно и дугорочно задуживање привреде у иностранству (нето)	49,7	62,7	20,2	-63,8	-116,3
Домаћи краткорочни кредити одобрени привреди, млрд динара	39,2	32,0	42,6	39,7	45,9
Домаћи дугорочни кредити одобрени становништву, млрд динара	46,9	35,2	22,0	30,8	24,7
Домаћи дугорочни кредити одобрени привреди, млрд динара	29,0	26,9	33,2	43,1	42,5
Инвестициона потрошња државе	-40,8	37,5	9,0	-18,9	-13,5

* Процена НБС.

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

Према већини расположивих индикатора, инвестициона активност је у првом тромесечју забележила знатан пад.

Прилив по основу страних директних инвестиција опао је за 13% у првом тромесечју у односу на исти период претходне године. Међутим, ситуација је још неповољнија имајући у виду чињеницу да се највећи део тог прилива односи на приватизационе приходе по основу продаје НИС-а.

Тренд пада грађевинске активности, који је започет од друге половине прошле године, настављен је и у првом тромесечју. Процењује се да је грађевинска активност у првом тромесечју забележила међугодишњи пад од 5%.

Смањење производње, извоза и увоза интермедијарних производа, као и пад залиха готових производа, указују на пад инвестиција у обртна средства. Иако су краткорочни кредити привреди у првом тромесечју повећани, они су се у условима кризе више користили за измирење доспелих кредитних обавеза него за инвестиције у обртна средства.

Подаци о инвестиционој потрошњи државе такође указују на пад инвестиционе активности. Наиме, држава је у првом тромесечју у односу на исти период претходне године инвестициону потрошњу – смањила за 13,5%.

6. Кретања на тржишту рада

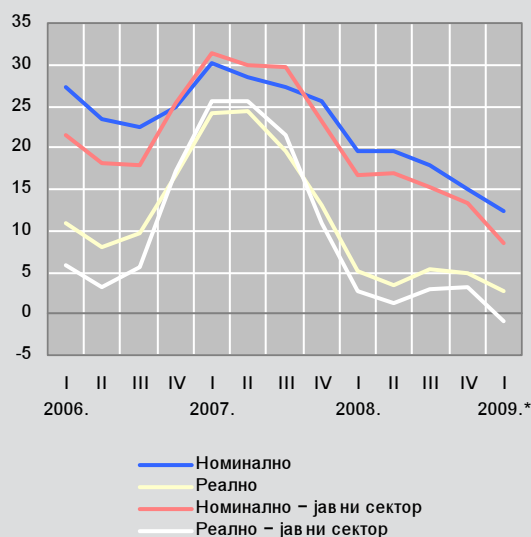
Зараде

Пад економске активности утицао је на успоравање међугодишњег раста зарада. Због бржег пада продуктивности од пада реалних бруто зарада, јединични трошкови рада у индустрији су имали убрзанију раст.

При израчунавању просечних зарада, од јануара 2009. године почела је да се примењује нова методологија, којом се проширује обухват јединица посматрања. Наиме, поред зарада исплаћених запосленима код правних лица (подаци се добијају редовним месечним статистичким истраживањем) методологија укључује и зараде запослених код физичких лица (предузетника), које евидентира Пореска управа. Укључивање зарада запослених код физичких лица резултирало је смањењем просечних зарада.

Пад економске активности условио је да међугодишњи номинални раст нето зарада износи 12,3% (реално

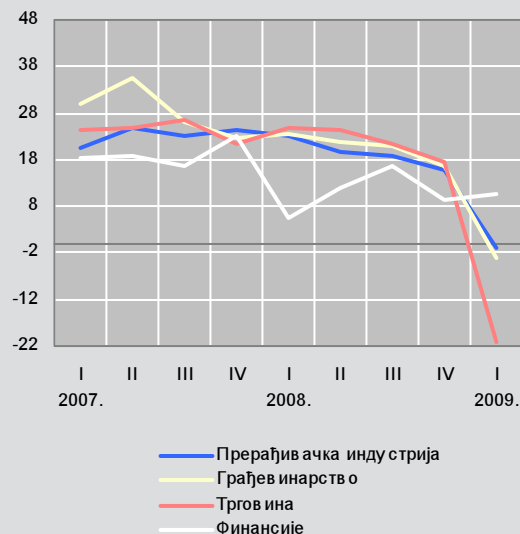
Графикон III.6.1. Кретање просечних нето зарада – укупно и јавни сектор (међугодишњи раст, у %)



* Раст укупних номиналних и реалних зарада у првом тромесечју израчунао је на основу нове методологије.

На изразито успоравање раста зарада утицао је пре свега пад економске активности, али и промена методологије обрачуна зарада.

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



Зараде у трговини бележе највећи пад.

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



Пад броја запослених и бруто реалних плата у индустрији нису компензирали пад индустријске производње, па је међугодишњи раст јединичних трошкова рада веома висок.

кретања су била под доминантним утицајем кретања у прерађивачкој индустрији, где раст јединичних трошкова производње износи 18,3%.

Запосленост

Последице економске кризе евидентне су и на тржишту рада. Бележи се пад запослености и запошљавања, као и знатно повећање броја незапослених.

Број запослених код правних лица у марту у односу на децембар опао је за око 11,5 хиљада. Највеће смањење броја запослених остварено је у оквиру прерађивачке индустрије, саобраћаја и грађевинске активности. Подаци о кретању запослености код физичких лица (предузетника) још нису доступни.

Пад запослености забележен је и у оквиру јавног сектора – нарочито у јавним предузећима. У наредном периоду можемо очекивати слично кретање, с обзиром на то да су Планом Владе за одржање економске стабилности предвиђени реформа државне управе и стварање ефикасније и јефтиније администрације. Према том плану, до краја године број запослених у државном апарату треба да се смањи за 10%, а на снази је и мера забране новог запошљавања.

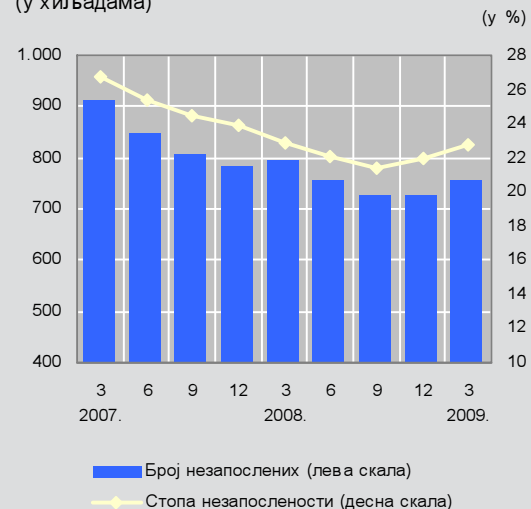
2,7%) – најмање у последњих неколико година (делимично и због поменутих методолошких промена).

Реални раст зарада је забележен једино у финансијама (1,0%), вађењу руда и камена (2,7%) и производњи електричне енергије (2,7%), док све остале делатности бележе пад. Највећи реални пад бележе зараде запослених у трговини (27,9%), хотелима и ресторанима (21,2%), некретнинама (18,5%) и грађевинарству (11,5%).

Раст зарада у јавном сектору је испод просека и на међугодишњем нивоу износи номинално 8,6% (реално пад од 1%). Просечна нето зарада износила је 37.400 динара и изнад је просечне нето зараде (30.120 динара) израчунате према новој методологији. Због примене Закона о привременом смањењу плата у државној администрацији и јавном сектору, у наредном периоду се очекује реални пад зарада у јавном сектору.

Будући да пад бруто реалних зарада и броја запослених у индустрији у првом тромесечју није компензовао пад индустријске производње, међугодишњи раст јединичних трошкова производње износи 11,6%. Таква

Графикон III.6.4. Незапосленост
(у хиљадама)



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

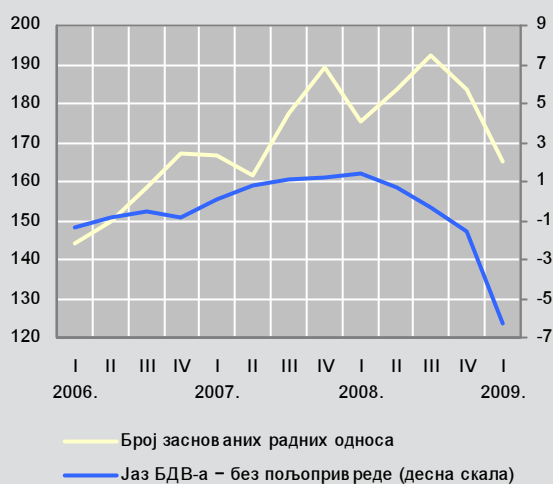
Пад економске активности утицао је на раст броја незапослених лица и стопе незапослености.

Опадање економске активности утицало је на повећање броја незапослених и он је за 30 хиљада већи него на крају претходне године. Званична стопа незапослености повећана је са 22,0%, колико је износила у децембру, на 22,8% у марту.

Пад активности запошљавања и пад броја слободних радних места такође потврђују да су се ефекти

економске кризе пренели на тржиште рада. Очекујемо да ће у наредном периоду ти негативни ефекти бити ублажени пре свега по основу усвојених мера Владе за подстицање запошљавања. У оквиру мера, предвиђа се издвајање средстава из буџета за запошљавање приправника и за спровођење јавних радова, као и одобравање кредита за почетнике, мала и средња предузећа.

Графикон III.6.5. Запошљавање
(у хиљадама)

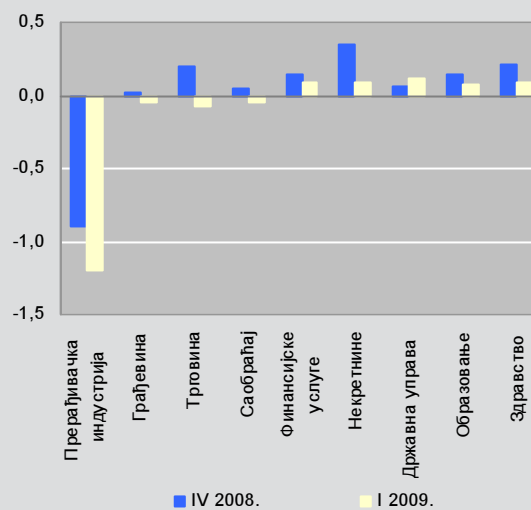


* Процена НБС.

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

Пад броја заснованих радних односа у складу је с падом економске активности.

Графикон III.6.6. Запошленост по секторима
(допринос међугодишњем расту запошлености,
у процентним поенима)



Извор: Републички завод за статистику.

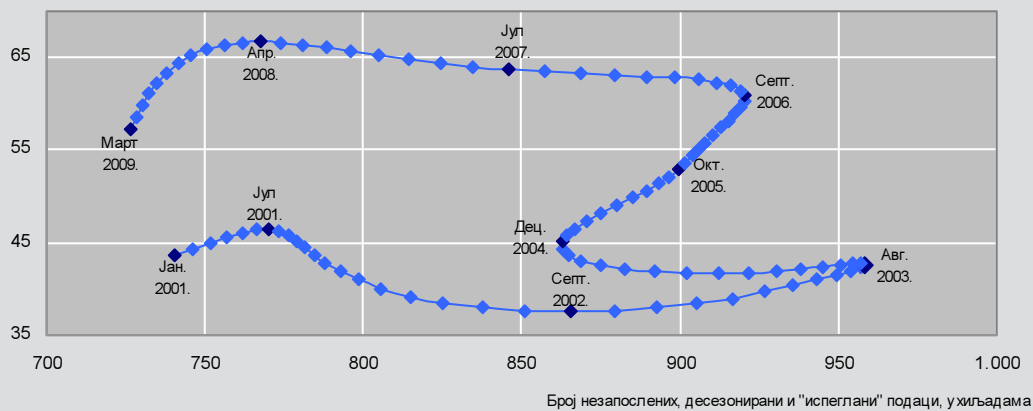
Пад запошлености детерминисан је падом запошлености у прерађивачкој индустрији.

Беверицова крива

Беверицова крива представља графички приказ односа стопе незапослености (броја незапослених) и стопе слободних радних места (броја радних места), а позиција криве приказује стање економског циклуса.

Беверицова крива, 2001 – март 2009.

Број слободних радних места, десезонирани и "испеглани" подаци, у хиљадама



Беверицова крива указује на структурне промене и погоршање услова на тржишту рада код нас од почетка 2001. до половине 2003. године – што је последица пре свега бројних приватизационих процеса и отпуштања вишка запослених. Од децембра 2004. године до септембра 2006. постепено се повећава и број незапослених и број слободних радних места, што се може објаснити неефикасношћу тржишта рада и нефлексибилношћу радне снаге. Ипак, поваћање ефикасности тржишта рада евидентирано је од последњег тромесечја 2006. до краја првог тромесечја 2008. године. Смањен број слободних радних места и већи број незапослених у првом тромесечју ове године – указују на погоршање услова на тржишту рада, изазвано падом економске активности. Тај тренд је започет још у последњем тромесечју 2008. године, али је од почетка ове нарочито изражен.¹

При креирању *Беверицове криве* у нашим условима треба имати у виду пре свега бројна ограничења. Прво се односи на постојање две стопе незапослености. Једна стопа је званична и прати тзв. регистровану незапосленост. Распољива је на месечном нивоу, а израчунава се на основу броја незапослених евидентираних у Националној служби за запошљавање и броја запослених на основу анкете "РАД" Републичког завода за статистику. Друга стопа (знатно нижа), располољива полугодишње (април и октобар), заснива се на подацима Анкете о радној снази Републичког завода за статистику и она, поред формалне, прати и неформалну запосленост. Други велики ограничавајући фактор при креирању криве је поузданост података о слободним радним местима, с обзиром на то да, према важећем закону, послодавци имају право да запошљавају и без посредовања Националне службе за запошљавање. Треба имати у виду такође да је смањење броја незапослених у појединим периодима (2004. и 2007. година) било последица пре свега методолошких измена, као и то да је у свим посматраним годинама стопа незапослености била веома висока, па ни у ком случају у тим периодима не може бити речи о привредној експанзији.

¹ Због коришћења Ходрик-Прескотовог филтера за «пеглање» података, тај пораст броја незапослених на Беверицовој криви на графикону још није уочљив.

IV. Пројекција инфлације

У наредном периоду инфлација ће се највероватније кретати у границама циљаног распона. Централна пројекција инфлације за крај 2009. године износи 8,8% (распон 6,5–12,5%). У току 2010. инфлација би требало да се креће око централне вредности циљаног распона. Пад тражње, нове мере фискалне политике и успоравање раста регулисаних цена – кључни су фактори који ће утицати на стабилизацију цена. Ублажавање инфлаторних притисака отвара могућност наставка ублажавања монетарне политике у наредном периоду.

Средњорочна пројекција инфлације има за циљ да прикаже пројектовано кретање инфлације (индекс потрошачких цена) у наредном периоду, основне факторе који ће одређивати то кретање, као и ризике остварења пројекције. Пројекција се приказује у виду распона и централне вредности. Претпоставка пројекције је да монетарна политика, својим мерама, активно делује тако да инфлација буде у границама циљаног распона у средњем року, што је, у садашњем оквиру монетарне политике, њена основна улога.

Почетни услови

Иако је инфлација у првом тромесечју била релативно висока, инфлаторни притисци су у паду: а) девизни курс се стабилизовао, а ефекти јануарске депресијације су се у највећој мери већ исцрпили; б) тражња је у драстичном паду; в) потписан је споразум с ММФ-ом, који укључује нове мере фискалне политике; г) држава најављује спорији раст регулисаних цена у наредном периоду. Само раст светских цена нафте и недавно отворени депресијацијски јаз реалног девизног курса делују инфлаторно.

Инфлација је у порасту у односу на крај претходне године, али се, ипак, креће у границама циљаног распона. Расту инфлације – упркос драстичном паду тражње – допринели су пре свега знатан скок регулисаних цена и депресијација динара. Посматрано по месецима, међутим, ефекти раста регулисаних цена и депресијације реализовани су највећим делом у прва два месеца, па је у марту дошло до знатног пада инфлације.

Иако цене у међународном окружењу падају, депресијација динара с почетка године је допринела порасту увозне инфлације, а она се у јануару и

фебруару прелила на домаћу инфлацију. Девизни курс се, међутим, након тога стабилизовао, па у кратком року не очекујемо инфлаторне притиске по овом основу.

Раст регулисаних цена, који је у првом тромесечју био изузетно висок, у наредном периоду ће бити знатно спорији. У кратком року, од регулисаних цена једино ће цене нафтних деривата знатније порастати, како због повећања акциза тако и због раста светских цена нафте. Из Владе је недавно најављено „замрзавање“ цене електричне енергије у току ове, а можда и следеће године. С друге стране, постоји изванредан ризик да локална самоуправа, због смањених трансфера из буџета, приходе потражи кроз повећање цена својих услуга.

Драстичан пад тражње ипак је, тренутно, најзначајнији дезинфлаторни фактор. По свему судећи, пад економске активности је у првом тромесечју веома велик, а производни јаз, као мера тражње, изразито негативан. Пад тражње видљив је и у знатном паду промета у трговини на мало.

Додатном паду тражње допринеће и нове мере фискалне политике, као део аранжмана с ММФ-ом. Са аспекта монетарне политике, позитивно је то што су

оне у већој мери засноване на смањењу расхода него на повећању прихода, с незнатним утицајем на раст цена.

Аранжман с ММФ-ом требало би у наредном периоду да доведе и до пада премије ризика, што би, уз споразум с банкама о задржавању степена изложености према Србији, требало да умањи депресијацијске притиске.

Ублажавање инфлаторних притисака навело је Монетарни одбор Народне банке да у првом тромесечју снизи референтну стопу за 125 базних поена, што је реалну референтну стопу довело на ниво приближан неутралном.

Поред тога, девизни курс је реално депресирио испод неутралног нивоа, тј. отворен је депресијацијски јаз, па би, после дуже времена, овај фактор могао деловати инфлаторно. Стога би се у првом тромесечју, после дуже времена, монетарна политика могла окарактерисати као експанзивна.

У априлу је ублажавање монетарне политике настављено – референтна каматна стопа је снижена за 250 базних поена, на 14%.

Претпоставке пројекције

Нова пројекција заснива се на претпоставци да ће регулисане цене, без деривата нафте, у току 2009. године имати раст близу планираног (13%), у складу с најавама из Владе да у току ове године неће доћи до корекције цена електричне енергије. Такође, претпостављено је да ће година у пољопривреди бити просечно успешна, с неутралним ефектом на раст цена.

Претпоставка пројекције је да ће премија ризика, захваљујући потписивању споразума с ММФ-ом, бити у извесном паду, а да ће апресијацијски тренд реалног девизног курса постепено порастати, што ће, у складу с реалним непокривеним каматним паритетом, довести до пада тренда реалне камате.

Екстерне претпоставке су да ће се инфлација у еврозони смањивати, а БДП бити у паду, те да ће због тога Европска централна банка водити експанзивну монетарну политику.

Рецесија у међународном окружењу и други фактори деловаће и у наредном периоду на српску економију рецесионо.

Пројекција инфлације

Централна пројекција инфлације за крај 2009. године износи 8,8%, у оквиру распона од 6,5 до 12,5%, док се централна пројекција за 2010. креће око средње вредности циљаног распона.

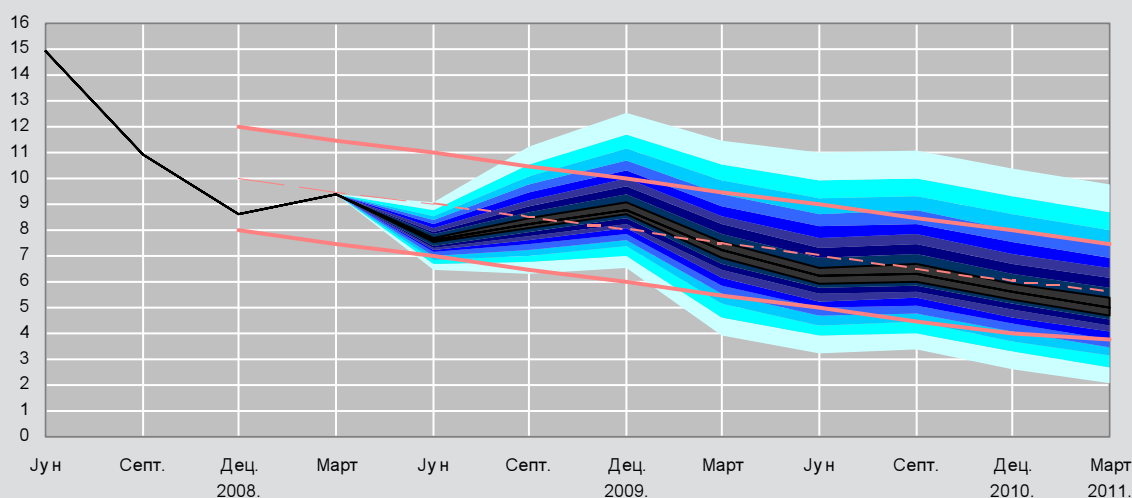
У кратком року инфлаторни притисци губе на интензитету. Девизни курс се, након јануарске депресијације, стабилизовао, а ефекти пада динара на инфлацију су се у прва два месеца у највећој мери исцрпили. То би, уз ниску тражњу и спорији раст регулисаних цена, требало да доведе до успоравања раста цена у другом тромесечју, па би међугодишња стопа инфлације половином године требало да се креће ближе доњој граници циљаног распона.

Средњорочно посматрано, главни фактор успоравања раста цена које се формирају на тржишту (базна

Табела IV.1.1. Претпоставке пројекције за 2009. годину

Екстерне претпоставке	
Инфлација у ЕУ (дец. на дец.)	1,0%
Референтна каматна стопа ЕЦБ-а (на крају године)	1,0%
Раст БДП-а у еврозони	-4,1%
Цена уралске нафте по барелу (дец. на дец.)	45%
Интерне претпоставке	
Раст БДП-а	-3,0%
Регулисане цене без деривата нафте (дец. на дец.)	13,8%
Цене пољопривредних производа (дец. на дец.)	9,4%
Дефицит републичког буџета (учешће у БДП-у)	-3,0%
Трендови	
Тренд реалног курса (просек)	0,5%
Тренд реалне камате (просек)	6,4%

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



Инфлација ће се у наредном периоду, највероватније, кретати у границама циљаног распона. Очекујемо да ће раст индекса потрошачких цена у 2009. години износити 8,8%, у оквиру распона од 6,5 до 12,5%.

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

инфлација) биће ниска тражња. Производни јаз, као мера тражње, требало би у целом периоду обухваћеном пројекцијом да остане негативан с обзиром на рецесионе тенденције у свету. На смањење домаће тражње додатно ће утицати нове мере фискалне политике, пре свега снижавање зарада у јавном сектору, у номиналном и реалном износу.

Кретање девизног курса у наредном периоду могло би бити стабилније него за последња два тромесечја. Иако и даље по основу смањеног прилива капитала у земљу можемо очекивати извесне депресијацијске притиске, они би могли бити ублажени захваљујући споразуму с ММФ-ом и договору с банкама о задржавању степена изложености према Србији. У сваком случају, по основу кретања девизног курса и увозне инфлације не очекујемо инфлаторне притиске.

Процес дезинфлације могао би у мањој мери бити успорен по основу недавно отвореног депресијацијског јаза. Реална депресијација с краја претходне и почетка ове године требало би да допринесе опоравку економске активности, односно тражње. Уз то, будући да је реална депресијација

оборила (маргинална) профите увозника⁹, они би, уколико се за то створе услови, у наредном периоду могли излаз да потраже у повећању домаћих цена, али не у мери која би зауставила пад базне инфлације.

Поред тога, у наредном периоду нас свакако очекује знатно успоренији раст регулисаних цена. Очекивање се заснива на најави из Владе да у току године неће бити поскупљења електричне енергије.

Све наведено требало би за резултат да има пад тромесечних стопа укупне инфлације. Ипак, међугодишње стопе инфлације би у другој половини године могле бити у порасту, као последица ниске базе, тј. ниских тромесечних стопа инфлације из истог периода претходне године. Стога би се крајем године међугодишња инфлација привремено могла наћи ближе горњој граници циљаног распона, али већ почетком 2010. можемо очекивати њен пад.

Са овом пројекцијом инфлације конзистентан је наставак ублажавања монетарне политике. Снижење референтне стопе могло би за резултат да има умерено слабљење динара, које, међутим, не би угрозило циљану инфлацију.

⁹ Домаће цене су расле спорије од увозних.

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

Ризици остварења пројекције

Потписивање споразума с ММФ-ом умањује у одређеној мери ризике по остварење пројекције, али су они, и поред тога, релативно високи. И овај пут ризици су асиметрични навише, због могућег повећања стопе ПДВ-а, могућег бржег раста регулисаних цена од претпостављеног и, евентуално, лоше године у пољопривреди.

Најважнији ризик пројекције тиче се раста регулисаних цена. Пројекција се, наиме, базира на расту регулисаних цена од 13,8%. Од ове пројекције могућа су одступања навише, нарочито када су у питању цене у надлежности локалних самоуправа. Наиме, није искључено да локалне власти, суочене са смањеним трансферима републичких власти, прибегну осетном повећању цена својих услуга. Поред тога, не треба у потпуности искључити ни могућност да цену електричне енергије држава ипак коригује у току ове године.

Такође, могуће је да, у случају подбачаја пореских прихода, држава прибегне повећању стопе ПДВ-а. То би довело до једнократног пораста цена и одступања од пројекције навише.

До одступања од пројекције може доћи и уколико раст цена пољопривредних производа знатније одступи од претпостављеног. Кретање цена ових производа, с релативно високим учешћем у индексу потрошачких цена, у великој мери зависи од временских услова и као такво је веома непредвидиво. Дуготрајнија суша могла би да утиче на знатнији раст цена ових производа, који би, поред директног ефекта на инфлацију, имао одраза и на цене индустријских прехранбених производа (што показује и искуство из 2007. године).

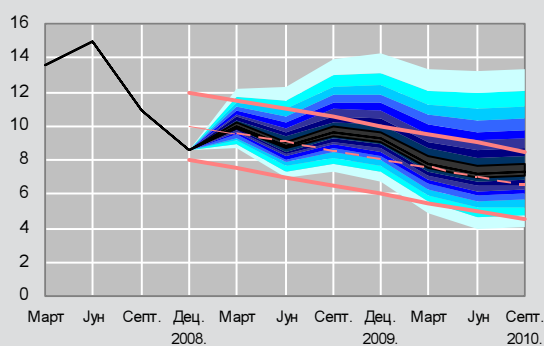
Поређење текуће с претходном пројекцијом

Нова пројекција инфлације нешто је нижа у односу на пројекцију објављену у фебруарском Извештају о инфлацији. Кључни разлог за то је израженији пад тражње у основи нове пројекције, у највећој мери као последица корекције прогноза светског привредног раста, али и бржег пада БДП-а Србије од очекиваног у првом тромесечју.

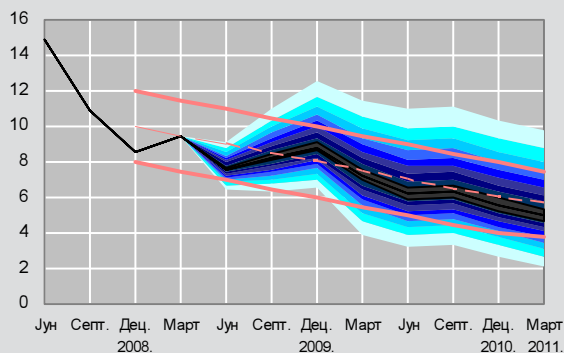
С друге стране, знатно инфлаторније у односу на претходну пројекцију делују само светске цене нафте, које су порасле крајем првог и почетком другог тромесечја.

Графикон IV.1.2. Поређење текуће с претходном пројекцијом

Фебруарска пројекција
(међугодишње стопе, у %)



Мајска пројекција
(међугодишње стопе, у %)



Нова централна пројекција инфлације нешто је нижа у односу на фебруарску, због већег пада тражње од очекиваног, док је распон пројекције ужи и мање асиметричан навише, у складу с ребалансом буџета и потписаним аранжманом с ММФ-ом.

Табела IV.1.2. Промене претпоставки у текућој у односу на претходну пројекцију

	Фебруарска пројекција	Мајска пројекција
	2009.	2009.
Екстерне претпоставке		
Инфлација у ЕУ (дец. на дец.)	1,5%	1,0%
Каматна стопа у ЕУ на крају године	1,5%	1,0%
Раст БДП-а у еврозони	-1,0%	-4,1%
Цена уралске нафте по барелу (дец. на дец.)	3%	45%
Интерне претпоставке		
Раст БДП-а	1,8%	-3,0%
Регулисане цене без деривата нафте (дец. на дец.)	13,0%	13,8%
Цене пољопривредних производа (дец. на дец.)	12,0%	9,4%
Дефицит републичког буџета (учешће у БДП-у)	-1,75%	-3,0%
Трендови		
Тренд реалног курса (просек)	1,4%	0,5%
Тренд реалне камате (просек)	8,0%	6,4%

Распон нове пројекције је ужи и мање асиметричан навише. Разлог је то што су, након усвајања ребаланса републичког буџета, ризици фискалне експанзије и знатног одступања раста регулисаних цена од пројектованог оквира – нижи.

Из истих разлога, нова пројекција се заснива на експанзивнијем карактеру монетарне политике. Док је иза фебруарске пројекције стајала непромењена референтна каматна стопа, нова за претпоставку има њен пад.

Очекивано кретање референтне каматне стопе у наредном периоду

На основу текуће пројекције, а узимајући у обзир све ризике, Монетарни одбор процењује да је вероватније да ће референтна каматна стопа у наредном периоду

бити снижена него да се неће мењати (садашњи ниво је 14%) или да ће бити коригована навише.

Простор за ублажавање монетарне политике отворен је с обзиром на знатан пад тражње, нове мере фискалне политике, очекивану стабилизацију девизног курса, као и најаву државе да ће у наредном периоду раст регулисаних цена бити знатно спорији.

Ублажавање монетарне политике могло би изостати – уколико раст регулисаних цена знатније премаши договорени оквир ($13 \pm 2\%$) или депресијацијски притисци буду снажнији.

Поред тога, евентуално лоша година у пољопривреди могла би да угрози циљани ниво инфлације, што би представљало разлог да монетарна политика буде рестриктивнија него што је пројектовано.

Табела А
Индикатори екстерне позиције Србије

	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	I 2008.	II 2008.	III 2008.	IV 2008.	I 2009.	
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ ЛИКВИДНОСТИ (у %)													
Девизне резерве/увоз робе и услуга (у месецима)	3,1	4,5	5,2	4,3	5,9	9,5	8,3	7,1	6,0	5,8	6,3	7,7	
Девизне резерве/краткорочни дуг	113,9	223,5	336,2	424,9	385,9	717,4	729,7	892,0	792,4	505,7	336,4	412,7	
Девизне резерве/БДП	10,1	14,9	18,0	17,9	23,0	40,2	35,7	35,3	31,1	28,0	23,5	22,8	
Отплата дуга/БДП	0,8	1,4	2,0	3,9	4,7	6,9	9,8	11,9	10,0	7,8	12,7	10,5	
Отплата дуга/извоз робе и услуга	3,7	7,1	9,1	16,8	17,9	23,1	33,4	37,0	31,8	26,3	46,1	36,6	
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)													
Спољни дуг/БДП	96,9	74,3	69,0	59,5	61,1	66,5	64,9	66,3	63,7	59,4	62,1	60,3	
Краткорочни дуг/БДП	8,9	6,8	5,4	4,2	6,0	5,6	4,8	4,0	3,9	5,5	6,9	5,5	
Спољни дуг/извоз робе и услуга	456,9	379,3	311,5	253,7	234,2	223,7	220,0	187,0	194,2	194,7	204,9	204,3	
ИНДИКАТОРИ ИЗЛОЖЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКОМ РИЗИКУ (у %)													
Девизне резерве/М1	135,9	143,3	195,3	221,0	291,1	356,5	306,9	346,1	319,0	334,5	299,8	365,8	
Девизне резерве/примарни новац	136,3	132,0	168,0	166,2	170,3	177,8	173,9	185,8	166,4	176,9	140,7	161,0	
СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ													
(ИЗВОЗ + УВОЗ)/БДП	60,4	59,7	63,7	73,5	73,2	80,9	82,4	89,0	87,9	81,7	77,1	77,6	
КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ													
				Нов.	Јул	Фебр.	Јун						
				Standard & Poor's: B+	Standard & Poor's и Fitch: BB-	Standard & Poor's: BB-/позитиван; Fitch: BB-/стабилан	Standard & Poor's и Fitch: BB-/стабилан	Standard & Poor's: BB-/негативан; Fitch: BB-/стабилан				Standard & Poor's и Fitch: BB-/негативан	
МЕМОРАНДУМ:													
									(у милионима долара)				
БДП	11.485	15.108	19.676	23.711	25.300	29.492	40.423	10.910	12.932	14.097	11.540	8.494	
Спољни дуг	11.125	11.230	13.575	14.099	15.467	19.606	26.236	28.356	29.447	29.516	30.708	28.391	
Сервисирање спољног дуга	91	211	397	935	1.183	2.021	3.977	1.302	1.295	1.106	1.467	888	
Девизне резерве централне банке	1.169	2.280	3.550	4.245	5.843	11.888	14.216	15.084	14.383	13.936	11.494	10.743	
Краткорочни дуг	1.026	1.020	1.056	999	1.514	1.657	1.948	1.691	1.815	2.756	3.417	2.603	
Биланс текућих трансакција	280	-650	-1.532	-3.281	-2.194	-2.986	-6.334	-1.954	-2.757	-2.300	-1.710	-1.054	

Методолошка објашњења:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Напомене:

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

Табела Б
Основни макроекономски индикатори

	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	I 2008.	II 2008.	III 2008.	IV 2008.	I 2009.
Реални раст БДП-а (у %)	5,4	3,6	2,8	8,2	6,0	5,6	7,1	8,5	6,0	4,9	2,8 ¹⁾	-5,2 ¹⁾
Потрошачке цене (у % у односу на исти месец претходне године) ²⁾	40,7	14,8	7,8	13,7	17,7	6,6	11,0	13,6	14,9	10,9	8,6	9,4
Базна инфлација (у % у односу на исти месец претходне године) ²⁾	20,5	4,4	6,1	11,0	14,5	5,9	7,9	10,2	14,2	11,4	10,3	10,2
Девизне резерве НБС (у млн долара)	1.169,1	2.280,1	3.550,1	4.244,5	5.842,8	11.887,5	14.215,8	15.084,1	14.382,6	13.935,8	11.494,4	10.742,7
Извоз (у млн долара) ³⁾	2.435	2.961	4.358	5.557	6.605	8.763	11.923	3.522	4.074	4.210	3.184	2.426
- стопа раста у % у односу на претходну годину	17,9	21,6	47,2	27,5	18,9	32,7	34,6	42,6	42,6	29,9	-5,1	-31,1
Увоз (у млн долара) ³⁾	-4.499	-6.059	-8.177	-11.863	-11.901	-15.086	-21.401	-6.184	-7.294	-7.306	-5.717	-4.166
- стопа раста у % у односу на претходну годину	28,3	34,7	35,0	45,1	0,3	26,8	36,9	37,8	45,6	32,7	-10,6	-32,7
Текући рачун платног биланса ⁴⁾ (у млн долара)	280	-650	-1.532	-3.281	-2.194	-2.986	-6.334	-1.954	-2.757	-2.300	-1.710	-1.054
у % БДП-а	2,4	-4,3	-7,8	-13,8	-8,7	-10,1	-15,9	-17,9	-21,3	-16,3	-14,8	-12,4
Незапосленост, званични подаци (у %) ⁵⁾	21,8	24,5	26,1	23,9	25,3	26,6	24,0	22,9	22,1	21,4	22,0	22,8
Незапосленост по анкети (у %) ⁶⁾	12,2	13,3	14,6	18,5	20,8	20,9	18,1	13,3	/	14,0	/	/
Зараде (просечне за период, у еврима)	89,9	151,7	176,7	194,4	210,4	260	347	325 ⁹⁾	356	382	372	321
Републички буџетски дефицит/суфицит (у % БДП-а) ⁷⁾	-0,2	-4,3	-2,6	-0,3	0,3	-1,9	-1,7	-0,1	-2,8	0,2	-4,1	/
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а)												
- Методологија Министарства финансија	0,0	-1,8	-2,1	1,1	1,2	-1,1	-1,4	2,1	-3,1	-0,7	-6,5	-1,9
- Методологија ММФ-а	-0,5	-2,6	-2,7	0,7	0,7	-2,0	-2,1	1,2	-3,2	-0,7	-6,5	-1,9
Јавни дуг Републике Србије (спољни + унутрашњи, у % БДП-а) ⁷⁾	97,6	76,4	69,9	55,4	48,0	41,6	33,7	29,8	26,9	25,4	25,9	/
Курс динара према долару (просек у периоду)	66,68	64,46	57,56	58,39	66,70	67,10	58,44	55,11	51,89	51,27	64,44	72,12
Курс динара према долару (крај периода)	67,67	58,98	54,64	57,94	72,22	59,98	53,73	52,13	50,01	53,28	62,90	71,59
Курс динара према еврџу (просек у периоду)	59,78	60,68	65,05	72,57	82,92	84,16	79,98	82,65	81,08	77,14	84,95	93,93
Курс динара према еврџу (крај периода)	59,71	61,52	68,31	78,89	85,50	79,00	79,24	82,31	78,98	76,60	88,60	94,78
Меморандум												
БДП (у млн долара) ⁸⁾	11.485	15.108	19.676	23.711	25.300	29.492	40.423	10.910	12.932	14.097	11.540	8.494

¹⁾ Процена Народне банке Србије.

²⁾ Цене на мало до 2006.

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

⁴⁾ У складу с ВРМС, део процењених дознака пребачен је из финансијског у текући биланс.

⁵⁾ Извор: Републички завод за статистику, од 2004. стопа незапослености се рачуна на основу броја незапослених лица, а до 2003. на основу броја лица која траже запослење.

⁶⁾ Извор: Анкета о радној снази, Републички завод за статистику.

⁷⁾ Извор: Билтен Министарства финансија РС.

⁸⁾ БДП за 2008. годину је процена Народне банке Србије.

⁹⁾ Подаци о зарадама за 2008. годину прерачунати су по новој методологији.

Табела В
Пројекција ММФ-а основних макроекономских индикатора

	2007.	2008. (процена)	Пројекција	
			2009.	2010.
Економска активност, цене и тржиште рада (промена у %)				
Реални раст БДП-а	7,1	5,6	-2,0	1,8
Реални раст БДП-а искључујући пољопривреду	8,9	5,2	-2,2	2,0
Реална домаћа тражња (апсорпција)	11,6	5,9	-6,0	-2,4
Потрошачке цене (просек)	6,5	11,7	10,0	8,2
Потрошачке цене (крај периода)	11,0	8,6	10,0	8,0
Номиналне бруто зараде	21,9	17,8	6,3	6,2
Реалне нето зараде	19,9	5,4	-3,4	-1,9
Државне финансије (у % БДП-а)				
Приходи	43,0	40,9	39,2	39,1
Расходи	44,9	43,1	42,2	40,4
Фискални резултат	-1,9	-2,3	-3,0	-1,3
Јавни дуг	34,2	31,6	33,1	34,1
Монетарни сектор (крај периода, 12-месечна промена, у %)				
М1	25,3	-3,8	-6,1	11,3
МЗ ¹⁾	44,5	9,6	2,5	16,1
Домаћи кредити недржавном сектору	36,9	35,0	6,3	15,7
Платни биланс (у % БДП-а)				
Текући биланс	-15,5	-16,0	-13,0	-10,0
Извоз робе	22,3	21,7	20,5	21,5
Увоз робе	44,9	43,9	38,1	36,0
Трговински биланс	-22,6	-22,3	-17,6	-14,4
Капитални и финансијски биланс	18,1	12,4	1,9	8,4
Приватни спољни дуг	40,0	46,2	52,6	56,9
Девизне резерве (у млрд EUR)	9,5	8,1	7,0	7,6
Реални ефективни курс динара (просечна годишња промена у %; знак + указује на апresiasiју)	7,2	5,8	-9,1	-2,4

¹⁾ Искључујући стару девизну штедњу.

Додатак 1. Промене обавезне резерве банака и пруденцијалне мере које се односе на кредитну активност

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

А) Промене обавезне резерве банака

Правни основ	О п и с	Стопа	Плаћање кам. на средства издвојене о. р.	Први обрачун	Оčekивани ефекат мера
12/ 2009	<p>Динарска основница</p> <p>Део динарске основнице – сужен</p> <p>Не обрачунава се обавезна резерва на износ обавеза у динарима по основу депозита и кредита примљених из иностранства у периоду од 1. октобра 2008. године до 31. децембра 2009. године, и то до првобитно утврђеног рока доспећа тих обавеза.</p> <p>Динарска основница</p> <p>Део динарске основнице – промењен</p> <p>Изузетно, почев од обрачуноског периода 18. децембар 2008 – 17. јануар 2009. године, закључно са обрачуноским периодом 18. децембар 2009 – 17. јануар 2010. године, онај део динарске основнице који чине обавезе у динарима по основу депозита и кредита примљених из иностранства чини просечно дневно књиговодствено стање ових обавеза у септембру 2008. године, ако је просечно дневно књиговодствено стање тих обавеза мање од њиховог просечног дневног књиговодственог стања у септембру 2008. године.</p>	Непромењена	Плаћа се		
	<p>Девизна основница</p> <p>Део девизне основнице – сужен</p> <p>Не обрачунава се обавезна резерва на износ обавеза у девилама по основу депозита и кредита примљених из иностранства у периоду од 1. октобра 2008. године до 31. децембра 2009. године, и то до првобитно утврђеног рока доспећа тих обавеза.</p> <p>Девизна основница</p> <p>Део девизне основнице – промењен</p> <p>Изузетно, почев од обрачуноског периода 18. децембар 2008 – 17. јануар 2009. године, закључно са обрачуноским периодом 18. децембар 2009 – 17. јануар 2010. године, они делови девизне основнице које чине обавезе у девилама по основу депозита и кредита примљених из иностранства и девизне субординиране обавезе чини просечно дневно књиговодствено стање ових обавеза у септембру 2008. године, ако је просечно дневно књиговодствено стање тих обавеза мање од њиховог просечног дневног књиговодственог стања у септембру 2008. године.</p>	Непромењена	Не плаћа се	17. 3. 2009.	Динарска обавезна резерва је смањена за 365,7 милиона динара, а девизна обавезна резерва за 12,7 милиона евра.

Б) Пруденцијалне мере везане за кредитну активност

Правни основ	О с н о в а	О п и с	Претходно стање
12/20 09	Одлука о усклађивању стања бруто плаћана одобрених становништва са основним капиталом банака	Овом изменом се прописује обавеза банке да стање бруто плаћана одобрених становништва усклади са својим основним капиталом тако да стање тих плаћана буде мање од 200% вредности основног капитала банке или једнако тој вредности на крају сваког календарског месеца, почев од стања тих плаћана и основног капитала на дан 28. фебруара 2009. године.	Први извештај по одредбама ове одлуке банке достављају 20. марта 2009. године
12/ 2009	Одлука о привременим мерама за очување финансијске стабилности у Републици Србији	Ова измена даље ублажава одредбе Одлуке о класификацији билансне активне и ванбилансне ставке банке и прописује да при класификацији потраживања од физичких лица, која су одобрена и пуштена у течај после 1. јанура 2009. године, банка није дужна да примењује критеријуме прописане тачком 10. став 2. одредба под 1 алинеја друга Одлуке (тј. потраживања од физичких лица неће се класификовати у категорију Д ако је лице коме је одобрен кредит положило учешће или депозит мањи од 30% износа кредита, изузев одобреног стамбеног кредита и обавеза по кредитним картицама).	Ступила на снагу 14. фебруара 2009. године

Додатак 2. Привремене мере за очување стабилности банкарског система у Републици Србији

Дана 14. фебруара 2009. године ступила је на снагу Одлука о измени Одлуке о привременим мерама за очување стабилности банкарског система у Републици Србији („Службени гласник РС“ бр. 12/2009). Измена се односи на тачку 3, која се мења и гласи:

„3. Банке могу, на захтев дужника, рок отплате одобрених готовинских кредита који су у течај пуштени пре 30. септембра 2008. године – продужити до дванаест месеци од првобитно утврђеног датума доспећа, под условом да су конвертовани у динаре, и то без додатних трошкова за дужника у вези с продужењем рока отплате, односно конверзијом кредита у динаре.

Захтеви дужника за продужење рока отплате из става 1. ове тачке могу се подносити банци до 31. децембра 2009. године.“

Додатак 3. Посебне мере подршке финансијској стабилности земље

8. маја 2009. године ступила је на снагу Одлука о посебним мерама подршке финансијској стабилности земље („Службени гласник РС“ бр. 34/2009).

У складу с тачком 3. Одлуке, посебне мере подршке Народне банке Србије финансијској стабилности земље су:

1) одобравање банкама кредита с роком доспећа од најдуже 12 месеци ради обезбеђења динарске ликвидности (краткорочни кредити);

2) омогућавање банкама обављања девизних своп трансакција с Народном банком Србије.

У складу с тачком 8. Одлуке, а ради коришћења посебних мера из тачке 3. ове одлуке, банка је дужна да најкасније до 10. маја 2009. године Народној банци Србије достави:

1) писмену изјаву коју су потписали чланови извршног одбора банке, којом се банка обавезује да ће:

- дужницима омогућити да кредите у иностраној валути и кредите индексирани девизном клаузулом конвертују у динарске кредите без наплате додатних трошкова, у складу с прописима и својим процедурама за управљање ризицима,

- дужницима омогућити измену услова отплате потраживања у складу с прописима и процедурама за управљање ризицима, и то продужењем рока отплате за најмање 12 месеци, односно ако је продужење дуже, за најмање петину преосталог рока отплате, на начин којим се обезбеђује умањење месечне обавезе дужника, или изменом услова отплате тако да се месечна обавеза дужника умањи за најмање 20%,

- Народну банку Србије извештавати о износу изложености банкарске групе којој припада на начин и у роковима које Народна банка Србије утврди, а на основу обавезе коју су преузели акционари банке;

2) Писмену изјаву својих већинских акционара којом се они обавезују да ће:

- изложеност банкарске групе према Републици Србији одржавати најмање на нивоу од 31. децембра 2008. године, и то током 2009. и 2010. године,

- обезбедити одржавање показатеља адекватности капитала и показатеља ликвидности банке на прописаном нивоу, а у случају да ти показатељи падну испод нивоа предузети у најкраћем року све потребне активности у складу с прописима,

- ако резултати „стрес-тестова“ које спроведе Народна банка Србије покажу да би показатељ адекватности капитала пао испод прописаног минимума, у сарадњи с Народном банком Србије, размотрити разлоге таквих резултата и, у случају потребе, размотрити могућност спровођења превентивне докапитализације.

У складу с тачком 9. Одлуке, банка може користити посебне мере подршке од пријема обавештења Народне банке Србије о испуњености услова из тачке 8. ове одлуке, а најкасније до 31. децембра 2010. године, односно до пријема обавештења Народне банке Србије да банка не извршава преузете обавезе.

Дана 18. маја 2009. године ступила је на снагу Одлука о допуни одлуке о посебним мерама подршке финансијској стабилности земље („Службени гласник РС“ бр. 36/2009). У тачки 3. после одредбе под 2 додаје се одредба под 3, која гласи: „Омогућавање банкама да 35% обрачунате обавезне резерве у еврима издвајају у динарима- уместо 40% те резерве, колико је прописано Одлуком којом се уређује обавезна резерва банака код Народне банке Србије“.

Списак табела и графика

Графикони

II.0.1. Кретање цена (тримесечни раст)	10
II.0.2. Кретање цена (међугодишњи раст)	10
II.0.3. Допринос месечној стопи раста потрошачких цена	10
II.0.4. Допринос стопи раста базне инфлације	10
II.0.5. Допринос појединих група производа стопи раста потрошачких цена у првом тримесечју	11
II.0.6. Краткорочна пројекција инфлације	12
II.0.7. Очекивана и циљана инфлација у 2010. години	13
III.0.1. Индекс монетарних услова	15
III.0.2. Реални девизни курс и његов тренд	16
III.0.3. Реална каматна стопа и њен тренд	16
III.1.1. Референтна каматна стопа НБС	17
III.1.2. Кретање каматних стопа	17
III.1.3. Крива приноса на међубанкарском тржишту новца	17
III.1.4. Референтна каматна стопа НБС и каматне стопе пословних банака	18
III.1.5. Кретање репо стопа ЕУРИБОР 6М и каматне стопе на кредите банака	18
III.1.6. Показатељи премије ризика – EMBI и CDS	18
III.1.7. Индекс BELEX15 у 2008.	19
III.1.8. Индекси BELEX15, CROBEX и NTX	19
III.1.9. Кретање курса динара према еврџу и двонедељне репо стопе	22
III.1.10. Дневне промене курса динара према еврџу	22
III.1.11. Номинални курс динара	22
III.1.12. Показатељи премије ризика – EMBI по земљама	23
III.1.13. Кретање курсева националних валута према еврџу	23
III.2.1. Базна и увозна инфлација	24
III.2.2. Кретање цена нафте	25
III.3.1. Извоз и увоз робе	26
III.3.2. Структура нето прилива капитала	26
III.3.3. Нето коришћење финансијских кредита	27
III.3.4. Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала	27
III.3.5. Покривеност увоза девизним резервама	27
III.4.1. Кретање монетарних агрегата дефлационирано потрошачким ценама	32
III.4.2. Валутна структура кредита одобрених становништву	33
III.4.3. Активне каматне стопе на динарске кредите становништву	33
III.4.4. Реални домаћи кредити и директно задуживање предузећа у иностранству	33
III.4.5. Извори раста пласмана банака	34
III.4.6. Веза између реалних кредита приватном сектору и економске активности	35
III.5.1. Допринос међугодишњем расту БДП-а	40
III.5.2. Кретање БДП-а – процене по тримесечјима	40
III.5.3. Раст индикатора економске активности (десезониране тримесечне стопе раста, на годишњем нивоу)	41
III.5.4. Раст индикатора економске активности (међугодишње стопе раста)	41
III.5.5. Тримесечни покретни просеци индустријске производње и трговине на мало	41

III.5.6. Очекивани привредни раст у Србији у 2009.	42
III.5.7. Производни јаз	42
III.5.8. БДП и инфлација у еврозони	43
III.5.9. Раст БДП-а најважнијих спољнотрговинских партнера Србије и пројекције	43
III.5.10. Кретање тражње становништва и БДП-а	44
III.5.11. Јавни приходи и расходи (методологија ММФ-а)	45
III.5.12. Структура јавних расход	45
III.5.13. Раст увоза капиталних добара	49
III.6.1. Кретање просечних нето зарада – укупно и јавни сектор	50
III.6.2. Кретање просечних нето зарада	50
III.6.3. Кретање продуктивности, бруто реалних плата и јединичних трошкова рада у индустрији	51
III.6.4. Незапосленост	51
III.6.5. Запошљавање	52
III.6.6. Запосленост по секторима	52
IV.1.1. Пројектована инфлација	57
IV.1.2. Поређење текуће с претходном пројекцијом	58
Табеле	
II.0.1. Показатељи раста цена	9
II.0.2. Раст потрошачких цена по компонентама	11
II.0.3. Допринос стопи раста потрошачких цена	11
II.0.4. Најзначајније очекиване промене регулисаних цена у другом тромесечју	12
III.1.1. Структура промета на МДТ-у	23
III.3.1. Платни биланс у % БДП-а	26
III.3.2. Доприноси стопи раста девизних резерви НБС	28
III.4.1. Стопе раста монетарних агрегата	32
III.5.1. Фискални резултат	46
III.5.2. Консолидовани јавни расходи	46
III.5.3. Индикатори кретања инвестиција	49
IV.1.1. Претпоставке пројекције за 2009. годину	56
IV.1.2. Промене претпоставки у текућој у односу на претходну пројекцију	59
Табела А. Индикатори екстерне позиције Србије	60
Табела Б. Основни макроекономски индикатори	61
Табела В. Пројекција ММФ-а основних макроекономских индикатора	62

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

Седнице Монетарног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе

Датум	Референтна каматна стопа (на годишњем нивоу, у %)	Промена (у базним поенима)
Одржане седнице Монетарног одбора		
2008. година		
17. јануар	10,00	0
6. фебруар	10,75	+75
18. фебруар	10,75	0
28. фебруар	11,50	+75
13. март	14,50	+300
28. март	14,50	0
17. април	14,50	0
24. април	15,25	+75
15. мај	15,25	0
29. мај	15,75	+50
12. јун	15,75	0
1. јул	15,75	0
17. јул	15,75	0
29. јул	15,75	0
2. септембар	15,75	0
16. септембар	15,75	0
1. октобар	15,75	0
17. октобар	15,75	0
31. октобар	17,75	+200
18. новембар	17,75	0
1. децембар	17,75	0
8. децембар	17,75	0
22. децембар	17,75	0
2009. година		
22. јануар	16,50	-125
29. јануар	16,50	0
12. фебруар	16,50	0
2. март	16,50	0
20. март	16,50	0
6. април	15,00	-150
22. април	14,00	-100
5. мај	14,00	0
22. мај	14,00	0
Планиране седнице Монетарног одбора		
4. јун		
25. јун		
6. јул		
23. јул		
6. август		
21. август		
4. септембар		
24. септембар		
6. октобар		
22. октобар		
5. новембар		
20. новембар		
4. децембар		
24. децембар		

Саопштења са седница Монетарног одбора Народне банке Србије

Саопштење са седнице Монетарног одбора, 12. 2. 2009.

Монетарни одбор је разматрао актуелна економска кретања и одлучио да референтну каматну стопу задржи на нивоу од 16,5 одсто.

Уз Извештај о инфлацији – фебруар 2009, Монетарни одбор је на данашњој седници усвојио и измене и допуне следећих одлука: Одлуке о привременим мерама за очување финансијске стабилности, Одлуке о привременим мерама за очување стабилности банкарског система, затим Одлуке о обавезној резерви банака код Народне банке Србије и Одлуке о усклађивању бруто пласмана одобрених становништву са основним капиталом банке.

Мере ће на сутрашњој конференцији за новинаре образложити гувернер Народне банке Србије Радован Јелашић.

Саопштење са седнице Монетарног одбора, 2. 3. 2009.

Монетарни одбор Народне банке Србије је на данашњој седници разматрао текућа економска кретања и одлучио да референтну каматну стопу задржи на нивоу од 16,5 одсто.

Монетарни одбор је оценио да, у условима задржавања јаким инфлаторних притисака, подстакнутих инфлаторним очекивањима, није могуће даље смањивати степен рестриктивности монетарне политике. Расту инфлаторних очекивања допринела је и висока инфлација у јануару и фебруару – доминантно опредељена знатним растом регулисаних цена. Будући да је у та два месеца раст регулисаних цена, за који је одговорност преузела Влада Србије, достигао скоро девет одсто, то доводи у питање остваривање планираног раста тих цена у овој години од 13, плус/минус 2 одсто.

Монетарни одбор сматра да су инфлаторни притисци по основу високог фискалног дефицита из децембра прошле године и даље актуелни, као и да је неизвесност у погледу могућности финансирања будућих расхода појачана, с обзиром на низак ниво буџетских прихода остварен у прва два овогодишња месеца. Додатну непознаницу представља и чињеница да се фискална политика још увек није определила да ли у први план ставља захтеве које налаже потреба превазилажења поремећаја у светским финансијским токовима или растуће захтеве буџетских корисника.

Монетарни одбор ће пратити текућа економска кретања и у складу с тим ће прилагођавати мере и степен рестриктивности монетарне политике.

Саопштење са седнице Монетарног одбора, 20. 3. 2009.

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

Наредна седница Монетарног одбора одржаће се 6. априла 2009. године.

Саопштење са седнице Монетарног одбора, 6. 4. 2009.

Након разматрања актуелних економских кретања, Монетарни одбор Народне банке Србије је одлучио да референтну каматну стопу са садашњих 16,5 одсто смањи на 15 одсто.

Према оцени Монетарног одбора, успоравање инфлације у марту и очекивање ниске инфлације у наредном периоду, као и најава аранжмана с Међународним монетарним фондом који треба да допринесе одржавању макроекономске равнотеже, створили су простор за ублажавање рестриктивности монетарне политике.

На задржавање ниских месечних стопа инфлације утицаће и одлагање поскупљења електричне енергије, као и Меморандум Владе о кретању регулисаних цена, који предвиђа да раст цена у 2009. години неће прећи 15 одсто. Услед пада економске активности и смањене ликвидности у привреди, тражња је већ знатно редукована, а најава рестриктивних мера фискалне политике допринеће додатном смањењу потрошње и инфлаторних притисака по том основу.

Даље смањење рестриктивности монетарне политике може се очекивати само под условом да Србија постигне нови аранжман с ММФ-ом, који, поред обезбеђења екстерних извора финансирања, гарантује и адекватну рестриктивност фискалне политике.

Саопштење са седнице Монетарног одбора, 22. 4. 2009.

Монетарни одбор Народне банке Србије је на данашњој седници, након разматрања актуелних економских кретања, одлучио да референтну каматну стопу снизи за један процентни поен. Нова референтна каматна стопа износи 14 одсто и примењује се од данас.

Ову одлуку ће на данашњој конференцији за новинаре образложити гувернер Народне банке Србије Радован Јелашић.

Саопштење са седнице Монетарног одбора, 5. 5. 2009.

Монетарни одбор Народне банке Србије је разматрао актуелна економска кретања и одлучио да референтну каматну стопу задржи на непромењеном нивоу од 14 одсто.

Монетарни одбор је на данашњој седници усвојио две одлуке којима се, у складу с «Бечком иницијативом», обезбеђују посебне мере подршке финансијској стабилности и обавезују банке да не смање изложеност према Србији, као и да очувају квалитет активе, односно солвентност. Усвојене су Одлука о посебним мерама подршке финансијској стабилности земље и Одлука о условима и начину одобравања краткорочних динарских кредита банкама, с пратећом регулативом. Одлуке ступају на снагу наредног дана од дана објављивања у «Службеном гласнику Републике Србије».

Монетарни одбор је констатовао да су до сада и већински акционари девет банака које су присуствовале састанку у Бечу одржаном 27. марта писмено потврдили да прихватају услове дефинисане «Бечком иницијативом». Све банке имају рок до 10. маја да доставе прописану документацију и писане изјаве о прихватању утврђених обавеза, као предуслову за коришћење ових мера.

Саопштење са седнице Монетарног одбора, 12. 5. 2009.

Монетарни одбор Народне банке Србије је на данашњој ванредној седници, с циљем побољшања динарске ликвидности банкарског сектора, усвојио допуну Одлуке о посебним мерама подршке финансијској стабилности земље.

Поменутом допуном омогућено је банкама које су прихватиле програм подршке финансијској стабилности земље да, уколико желе, смање учешће динарског дела девизне обавезне резерве. Уместо 40%, колико је прописано одлуком којом се уређује обавезна резерва банака код Народне банке Србије, банке убудуће могу да издвајају у динарима 35% обрачунате девизне обавезне резерве.

Ова мера ће се примењивати од 18. маја 2009. године.