

НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

**ИЗВЕШТАЈ
О ИНФЛАЦИЈИ
Август 2007.**

Београд, август 2007.

Уводна напомена

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

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

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

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

Августовски Извештај о инфлацији размотрен је и усвојен на седници Монетарног одбора 28. августа 2007. године.

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

Монетарни одбор Народне банке Србије:

Радован Јелашић, *гувернер*

Ана Глигоријевић, *вицегувернер*

Диана Драгутиновић, *вицегувернер*

Мира Ерић-Јовић, *вицегувернер*

Садржај

I. Резиме.....	3
II. Кретање инфлације.....	5
Текст бокс: Различити режими циљања инфлације.....	8
Текст бокс: Индекс цена на мало и индекс потрошачких цена.....	10
III. Детерминанте инфлације.....	12
1. Монетарни услови.....	12
Текст бокс: Цена стабилности = трошкови стерилизације.....	13
Текст бокс: Реални девизни курс – тренд и јаз.....	15
Текст бокс: Промена начина објављивања и примене одлуке о висини референтне каматне стопе.....	17
Каматне стопе.....	18
Кретање курса динара.....	22
2. Увозне цене.....	25
3. Платнобилансна кретања.....	27
4. Монетарна кретања и монетарна политика.....	32
Монетарни агрегати.....	32
Пласмани банака.....	35
Ликвидност банака.....	36
Штедња становништва.....	37
5. Кретање понуде и тражње.....	38
Понуда и извори раста.....	38
Тражња и употреба бруто домаћег производа.....	40
Индикатори потрошње становништва.....	40
Јавна потрошња.....	41
Индикатори инвестиционе потрошње.....	43
6. Кретања на тржишту рада.....	44
Зараде.....	44
Запосленост.....	45
7. Инфлациона очекивања.....	46
IV. Пројекција инфлације.....	47
Текст бокс: Последице суше и улога монетарне политике.....	50
Додатак 1. Одлука о измени Одлуке о каматним стопама које Народна банка Србије примењује у поступку спровођења монетарне политике.....	54
Додатак 2: Промене обавезне резерве банака.....	55
Додатак 3: Пруденцијалне мере за ограничење кредитног раста.....	62
Списак табела и графикона.....	69
Седнице Монетарног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе у 2007.	71
Саопштења са седница Монетарног одбора Народне банке Србије.....	72

I. Резиме

У другом тромесечју 2007. године стопа инфлације је повећана. Силазна тенденција међугодишњих стопа инфлације је настављена због високих стопа раста цена у претходној години. Међугодишња базна инфлација је на крају другог тромесечја износила 2,8%, што је испод доње границе циљаног распона за ову годину (4%). Истовремено, тромесечна базна инфлација је повећана за 0,9%, након континуираног смањења од половине прошле године. Основни фактори раста базне инфлације били су ефекти поскупљења енергената (нафте на светском тржишту и електричне енергије у мају) и номинална депресијација динара. С друге стране, дезинфлаторни ефекти потицали су од апресијацијског јаза реалног девизног курса, с тим што су они били у извесној мери мањи у поређењу с претходним тромесечјем будући да је у међувремену дошло до његовог постепеног затварања.

Раст цена на мало од 2,9% био је доминантно одређен кретањем регулисаних цена. Ипак, међугодишњи раст цена на мало је смањен са 5,6%, с краја првог тромесечја, на 5,1%.

Висок међугодишњи раст укупне тражње у другом тромесечју утицао је на раст инфлације и поред значајног повећања понуде увозних добара и услуга.

У структури употребе БДП-а у другом тромесечју процењује се да је дошло до смањења удела инвестиционе у односу на личну потрошњу. При томе, процењује се да је нарочито био успорен раст инвестиција државе, највећим делом као последица њеног функционисања у режиму привременог финансирања и одлагања реализације пројеката предвиђених Националним инвестиционим планом.

Табела I.0.1.

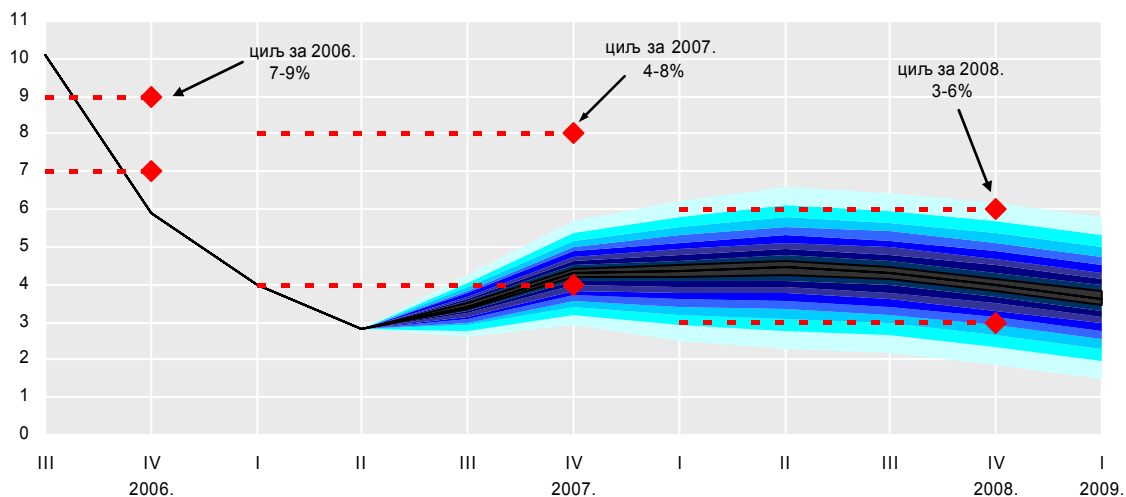
Основни макроекономски индикатори

	2006.		2007.				
	Дец.	Јан.	Феб.	Март	Апр.	Мај	Јун
Цене на мало (међугодишњи раст, у %)	6.6	6.5	5.2	5.6	4.6	4.4	5.1
Базна инфлација (међугодишњи раст, у %)	5.9	5.3	4.7	4.0	3.4	2.9	2.8
Великог (90 дана, месечни просек на годишњем ниову)	16.5	15.0	13.7	12.3	11.4	10.8	10.1
МЗ (међугодишњи раст, у %)	39.8	37.2	38.8	42.5	40.4	39.5	37.9
БДП (међугодишњи раст) ¹⁾	5.0	...	...	8.7	...	...	7.0
Консолидовани фискални резултат (% БДП-а) ¹⁾							
Методологија Министарства финансија	-7.5	...	...	2.3	...	...	3.5
Методологија ММФ-а	-7.4	...	...	0.4	...	...	2.8
Салдо робе и услуга (% БДП-а) ¹⁾	-19.8	...	...	-22.9	...	...	-21.3

¹⁾ Тромесечни подаци.

Пројектована базна инфлација

(међугодишње стопе, у %)



Економска активност у 2007. години се убрзава: у првом тромесечју њен раст је износио 8,7%, а у другом се оцењује на око 7%. Кључни допринос расту даје сектор услуга и извозно оријентисани део привреде. Међутим, неповољни хидрометеоролошки услови за пољопривредну производњу ће се негативно одразити на стабилност цена прехранбених производа.

На тржишту новца настављен је тренд смањења каматних стопа, док су кретања на девизном тржишту била стабилна. Одлуке монетарних власти о смањењу референтне каматне стопе допринеле су умереној депресијацији динара.

Међугодишња стопа базне инфлације у трећем тромесечју кретаће се у распону 3,0–3,5%, али ће њена тромесечна стопа бити висока (1,9–2,4%). На раст базне инфлације деловаће више фактора: најављена поскупљења, пре свега индустријских прехранбених производа, затим електричне енергије (кроз пораст трошкова производње), као и номинална депресијација динара из прве половине године (кроз пораст увозних цена). С друге стране, још увек отворен апресијацијски јаз реалног девизног курса имаће дезинфлаторне ефекте.

Када је реч о кретању укупне инфлације у трећем тромесечју, очекује се знатнији раст већег броја регулисаних цена, као и, сушом изазван, раст цена пољопривредних производа (а не сезонски пад), тако да би се тромесечни раст цена на мало кретао у распону 2,4–2,8%, а њихов међугодишњи раст у распону 7,3–7,6%.

И поред високих инфлаторних притисака, базна инфлација у 2007. кретаће се највероватније око доње границе циљаног распона (4–8%). Централна пројекција базне инфлације износи 4,3%. То је у односу на априлску пројекцију више за 1,3 процентних поена, а резултат је неочекивано високог раста цена пољопривредно-прехранбених производа.

Тиме би инфлациони јаз, тј. разлика између остварене и циљане инфлације у 2007. години, био елиминисан. Од почетка 2008. године базна инфлација би се нашла у границама циљаног распона за ту годину (3–6%). Јулска пројекција базне инфлације указује да би у блиској будућности требало да дође до умереног повећања рестриктивности монетарне политике.

Централна пројекција раста цена на мало у 2007. години виша је него у претходном *Извештају о инфлацији* и износи око 8,0%. Заснива се на централној пројекцији базне инфлације (4,3%) и очекивањима у погледу небазне инфлације (око 12%). Висок раст светских цена нафте, најављено поскупљење електричне енергије у септембру, као и пораст цена пољопривредних производа због суше, главни су разлози високе пројекције небазне инфлације за ову годину. Ризици остварења ове пројекције су тешко предвидиво кретање цена пољопривредних производа и светских цена нафте.

II. Кретање инфлације

Међугодишњи раст цена на мало је на крају тромесечја износио 5,1%, а очекујемо да ће у трећем тромесечју бити у распону 7,3–7,6%. Тромесечни раст цена на мало (2,9%) био је доминантно одређен кретањем регулисаних цена. Међугодишња базна инфлација је крајем тромесечја пала испод доње границе циља и износила је 2,8%. Предвиђамо да ће се до краја трећег тромесечја кретати у распону 3,0–3,5%.

Међугодишњи раст цена на мало наставио је да исказује тенденцију опадања и крајем другог тромесечја је износио 5,1%, према 5,6% с краја првог тромесечја. Наставку дезинфлације допринеле су цене пољопривредних производа (-13,3% међугодишњи раст у јуну) и цене које се формирају слободно, на тржишту – базна инфлација (2,8%), док су регулисане цене (9,2%) деловале у супротном правцу. Инфлација остварена на крају другог тромесечја била је у складу с нашим очекивањима изнетим у претходном Извештају о инфлацији: око 5% за укупну и око 3% за базну инфлацију.

Табела II.0.1.

Показатељи раста цена

(стопе раста у %)

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

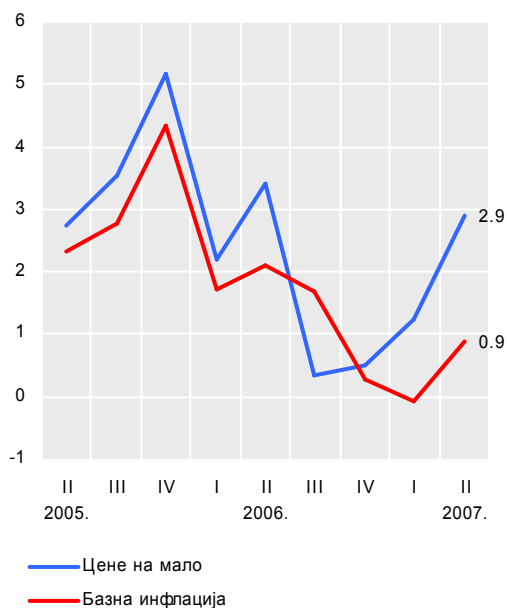
¹⁾ Мај на мај.

Тромесечни раст цена на мало (2,9%¹⁾) доминантно је био одређен кретањем регулисаних цена (2,4 процентна поена). У оквиру те категорије цена, највећи допринос, 1,1 процентни поен, дале су цене електричне енергије, чије је повећање од 15% реализовано у мају. Висок допринос расту цена на мало (0,6 процентних поена) дале су и цене нафтних деривата, које су повећане за 7,2%. Раст цена услуга друштвене заштите од 13,9% допринео је укупном ценовном расту са 0,2 процентна поена, а исто толико је допринело и повећање цена цигарета. Најављено повећање цена лекова од 7% није се у потпуности реализовало у другом тромесечју.

Графикон II.0.1.

Кретање цена

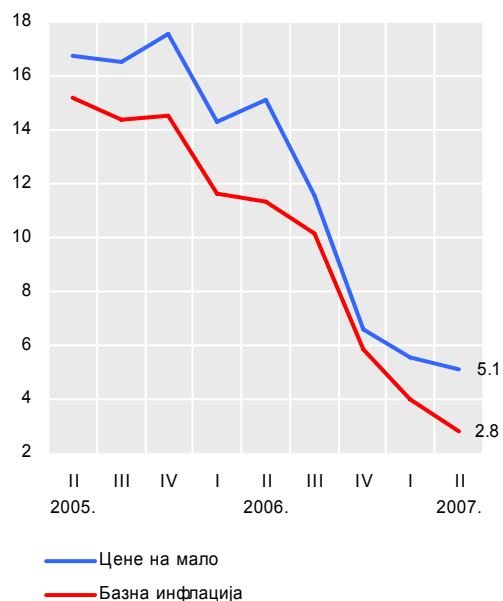
(тримесечни раст, у %)



Графикон II.0.2.

Кретање цена

(међугодишњи раст, у %)

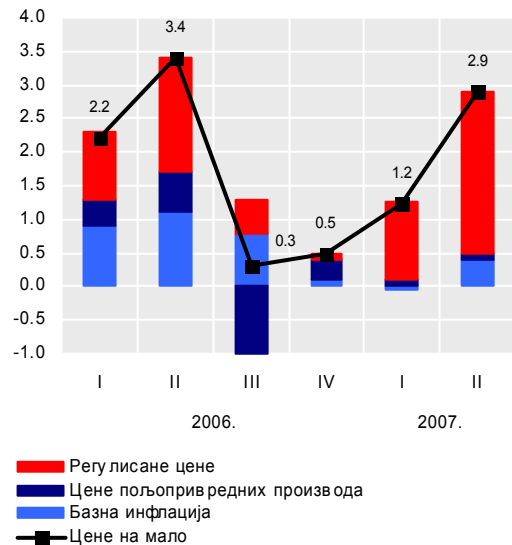
¹⁾ По месецима: април 0,9, мај 1,4, јун 0,6.

Цене пољопривредних производа су повећане за 3,0%, што је ниже него што је уобичајено за овај период. Релативно ниском порасту цена тих производа погодовали су повољни временски услови. Због благе зиме, дошло је до померања сезоне, тако да је већи сезонски раст цена у другом тромесечју изостао.

Међугодишња базна инфлација је наставила са тенденцијом пада и крајем тромесечја је износила 2,8%, што је испод доње границе циљаног распона за 2007. годину од 4%. После смањења у три узастопна тромесечја, базна инфлација је у другом тромесечју 2007. забележила раст од 0,9% (3,6% годишње). Основни фактори раста базне инфлације били су ефекти поскупљења енергената (нафте на светском тржишту и електричне енергије у мају) и номинална депресијација динара. С друге стране, дезинфлаторни ефекти потицали су од апресијацијског јаза реалног девизног курса, с тим што су они били у извесној мери мањи у поређењу са претходним тромесечјем будући да је у међувремену дошло до његовог постепеног затварања. Базна инфлација је, посматрано на месечном нивоу, највиши раст забележила у јуну (0,5%), а томе су допринели знатан раст цена нафтних деривата и реализација ефеката поскупљења цена електричне енергије из маја.

Графикон II.0.3.

Допринос стопи раста цена на мало (у процентним поенима)



Табела II.0.2.

Раст цена на мало по компонентама (по тромесечјима, у %)

	2006.			2007.	
	II	III	IV	I	II
Цене на мало	3.4	0.3	0.5	1.2	2.9
Базна инфлација	2.1	1.7	0.3	-0.1	0.9
Цене пољопривредних производа	16.9	-26.0	10.5	2.9	3.0
Регулисане цене	3.8	1.2	0.1	2.6	5.1
Електрична енергија	11.7	0.0	0.0	0.0	15.0
Нафтни деривати	3.5	-1.6	-8.2	-1.3	7.2
Комунално-стамбене услуге	0.4	0.6	1.4	7.7	0.7
Услуге друштвене заштите	0.0	0.1	9.1	0.6	13.9
Саобраћајне услуге (регулисане)	-0.6	6.1	1.0	0.0	0.7
ПТТ услуге	5.8	0.0	4.2	1.2	-0.1
Цигарете	5.5	4.7	7.7	11.8	5.6
Лекови	1.5	5.6	2.4	0.3	3.9
Остало	2.3	3.0	0.8	2.3	0.0

Табела II.0.3.

Допринос стопи раста цена на мало (по тромесечјима, у процентним поенима)

	2006.			2007.	
	II	III	IV	I	II
Цене на мало	3.4	0.3	0.5	1.2	2.9
Базна инфлација	1.1	0.8	0.1	0.0	0.4
Цене пољопривредних производа	0.6	-1.0	0.3	0.1	0.1
Регулисане цене	1.7	0.5	0.1	1.2	2.4
Електрична енергија	0.8	0.0	0.0	0.0	1.1
Нафтни деривати	0.3	-0.2	-0.8	-0.1	0.6
Комунално-стамбене услуге	0.0	0.1	0.1	0.6	0.1
Услуге друштвене заштите	0.0	0.0	0.1	0.0	0.2
Саобраћајне услуге (регулисане)	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0
ПТТ услуге	0.2	0.0	0.2	0.1	0.0
Цигарете	0.2	0.2	0.3	0.4	0.2
Лекови	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1
Остало	0.1	0.2	0.0	0.1	0.0

Очекивано кретање инфлације у трећем тромесечју 2007. године

Према нашим проценама, у трећем тромесечју базна инфлација и цене пољопривредних производа оствариће већи раст у поређењу с растом у претходна два тромесечја.

Када је реч о регулисаним ценама, очекује нас неколико поскупљења. За септембар је најављено поскупљење електричне енергије око 2% за домаћинства и око 7% за предузећа (4,3% у просеку). У обрачун цена на мало директно, са 0,2 п.п, улази само цена електричне енергије за домаћинства, док је за

трошковни ефекат на базну инфлацију релевантно поскупљење за предузећа. Сматрамо да ће раст цена електричне енергије на базну инфлацију утицати укупно са 0,1–0,2 п.п., али да ће се у трећем тромесечју реализовати само део тог утицаја (око 0,1 п.п). Иако су почетком јула на светском тржишту цене нафте забележиле скок, оне су до краја тог месеца постепено падале, а у трећем тромесечју очекујемо њихов раст од 1% (допринос 0,1 п.п.). Очекујемо да ће цене услуга друштвене заштите, које су у првих шест месеци оствариле раст од 14,6%, у трећем тромесечју додатно порастати за 10% (допринос 0,2 п.п.). Што се тиче осталих регулисаних цена, очекујемо поскупљење хлеба и брашна (допринос око 0,6 п.п.), саобраћајних услуга (допринос око 0,2 п.п.), млека и лекова који би укупном ценовном расту у трећем тромесечју допринели са по 0,1 процентни поен.

Кретање базне инфлације у трећем тромесечју биће под утицајем више фактора: 1) низа најављених поскупљења, пре свега индустријских прехранбених производа (меса, месних и млечних прерађевина); 2) поскупљења електричне енергије, кроз пораст трошкова производње; 3) ап्रेसијацијског јаза реалног курса, који ће и у наредном периоду деловати дезинфлаторно; 4) номиналне депресијације динара из прве половине године, кроз пораст увозних цена. Узимајући у обзир наведене факторе, процењујемо да ће се тромесечна стопа базне инфлације кретати у распону 1,9–2,4%, док ће међугодишња базна инфлација бити од 3,0% до 3,5%.

Због неповољних временских прилика, цене пољопривредних производа ће, уместо сезонског пада, остварити пораст у трећем тромесечју. Раст цена ових производа би се могао кретати у распону 7–10%, па би њихов допринос расту цена на мало износио око 0,3–0,5 п.п.

Узимајући у обзир све наведено, процењујемо да ће се раст цена на мало у трећем тромесечју кретати у распону од 2,4 до 2,8%, тако да би њихов међугодишњи раст био у распону 7,3–7,6%.

Табела II.0.4.

Најзначајније очекиване промене регулисаних цена у трећем тромесечју 2007.

	Стопа раста (у %)	Допринеси расту цена на мало (п.п.)
Хлеб и брашно	26,0	0,6
Услуге друштвене заштите	10,0	0,2
Саобраћајне услуге	6,9	0,2
Електрична енергија	1,9	0,2
Нафтни деривати	1,0	0,1
Млеко	6,0	0,1
Лекови	3,0	0,1

Различити режими циљања инфлације

Почетком деведесетих година, велики број земаља, и то најпре индустријских (Нови Зеланд, Канада, Велика Британија, итд.), а затим нешто касније и земаља у транзицији (Чешка, Пољска, Мађарска), напустио је своје претходне режиме монетарне политике засноване на прелазним или вишеструким циљевима и окренуло се ка инфлацији као основном циљу монетарне политике. Монетарна политика у којој се приоритет даје инфлацији, односно њеној стабилности, истовремено стављајући све остале циљеве у положај подређен главном циљу назван је **режимом циљања инфлације**.

У литератури наилазимо на различите, међусобно неконзистентне класификације режима циљања инфлације. Најчешћа подела је на **експлицитно или потпуно** (*full-fledged*) и **непотпуно – имплицитно и парцијално циљање инфлације** (*non-full-fledged*).

Искуства земаља говоре да је за успешно спровођење циљања инфлације као стратегије монетарне политике неопходно обезбедити низ предуслова као што су одсуство фискалне доминације и координација фискалне и монетарне политике, добро развијен финансијски систем, независност централне банке у погледу избора инструмената монетарне политике, разумевање и познавање јачине деловања различитих канала трансмисионог механизма монетарне политике, развијена методологија и техничка оспособљеност за пројектовање инфлације, као и транспарентност централне банке с циљем јачања њене одговорности и стицања поверења јавности.

Испуњеност наведених предуслова је неопходна да би се монетарна политика окарактерисала као режим **потпуног циљања инфлације**. Практично, прелазак на потпуно циљање инфлације везује се за период у коме се задовољи највећи број предуслова, при чему се кључним сматра званично објављивање новог режима и напуштање политике фиксног девизног курса.

Тако, на пример, Чиле и Израел су истовремено циљали и инфлацију и девизни курс. Међутим, са проширивањем распона за флукуације девизног курса, постало је јасно да се приоритет даје инфлацији.

У случају Чилеа, формалним преласком на режим потпуног циљања инфлације сматра се период када је званично напуштена политика фиксног девизног курса, што је септембар 1999, иако је први пут циљ за инфлацију објављен 1990. године. Израел је први пут циљ за инфлацију објавио 1991. године, али се као прелазак на режим потпуног циљања инфлације сматра јун 1997. године, када су границе флукуација девизног курса проширене, тј. вероватноћа сукобљавања остваривања циља за инфлацију и девизни курс минимизирана.

Испуњеност критеријума и начин њихове интерпретације зависи пре свега од специфичности економије. У пракси, веома често се наведени критеријуми не могу стриктно применити ни квантификовати, те је тешко подвући црту између земаља које су у режиму потпуног циљања инфлације и оних које су у некој прелазној фази. Класификовање је посебно тешко код земаља у транзицији. Тако, на пример, Чешка се сматра земљом коју карактерише потпуно инфлаторно таргетирање још од тренутка објављивања званичног преласка на стратегију циљања инфлације (1997. године), иако је њен финансијски систем у то време био недовољно развијен, монетарне власти нису биле сигурне у јачину и начин деловања појединих трансмисионих канала и макроекономске пројекције су углавном рађене на кратак рок.

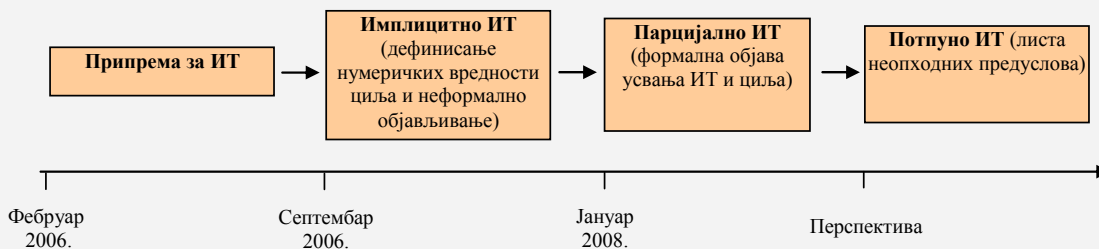
Још теже је направити разлику између непотпуних режима циљања инфлације – имплицитног и парцијалног. **Имплицитно циљање инфлације** могло би се дефинисати као режим који подразумева дефинисање циљева за инфлацију, али не и формално објављивање примене режима циљања инфлације, будући да већина осталих предуслова није испуњена. На пример, може се сматрати да је Турска пре 2006. била у режиму имплицитног циљања инфлације. Наиме, то је период у коме су дефинисани и објављени циљеви за инфлацију пре свега да би се убедила јавност да је период хиперинфлације завршен и да би се обуздала инфлаторна очекивања.

Званичним објављивањем усвајања новог режима монетарне политике сматра се почетак транзиционог периода ка режиму потпуног инфлаторног таргетирања. Транзициони период се завршава када се испуни већина услова неопходних за потпуни режим циљања инфлације и напусти политика фиксног девизног курса или знатно прошире границе флукуација девизног курса. У пракси је у неким земљама тај период био веома дуг (на пример, у Чилеу и Израелу), а у другим веома кратак (у Бразилу, Чешкој, Пољској, Јужној Африци).

Парцијално инфлаторно таргетирање подразумева управо званично објављивање централне банке да прелази на стратегију циљања инфлације, при чему нису испуњени сви предуслови потпуног циљања инфлације. Мађарска, на пример, будући да не примењује политику флексибилног већ фиксног девизног курса, може се сматрати земљом која је у режиму парцијалног циљања инфлације и која, за сада, не планира да пређе на режим потпуног таргетирања инфлације. Многе друге централне банке, у Пољској, Израелу и Чилеу на пример, пре него што су прешле на режим потпуног циљања инфлације биле су у режиму парцијалног циљања инфлације.

У литератури се често среће и алтернативна класификација режима циљања инфлације на: **потпуно, еклектичко и неформално** циљање инфлације (*inflation targeting lite*). Према овој класификацији, потпуно и еклектичко циљање инфлације односи се на централне банке које карактерише висок кредибилитет, с тим што се оне са еклектичким циљањем инфлације званично нису изјасниле за циљање инфлације, као што је то на пример случај са Европском централном банком. Неформално циљање инфлације односи се на централне банке са мањим кредибилитетом, којима постизање ниске инфлације не представља основни циљ.

С Р Б И Ј А



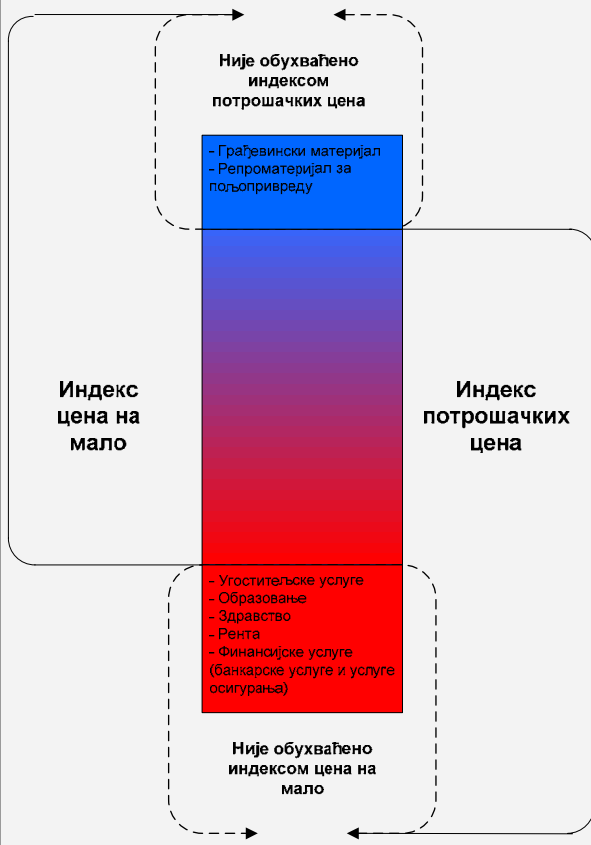
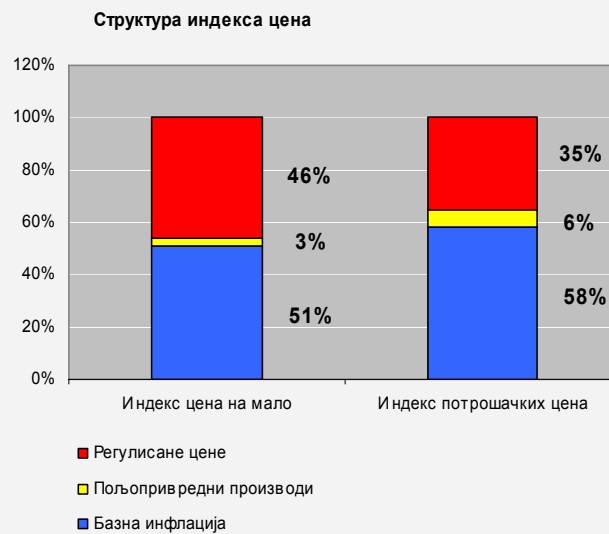
Србија се тренутно налази у режиму имплицитног циљања инфлације, али близу фазе која подразумева парцијално циљање инфлације, тј. званично објављивање преласка на стратегију циљања инфлације.

Индекс цена на мало и индекс потрошачких цена

Индекс цена на мало користи се у Србији као званично мерило инфлације. Међутим, у великом броју других земаља главни показатељ инфлације представља индекс потрошачких цена. За обрачун овог индикатора користи се методологија хармонизованог индекса цена у Европској унији (HICP). Републички завод за статистику је код нас индекс потрошачких цена први пут објавио почетком 2007. године.

Методолошке разлике између индекса цена на мало и индекса потрошачких цена састоје се у обухвату производа чије се цене прате, као и у начину обрачуна њихових пондера. Индекс цена на мало прати цене грађевинског материјала и репроматеријала, које не укључује индекс потрошачких цена (2% производа из индекса цена на мало није обухваћено индексом потрошачких цена). За разлику од индекса цена на мало, индекс потрошачких цена обухвата и цене угоститељских и здравствених услуга, услуга образовања, финансијских услуга и ренти (7% производа и услуга из индекса потрошачких цена није обухваћено индексом цена на мало). У обрачуну индекса цена на мало за пондере се користи структура промета на мало, док се пондерациони систем индекса потрошачких цена добија из структуре потрошње домаћинства усклађене са структуром финалне потрошње домаћинства из БДП-а.

Ако направимо поделу цена које прате посматрани индекси на оне које се формирају на тржишту и на оне које су регулисане, уочићемо значајне разлике између та два индекса.



У индексу потрошачких цена удео цена регулисаних производа је знатно мањи него у индексу цена на мало и износи 35%. Наиме, мање је учешће скоро свих цена које су под неким видом контроле државе: нафтних деривата 4,7% (у индексу цена на мало 9,5%), електричне енергије 6,4% (у индексу цена на мало 7,2%), комуналних услуга 2,7% (у индексу цена на мало 8,4%) и саобраћајних услуга 1,2% (у индексу цена на мало 3,4%). Веће је учешће само код лекова и угља. Значајна разлика је и у пондерима додељеним групи пољопривредних производа. Та група производа има скоро дупло веће учешће у индексу потрошачких цена (6,2%).

Тако долазимо до закључка да базна инфлација рачуната на основу индекса потрошачких цена има веће учешће у том индексу (58%) него у индексу цена на мало.

Различита пондерациона структура за резултат има различите доприносе укупном ценовном расту појединих група производа. Отуда и разлике у обрачунатим индексима за исти период.

У првом тромесечју 2007. потрошачке цене су оствариле раст од 0,7%, док је у истом периоду раст цена мерен индексом цена на мало износио 1,2%. Услуге које обухвата индекс потрошачких цена (али не и индекс цена на мало) нису узрок мањег раста овог индекса, већ мање учешће регулисаних цена. Наиме, цене комуналних услуга, које су дале највећи допринос расту цена на мало, имале су знатно ниже учешће у индексу потрошачких цена, тако да је и раст цена мерен овим индексом био нижи у посматраном периоду.

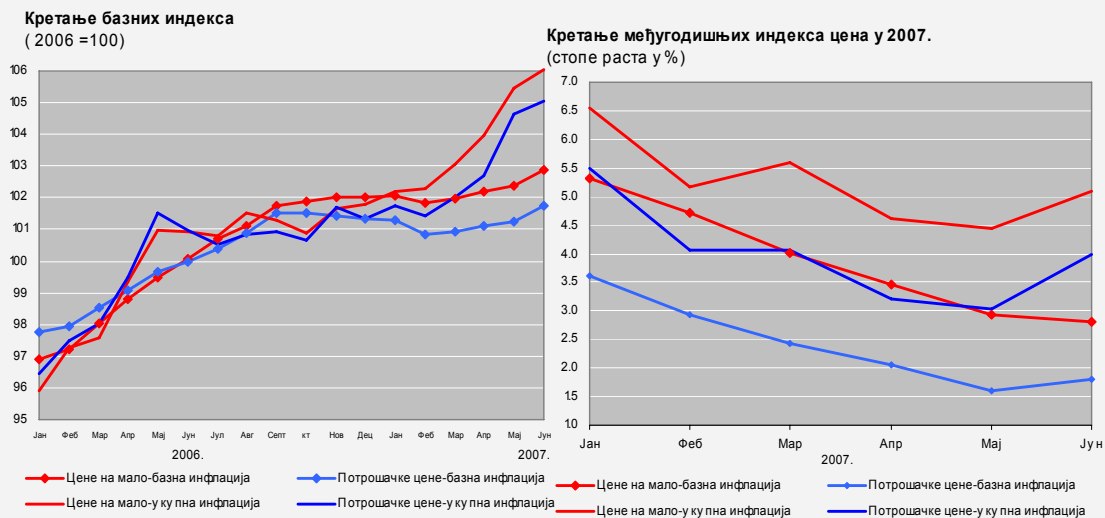
У другом тромесечју је остварен сличан раст потрошачких цена и цена на мало, 3,0% и 2,9% респективно. Занимљиво је да је у том периоду и базна инфлација рачуната на основу потрошачких цена и цена на мало имала сличан раст (0,8% и 0,9%), тако да су највеће разлике у доприносима укупном расту тих индекса остварене у оквиру цена регулисаних и пољопривредних производа.

Доприноси расту цена
(у % поенима)

	Јан.	Фебр.	Март	Апр.	Мај	Јун
Цене на мало (месечна стопа раста, у %)	0.4	0.1	0.7	0.9	1.4	0.6
Базна инфлација	0.0	-0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
Пољопривредни производи	0.1	0.0	0.0	0.2	0.2	-0.3
Регулисане цене	0.3	0.2	0.6	0.5	1.1	0.7
Потрошачке цене (месечна стопа раста, у %)	0.4	-0.3	0.6	0.7	1.9	0.4
Базна инфлација	0.0	-0.3	0.1	0.1	0.1	0.3
Пољопривредни производи	0.0	0.0	0.1	0.3	0.9	-0.4
Регулисане цене	0.4	0.0	0.4	0.2	0.9	0.5

Ако посматрамо нивое цена и међугодишње стопе раста и укупне и базне инфлације, приметимо да је ниво цена на мало, као и базне инфлације, виши уколико се рачуна на основу индекса цена на мало. Разлика се креће од 1 до 1,5 п.п.¹

Серија података индекса потрошачких цена, која нам је доступна од јануара 2006. године, сугерише да је кретање индекса потрошачких цена веома слично кретању индекса цена на мало, тако да не можемо рећи да један од њих има више изражену волатилност од другог.



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

У плану је да се код нас у наредном периоду пређе на индекс потрошачких цена као званично мерило инфлације. Чињеница да постоји сличност у погледу кретања ова два индекса свакако ће олакшати тај прелазак.

¹ Међугодишњи раст цена мерен индексом цена на мало у мају и јуну 2007. је износио 4,4% и 5,1%, а мерен индексом потрошачких цена 3,0% и 4,0%, респективно.

III. Детерминанте инфлације

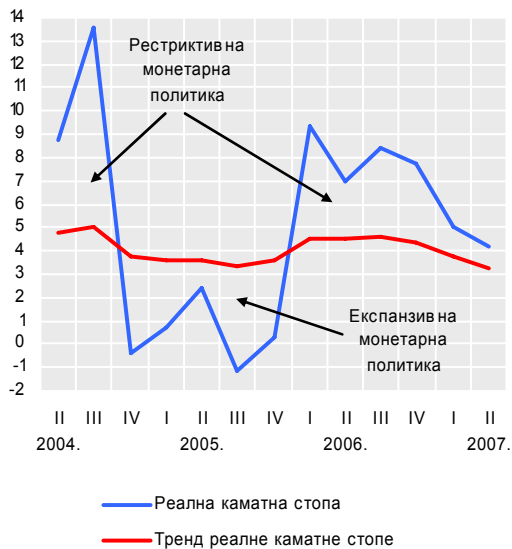
1. Монетарни услови

Монетарна политика је задржала рестриктиван карактер и у другом тромесечју, али је степен њене рестриктивности био мањи него у претходном. Очекујући пад међугодишње инфлације, Монетарни одбор је у два наврата смањио референтну каматну стопу за укупно 100 базних поена, што је допринело номиналној депресијацији динара и постепеном затварању апресијацијског јаза реалног девизног курса.

На основу анализе реалне каматне стопе на репо операције и јаза реалног девизног курса², може се закључити да је монетарна политика и у другом тромесечју задржала рестриктиван карактер. Рестриктиван карактер монетарне политике започет је у другој половини претходне године знатним растом референтне каматне стопе изнад тренда и отварањем апресијацијског јаза реалног девизног курса, због осетне номиналне апресијације динара по основу високог прилива иностраног капитала.

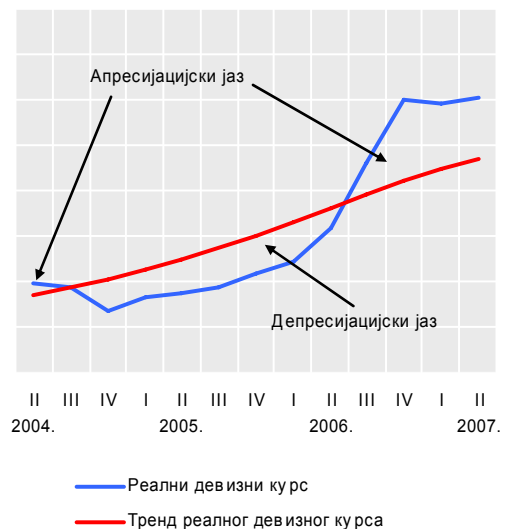
Графикон III.0.1.

Реална каматна стопа на репо операције и њен тренд



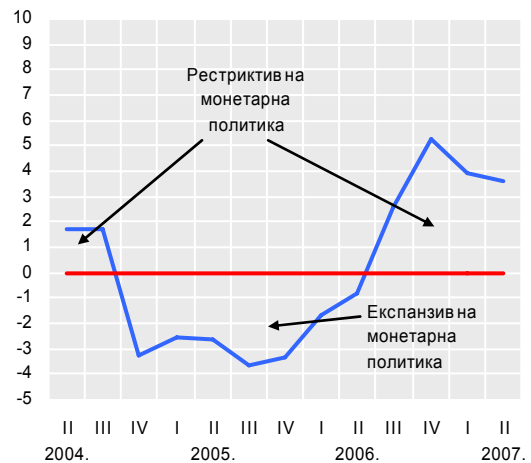
Графикон III.0.2.

Реални девизни курс и његов тренд



Графикон III.0.3.

Индекс монетарних услова



Иако су се реална референтна каматна стопа и реални девизни курс кретали изнад тренда и у другом тромесечју, уочава се наставак њиховог приближавања тренду, које је започето у претходном тромесечју. Такво кретање наведених категорија у односу на тренд указује на попуштање монетарних услова, што налази оправдање у силазној тенденцији међугодишње базне инфлације и њеном удаљавању од доње границе циљаног распона од 4%.

Монетарни одбор је у другом тромесечју референтну каматну стопу снизио за додатних 100 базних поена, што је допринело номиналној депресијацији динара и ублажавању

² Види текст бокс: *Реални девизни курс – тренд и јаз*, стр. 15.

ап्रेसијацијског јаза реалног девизног курса. На попуштање монетарних услова и смањење степена рестриктивности монетарне политике указује и кретање индекса монетарних услова, који представља показатељ комбинованог дејства реалне референтне каматне стопе и реалног девизног курса на ценовну стабилност и/или агрегатну тражњу.³

Просечна реална референтна каматна стопа у другом тромесечју износила је 4,2% и била је за око 100 базних поена изнад тренда. Уколико се има у виду да, према најновијим Галуповим истраживањима, инфлациона очекивања финансијског сектора у погледу базне инфлације износе 6,2% на годишњем нивоу, закључује се да је референтна каматна стопа тренутно око неутралног нивоа.

Најављена експанзивнија фискална политика за другу половину 2007, убрзанија кредитна активност банака, као и други фактори за које се оцењује да би у наредном периоду могли деловати у правцу повећања инфлационих притисака, довешће до повећања степена рестриктивности монетарне политике. С тим у вези, током августа већ су донете мере које имају за циљ ограничавање раста кредита одобрених становништву, поготово ненаменских готовинских кредита.⁴

Цена стабилности = трошкови стерилизације

Макроекономска кретања земаља у транзицији, посебно оних које примењују циљање инфлације или се припремају за примену циљања инфлације, веома су слична. Веома сличне су биле и мере које централне банке тих земаља предузимају с циљем остваривања свог основног задатка – ценовне стабилности.

Посматрајући остварене финансијске резултате централних банака, може се закључити да су они углавном негативни, у највећој мери као последица трошкова стерилизације и ефеката промене девизног курса.

Ефекти тих трошкова су посебно изражени у условима високог прилива капитала из иностранства, што производи ап्रेसијацијске притиске. Централна банка у намери да спречи високу реалну апресијацију откупљује девизе и тиме анаулира ефекте апресијацијских притисака. Уколико у томе централна банка истраје, неће се реализовати трошковни ефекти по основу курсних разлика. Међутим, то ће повећава трошкове стерилизације, будући да се кроз откуп девиза истовремено креира ликвидност у националној валути.

Уколико се централна банка определи да у целини или делом допусти ефектуирање апресијацијских притисака, тиме би се умањили трошкови стерилизације, али увећали трошкови по основу негативних курсних разлика.

У сваком случају, ако се жели постићи ценовна стабилност, трошкови су неминовни, а њихов ниво је, у принципу, опредељен висином прилива капитала из иностранства.

³ При конструкцији индекса монетарних услова коришћена је следећа једначина:

$MCI_t = w_r(r_t - r_{trend}) + w_z(z_t - z_{trend})$, где је r_t реална референтна каматна стопа, а z_t реални девизни курс. Пондери за реалну референтну каматну стопу и реални девизни курс су следећи: $w_r = 0,2$, $w_z = 0,8$.

⁴ Од 27. августа 2007. банке неће моћи да одобравају ненаменске готовинске кредите становништву са роком отплате дужим од 24 месеца. Такође, почевши од 31. децембра 2007, банке ће имати обавезу да ускладе стање бруто девизних пласмана са основним капиталом тако да стање тих пласмана на крају сваког календарског месеца буде мање или једнако 150% вредности основног капитала банке, уместо ранијих 200%. Донето је и низ мера, пре свега пруденцијалног карактера, којима се индиректно утиче и на кредитну активност. У циљу смањења девизног ризика банака и јачања улоге управљања девизним ризиком, лимит код нето отворене позиције банака је смањен са 30% на 20%. Донете су и измене и допуне пруденцијалних мера које се односе на пондере ризика при обрачуну ризичне активе и ванбилансних позиција.

Технички посматрано, чини се да трошкови обезбеђења ценовне стабилности варирају у зависности од примењених мера монетарне политике. Међутим, суштински, дугорочна одрживост ценовне стабилности претпоставља примену одговарајућих (пре свега тржишних) инструмената монетарне политике. Због тога се централне банке опредељују да као главни инструмент монетарне политике користе операције на отвореном тржишту. Предност овог инструмента проистиче из значаја његових ефеката на макроекономску стабилност кроз утицај на одлуке свих економских субјеката о инвестицијама и штедњи. С друге стране, на промене стопе обавезне резерве реагује само банкарски сектор, јер мера утиче само преко ограничавања понуде кредита.

На основу изнетог можемо закључити да централне банке свих земаља у транзицији у условима великог прилива капитала имају повећане трошкове монетарне политике. Ти трошкови представљају, у ствари, цену која се мора платити да би се у таквим условима остварио основни циљ монетарне политике, а то је стабилност цена. Све централне банке које су биле доследне у остваривању свог циља сносиле су велике трошкове.

Стопа обавезне резерве се, у нашим условима, показала као релативно неефикасан инструмент монетарне регулације. То се може видети на примеру 2004/05. године, када је она коришћена као основни инструмент монетарне политике, у условима високог прилива капитала из иностранства, а инфлација се кретала у распону од 10% до 20%. Стога је оријентација Народне банке Србије да у циљу стварања стабилних услова привређивања, који омогућавају дугорочно одржив привредни раст и развој, као основни инструмент монетарне регулације користи каматну стопу на репо трансакције. Полазећи од тога, оцењује се да наспрам тренутно високих трошкова Народне банке Србије по основу стерилизације стоје много већи добици економских субјеката по основу одржавања ниске и стабилне инфлације.

**Финансијски резултати централних банака,
кретање референтне стопе и девизног курса**

Год.	Финанс. резултат у млн EUR	Референтна стопа	Стопа номиналне ап्रेसијације (+) депресијације (-) (годишње, у %)	Стопа реалне апресације (+) депресијације (-) (годишње, у %)	Финанс. резултат у млн EUR	Референтна стопа	Стопа номиналне апресације (+) депресијације (-) (годишње, у %)	Стопа реалне апресације (+) депресијације (-) (годишње, у %)
	МАЂАРСКА				РУМУНИЈА			
1999.	138,6	14,50	-4,85	2,24	63,58	35,00	-39,14	-14,23
2000.	54,66	11,00	-5,39	0,92	46,35	35,00	-20,57	12,30
2001.	14,79	9,75	1,22	7,44	-149,28	35,00	-21,99	1,53
2002.	-20,72	8,50	7,06	10,68	-302,89	29,02	-15,42	0,78
2003.	664,13	12,50	-0,14	2,24	-235,32	18,84	-13,90	-3,17
2004.	-173,9	9,50	2,32	6,90	-515,1	20,27	-6,21	2,60
2005.	-84,76	6,00	0,82	2,03	-832,72	9,59	10,78	18,00
	ЧЕШКА				СЛОВАЧКА			
1999.	896,15	5,25	-1,27	-1,80	1.001,04	8,80	-9,75	-2,64
2000.	71,93	5,25	0,52	1,54	166,97	8,80	0,98	9,70
2001.	-879,55	4,50	4,33	6,38	54,40	7,75	-2,30	2,18
2002.	-299,62	2,75	11,68	11,57	-595,27	6,50	1,43	2,81
2003.	-560,81	2,00	0,21	-1,62	-763,69	6,00	6,30	13,34
2004.	-1.763,24	2,50	1,02	1,33	-935,37	4,00	4,63	9,62
2005.	688,06	2,00	6,23	5,82	-17,52	3,00	2,56	2,98

Реални девизни курс – тренд и јаз

Реални девизни курс представља однос домаћих и страних цена добара и услуга изражених у истој валути. Стране цене изражене у динарима резултат су кретања страних цена у оригиналној валути и кретања девизног курса динара према тој валути. На примеру Србије и ЕУ, реални девизни курс би био однос цена у Србији и цена у ЕУ изражених у динарима:

$$\text{реални девизни курс} = \text{цене у Србији} / (\text{цене у ЕУ} \cdot \text{курс RSD/EUR})$$

Како у пракси, због разлика у структури и квалитету добара и услуга, нивои цена нису упоредиви, реални девизни курс се најчешће посматра кроз његове промене, као разлика између домаће и стране (динарске) инфлације:

$$\text{промена р.д.к.} = \text{инфл. у Србији} - (\text{инфл. у ЕУ} + \text{промена курса RSD/EUR})$$

Реална ап्रेसијација (депресијација) девизног курса значи да цене у Србији расту брже (спорије) од цена у ЕУ изражених у динарима (инфл. у ЕУ + промена курса RSD/EUR). На пример, висока реална ап्रेसијација у другој половини претходне године последица је високе номиналне апресијације динара у том периоду¹, тј. пада цена у ЕУ изражених у динарима, који није био праћен адекватним падом домаћих цена.

Шта одређује кретање реалног курса? Бројне студије су утврдиле да је дугорочни **тренд реалног девизног курса** у највећој мери одређен развијеношћу земаља, односно разликама у продуктивности, а одступање од тренда, тј. **јаз реалног курса**, другим, краткорочнијим факторима, између осталог и карактером монетарне политике.

Општепознато је да развијене земље имају виши ниво цена. Како је за земље у транзицији карактеристичан висок раст продуктивности, то за последицу има високе стопе реалне апресијације у транзиционом периоду², тј. **ап्रेसијацијски тренд**. Компаративна анализа показује да су у периоду 1996–2006. године транзиционе земље (са изузетком Хрватске) забележиле високе стопе реалне апресијације, између 3,4 и 5,5%.

Реална апресијација у земљама у транзицији

Земља	Просечна годишња реална апресијација 1996-2006. (у %)
Бугарска	4,9
Чешка	4,0
Хрватска	0,5
Мађарска	3,9
Пољска	3,4
Румунија	5,5
Словачка	4,7
Просек	3,8

Ова анализа је интересантна и зато што показује да без обзира на то каква се монетарна политика води у земљи – реч је о земљама са различитим приоритетима у монетарној политици – реална апресијација у транзицији је неизбежна на дуги рок. Будући да се Србија већ неколико година налази у процесу транзиције, не изненађују високе стопе реалне апресијације динара у претходном периоду и, свакако, можемо очекивати да ће се такав тренд наставити без обзира на карактер монетарне политике.

¹ Девизни курс динара према евр се у јуну кретао око 87, а крајем године око 80 RSD/EUR.

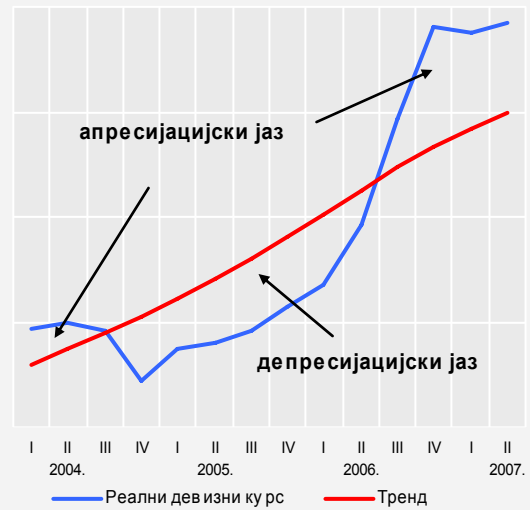
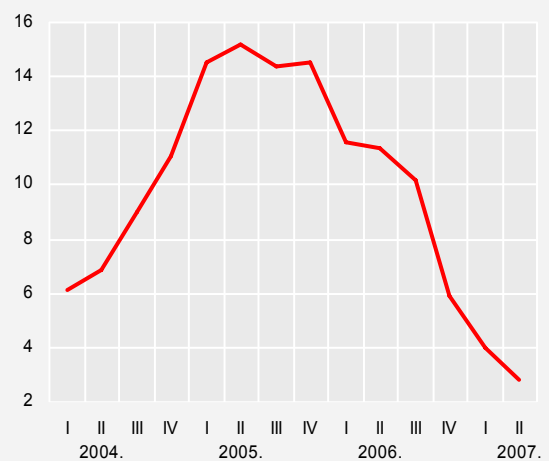
² Баласа-Самјуелсонов ефекат.

Апресијацијски јаз представља ситуацију када су домаће цене више него што би се очекивало на бази дугорочног тренда. У супротном, имали бисмо **депресијацијски јаз**. Уколико, на пример, монетарне власти својом рестриктивном монетарном политиком изазову номиналну апресијацију динара, тј. пад страних динарских цена, то неће аутоматски бити праћено адекватним падом домаћих цена, па ће оне у једном периоду бити више него што би се очекивало на бази дугорочног тренда, тј. отвориће се апресијацијски јаз. Ипак, пошто барем у дугом року делује конкуренција, домаће цене ће се постепено приближавати дугорочном тренду тако што ће расти спорије него што би се очекивало на бази кретања страних динарских цена. Према томе, **докле год је апресијацијски јаз отворен он делује дезинфлаторно**.

На пример, у нашем случају, висока реална апресијација из друге половине прошле године отворила је апресијацијски јаз, који и данас делује дезинфлаторно, тј. спречава бржи пораст базне инфлације, за који су се иначе стекли услови у високом расту зарада, цена енергената, пољопривредних производа итд. Графикони на десној страни показују да је у периодима отварања депресијацијског јаза базна инфлација била у порасту и обрнуто.

Кретање реалног курса битно је и због његовог утицаја на спољнотрговинске токове. Реална апресијација стимулише увоз и дестимулише извоз и обрнуто. Будући да монетарна политика може само привремено утицати на кретање реалног курса, то је и њен утицај на спољнотрговинске токове ограничен и краткотрајан. У ситуацији када је апресијацијски тренд реалног курса неизбежан у дужем року, инсистирање монетарне политике на одржању стабилног реалног курса или његовој депресијацији, нпр. у циљу стимулисања извоза, захтевало би високе стопе номиналне депресијације динара. То би се у кратком року заиста одразило на реални курс, али би и након тога утицало на пораст цена, који би, пре или касније, у потпуности неутралисао ефекте номиналне депресијације. Крајњи резултат би било враћање реалног курса у равнотежу и нарушена макроекономска стабилност. Враћање инфлације на претходни ниво би, након тога, подразумевало отварање апресијацијског јаза.

Реални девизни курс и његов тренд

Базна инфлација
(међугодишњи раст, у %)

Промена начина објављивања и примене одлуке о висини референтне каматне стопе

С циљем ефикасног спровођења монетарне политике, Народна банка Србије је изменила начин објављивања и примене одлуке о висини референтне каматне стопе по основу операција на новчаном тржишту, тако да се она од 1. јуна 2007. године не објављује у „Службеном гласнику РС“, већ на веб-сајту Народне банке Србије, и то истог дана када је Монетарни одбор донесе. Захваљујући таквом решењу, елиминише се временски период између доношења одлуке о висини референтне каматне стопе и њене примене, што банкама и другим учесницима на финансијском тржишту не оставља простора за арбитражу.

Наиме, од септембра 2006. године, када је уведен нови оквир монетарне политике, почетак примене одлуке о висини референтне каматне стопе везивао се за њено објављивање у „Службеном гласнику РС“. Међутим, показало се да такво решење не обезбеђује Народној банци Србије да, у ситуацијама када то кретања на тржишту налажу, правовремено реагује променом референтне каматне стопе. У том смислу, илустративан је пример централне банке Мађарске, која је у неколико наврата током претходних десет година, суочена са потребом хитне интервенције због неповољних кретања на девизном тржишту, само у току једног дана референтну стопу мењала више пута у циљу ефикасног спровођења монетарне политике.

Спровођење монетарне политике може у будућности захтевати промену типа аукције (на пример уместо садашње аукције са фиксном каматном стопом могуће је прећи на аукције са варијабилном). У том случају, било би немогуће унапред објавити оно што се догађа екс-пост. Додатно, неконзистентно је објављивати цену (каматну стопу) у аукцијама са фиксном стопом, а не објављивати количину у аукцијама са фиксном количином а непознатом ценом, што је други тип аукције који редовно спроводи Народна банка Србије.

Није у духу најбоље међународне праксе да се са применом одлуке о референтној стопи чека до њеног објављивања у службеном гласилу. У америчким Федералним резервама, Европској централној банци и другим европским централним банкама одлуке о референтној стопи се не сматрају новим прописима и не подлежу обавези објављивања у службеном гласилу да би се сматрале правно важећим. Одлука је, наравно, званичан документ, против ње се може уложити жалба итд., али то је већ сасвим друго питање. Поређењем праксе централних банака у погледу објављивања и примене референтне каматне стопе и дошло се до закључка да у том погледу постоје два приступа:

- 1) објављивање у званичном гласилу централне банке (ЕЦБ, Чешка, Пољска), и
- 2) информисање јавности преко одговарајућих саопштења централне банке (Словенија, Румунија, Хрватска, Мађарска).

Таква пракса произлази из чињенице да референтна каматна стопа није обавезујућа, већ представља понуду централне банке у вези са операцијама на отвореном тржишту и има сигнализирати улогу.

Промена начина објављивања и примене одлуке о висини референтне каматне стопе Народне банке Србије усклађена је с преовлађујућом праксом централних банака. Она ће допринети ефикасном спровођењу операција на отвореном тржишту и ефикасној политици каматних стопа, ради остваривања основног циља монетарне политике – постизања и одржавања стабилности цена.

Каматне стопе

Под утицајем смањења референтне каматне стопе, настављен је тренд смањења каматних стопа на тржишту новца. Такође, настављено је смањење и активних и пасивних каматних стопа банака.

Референтна каматна стопа Народне банке Србије је током другог тромесечја снижавана два пута: у мају, са 10,50% на 10,00%, а затим у јуну на 9,50%.

Упоредо с тим снижавана је и просечна пондерисана каматна стопа на хартије од вредности којима Народна банка Србије обавља операције на отвореном тржишту. Ова стопа је последњег дана јуна достигла вредност од 9,50% на годишњем нивоу, што представља смањење од 190 базних поена у односу на крај првог тромесечја.

Путем репо трансакција током другог тромесечја повучено је 752,1 милијарда динара, или за 135,5 милијарди динара мање него у првом тромесечју. Такође, нето стање продатих хартија од вредности је смањено за 15,9 милијарди динара, при чему је учешће двонедељних репо хартија од вредности износило 73,1%, а шестомесечних 26,9%.

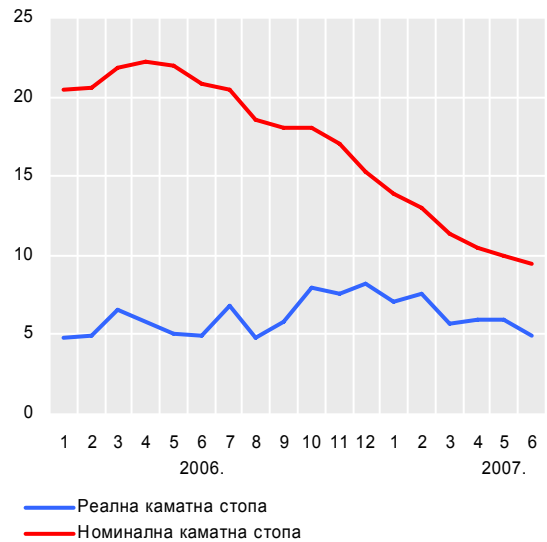
Смањење нето стања продатих хартија од вредности било је делимично последица смањења референтне каматне стопе, а већим делом велике тражње за динарима услед продаје акција АИК банке.

Коридор каматних стопа Народне банке Србије (каматне стопе на **ломбардне кредите и депозитне олакшице**) у другом тромесечју је остао непромењен. Будући да банке нису имале већих проблема са ликвидношћу, ломбардни кредити нису знатније коришћени.

Графикон III.1.1.

Просечна пондерисана каматна стопа на репо операције

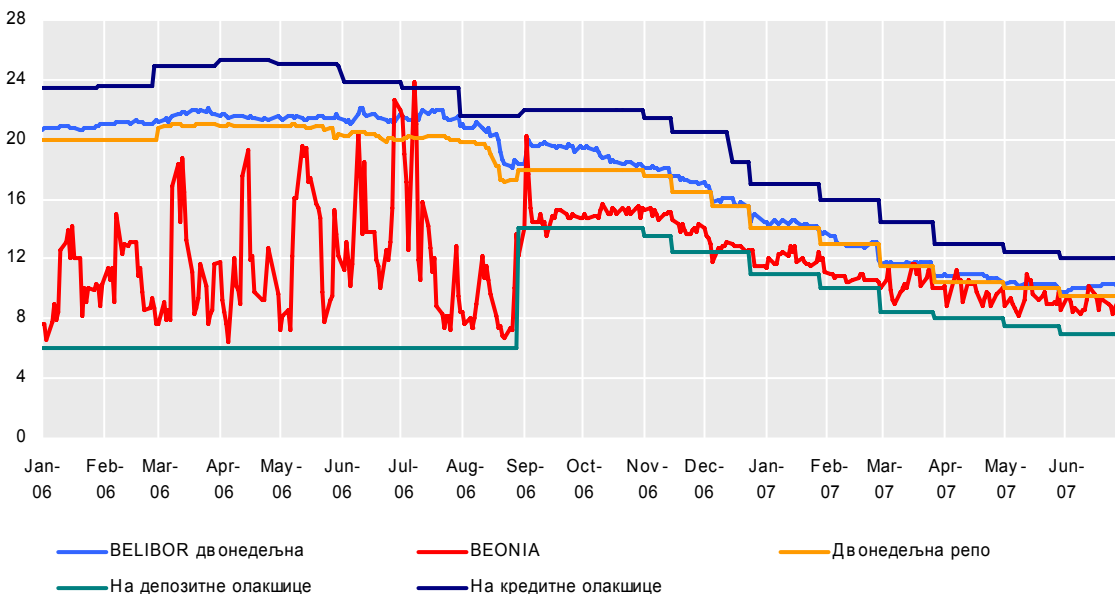
(номинално и реално, дефлационирано растом цена на мало на годишњем нивоу, у %)



Графикон III.1.2.

Кретање каматних стопа

(дневни подаци, на годишњем нивоу, у %)



Извор: Народна банка Србије и Reuters.

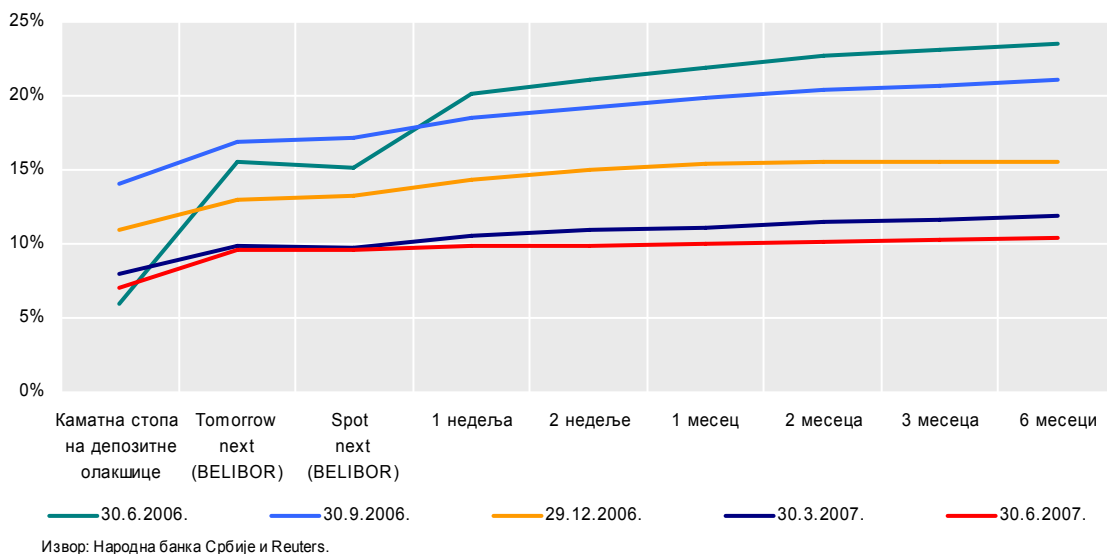
Смањење референтне каматне стопе утицало је на смањење каматних стопа на тржишту новца. Просечна вредност каматне стопе **Beonia** у јуну износила је 8,97% (у односу на март смањена је за 148 базних поена) и није знатније одступала од референтне каматне стопе. Иако је та камата смањена, просечан дневни износ депозита у јуну у односу на март повећан је за 511 милиона динара и износио је 2.059 милиона динара.

Каматне стопе на тржишту новца **Belibor**, Tommorrow Next и Spot Next, такође су пратиле кретање референтне каматне стопе и у јуну достигле просечан ниво од 9,52% и 9,58%, респективно. Просечне каматне стопе Belibor кретале су се у распону од 9,76%, за рачност од једне недеље, до 10,28%, за рачност од шест месеци.

Крива приноса на тржишту новца, у складу са смањивањем инфлације, била је на нижем нивоу у односу на претходно тромесечје. Нагиб криве приноса се смањивао са повећањем рачности, што указује да се очекује да ће каматне стопе даље падати.

Графикон III.1.3.

Крива приноса на међубанкарском тржишту новца
(на годишњем нивоу)



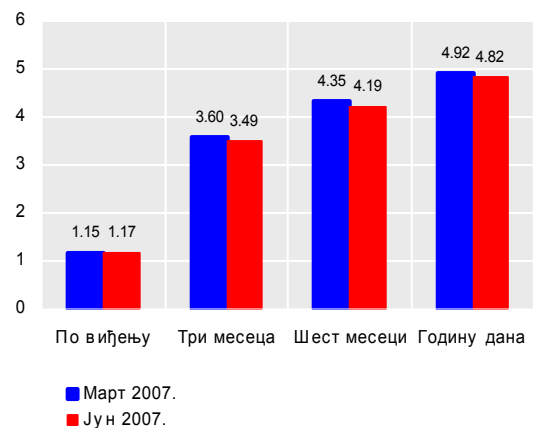
Пондерисана каматна стопа банака на укупне динарске депозите⁵ исказивала је опадајући тренд. У јуну је њена месечна вредност износила 0,29%, а годишња 3,59%. У односу на крај претходног тромесечја каматне стопе на укупне динарске депозите смањене су за 110 базних поена посматрано на годишњем нивоу.

Анализом података осам водећих банака по висини девизне штедње утврдили смо да су у јуну просечне пондерисане каматне стопе на штедне улоге по виђењу повећане, док су каматне стопе на орочене девизне штедне улоге на три и шест месеци и на штедне депозите орочене на годину дана смањене.

Активне каматне стопе пословних банака⁶ су током другог тромесечја варирали. У јуну су забележиле вредност од 0,96% месечно, што одговара годишњем нивоу од 12,33%. У

Графикон III.1.4.

Просечна пондерисана каматна стопа на девизне штедне улоге¹⁾
(на годишњем нивоу, у %)



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

⁵ У складу с методологијом монетарне статистике, прате се само каматне стопе на динарске депозите.

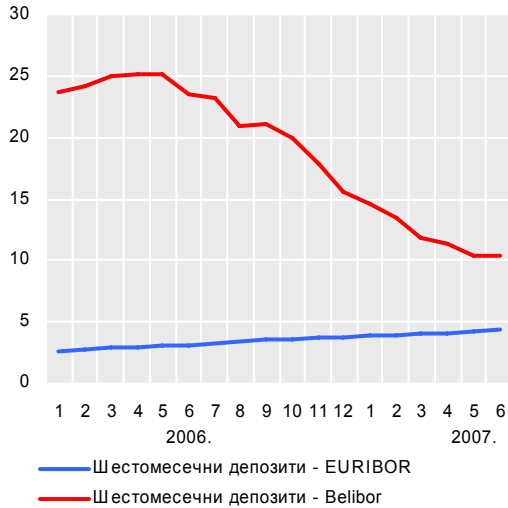
⁶ Методологија монетарне статистике не исказује посебно кредите са валутном клаузулом, већ их укључује у динарске кредите. Стога се каматне стопе на динарске кредите израчунавају као пондерисани просек уговорених камата независно од тога да ли је предвиђена валутна клаузула.

односу на крај претходног тромесечја, активне каматне стопе су смањене за 62 базна поена посматрано на годишњем нивоу.

Графикон III.1.5.

Кретање каматних стопа на тржишту новца ЕУ и Србије

(на годишњем нивоу, у %)

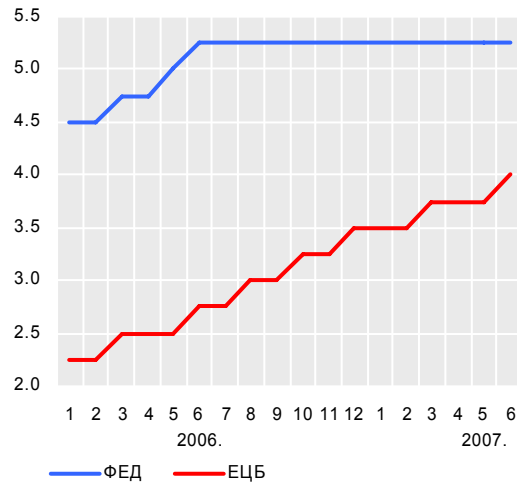


Извор: Reuters и ЕЦБ, *Monthly Bulletin*.

Графикон III.1.6.

Кретање репо стопа ЕЦБ-а и ФЕД-а

(на годишњем нивоу, у %)



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

Будући да су активне каматне стопе банака мање смањене него пасивне каматне стопе, каматна маржа банака је у јуну износила 8,74% и у односу на март била већа 48 базних поена. У наредном периоду треба очекивати смањење каматне марже по основу повећане конкуренције банака. Насупрот томе, на повећање активних каматних стопа могли би утицати релативно споро реструктурирање привреде и ограничен директан приступ привредних субјеката иностраним изворима финансирања.

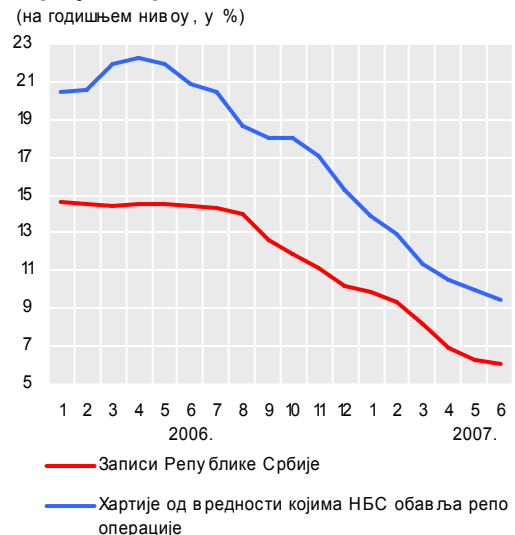
Разлика у погледу висине каматних стопа на финансијском тржишту Србије и у Европској унији и САД наставила је да се смањује, пре свега због смањења каматних стопа у Србији, али и због повећање каматних стопа у Европској унији⁷. Без обзира на то, разлика је и даље велика и, поред осталог, доприноси приливу иностраног капитала.

Током другог тромесечја, Министарство финансија Републике Србије је одржало пет аукција на којима је продавало записе Републике Србије са роком доспећа од 91 дан. Укупан промет државним записима износио је 4,4 милијарде динара. Скромно интересовање за те хартије од вредности последица је пре свега знатно ниже каматне стопе (6,02% у јуну) у односу на репо стопе Народне банке Србије (9,50% у јуну).

Графикон III.1.7.

Пондерисане каматне стопе на хартије од вредности

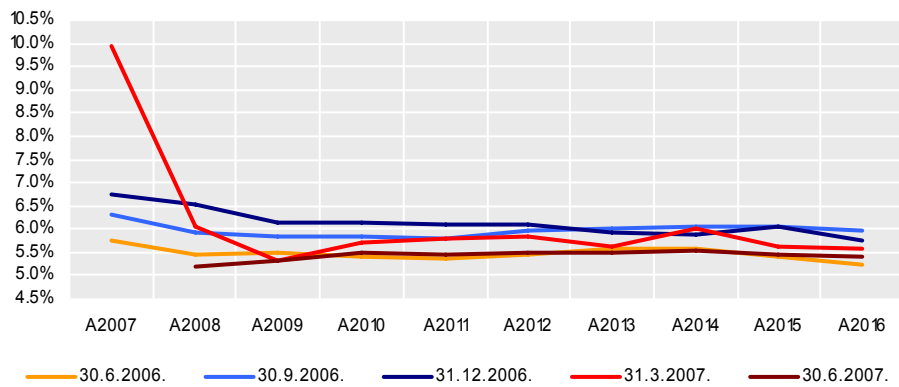
(на годишњем нивоу, у %)



Извор: НБС и Министарство финансија Републике Србије.

⁷ ЕЦБ је у јуну своју референтну каматну стопу подигла на 4,00%, тј. за 25 базних поена, што представља друго повећање у 2007. години. Кретање инфлације и привредни раст омогућили су да ФЕД у августу 2006. донесе одлуку о заустављању раста основне каматне стопе на нивоу од 5,25%. Та стопа је толико износила и у јуну 2007. године.

Графикон III.1.8.

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

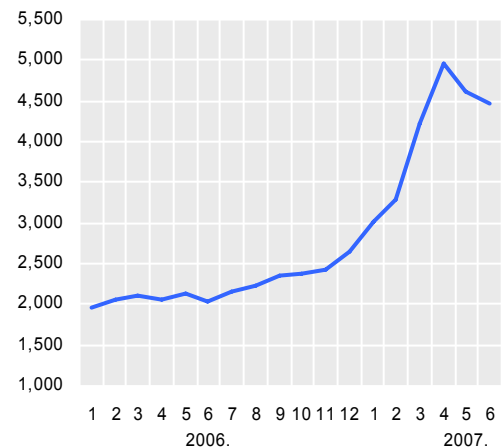
Извор: Београдска берза.

Промет обвезницама Републике Србије на Београдској берзи је у јуну достигао обим од 44 милиона евра, што у односу на крај марта представља повећање од 28,1 милион евра. Повећање промета није утицало на повећање годишњих стопа приноса, осим на обвезнице серије A2009. Истовремено, приноси на обвезнице осталих серија забележили су смањење. Стопа приноса на обвезнице Републике Србије се у јуну кретала у распону од 5,19% до 5,55%.

Промет акцијама на Београдској берзи у јуну је износио 9,3 милијарде динара, што у односу на промет на крају претходног тромесечја представља смањење за 9 милијарди динара. То смањење се може приписати деловању сезонских фактора, јер се готово на свим светским берзама вредности инвестиционих јединица с почетком маја смањују, а такав тренд је карактеристичан и за јуни. Трговина акцијама пословних банака и даље заузима прво место по обиму.

Кретање Belexline индекса имало је опадајући тренд током другог тромесечја. Задњег дана јуна овај индекс је имао вредност од 4.456,21 индексни поен, што у односу на крај претходног тромесечја представља смањење од 235,79 индексних поена.

Графикон III.1.9.

Кретање вредности BELEXline индекса

Извор: Београдска берза.

Кретање курса динара

У другом тромесечју настављена је депресијација динара (1,3% у односу на евро), започета крајем прошле године. Кретања на девизном тржишту била су стабилна, са изузетком неколико краткотрајних турбуленција: у мају, услед неизвесности око формирања Владе, и јуну, услед докапитализације АИК банке.

У другом тромесечју настављено је опадање вредности динара према еврџ. Просечан курс динара кретао се на нивоу од око 81,1 RSD/EUR и регистрована је номинална депресијација од 1,3%. Смањењу вредности динара у овом периоду допринеле су одлуке монетарних власти да референтну каматну стопу смање, као и висока тражња банака за девизама. Појачана тражња за девизама клијената банака, услед доспећа њихових обавеза према иностранству, уз смањење иностраног задуживања банака као значајног извора девизних средстава, основни је узрок високе тражње за девизама на Међубанкарском девизном тржишту (МДТ) у овом периоду. Такође, политичка неизвесност око формирања Владе, која је карактерисала овај период, стварала је извесне депресијацијске притиске.

Повећање каматне стопе Европске централне банке, уз непромењену каматну стопу ФЕД-а, утицало је на пад вредности долара у односу на евро. То је за последицу имало јачање просечног курса динара у односу на америчку валуту за 1,5%.

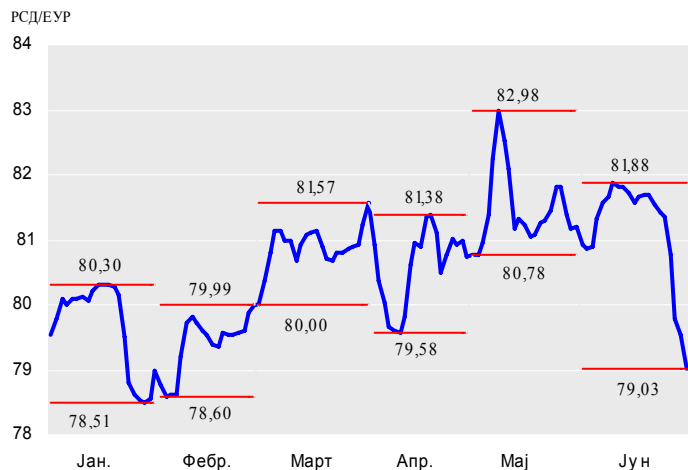
У овом периоду, курс динара према еврџ кретао се у релативно широком распону, од 79,0254 до 82,9810 RSD/EUR, с тим што су дневне осцилације у односу на претходно тромесечје смањене. Минималну вредност динар је имао у току маја, што је било у непосредној вези с политичком неизвесношћу, док је његова максимална вредност регистрована крајем јуна, а била је условљена високом тражњом за динарима услед докапитализације АИК банке.

Уколико посматрамо курс динара крајем периода, регистрована је, за разлику од првог тромесечја, номинална апресијација динара у односу на евро за 3,2%. Последњег дана јуна курс динара је био приближно на нивоу с краја децембра прошле године⁸.

Динар је на крају другог тромесечја номинално такође апресирио у односу на долар (4,0%).

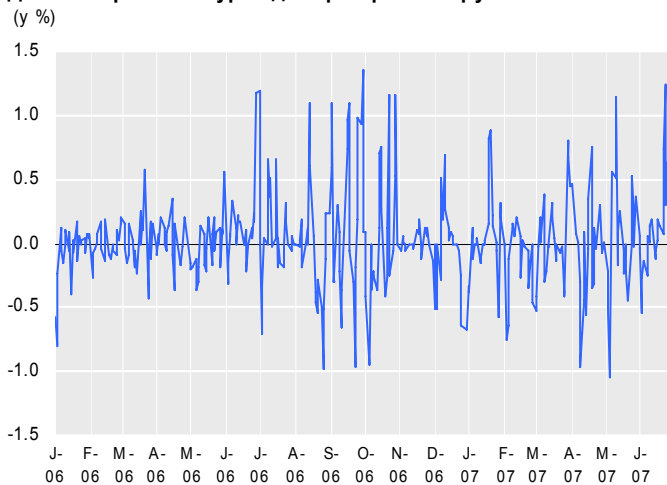
Графикон III.1.10.

Кретање курса динара према еврџ у 2007. години



Графикон III.1.11.

Дневне промене курса динара према еврџ¹⁾



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

⁸ Последњег дана 2006. године курс динара је био на нивоу од 79,0000 RSD/EUR, док је 30. јуна износио 79,0254 RSD/EUR.

С обзиром на то да је вредност динара, у овом периоду, порасла у односу на обе валуте које улазе у обрачун индекса номиналног ефективног курса, овај индекс је апресирао за 3,4% (крај периода).

Уз ап्रेसијацију номиналног ефективног курса и бржи раст домаћих цена од иностраних, реални ефективни курс је на крају другог тромесечја ојачао за 5,4%. Посматрано у односу на појединачне валуте, динар је реално апресирао приближно исто и према еврџу и према долару (5,3%, односно 5,5%, респективно).

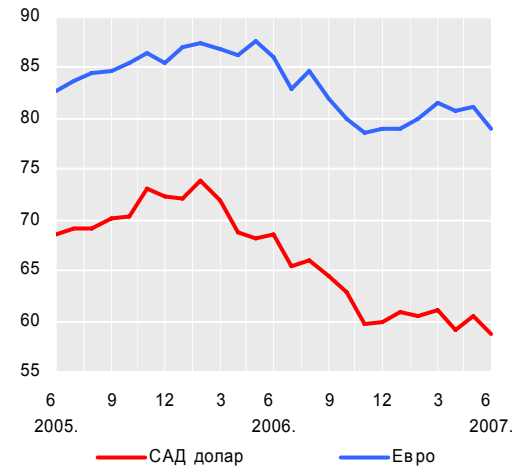
Имајући у виду нов начин утврђивања званичног средњег курса динара према еврџу, који се примењује од 5. марта ове године, као и чињеницу да су, у току другог тромесечја, банке међусобно оствариле укупан промет на Међубанкарском девизном тржишту (МДТ) од скоро 5 милијарди евра (што чини око 98% укупног промета на МДТ-у), а да је Народна банка учествовала са свега 94,4 милиона евра, може се рећи да се, у целом посматраном периоду, курс динара према еврџу формирао на искључиво тржишним основама, у директној међубанкарској трговини.

С циљем наставка либерализације девизног тржишта, у току другог тромесечја Народна банка је прописала нове услове и начин рада девизног тржишта, који су почели да се примењују од 4. јуна. Нов оквир рада девизног тржишта не подразумева свакодневно организовање фиксинг састанака већ само по потреби, када Народна банка оцени да је њено учешће неопходно да би се очувала стабилност девизног тржишта. У периоду од увођења новог оквира, Народна банка је организовала један састанак МДТ-а, али на њему није био реализован промет. И начин учешћа Народна банке на МДТ-у је измењен. Она је у свакодневну трговину на МДТ-у укључена кроз продају дела девиза које потичу из откупа од овлашћених мењача по најповољније котираном девизном курсу. Међутим, имајући у виду нов начин обрачуна званичног средњег курса динара, као и чињеницу да од увођења новог оквира Народна банка свакодневно продаје на МДТ-у по један милион евра (у периоду од 4. до 30. јуна продала је укупно 19 милиона евра), а да је при том просечан дневни обим непосредне међубанкарске купопродаје у јуну износио 88,1 милион евра, јасно је да је и у овом месецу утицај Народне банке на формирање курса динара био занемарљиво мали.

Графикон III.1.12.

Номинални курс динара

(вредност у динарима крајем периода)



Табела III.1.1.

Структура промета на МДТ-у у 2007. години

(укупан промет)

у еврима

	I тромесечје	II тромесечје	Укупно 2007.
МДТ	3,141,784,788	5,087,608,152	8,229,392,940
Банке - НБС	481,250,000	94,400,000	575,650,000
Банка - банка	2,660,534,788	4,993,208,152	7,653,742,940

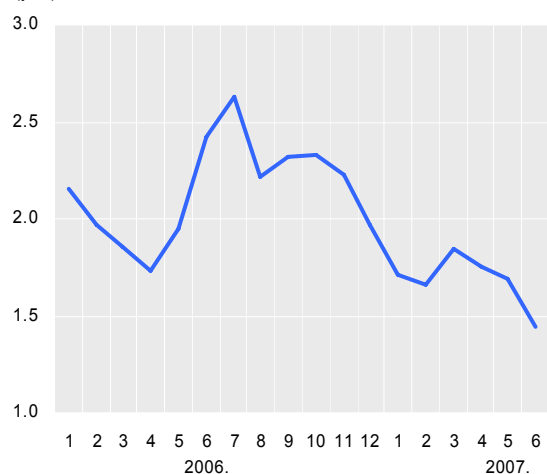
(у % укупног промета)

	I тромесечје	II тромесечје	Укупно 2007.
МДТ	100.00	100.00	100.00
Банке - НБС	15.32	1.86	7.00
Банка - банка	84.68	98.14	93.00

Графикон III.1.13

Показатељ премије ризика - EMVI

(у %)



Подаци о кретању ЕМВИ индекса, као показатеља премије ризика, указују у другом тромесечју на благо поправљање расположења инвеститора за улагање у Србију, које је, иначе, у прва три месеца текуће године било погоршано. Повољније расположење инвеститора према Србији требало би у наредном периоду да се одрази у виду одређених апресијацијских притисака.

Апресијацијски притисци у наредном периоду могли би настати и по основу платнобилансних кретања, с обзиром на то да се очекују нешто већи приливи капитала. Наиме, политичка неизвесност у првој половини године одложила је један део капиталних прилива по основу инвестиционих пројеката за другу половину године. Додатни апресијацијски притисци очекују се и по основу деловања сезонских фактора, тј. прилива дознака, долазака исељеника из иностранства, туристичке сезоне итд.

2. Увозне цене

Апресијацијски јаз реалног курса, отворен половином 2006. године, који је почео полако да се затвара, имао је дезинфлаторне ефекте, услед чега је базна инфлација и у овом тромесечју била нижа од увозне инфлације. Раст светских цена нафте, као и раст цена свих примарних производа, обележио је друго тромесечје 2007.

У другом тромесечју текуће године регистрован је пораст увозних цена (11,3% просечно на годишњем нивоу), што је резултат номиналне депресијације динара према еврџу (5,6%) и инфлације у зони евра (5,5%). Раст увозне инфлације био је један од фактора који су зауставили пад базне инфлације из првог тромесечја. Међутим, позитивна стопа раста базне инфлације (2,0% просечно на годишњем нивоу) поново је била нижа од увозне инфлације.

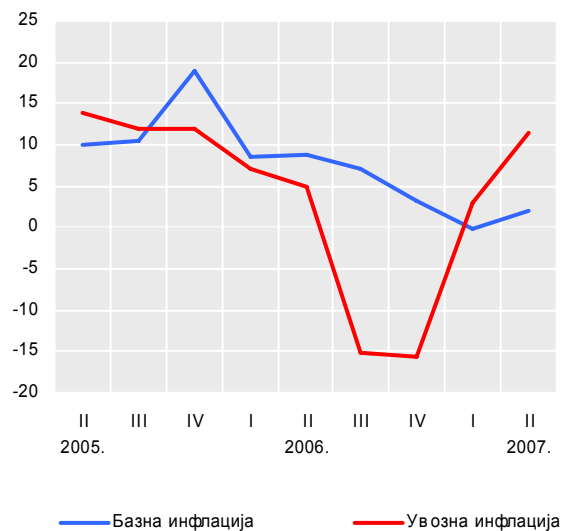
Мада је бржи раст увозних цена (изражених у динарима) од домаћих у 2007. години проузроковао постепено затварање апресијацијског јаза реалног курса динара, његови дезинфлаторни ефекти се још увек осећају.

Тренд раста светских цена нафте започет на почетку године је настављен.⁹ Истина, цена нафте типа урал је током априла имала доста стабилно кретање, у распону од 62 до 65 долара по барелу. У другој половини маја цена овог типа нафте је порасла до нивоа од 68 долара. Током целог јуна одржавала се на релативно високом нивоу, између 66 и 69 долара, а рекордну висину, од 69,52 долара по барелу, у другом тромесечју забележила је 18. јуна. Почетком трећег тромесечја, тј. у првој половини јула, цена је нагло порасла и свој историјски рекорд – 76,86 долара по барелу – достигла 13. јула. До краја месеца је постепено опадала, на ниво од око 73 долара.

Постоји више узрока таквог кретања цене нафте. Најважнији фактор њеног раста била је забринутост тржишта да ли ће моћи у јеку летње сезоне и веће потрошње у довољној мери снабдети потрошаче нафтом. Истовремено, земље ОПЕК-а, које светско тржиште снабдевају са око 35% укупне дневне потрошње, нису показивале намеру да повећањем своје производње смире тржишта. Напротив, оне су непрекидно понављале да сирове нафте на тржишту има довољно и да расту цена доприносе геополитички фактори и слабији рад рафинерија. То се може сматрати само донекле тачним, што је потврдила и анализа «Голдман-Сакса», америчке инвестиционе куће, која је предвидела раст цене нафте и до 95 долара до краја 2007. године уколико земље ОПЕК-а не повећају понуду нафте.

Графикон III.2.1.

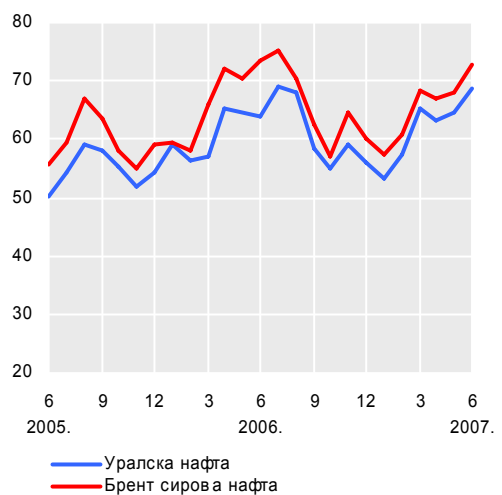
Базна и увозна инфлација
(тримесечне стопе раста на годишњем нивоу)



Извор: НБС и Eurostat.

Графикон III.2.2.

Кретање цена нафте
(у САД доларима)



Извор: Reuters.

⁹ Као резултат тога, цене нафтних деривата су у другом тромесечју седам пута кориговане (укупан раст износио је око 7,2%).

Поред кључне улоге земаља ОПЕК-а и бојазни у вези с адекватном снабдевношћу тржишта нафтом, постоје и други, не мање важни, фактори који врше притисак да цена нафте типа урал достигне рекордан ниво, а цена нафте типа брент пређе 78 долара и приближи се свом историјском максимуму од 78,40 долара из августа 2006. године. Ти фактори су везани углавном за геополитичку ситуацију, као и за рекордан привредни раст у Кини у другом тромесечју 2007. године од 11,9%, и по основу тога повећану потражњу за нафтом.

У прогнози коју је сачинила Међународна агенција за енергију упозорава се да ће и у наредних неколико година понуда нафте бити ограничена, а цена висока. То ће се десити због високог привредног раста у свету, који ће подстицати потрошњу нафте, али истовремено и неутралисати ефекат раста њене цене.

У другом тромесечју су и цене свих примарних производа оствариле знатан раст (7%). При том су само цене метала порасле за чак 13%. Најважнији разлог за то је динамичан привредни раст у земљама највећим потрошачима сировина. У томе предњачи Кина, која је у 2007. години постала главни носилац светског привредног раста преузевши ту улогу од САД.

3. Платнобилансна кретања

Платни биланс у другом тромесечју карактерисао је и даље висок текући дефицит с тенденцијом смањења, захваљујући бржем расту извоза у поређењу с растом увоза, као и опоравку прилива по текућим трансферима. То указује на одржавање високог нивоа потрошње по основу повећаних иностраних улагања, инвестирања државе и пораста зарада. Капитални и финансијски биланс, поред значајних иностраних улагања, карактеришу и велико улагање у иностранство (куповина Телекома Републике Српске), наставак значајних портфолио улагања, као и тренд смањења задуживања државе и банака.

Текући дефицит у другом тромесечју био је мањи у односу на прво за 12,5%. Робни дефицит је повећан сезонски за 6,4%, а прилив по основу текућих трансфера за 74,9%. При том, пораст робног дефицита је био нижи од сезонски уобичајеног услед бржег раста извоза (18,5%) у поређењу с растом увоза (12,3%).

Знатно већи прилив по основу текућих трансфера у односу на претходно тромесечје резултат је пораста нето прилива по основу мењачких послова, који је више него удвостручен (пораст од 117%), једним делом и због замене дознака из претходног тромесечја (тезаурисаних услед неизвесности око формирања Владе и политике девизног курса). С друге стране, прилив на депозитима нерезидената је смањен за 137 милиона долара, услед прерасподеле средстава са њихових рачуна у портфолио улагања (у инвестиционе фондове) и директна улагања (докапитализацију банака и предузећа).

Према истом периоду 2006, текући дефицит је био више него удвостручен (повећан за 122%), док је пораст дефицита робне размене био знатно мањи (за 26,5%), као резултат високог раста извоза, 38,0%, и нижег раста увоза, 32,3%. Нето прилив по основу текућих трансфера на међугодишњем нивоу био је нижи за 28,1%.

Текући дефицит је био висок и поред испољене тенденције снижавања, што сугерише да се одржава висок ниво тражње (потрошње) по основу значајних иностраних улагања у овом и претходном тромесечју, али и инвестирања државе и реалног пораста зарада.

Табела III.3.1.

Платни биланс Републике Србије

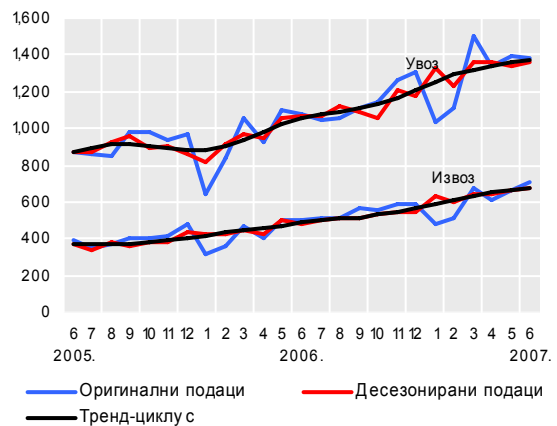
(у млн САД долара)

	2007.		Промена (у %)
	I тр.	II тр.	
I. ТЕКУЋИ БИЛАНС	-1,500	-1,312	-12.5
Робна размена, нето	-1,874	-1,993	6.4
Извоз, f.o.b.	1,820	2,156	18.5
Увоз, f.o.b.	-3,694	-4,149	12.3
Услуге, нето	8	12	50
Приходи	640	696	8.8
Расходи	-632	-684	8.2
Камате, нето	-107	-114	6.5
Текући трансфери, нето	418	731	74.9
Званична помоћ	55	51	-7.3
II. КАПИТАЛНИ И ФИНАНСИЈСКИ БИЛАНС	1,435	1,756	22.4
Капитални трансфери	-421	1	
Директне инвестиције, нето	873	-25	
Портфолио инвестиције, нето	353	233	-34.0
Сред. и дугор. кредити из иностранства, нето	429	1323	208.4
од тога: превремена отплата дуга	-232		
Кредити дати иностранству, нето	3	3	
Краткорочни кредити и депозити, нето	-260	134	
Одложена плаћања по основу нафте и гаса	126	-136	
Комерцијалне банке, нето (повећање -)	2	50	
Остали капитал, нето	329	172	-47.7
III. ГРЕШКЕ И ПРОПУСТИ	-210	92	
IV. УКУПАН ПЛАТНИ БИЛАНС (I + II + III)	-275	536	
V. ДЕВИЗНЕ РЕЗЕРВЕ НБС (повећање -)	275	-536	

Графикон III.3.1.

Извоз и увоз робе

(у млн САД долара)



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

Подаци о робној размени указују на наставак тренда раста извоза и, још увек недовољног, успоравања раста увоза. У односу на прво тромесечје извоз је повећан за 18,5%, а увоз за 12,3%. Покривеност увоза робе извозом је повећана за 2,7 процентних поена (са 49,3% на 52%).

На кретање робног извоза пресудно су утицали ефекти нових инвестиција из претходне и почетком ове године и у мањој мери односи размене, који су у првих шест месеци ове, према истом периоду претходне године, побољшани за 5,3%. При том је јединична вредност извоза повећана за 13,2%, а увоза за 7,5%. Увоз робе је био под доминантним утицајем пораста инвестиционе и потрошачке тражње.

Највећи допринос порасту извоза су, према одсецима стандардне међународне трговинске класификације (СМТК), дали сезонски производи: поврће и воће, шећер, пића, али и потрошни производи виших фаза прераде: електричне машине, апарати и уређаји, друмска возила, намештај, дувански производи, као и инвестициони производи: транспортна средства и специјалне машине и машине за општу употребу. Код увоза, највећи раст је имао увоз специјалних и индустријских машина, друмских возила, гвожђа и челика, обојених метала, неметалних минерала, минералних руда и пластичних материја.

Посматрано по економским групацијама, Србија је у односу на прво тромесечје највећи раст извоза остварила са земљама у транзицији. Извоз у земље Европске уније био је знатно мањи. Раст увоза остварен је како из земаља у транзицији, тако и из земаља Европске уније.

Биланс услуга је у односу на претходно тромесечје донекле побољшан, с тим што су приходи повећани за 8,8%, чему су највише допринели саобраћај и туризам. Расходи су били већи за 8,2%.

По основу **редовних камата** према иностраним повериоцима забележен је пораст одлива за 16 милиона долара. Прилив по том основу је повећан за 9 милиона долара, углавном захваљујући повећању девизних резерви Народне банке Србије, тако да је нето одлив по основу камата био већи за 7 милиона долара.

Дефицит робе, услуга и камата је у односу на претходно тромесечје повећан за 122 милиона долара. Његова **покривеност текућим трансферима** је повећана са 21,2% на 34,9%, па је дефицит текућих трансакција (без званичне помоћи) био мањи за 191 милион долара.

Табела III.3.2.

Робна размена по економској намени
(у млн САД долара)

	2007.		
	по тромесечјима		Индекс
	I	II	
ИЗВОЗ	1,823	2,145	117.7
основна средства	103	157	152.4
репродукција	1,266	1,410	111.4
широка потрошња	454	578	127.3
УВОЗ	3,842	4,305	112.1
основна средства	637	744	116.8
репродукција	2,389	2,645	110.7
широка потрошња	816	916	112.3

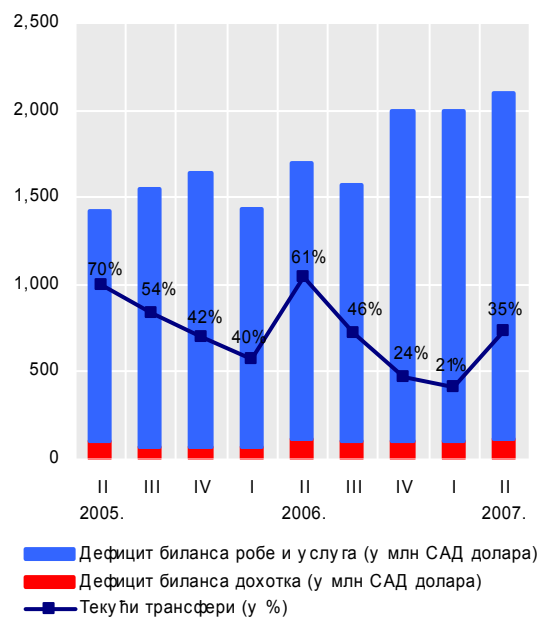
Табела III.3.3.

Робна размена по економским групацијама
(у млн САД долара)

	2007.		
	по тромесечјима		Индекс
	I	II	
ИЗВОЗ	1,823	2,145	117.7
EU 27	1,108	1,197	108.0
CEEC	514	732	142.4
CIS	109	130	119.3
EFTA	15	14	93.3
УВОЗ	3,842	4,305	112.1
EU 27	2,060	2,457	119.3
CEEC	267	353	132.2
CIS	783	697	89.0
EFTA	43	42	97.7

Графикон III.3.2.

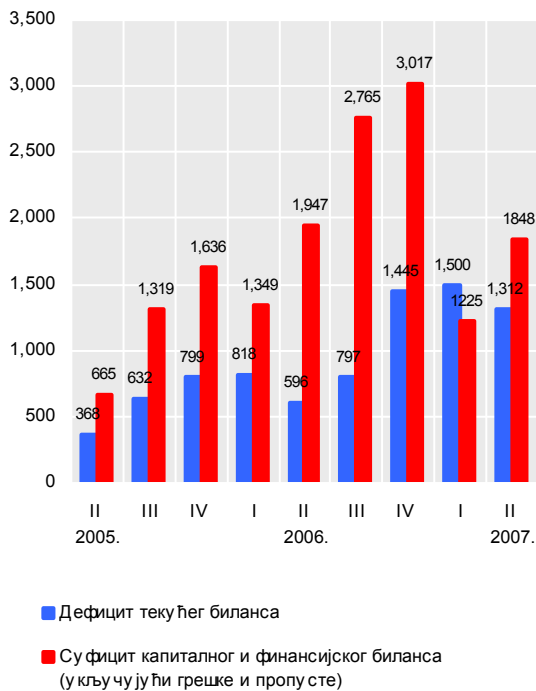
Покриће дефицита биланса робе, услуга и камата текућим трансферима



Графикон III.3.3.

Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала

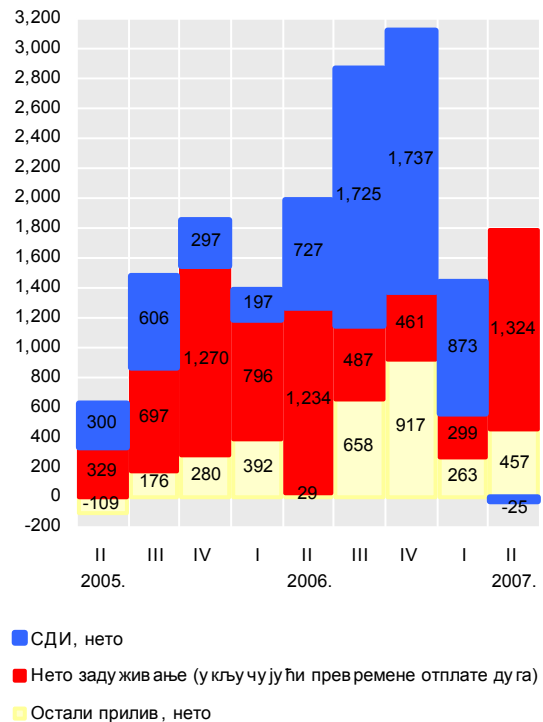
(у млн САД долара)



Графикон III.3.4.

Структура прилива капитала

(у млн САД долара)



Нето прилив капитала од 1.756 милиона долара био је за 22,4% већи у односу на претходно тромесечје.

Стране директне инвестиције од 801 милион долара биле су мање за 6,5%. Инвестиције у иностранство су износиле 826 милиона долара (улагање у куповину Телекома Републике Српске), тако да су у другом тромесечју нето директне инвестиције биле негативне (-25 милиона долара).

И у овом периоду је настављено значајно **портфолио улагање** из иностранства у инвестиционе фондове и докапитализацију банака (233 милиона долара), иако за 34% мање у поређењу с првим тромесечјем.

Нето **коришћење дугорочних кредита** из иностранства формално је повећано за 894 милиона долара, или преко три пута, у односу на претходно тромесечје. То повећање је фактички износило 88 милиона, или 20,5%, пошто се на иностранци кредит за куповину Телекома Републике Српске односи 806 милиона долара. Нето дугорочно задуживање приватног сектора смањено је у односу на претходно тромесечје за 105 милиона долара. При том је нето задуживање банака било мање за 317 милиона долара, док је задуживање предузећа повећано за 212 милиона долара.

По основу нето **краткорочних кредита и депозита** обавезе су повећане за 134 милиона долара. Нова девизна штедња је наставила с тенденцијом раста, с

Графикон III.3.5.

Средњорочни и дугорочни кредити из иностранства

(у млн САД долара)



тим што је њено повећање у односу на прво тромесечје било мање за 59 милиона долара.

Услед таквих кретања у платном билансу, капитални и финансијски биланс у другом тромесечју је био за 444 милиона долара већи од текућег дефицита, тј. девизне резерве Народне банке Србије су без међувалутних промена биле веће за 536 милиона долара, а са међувалутним променама 607 милиона долара.

На крају другог тромесечја **девизне резерве Народне банке Србије** су биле на нивоу од 12.337,0 милиона долара, односно 9.176,6 милиона евра, што је у односу на прво тромесечје представљало раст од 5,2%. Покривеност увоза робе и услуга девизним резервама крајем другог тромесечја је износила 7,7 месеци¹⁰.

Одлив средстава из девизних резерви остварен је пре свега по основу исплате старе девизне штедње и зајма за привредни препород (допринос паду девизних резерви 1,8 п.п.). Такође, одлив је остварен и по основу нето продаје девиза Народне банке Србије на Међубанкарском девизном тржишту (допринос паду девизних резерви 1,1 п.п.).

На **порастану девизних резерви Народне банке Србије** утицао је пре свега прилив девиза по основу нето откупа ефективног страног новца од овлашћених мењача (допринос расту 4,4 п.п.), као и по основу издвајања обавезне девизне резерве банака (допринос расту 1,5 п.п.).

На крају другог тромесечја укупне девизне резерве Републике Србије достигле су 13.042,7 милиона долара (9.701,5 милиона евра). У оквиру тога, девизне резерве овлашћених банака су износиле 705,7 милиона долара (524,9 милиона евра).

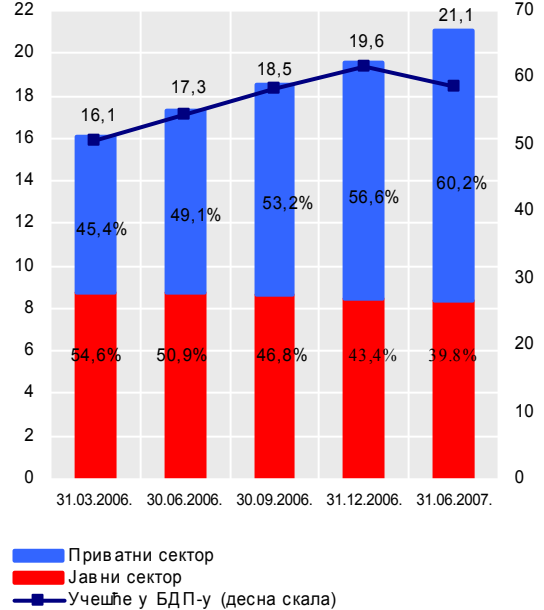
Монетарни ефекти нето девизних трансакција у другом тромесечју били су на рекордно високом нивоу. По основу нето девизних трансакција примарни новац је у овом периоду повећан за 366,1 милион евра.

На пораст примарног новца највећим делом је утицао нето откуп девиза по основу мењачких послова (382,9 милиона евра), док је утицај директних девизних трансакција био знатно мањи (75,6 милиона евра). У оквиру директних девизних трансакција раст примарног новца је остварен по основу осталих директних трансакција и по основу привременог платног промета с Косовом и Метохијом (49,0 и 40,3 милиона евра, респективно). У девизним трансакцијама с државом забележено је повлачење примарног новца (13,7 милиона евра). Такође, повлачење примарног новца забележено је и по основу нето продаје девиза Народне банке на Међубанкарском девизном тржишту (92,4 милиона евра).

Графикон III.3.6.

Износ и структура спољног дуга Републике Србије

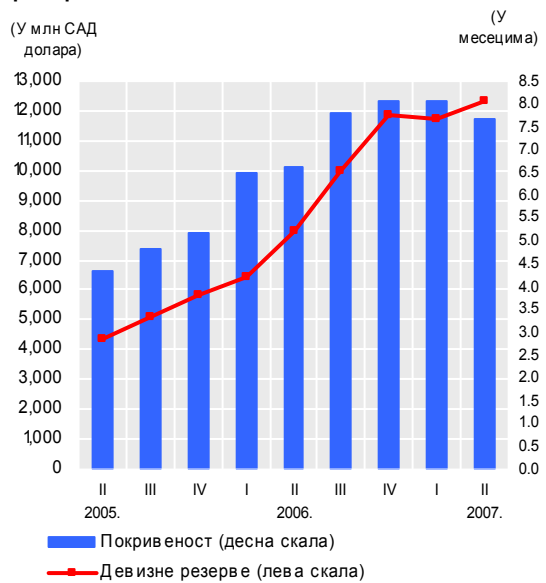
(у млрд САД долара)



Графикон III.3.7.

Покривеност увоза девизним резервама

(У млн САД долара)



¹⁰ Покривеност увоза девизним резервама рачуната је као однос девизних резерви Народне банке Србије и просечне тромесечне вредности увоза робе и услуга.

Табела III.3.4.

Доприноси стопи раста девизних резерви Народне банке Србије

(у процентним поенима)

	2006.				2007.	
	I	II	III	IV	I	II
Девизне резерве НБС (раст у %)	10.5	23.6	25.6	18.7	-1.3	5.2
Девизно тржиште	2.0	10.4	6.4	10.0	-2.2	3.8
<i>Мењачки послови</i>	7.3	11.0	7.0	4.8	2.7	4.4
<i>Нето-продаја девиза НБС на МДТ-у</i>	-7.6	-3.6	-1.2	5.3	-5.3	-1.1
<i>Привремени платни промет¹⁾</i>	2.3	3.0	0.6	0.7	0.4	0.5
Обавезна резерва на девизне депозите и кредите, као и на нову девизну штедњу	5.6	16.9	4.4	1.1	1.5	1.5
Инострани кредити држави	0.8	0.3	0.6	0.3	0.4	0.2
Донације	0.3	0.3	0.2	0.3	0.2	0.1
Стара девизна штедња и зајам за привредни препород	-0.1	-3.1	-0.8	-0.2	-0.1	-1.8
Остало ²⁾	1.9	-1.2	14.8	6.6	-1.2	1.4

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

Табела III.3.5.

Нето девизне трансакције НБС са монетарним ефектом у 2007. години

(у милионима)

	Девизно тржиште ¹⁾	Директне трансакције ²⁾	Мењачи ¹⁾	Укупне нето девизне трансакције
I тромесечје				
EUR	-481.2	430.8	242.9	192.4
Динара	-38,628.4	34,347.1	17,687.6	13,406.3
II тромесечје				
EUR	-92.4	75.6	382.9	366.1
Динара	-7,620.8	6,037.6	32,548.3	30,965.1
Укупно				
EUR	-573.6	506.4	625.7	558.5
Динара	-46,249.2	40,384.7	50,235.9	44,371.4

¹⁾ Обухвата нето прилив/одлив девиза по основу куповине/продаје девиза од стране НБС на Међубанкарском девизном тржишту, односно по основу мењачких послова.²⁾ Обухвата нето девизне трансакције са државом, државним органима, привремени платни промет са Косовом и Метохијом и остале нето девизне трансакције (нпр. приходе и расходе НБС по основу трансакција девизним хартијама од вредности и сл.).

4. Монетарна кретања и монетарна политика

Убрзање међугодишње стопе раста примарног новца и кредита одобрених приватном сектору и успоравање стопе раста монетарних агрегата М1, М2 и М3 били су главна обележја монетарних кретања у другом тромесечју. Будући да су таква кретања у највећој мери определили фактори чије је дејство имало привремени карактер, до јачања инфлаторних притисака по том основу није дошло.

Монетарни агрегати

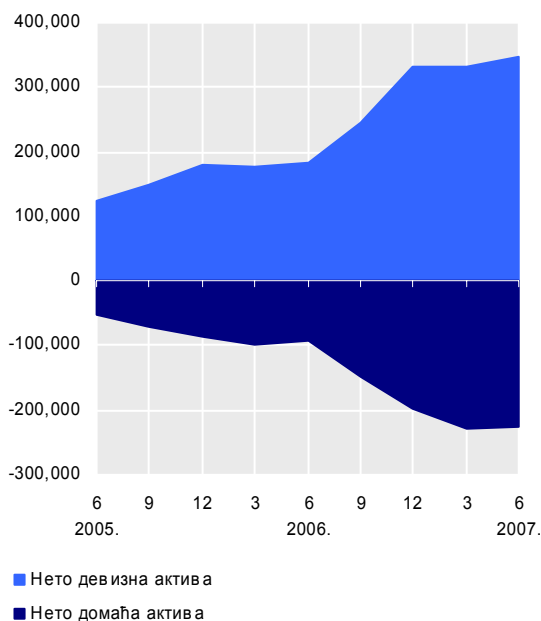
Примарни новац је у другом тромесечју номинално повећан за преко 19 милијарди динара. Целокупно повећање остварено је последњих дана јуна, у највећој мери као последица већег прилива средстава на рачуне банака услед њихове докапитализације. Иако је примарни новац у јуну остварио изузетно високу номиналну и реалну међугодишњу стопу раста (37,2% и 30,4%, респективно), његово кретање су углавном опредељивали фактори чије је дејство имало привремени карактер, без већих последица на јачање инфлаторних притисака.

За разлику од првог тромесечја, када је вршено повлачење примарног новца, у другом тромесечју је остварено његово креирање, и то како путем нето девизних трансакција, тако и динарским каналом. И поред чињенице што је Народна банка током читавог тромесечја на Међубанкарском девизном тржишту продавала девизе и тако утицала на смањење примарног новца, релативно више примарног новца је креирано по основу откупа ефективног страног новца од овлашћених мењача. Таква кретања су условила пораст нето девизних резерви Народне банке за око 17,8 милијарди динара¹¹, што је расту примарног новца допринело са 17,3 процентна поена.

Смањење нето продаје хартија од вредности путем репо трансакција од преко 14 милијарди динара допринело је повећању примарног новца са 14,3 процентна поена. Снижавање референтне каматне стопе у другом тромесечју за 100 базних поена утицало је на смањење тражње банака за хартијама од вредности Народне банке и истовремено веће пласирање средстава у виду кредита приватном сектору. Креирање примарног новца овим каналом било би веће да није дошло до раста динарских депозита државе код Народне банке

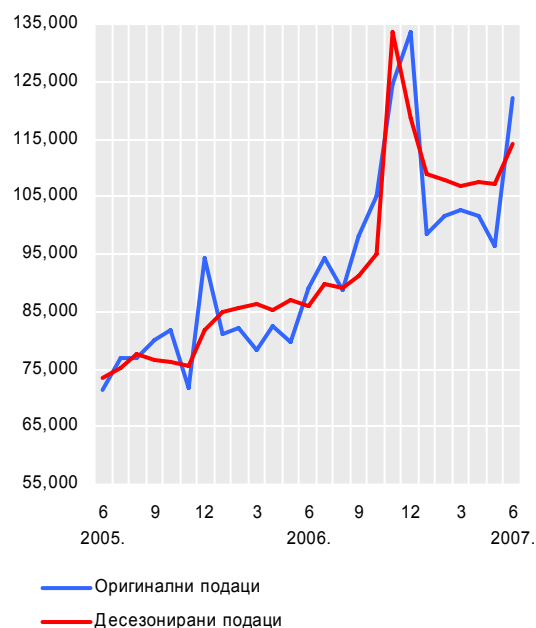
Графикон III.4.1.

Креирање примарног новца
(кумулативне промене у милионима динара)



Графикон III.4.2.

Примарни новац
(у милионима динара)



¹¹ Уколико се посматрају нето девизне трансакције које искључиво имају монетарни ефекат (девизно тржиште, директне трансакције и мењачи), ефекат повећања примарног новца би био још јачи (види *Монетарни ефекти нето девизних трансакција*, стр. 30).

услед рестриктивнијег карактера фискалне политике, у складу с Уредбом о привременом финансирању буџета.

Посматрано по месецима, примарни новац је испољио дивергентна кретања: у априлу и мају је креиран путем нето девизних трансакција, док је повлачен динарским каналом (највише повећањем динарских депозита државе код Народне банке). У јуну су пак остварена супротна кретања: примарни новац је повлачен путем нето девизних трансакција (као ефекат номиналне ап्रेसијације динара последњих дана јуна), а креиран путем динарског канала (смањењем стока репо хартија од вредности и динарских депозита државе код Народне банке). На стање примарног новца крајем јуна пресудно је утицала номинална апресијација динара

као последица високе тражње за динарима због докапитализације појединих банака (ефекат смањења нето девизних резерви исказаних у динарима). Истовремено, смањен је сток репо хартија од вредности Народне банке, што је допринело повећању примарног новца. Повећање примарног новца на тај начин делимично је ублажено његовим повлачењем путем повећања динарских депозита државе код Народне банке. Ефекат таквих кретања је ипак имао привремени карактер, о чему сведочи чињеница да је у јулу примарни новац знатно смањен (за око 13 милијарди динара).

У структури примарног новца, и готов новац у оптицају и укупне банкарске резерве од почетка године бележили су пораст. При томе је раст резерви био већи по основу пласирања средстава од докапитализације у виду депозитних вишкова код Народне банке.

Новчану масу М1, М2 и М3 у другом тромесечју карактерисало је благо успоравање међугодишње стопе раста, али су ипак задржане релативно високе стопе раста како у номиналном, тако и у реалном изразу. Докапитализација банака крајем јуна имала је за последицу и смањење динарских трансакционих депозита немонетарних сектора у корист слободних резерви банака, будући да су за куповину акција били заинтересовани и домаћи инвеститори. Смањење тих депозита је утицало на успоравање раста динарске компоненте новчане масе. Укупна ликвидна средства (М3) такође су успорила раст, с обзиром на то да су девизни депозити мање повећани, делимично као последица номиналне апресијације динара у јуну. Пошто су резерве банака повећане, а динарски депозити небанкарских сектора смањени, прекинут је тренд убрзања монетарне мултипликације, евидентан од краја 2006. године.

Креирању новчане масе М3 у највећој мери је допринела даља експанзија кредитне активности, посебно кредита привреди и становништву (са 9,9 процентних поена). Нето девизне трансакције банкарског сектора допринеле су расту новчане масе са 3,2 процентна поена, што је пре свега

Табела III.4.1.

Допринос делова aktive стопи раста примарног новца¹⁾

(у процентним поенима)

	2006.				2007.	
	I	II	III	IV	I	II
Нето девизне резерве	9.7	51.8	21.1	86.7	0.0	17.3
Нето домаћа актива	-26.8	-38.0	-10.8	-50.6	-23.2	1.6
Домаћи кредити	-22.7	-45.1	-24.5	-42.1	-35.7	-11.3
Нето потраживања од државе	-6.7	-12.6	4.1	28.6	-23.7	-25.1
Нето потраживања од банака	-15.2	-30.4	-28.7	-70.3	-12.2	14.3
Нето потраживања од осталих сектора	-0.8	-2.1	0.1	-0.3	0.3	-0.5
Остала актива (нето)	-4.1	7.1	13.7	-8.5	12.5	12.9
Примарни новац	-17.1	13.8	10.3	36.1	-23.2	18.9

¹⁾ Искључени девизни депозити државе код НБС.

Табела III.4.2.

Допринос делова aktive стопи раста М3¹⁾

(у процентним поенима)

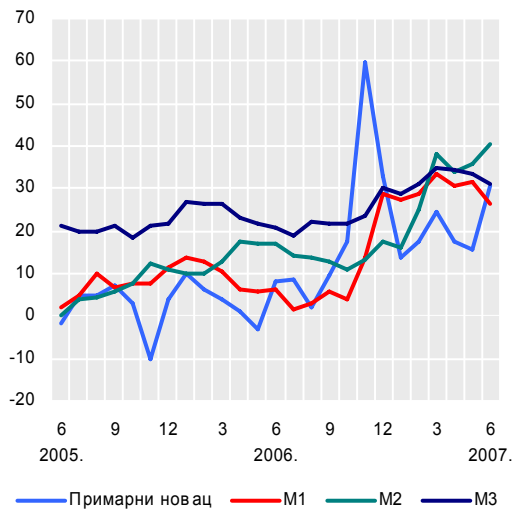
	2006.				2007.	
	I	II	III	IV	I	II
Нето девизна актива	0.4	26.8	11.4	13.2	3.5	3.2
Нето домаћа актива	1.2	-18.1	-0.7	1	1.3	2.1
Домаћи кредити	8.7	4.6	2.6	7.8	3.1	5.6
Нето потраживања од државе	-2.4	-3.8	0.8	6.1	-5.1	-3.8
Кредити осталим секторима	10.5	8.5	2.5	1.6	8.8	9.9
Становништву	3.7	4.6	3.3	3.1	4.3	3.6
Привреди у динарима	5.3	4.1	1.2	0.2	4.3	6.8
Привреди у девизама	1.4	-0.2	-1.8	-1.9	0.2	-0.5
Остало	0.1	0	-0.2	0.2	0.0	0
Купљене обвезнице старе девизне штедње	0.6	-0.1	-1	0.1	-0.6	-0.5
Краткорочни динарски кредити државе банкама	0	0	0.3	0	0	0
Остала актива, нето	-7.5	-22.5	-3.3	-6.8	-1.8	-3.4
Новчана маса (М3)	1.7	8.9	10.8	14.2	4.7	5.3

¹⁾ Искључени девизни депозити државе код НБС.

резултат нето куповине девиза коју је вршила Народна банка. Уколико се, међутим, посматра ефекат нето девизних трансакција на креирање новчане масе рачунат по курсу који је важио крајем прошле године, ефекат креирања новца девизним каналом је далеко већи, што упућује на закључак да је умереније креирање новца девизним каналом заправо у највећој мери последица номиналне апресијације динара крајем другог у односу на крај првог тромесечја. Повлачењу новца, наспрот наведеним факторима, допринели су раст динарских депозита државе код Народне банке (око 4 процентна поена), што је највећим делом било последица касног усвајања буџета за ову годину и одлагања реализације пројеката предвиђених Националним инвестиционим планом.

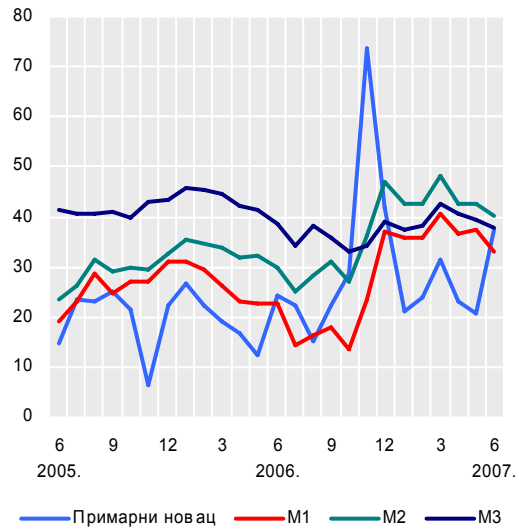
Графикон III.4.3.

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



Графикон III.4.4.

Кретање монетарних агрегата
(међу годишњи раст, у %)



Куповина обвезница старе девизне штедње од стране банака и даље бележи смањење, будући да су банке слободна ликвидна средства углавном пласирале у виду кредита приватном сектору.

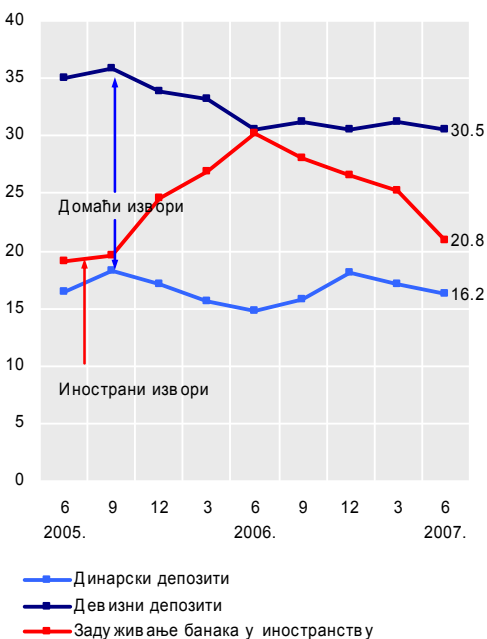
Комерцијалне банке су у другом тромесечју знатно смањиле задуживање у иностранству, а истовремено незнатно повећале своје девизне резерве, тако да је нето инострана позиција банака побољшана. Будући да су на располагању имале довољан износ средстава из домаћих извора, депозита привреде и становништва, враћених динарских средстава по основу хартија од вредности купљених раније кроз репо трансакције и средстава од докапитализације, банке нису имале потребе за новим задуживањем у иностранству, штавише, оне су и део раније узетих кредита из иностранства вратиле.

Пласмани банака

У првих шест месеци ове године пласмани банака приватном сектору су забележили повећање од преко 117 милијарди динара, чиме је премашен целокупан прошлогодишњи кредитни раст. И годишња стопа раста кредита привреди и становништву, која је у јуну износила близу 30% (реално преко 23%), указује да се кредитна експанзија убрзава. При томе, веће повећање бележе кредити привреди, док је раст кредита становништву благо успорен.

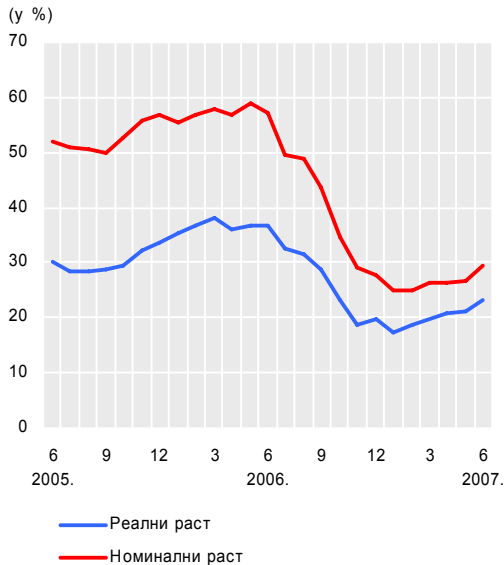
Графикон III.4.5.

Извори раста пласмана банака (у % билансне суме банака)



Графикон III.4.6.

Међугодишњи раст кредита привреди и становништву (у %)



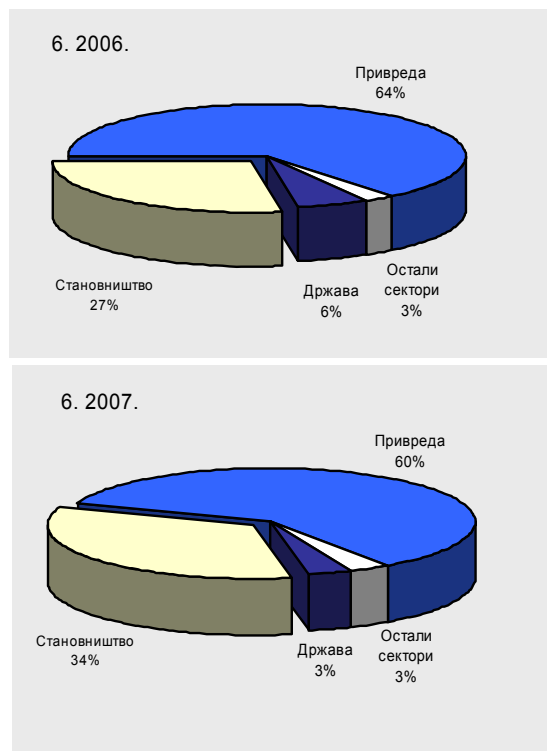
Основни извори пораста пласмана банака у посматраном тромесечју били су девизни депозити домаћих небанкарских сектора, као и враћена динарска средства која су била пласирана у хартије од вредности Народне банке. Нове пласмане банке су финансирале и по основу повећања свог основног капитала. За финансирање кредитне активности банке нису користиле додатна средства из страних извора. Међутим, директно задуживање предузећа у иностранству је настављено.

Уколико се посматра секторска структура кредита, у односу на претходно тромесечје уочава се готово непромењен ниво пласмана Републици Србији и локалним нивоима власти, благи пад пласмана јавним предузећима и значајнији раст пласмана приватном сектору.

У другом тромесечју привреди је у поређењу са становништвом одобрено више кредита. Већи раст кредита привреди донекле се може објаснити потребом финансирања инвестиција. Поред дугорочних, и краткорочни кредити привреди, који се у највећој мери користе за сервисирање доспелих

Графикон III.4.7.

Секторски распоред кредита банака



обавеза, забележили су пораст. Потраживања банака од предузећа су повећана и по основу издавања краткорочних хартија од вредности предузећа. Девизни кредити привреди су исказали пад, делимично и због међувалутних промена.

Кредити становништву су у другом тромесечју порасли за близу 10%. При том су у већој мери повећани дугорочни кредити, пре свега за стамбену изградњу и потрошачки кредити. У оквиру краткорочних кредита, највеће учешће су имали кредити по основу минусног салда на жиро и текућим рачунима грађана. Годишња стопа раста кредита одобренх становништву и даље прелази 50%. Иако је слична тенденција када су у питању кредити становништву карактеристична и за друге транзиционе земље, што се делом може објаснити процесом конвергенције економске структуре Републике Србије региону Европске уније, забрињава чињеница што готовински ненаменски кредити убрзано расту и што су неоправдано дуги рокови њихове отплате.

Убрзање кредитне активности могло би, преко утицаја на раст агрегатне тражње, у наредном периоду појачати инфлаторне притиске. Стога ће Монетарни одбор Народне банке Србије, поред пруденцијалних, разматрати и потребу увођења додатних мера којима би се успорила кредитна експанзија и спречио негативан утицај на остварење циљане инфлације. Неке од мера усмерених у правцу успоравања раста кредита одобренх становништву већ су донете (види фусноту 4, стр. 13).

Ликвидност банака

Ликвидност банака у другом тромесечју је исказала дивергентна кретања, али, у целини посматрано, банке нису имале проблема са одржавањем динарске и девизне ликвидности. У априлу и мају стопа ликвидности је повећана због тога што је у просеку на наплату доспело више пласмана у хартије од вредности Народне банке него што је поново пласирано у те хартије, док је у јуну смањена због деловања сезонских фактора.

Просечна стопа ликвидности банака је у априлу и мају повећана, највише захваљујући томе што су оне на жиро-рачунима и у благајнама задржале више новца, који је делимично потицао од доспелих хартија од вредности купљених кроз репо трансакције и истовремено мање нове куповине хартија од вредности. Међутим, у јуну је стопа ликвидности смањена. Томе је допринео раст депозита државе, који је био претежно сезонског карактера, пошто су обавезе према држави, поред великих пореских обвезника, измиривали и мали обвезници, који ПДВ плаћају тромесечно. Просечна стопа ликвидности, дата као однос просечног стања слободних средстава и краткорочних извора финансирања, у јуну је у односу на март смањена за 0,7 процентних поена и износила је 7,9%.

Табела III.4.3.

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

	2006.				2007.	
	I	II	III	IV	I	II
Слободна динарска средства	-19.0	10.8	26.0	35.3	-24.9	11.4
Средства на жиро-рачунима (нето)	-10.5	-3.1	-1.5	0.7	-1.1	6.5
Благајна	6.7	4.7	11.3	1.1	0.8	9.7
Опозиви депозити банака у динарима	-15.2	9.2	16.3	33.4	-24.6	-4.8

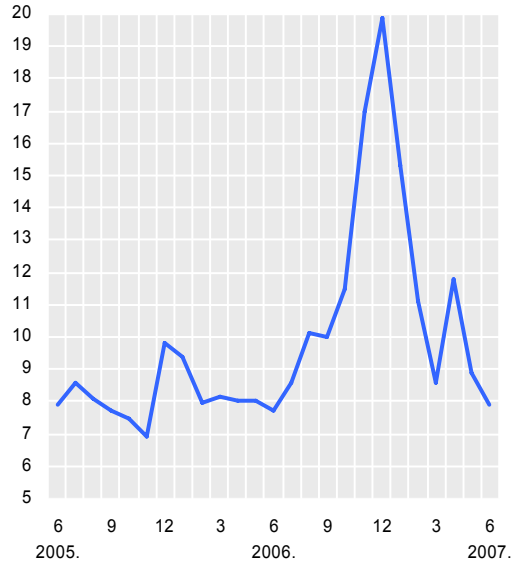
И девизна ликвидност банака у другом тромесечју се може оценити као задовољавајућа. Тражњу за девизама банке су задовољавале углавном међусобно. Већа тражња за девизама била је последица појачане тражње клијената банака због доспећа њихових обавеза према иностранству. Иако су девизне резерве банака у јуну у односу на март забележиле благи пад, задуживање банака у иностранству је знатно редуковано, захваљујући чињеници што су оне имале на располагању довољно девизних средстава из домаћих извора.

Просечно дневно стање слободних резерви банака¹² износило је око 19 милијарди динара. Највећи раст у односу на претходно тромесечје забележила су динарска средства у благајни, која, између осталог, служе за одобравање готовинских кредита, а највеће смањење депозитни вишкови, чије је кретање углавном било одређено приливом и одливом средстава са рачуна банака по основу докапитализације. Вишак ликвидних средстава банке су користиле за одобравање кредита приватном сектору, а у мањој мери за куповину хартија од вредности кроз трајну и репо продају. Крајем тромесечја, међутим, да би измириле обавезе својих комитената према држави, банке су знатније смањиле пласмане у хартије од вредности Народне банке.

Графикон III.4.8.

Просечна стопа ликвидности банака

(у %)

**Штедња становништва**

Штедња становништва је током другог тромесечја наставила растући тренд. У односу на претходно тромесечје повећана је за 15,1 милијарду динара, при чему се 14,6 милијарди динара односи на раст девизне штедње.

Последњег дана јуна стање динарске штедње становништва износило је 9.249 милиона динара, а девизне штедње 3,9 милијарде евра (307,8 милијарди динара). У односу на крај претходног тромесечја, динарска штедња је повећана за 5,5%, а девизна за 5,0%.

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

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

Од укупне девизне штедње 45,7% је депоновано код три банке водеће по висини девизне штедње. Иначе, у структури девизне штедње, 92,8% чини штедња у еврима, 4,5% штедња у доларима, а 2,1% штедња у швајцарским францима.

Према рачунској, највећи удео у штедњи становништва имају депозити по виђењу (37,2%), следе штедни улози орочени до годину дана (21,0), а на трећем месту су штедни улози орочени преко годину дана (16,1%).

У другом тромесечју Народна банка Србије није вршила нове емисије штедних записа. У оквиру динарске штедње од 9.249 милиона динара, закључно са 30. јуном, на штедњу у записима Народне банке Србије односило се 1.822 милиона динара, или 19,7%.

Табела III.4.4.

Штедња становништва

(у милионима динара)

	2006.				2007.	
	Март	Јун	Септ.	Дец.	Март	Јун
Динарска	3.755	5.000	6.828	7.550	8.763	9.249
Девизна	207.609	222.105	243.422	260.689	293.195	307.783
Укупно	211.364	227.105	250.250	268.239	301.958	317.032

¹² Слободне резерве банака чине: готовина у благајни, опозиви депозити и средства на жиро-рачунима умањена за обрачунату обавезну резерву.

5. Кретање понуде и тражње

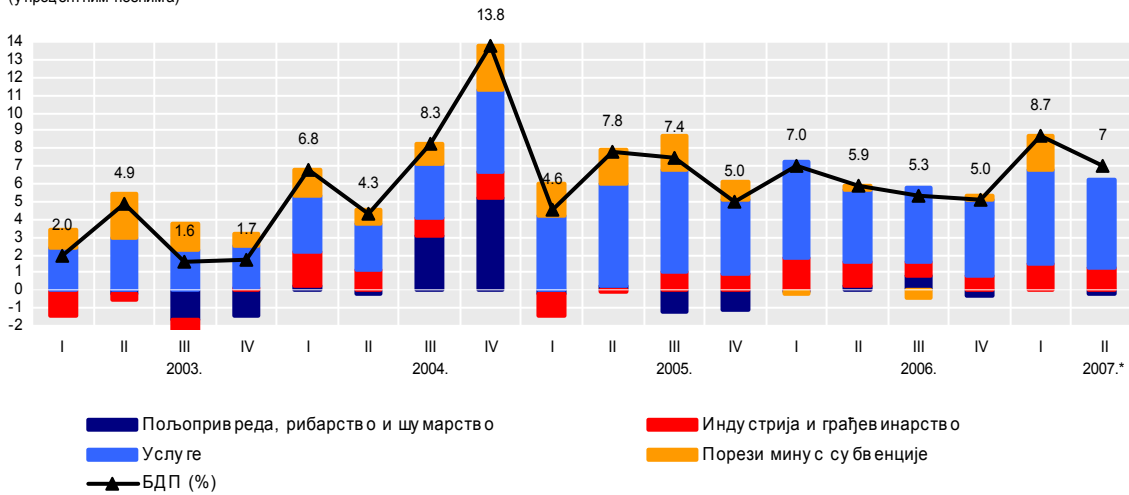
Понуда и извори раста

Економска активност у 2007. години се убрзава: у првом тромесечју њен раст је износио 8,7%, а у другом се оцењује на око 7%. Кључни допринос том расту даје сектора услуга и извозно оријентисани део привреде.

На основу расположивих података, убрзање међугодишње реалне стопе раста БДП-а је у првом тромесечју било још израженије од процене дате у Извештају о инфлацији за прво тромесечје. Наиме, према последњим званичним подацима РЗС, та стопа је износила 8,7%, што је више од процењених 7%. Један од разлога знатног одступања поменуте стопе од процене било је осетно убрзање наплате пореза (умањених за субвенције) у првом тромесечју (13,7%), због чега је њихов допринос расту БДП-а износио 1,9 п.п.

Графикон III.5.1.

Допринос међугодишњем расту БДП-а (у процентним поенима)

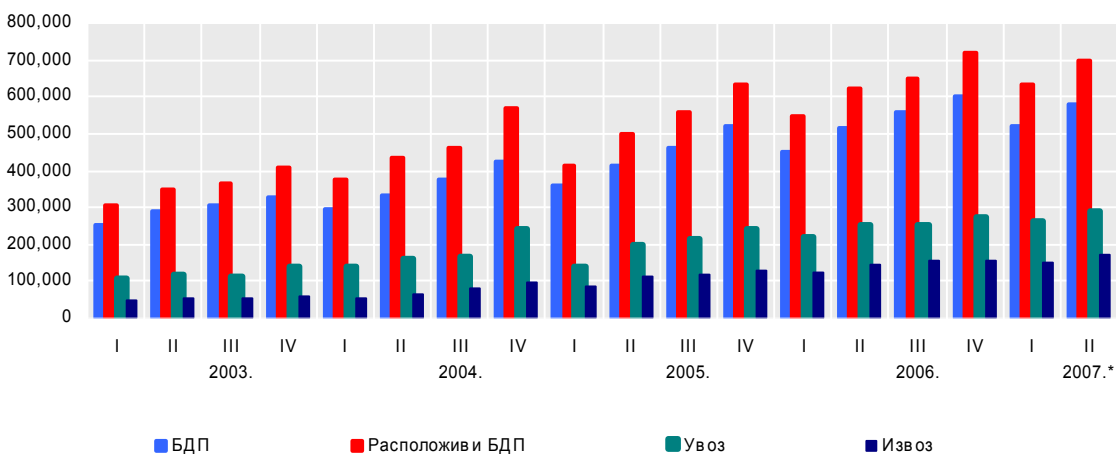


*Процена НБС.

Бруто додата вредност је у истом периоду међугодишњем расту БДП-а допринела са 6,8 п.п. У структури бруто додате вредности, највећи допринос међугодишњем расту БДП-а имао је сектор услуга: трговина на мало и велико (2,3 п.п.), саобраћајна активност (2,1 п.п.) и финансијско посредовање (1,3 п.п.).

Графикон III.5.2.

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



*Процена НБС.

Подаци о кретању БДП-а за друго тромесечје нису расположиви. Ипак, на основу делимично расположивих података, као и наших очекивања везаних за економску активност у појединим областима, процењујемо да ће раст БДП-а у другом тромесечју бити успоренији и износиће око 7%.

Према месечним подацима РЗС, индустријска производња је у другом тромесечју благо убрзала међугодишњи раст (5,2%). То је највећим делом било последица високе међугодишње стопе раста производње електричне енергије (8,7%), узроковане високом потрошњом (пре свега становништва). Прерађивачка индустрија је у односу на прво тромесечје исказала знатно међугодишње успоравање раста (4,8% према 8,5%, респективно), док је нешто блаже смањење забележено у вађењу руда и камена (1,4% према 2,1%, респективно).

Процењујемо да је највећи допринос расту БДП-а у другом тромесечју имала трговина на мало и велико (2,3 п.п.), што је у складу с реалним међугодишњим растом трговине на мало, која, и поред благог успоравања, још увек остварује релативно високе међугодишње стопе раста (25,1%).

Грађевинска активност је у првом тромесечју остварила највећи међугодишњи раст (16,2%) од средине 2006. године, што је било у складу с повећањем међугодишњих стопа раста њених главних индикатора: производње неметалних минерала (23,4%) и инвестиционе потрошње државе (68,0%). Међутим, међугодишња стопа раста у грађевинарству у другом тромесечју, мерена ефективним часовима рада, показује тренд пада (-2,9%), у складу с падом производње неметалних минерала. Један од разлога тог смањења активности био је и успорен раст инвестиционе потрошње државе (међугодишњи раст од 16%). Међугодишња стопа раста вредности изведених радова такође има изразит тренд смањења, али је и даље позитивна и на високом нивоу (25,9%).

Међугодишњи раст вредности нових уговорених радова у другом тромесечју показује тенденцију изразитог успоравања раста, што представља индикатор опадања активности у грађевинарству у наредном периоду. Допринос ове гране расту БДП-а износиће око 0,4 п.п.

Саобраћај, складиштење и везе бележи висок међугодишњи раст у првом тромесечју (19,4%), иако успоренији у односу на претходно. На висок међугодишњи раст саобраћајне активности највећи утицај је имао међугодишњи раст телекомуникационих услуга (31,6%). У другом тромесечју се очекује сличан тренд раста саобраћајне активности, као последица растућег тренда први пут регистрованих моторних возила у првом тромесечју. Допринос ове гране расту БДП-у могао би да износи око 1,9 п.п.

Као последица неповољних временских прилика, у другом тромесечју се очекује међугодишњи пад пољопривредне производње и тиме негативан допринос расту БДП-а од 0,2 п.п.

Полазећи од оцењеног реалног раста БДП-а и цена, БДП би у другом тромесечју могао износити око 580 милијарди динара. На бази платнобилансних података, расположиви БДП би у том случају износио око 700 милијарди динара (120% БДП-а). У односу на БДП, извоз робе и услуга чинио би 29,3%, а увоз 49,6%. Међугодишњи пораст агрегатне тражње би износио око 20,3%, што представља пораст од 1,7 п.п. у односу на претходно тромесечје.

Тражња и употреба бруто домаћег производа

Висок међугодишњи раст укупне тражње у другом тромесечју (20,3%) утицао је на раст инфлације и поред значајног повећања понуде увозних добара и услуга. То потврђују тромесечни подаци о расту цена. У структури употребе БДП-а у другом тромесечју процењује се да је дошло до смањења удела инвестиционе у односу на личну потрошњу. При томе, процењује се да је нарочито био успорен раст инвестиција државе, највећим делом као последица њеног функционисања у режиму привременог финансирања и одлагања реализације пројеката предвиђених Националним инвестиционим планом. Са становишта нивоа и структуре понуде, проблем ће представљати ефекат неповољних хидрометеоролошких услова на пољопривредну производњу.

Индикатори потрошње становништва

Раст тражње становништва, опредељен порастом фонда зарада, уз допринос повећаног кредитирања становништва, утицао је на генерисање инфлационих притисака.

На основу изабраних показатеља, оцењује се да је реална стопа раста **тражње становништва** у другом тромесечју у односу на упоредиви период прошле године износила 9,2% и иста је као стопа раста у првом тромесечју. Висока реална стопа раста тражње становништва доминантно је последица пораста фонда зарада, али је значајан допринос дало и повећање кредитирања становништва. Оцењује се да је номинална међугодишња стопа раста тражње становништва у односу на друго тромесечје 2006. износила 14,3%, што је незнатно ниже у односу на стопу у првом тромесечју (15,6%).

Евидентирани извори раста потрошачке тражње били су следећи:

Зараде. Удео нето зарада из статистичког узорка у другом тромесечју у оцењеном БДП-у износио је 13,7%, што је за 1,1 структурни поен више него у упоредивом периоду 2006. године. Под претпоставком да узорком необухваћени радници имају у просеку исте зараде са узорком обухваћеним, учешће нето зарада у оцењеном БДП-у износи 36,6%, или за 4,6 структурних поена више у односу на упоредиви период претходне године;

Социјални трансфери. У другом тромесечју чинили су 15,3% оцењеног БДП-а, што је 0,2 структурна поена више него у истом периоду 2006. године;

Дознаке. Регистроване дознаке у другом тромесечју чиниле су 4,7% процењеног БДП-а, идентично њиховом учешћу у истом периоду 2006. године;

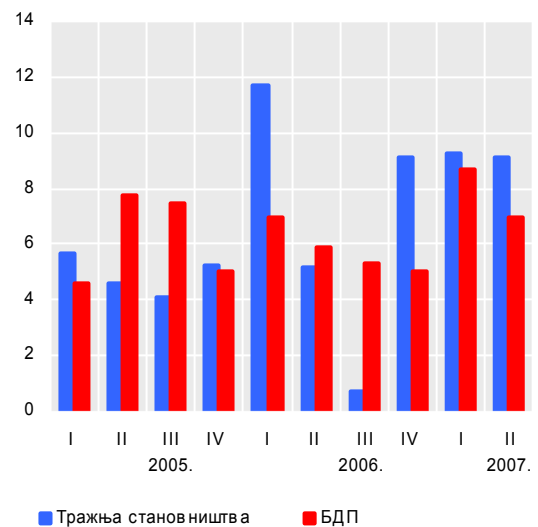
Мењачи. Прилив средстава становништва по основу нето продаје девиза у другом тромесечју чинио је 5,8% оцењеног БДП-а, што представља смањење за 4,2 структурна поена у односу на исто тромесечје 2006. године;

Кредити. По основу задуживања, становништво је обезбедило додатне изворе средстава за потрошњу, у износу од 4,2% оцењеног БДП-а, тј. исто као у другом тромесечју 2006. године.

У истом периоду, становништво је повећало штедњу за 2,8% оцењеног БДП-а, или за 0,7 структурних поена мање него у другом тромесечју 2006. године.

Графикон III.5.3.

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



У структури БДП-а, приходи становништва, умањени за прираст штедње и увећани за прираст кредита, повећали су учешће за 1,3 структурна поена (на 63,8%). Полазећи од тога, може се закључити да је тражња становништва у току другог тромесечја утицала на генерисање инфлационих притисака.

Јавна потрошња

У другом тромесечју буџет је карактерисало суфицитарно финансирање. Иако суфицит од 16,2 милијарде динара, обрачунат према методологији ММФ-а, не укључује значајну ставку отплате дуга – исплату старе девизне штедње од 13,2 милијарде динара – држава је у овом периоду, у суштини, водила рестриктивну фискалну политику, са ефектом повлачења новца од око 6 милијарди динара.

Укупни консолидовани приходи без донација буџета Републике Србије износили су у другом тромесечју 232,61 милијарду динара (11,5% номинално, а 6,5% реално више него у истом периоду претходне године), а укупни консолидовани расходи 216,44 милијарде динара (10,94% номинално, а 5,96% реално више него у истом периоду претходне године), тако да је остварен суфицит буџета од 16,2 милијарде динара. Учешће фискалног суфицита у БДП-у је износило 2,8%.

У другом тромесечју учешће и прихода и расхода у БДП-у је опало, што се може објаснити високим растом БДП-а.

У структури прихода, велики процентуални (у апсолутном износу ипак мање значајан) раст забележили су приходи по основу пореза на добит (88,92% номинално и 80,44% реално). Остале категорије прихода расту у складу са очекивањима (око 10% номинално), са изузетком прихода по основу пореза на зараде, који падају, али опет у складу са очекивањима с обзиром на измене законске стопе пореза на зараде.

У структури расхода, у апсолутном износу убедљиво највећи пораст забележиле су нето зараде (26% реално, или 13,8 милијарди динара више него у истом периоду претходне године). Знатан раст су оствариле и пензије и исплате незапосленима (9% реално, или 9,2 милијарде више него у истом периоду претходне године). Процентуално је значајан и пораст инвестиција (6% реално), али он у апсолутном износу није тако импресиван (1,4 милијарди динара) због тога што је учешће инвестиција у укупном буџету ниско. Једина значајнија категорија расхода која је забележила пад биле су субвенције (16% реално), што је, иако у апсолутном износу не тако много, свакако позитивно.

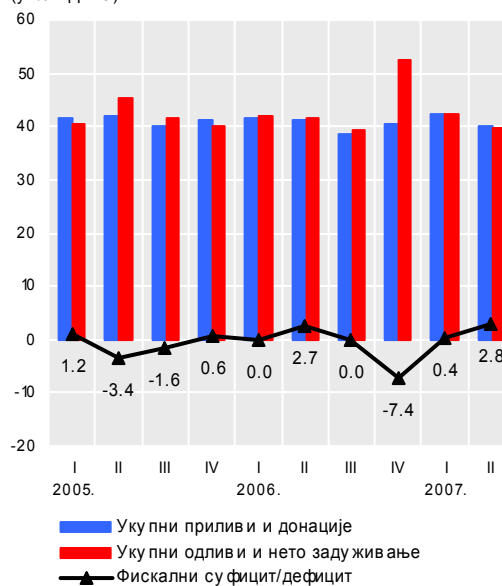
Буџетски расходи, дакле, још увек немају инвестициони, тј. развојни карактер, већ превасходно социјални.

Треба напоменути да су се и током готово целог другог тромесечја (до 22. јуна, када је усвојен буџет)

Графикон III.5.4.

Јавни приходи и расходи (методологија ММФ-а)

(у % БДП-а)

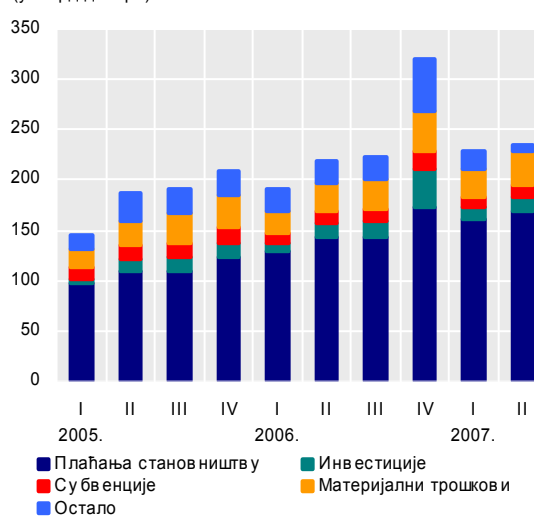


Извор: Прерачунато на бази података Министарства финансија Републике Србије.

Графикон III.5.5.

Структура јавних расхода

(у млрд динара)



Извор: Прерачунато на бази података Министарства финансија Републике Србије.

буџетски расходи реализовали у складу с Уредбом о привременом финансирању Републике Србије за период јануар-јун 2007, која је укупну буџетску потрошњу за овај период ограничила на једну половину буџетских прихода из истог периода претходне године. Будући да усвојени буџет предвиђа дефицитарно финансирање, у наредном периоду треба очекивати убрзање буџетске потрошње.

Табела III.5.1.

Фискални резултат

(по тромесечјима, у млрд динара)

	2006.				2007.		Индекс реално	
	I	II	III	IV	I	II	II 2007.	II 2007.
								II 2006.
I. Укупан прилив и донације	183.2	209.0	209.3	239.2	220.4	232.9	1.11	1.06
од тога донације	0.5	0.4	0.3	0.2	0.1	0.3	0.69	0.65
II. Укупан одлив и отплата дуга	184.3	210.4	214.7	309.9	219.9	230.1	1.09	1.04
Отплата страног дуга	1.3	1.2	1.6	12.5	1.3	0.5	0.40	0.38
Отплата старе девизне штедње	0.5	14.0	4.1	1.1	0.6	13.3	0.95	0.90
Превремена отплата дуга	0.0	0.0	0.0	13.8	0.0	0.0		
III. Укупан прилив без донација	182.7	208.6	209.0	239.0	220.2	232.6	1.11	1.06
IV. Укупан одлив без отплате страног дуга, старе девизне штедње и превремене отплате дуга	182.5	195.1	209.0	282.5	218.0	216.3	1.11	1.06
Салдо - методологија ММФ-а (III - IV)	0.2	13.5	0.0	-43.5	2.2	16.3	1.21	1.15
БДП	440.6	504.9	543.4	589.4	518.2	579.4	1.15	1.10
Салдо - методологија ММФ-а у % од БДП	0.0	2.7	0.0	-7.4	0.4	2.8	1.05	1.00

Извор: Прерачунато на бази података Министарства финансија Републике Србије.

Табела III.5.2.

Консолидовани јавни расходи

(по тромесечјима, у млрд динара)

	2006.				2007.		Индекс реално	
	I	II	III	IV	I	II	II 2007.	II 2007.
								II 2006.	II 2006.
Укупно расходи и отплата дуга	184.2	210.4	214.7	309.9	219.9	230.1	1.09	1.04
Плаћања становништву:	127.9	129.7	134.6	158.4	150.5	156.5	1.21	1.15
Нето зараде	43.9	43.7	45.1	57.8	53.1	57.5	1.32	1.26
Доприноси за запослене	7.5	7.9	8.2	9.8	9.4	10.5	1.33	1.27
Социјални трансфери	76.5	78.2	81.4	90.8	88.0	88.5	1.13	1.08
Пензије и исплате незапосленима	60.7	62.9	65.6	69.8	70.2	72.1	1.15	1.09
Социјална помоћ	13.1	12.7	13.1	17.9	15.1	13.7	1.08	1.03
Остали трансфери становништву	2.6	2.5	2.8	3.1	2.7	2.7	1.07	1.02
Субвенције	10.1	13.4	13.1	19.0	9.5	11.8	0.88	0.84
Материјални трошкови	23.4	26.6	30.4	39.6	27.1	32.8	1.23	1.18
Инвестиције	8.1	12.7	15.6	37.6	13.6	14.1	1.11	1.06
Трошкови камата	5.7	4.9	5.8	18.2	5.7	3.1	0.63	0.60
Отплата дуга	1.8	15.3	9.7	26.5	15.3	14.2	0.93	0.89
Исплате по основу старе девизне штедње и дуга пензионерима	0.5	14.0	8.1	14.0	9.6	13.3	0.95	0.90
Отплата спољног дуга	1.3	1.2	1.6	12.5	1.3	0.5	0.40	0.38
Отплата осталог унутрашњег дуга	0.0	0.0	0.0	0.0	4.5	0.4		
Остало ¹⁾	14.7	15.6	13.7	20.4	12.3	3.1	0.2	0.2

¹⁾ Остало укључује трансфере за КиМ, нето задуживање и остале текуће трошкове.

Извор: Прерачунато на бази података Министарства финансија Републике Србије.

Индикатори инвестиционе потрошње

Раст инвестиционе активности је у другом тромесечју био успорен, са оријентацијом на улагања у обртна средства.

Као индикатор инвестиција у фиксне фондове, средњорочно и дугорочно директно задуживање предузећа у иностранству се у другом тромесечју повећало за 144% међугодишње, према расту од 125% у првом¹³. С друге стране, стање дугорочних нето кредита домаћих банака привреди је благо успорило раст (15,1% према 16,3% међугодишње у првом тромесечју), слично као и дугорочно задуживање становништва и мале привреде код домаћих банака (међугодишњи раст 49% у другом, према 54,5% у првом тромесечју).

Стране директне инвестиције су у другом тромесечју имале знатно успорен раст (међугодишњи раст 11% према расту од 240% у првом). На успоравање раста инвестиција указује и знатно смањење раста нето извоза капиталних производа (35,9%, према 67,7% у првом), што је делимично компензовано већом тражњом за домаћим капиталним производима (смањење физичког обима производње капиталних производа мање је од смањења залиха).

Нето извоз интермедијарних производа је остварио значајно повећање раста. Са производне стране, остварен је знатан раст индустријске производње уз благо смањење залиха интермедијарних производа, што скупа указује на раст инвестиција у обртна средства. То потврђују и подаци о стању краткорочних нето кредита банака привреди, које бележи међугодишњи раст од 7,3%, у односу на пад од 0,6% у првом тромесечју.

Инвестициона потрошња државе је у другом тромесечју знатно успорена, што додатно упућује на успоравање инвестиционе активности (међугодишњи раст 15,8% према 68% у првом тромесечју).

Табела III.5.3.

Индикатори кретања инвестиција

	I 2006.	II 2006.	III 2006.	IV 2006.	I 2007.	II 2007.	I 2007. I 2006.	II 2007. II 2006.
Реални показатељи								
Физички обим индустријске производње капиталних производа, м.г. индекси	107.2	89.4	78.0	89.7	97.8	99.1	97.8	99.1
Увоз интермедијарних производа, млн USD	912.3	1,164.3	1,249.8	1,418.2	1,343.3	1,658.7	147.2	142.5
Извоз интермедијарних производа, млн USD	636.6	806.3	862.3	957.5	965.3	1,123.6	151.6	139.4
Залихе интермедијарних производа, м.г. индекси	101.2	102.0	104.7	104.4	100.8	98.4	100.8	98.4
Увоз капиталних производа, млн USD	551.5	776.6	797.1	925.3	929.9	1,114.2	168.6	143.5
Извоз капиталних производа, млн USD	130.3	163.2	169.7	214.6	223.6	280.7	171.6	172.0
Залихе капиталних производа, м.г. индекси	101.7	115.1	112.7	107.2	95.5	91.2	95.5	91.2
Финансијски показатељи								
Краткорочни кредити дати привреди, млрд динара	201.7	214.0	203.2	188.1	200.4	229.7	99.4	107.3
Средњорочно и дугорочно задуживање привреде у иностранству (нето), млн USD	257.0	324.0	637.0	662.0	578.0	1,597.4	224.9	493.0
Дугорочни кредити дати становништву, млрд динара	121.5	138.6	152.0	163.7	187.7	206.6	154.5	149.0
Дугорочни кредити дати привреди, млрд динара	162.8	172.3	177.9	174.0	189.4	198.3	116.3	115.1
Инвестициона потрошња државе, млрд динара	8.1	12.7	15.6	37.6	13.6	14.1	168.0	110.9

¹³ Кредит који је у јуну *Citygroup* одобрила Телекому Србије за куповину Телекома Републике Српске није утицао на повећање инвестиционе активности у земљи, те је због тога искључен из обрачуна дугорочног задуживања предузећа у иностранству.

6. Кретања на тржишту рада

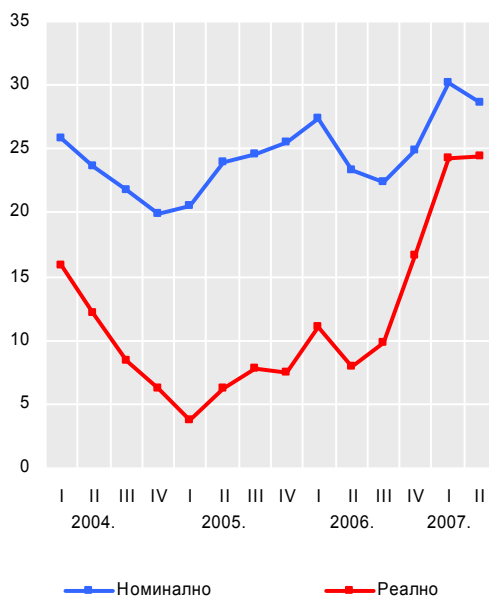
Раст зарада у односу на претходно тромесечје је био успорен, али је и даље релативно висок. Он је утицао на раст тражње, с тим што су изостали јачи инфлациони ефекти, будући да је део тражње задовољен повећањем увоза.

Зараде

Просечне зараде у другом тромесечју имале су успоренији раст у односу на прво. Међугодишњи номинални раст нето зарада износио је 28,6%, што је за 1,6 процентних поена мање у односу на раст остварен у претходном тромесечју. Реални међугодишњи раст нето зарада износио је 24,4%, или за 0,2 процентна поена више у односу на раст из претходног тромесечја.

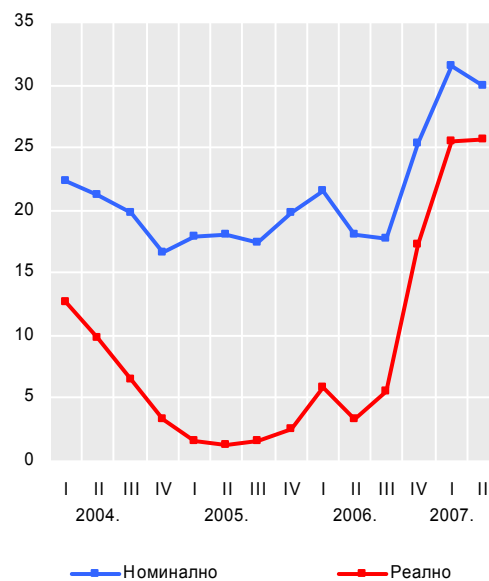
Графикон III.6.1.

Кретање просечних нето зарада (међугодишњи раст, у %)



Графикон III.6.2.

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



Међугодишњи раст номиналних нето зарада у јавном сектору у другом тромесечју износио је 30,0%, што је за 1,5 процентних поена ниже у односу на раст остварен у првом тромесечју, а резултат је пре свега успоравања раста зарада запослених у јавним државним предузећима и локалној самоуправи. У истом периоду, дошло је до повећања међугодишњих стопа раста зарада у администрацији, образовању, култури, здравственом и социјалном раду. С обзиром на то да запослени у јавном сектору чине 26,3% укупног броја запослених, неопходна је одговорна политика зарада у јавном сектору у циљу одржања стопе инфлације на ниском нивоу.

Реални међугодишњи раст зарада у јавном сектору износио је 25,7% и већи је за 0,2 процентна поена у односу на раст остварен у другом тромесечју 2006. године.

Исплаћена нето маса зарада у јавном сектору номинално је била виша за 28,8% и реално за 24,5%, док је број запослених смањен.

Десезонирани подаци потврђују тренд успоравања раста номиналних нето зарада. У другом тромесечју десезониране нето зараде су у односу на претходно биле више за 2,7%, док је у првом тромесечју раст износио 10,4%.

Јединични трошкови рада у индустрији били су за 0,8% нижи у односу на друго тромесечје претходне године, као последица споријег раста реалних бруто зарада у односу на продуктивност (12,9% и 13,8%, респективно). У прерађивачкој индустрији, јединични трошкови су били виши за 1,2%.

Запосленост

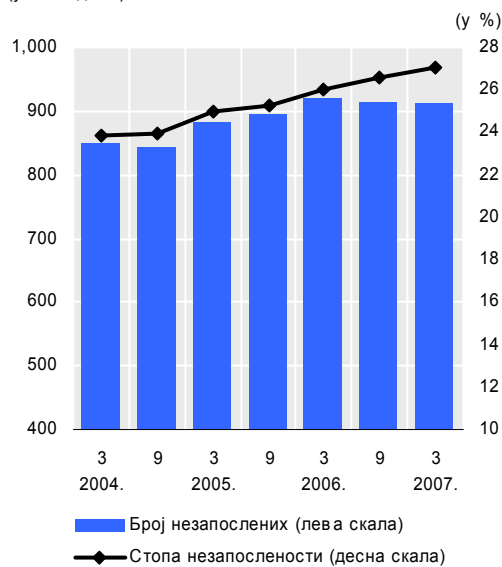
Према расположивим подацима, број запослених је у јуну износио 2.444,5 хиљада, што је за 2,7% мање у односу на исти месец претходне године. Број запослених у јавном сектору такође је забележио смањење у односу на упоредиви период претходне године.

Број незапослених¹⁴ који искључује лица привремено неспособна или неспремна за рад у јуну је износио 849,2 хиљаде, или за 6,9% мање у односу на исти месец претходне године. Процењена стопа незапослености је истовремено износила 25,8%.

У другом тромесечју је засновано 161,7 хиљада радних односа, што представља међугодишњи раст од 7,8%. Овај показатељ свакако показује већу корелисаност са кретањем БДП-а. Са евиденције Националне службе за запошљавање запослило се 76,5 хиљада лица (47,3%), а из радног односа 85,3 хиљаде (52,7%).

Графикон III.6.3.

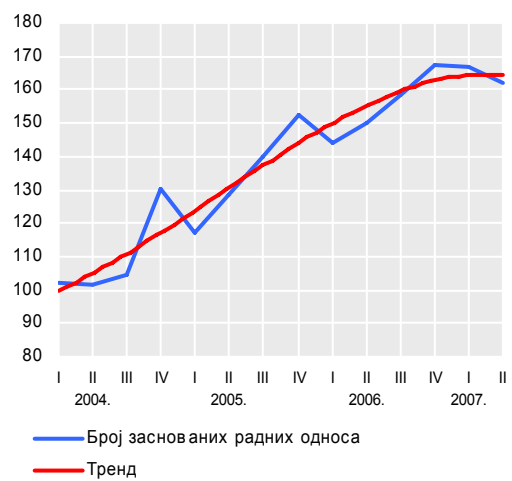
Незапосленост (у хиљадама)



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

Графикон III.6.4.

Запошљавање (у хиљадама)



Извор: Национална служба за запошљавање.

¹⁴ Републички завод за тржиште рада.

7. Инфлациона очекивања

Према последњим расположивим подацима из јула, смањење инфлационих очекивања се наставља, али су она просечно и даље изнад остварене инфлације. У августу очекујемо раст инфлационих очекивања због више најављених поскупљења.

Према јулским резултатима анкете коју је спровео *TNS Medium Gallup*, дошло је до стабилизације инфлационих очекивања. Очекивања синдиката и становништва била су знатно мања од оних из претходног месеца.

Инфлациона очекивања финансијског сектора била су приближна пројекцији Народне банке, док су очекивања предузећа, синдиката и сектора становништва и даље знатно виша.

Очекивања финансијског сектора стабиловала су се на 0,5% на месечном нивоу (6,2% на годишњем нивоу), а код предузећа на нивоу од 0,8% (8,7% на годишњем нивоу). Посебно стабилна очекивања код финансијског сектора могу бити индикатор да банке и друге финансијске институције своја очекивања у погледу кретања будуће инфлације формирају све мање на основу остварене инфлације, а све више на реалним основама и у складу с пројекцијом Народне банке. Очекивања становништва су и даље на највишем нивоу, али у паду и све реалнија, тако да су сада на нивоу из мартовске анкете. Иако показују силазну тенденцију, инфлациона очекивања су, посматрано од почетка године, у просеку и даље изнад остварене инфлације.

У августу очекујемо раст инфлационих очекивања због више најављених поскупљења.

Према јунској анкети Ројтерса, која је обухватила 13 банкарских дилера и једног економисту, инфлаторна очекивања за 2007. годину су у просеку износила 6,2%. Просечна очекивања у погледу кретања девизног курса су да ће он крајем године износити 82,5 RSD/EUR. Ако као пондере узмемо учешће анкетираних банака у SPOT трговини на МДТ-у, добићемо очекивани просечан пондерисани курс 82,4 RSD/EUR на крају године.

За разлику од анкете из марта, када је банкарски сектор за крај 2007. године очекивао да ће референтна каматна стопа износити 10,8%, према јунској анкети банкарски сектор је очекивао да ће она бити на нивоу од 9,9%. Будући да су очекивања банкарског сектора у погледу референтне каматне стопе за крај године виша од те актуелне каматне стопе, банкарски сектор очекује умерено рестриктивну монетарну политику у наредном периоду.

Очекивања у погледу нивоа референтне стопе у јулу

Већина банкарских дилера, њих 11 од 13 анкетираних, очекује да ће Народна банка у јулу референтну каматну стопу задржати на садашњих 9,5%, док по један банкарски дилер очекује да ће она бити снижена на 9%, односно повећана на 10%. Под претпоставком да су банке своја очекивања већ уградиле у девизни курс, задржавање референтне стопе на 9,5% имало би неутралан утицај на курс.

Табела III.7.1.

Очекивања у погледу кретања инфлације у наредних 12 месеци

	2007.				
	Март	Април	Мај	Јун	Јул
Предузећа	12,7	10,0	10,0	8,7	8,7
Финансијски сектор	7,4	6,2	6,2	6,2	6,2
Синдикати	7,4	10,0	10,0	10,0	8,7
Становништво	12,7	22,4	14,0	14,0	12,7

Извор: Анекта (TNS Medium Gallup).

Табела III.7.2.

Очекивања банкарског сектора¹⁾ у погледу кретања инфлације, референтне каматне стопе и девизног курса за крај 2007.

	Цене на мало ²⁾	Референтна каматна стопа	RSD/EUR
Март 2007.	6.6	10.8	81.5
Јун 2007.	6.2	9.9	82.5

¹⁾ Анкетом је обухваћено 13 банака.²⁾ Децембар 2007/децембар 2006.

Извор: Анекта (Reuters).

IV. Пројекција инфлације

И поред високих инфлаторних притисака, базна инфлација ће се у 2007. највероватније кретати око доње границе циљаног распона (4–8%). Пројекција базне инфлације за ову годину креће се у распону **3,0–5,6%**, док централна пројекција износи **4,3%**. Услед неочекивано високе небазне инфлације, пројекција раста цена на мало у 2007. је знатно виша него у Извештају о инфлацији за прво тромесечје и креће се око **8,0%**. У току 2008. године базна инфлација ће се кретати унутар циљаног распона (3–6%). Остварење те пројекције највероватније ће захтевати рестриктивнију монетарну политику у блиској будућности. Централна пројекција укупне инфлације за 2008. креће се око 6%.

Средњорочна пројекција инфлације треба да омогући сагледавање различитих сценарија монетарне политике (кретања референтне каматне стопе и номиналног девизног курса) у зависности од макроекономских услова, као и да оцени њихов ефекат на базну и укупну инфлацију. Средњорочна пројекција се заснива на структурном моделу чију основу чине три једначине (базне инфлације, номиналног девизног курса и функција реакције монетарне политике), као и пратеће једначине и идентитети.

Почетни услови и претпоставке пројекције

Тромесечна стопа базне инфлације је, након дуже времена, забележила пораст у другом тромесечју на 0,9% (3,6% на годишњем нивоу), чиме се приближила доњој граници циљаног распона за текућу годину (4–8%). Основни фактори који су допринели том преокрету били су индиректни ефекти пораста цена енергената (нафтни деривати и електрична енергија), номинална депресијација динара из прве половине године, као и висок пораст зарада у јавном сектору. С друге стране, апресијацијски јаз реалног курса¹⁵, који је отворен у другој половини претходне године, деловао је дезинфлаторно и у значајној мери допринео обуздавању инфлаторних притисака. Ипак, његови ефекти били су нешто слабији него у првом тромесечју.

Исти фактори и у наредном периоду ствараће инфлаторне притиске. Њима треба додати и експанзиван карактер фискалне политике, који треба очекивати у другој половини године, судећи према усвојеном буџету. Према најавама из Владе, фискална политика за наредну годину биће рестриктивнија, што би свакако било добро са становишта обуздавања инфлаторних притисака.

На крају, најновији висок пораст цена пољопривредних производа изазван сушом, поред директног ефекта на укупну инфлацију, одразиће се и на цене хране у оквиру базне инфлације. Директни ефекти овог шока биће привремени и исцрпеће се до краја текуће године. Они могу, међутим, у наредном периоду подстаћи инфлаторна очекивања и тиме на дужи рок створити инфлаторне притиске.

С друге стране, апресијацијски јаз реалног курса деловаће дезинфлаторно, с тим што треба имати у виду да је у току ове године јаз смањен, па ће његови дезинфлаторни ефекти бити нешто мањи него у првој половини године.

И поред раста тромесечних стопа, међугодишње стопе базне инфлације у протеклом периоду наставиле су пад и удаљавање од доње границе циљаног распона.¹⁶ Међугодишња базна инфлација у јуну је износила 2,8%, док ће на крају трећег тромесечја бити у распону 3,0–3,5% (види *Очекивано кретање инфлације у трећем тромесечју 2007. године*, стр. 7).

Средњорочна пројекција базне инфлације базирана је на претпоставкама даљег раста каматне стопе Европске централне банке до краја године (са садашњих 4%), умереног раста инфлације у

¹⁵ Види текст бокс: *Реални девизни курс – тренд и јаз*, стр. 15.

¹⁶ Међугодишња стопа базне инфлације исказује пад уколико су текуће тромесечне стопе ниже од тромесечних стопа из истог периода претходне године.

Европској унији, као и благог пада цена нафте до краја године. Нова пројекција небазне инфлације (регулисане цене и цене пољопривредних производа) укључује најновији пораст цена нафтних деривата, најављено септембарско повећање цена електричне енергије, као и пораст цена пољопривредних производа због суше.

Претпоставке за пројекцију инфлације

	2007.	2008.
Екстерне		
Инфлација у ЕУ	2,0	2,0
Каматна стопа у ЕУ на крају године	4,25	4,25
Цена уралске нафте по барелу на крају године (у USD)	65	70
Интерне		
Раст БДП-а	7%	6%
Небазна инфлација	12%	7,8%
Дефицит републичког буџета (учешће у БДП-у)	-3%	-1%

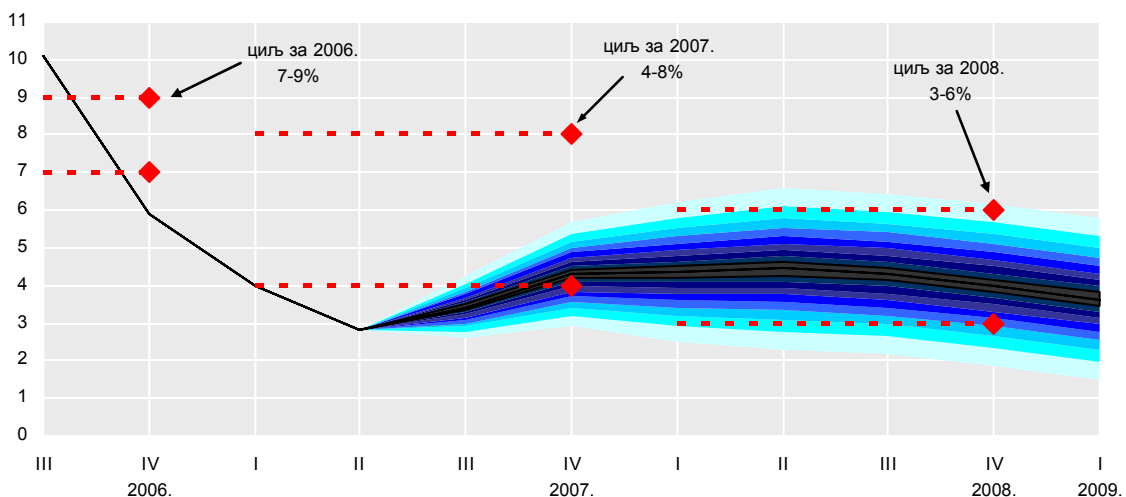
Пројекција базне инфлације

Базна инфлација ће се ове године вероватно кретати око доње границе циљаног распона (4–8%). Пројекција базне инфлације износи 3,0–5,6%, а централна пројекција 4,3%. У току 2008. године међугодишња базна инфлација кретаће се у границама циљаног распона (3–6%).

Високи инфлаторни притисци, које у највећој мери изазивају знатан пораст цена енергената и пољопривредних производа, повећана тражња (услед повећаних зарада и могуће фискалне експанзије у другој половини године), као и могућност пораста инфлаторних очекивања, утицаће у другој половини године на пораст тромесечних стопа базне инфлације. То ће се одразити на пораст међугодишње базне инфлације, која ће се крајем године кретати око доње границе циљаног распона.

Графикон IV.1.1.

Пројектована базна инфлација (међугодишње стопе, у %)



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

Почетком 2008. међугодишња базна инфлација наћи ће се у границама циљаног распона за ту годину (3–6%) и до краја године кретаће се унутар распона. Централна пројекција базне инфлације креће се око 4%. Директни ефекти раста цена енергената и пољопривредних производа на базну инфлацију краткорочни су и неће имати ефекте у 2008. години. Они би, међутим, у наредном периоду могли подстаћи пораст инфлаторних очекивања, која су код нас веома битан фактор инфлације. Насупрот тим притисцима стоји ап्रेसијацијски јаз, који ће и у наредној години највероватније деловати дезинфлаторно.

Са пројекцијом базне инфлације конзистентно је умерено повећање рестриктивности монетарне политике, до чега ће највероватније доћи у блиској будућности да би се обуздали високи инфлаторни притисци. Претпоставка пројекције је да ће креатори монетарне политике у наредном периоду одлуке базирати на дугорочној стабилности, а не на краткорочном остварењу циљева. Тако, иако би, са становишта остварења циља у текућој години, монетарне власти могле чак и да наставе с даљим снижавањем референтне стопе, до тога највероватније неће доћи зато што би то могло угрозити остварење циљане инфлације у 2008. години и дугорочну ценовну стабилност.

Пројекција небазне и укупне инфлације

Централна пројекција раста цена на мало за 2007. годину креће се око **8,0%**. Та пројекција заснива се на централној пројекцији базне инфлације (4,3%) и на очекивањима у погледу кретања небазне инфлације, за коју процењујемо да ће се ове године кретати око **12%**. Пројекција небазне инфлације и даље представља велики ризик због непредвидивости кретања светских цена нафте и пољопривредних производа. Висок раст светских цена нафте, најављено ново поскупљење електричне енергије, као и најновији пораст цена пољопривредних производа због суше, главни су фактори што је нова пројекција небазне инфлације за текућу годину релативно висока. За 2008. годину преузета је пројекција небазне инфлације Министарства финансија¹⁷, која износи 7,8%, што, уз пројекцију базне инфлације за 2008, даје укупну инфлацију од око **6%**.

Ризици остварења пројекције

Са пројекцијом коју смо израдили повезани су бројни ризици. Досадашње искуство показује да се највећи ризици кад је реч о претпоставкама јављају код одређених компоненти небазне инфлације. Највећа одступања могућа су код кретања светских цена нафте, тј. нафтних деривата у оквиру небазне инфлације, јер могу имати значајне флукуације. Примера ради, у периоду између израде ове и претходне пројекције светска цена нафте је порасла за око 20%. Велике флукуације могуће су и код цена пољопривредних производа, будући да у великој мери варирају зависно од временских услова, што илуструје и августовски скок цена условљен сушом. Кретање те две компоненте небазне инфлације (деривати нафте и пољопривредни производи), иначе, најтеже је предвидиво зато што на њих не могу утицати (или имају јако мали утицај) ни монетарне власти нити Влада. Код претпоставки које се тичу ЕУ (инфлација и каматне стопе ЕЦБ) ретко долази до већих одступања у односу на пројекцију.

И друге врсте шокова могу у наредном периоду утицати на одступање од пројекције. На пример, изненадни прилив или одлив капитала из иностранства може знатно утицати на девизни курс, што може довести до одступања од пројекције инфлације и променити карактер монетарне политике.

¹⁷ Меморандум о буџету и економској и фискалној политици за 2008. годину са пројекцијама за 2009. и 2010. годину.

Последице суше и улога монетарне политике

Најновији пораст цена пољопривредних производа изазван сушом створио је осетне инфлаторне притиске како на укупну (директно), тако и на базну инфлацију (индиректно). Мада цене пољопривредних производа не улазе директно у обрачун базне инфлације, оне утичу на цене прехранбених производа у оквиру базне инфлације (месо, уље ...), па стога можемо очекивати њен скок у наредним месецима. Будући да је одржавање базне инфлације у циљаном распону основни задатак монетарне политике, поставља се питање **како монетарна политика треба да реагује на овакву врсту инфлаторних притисака**.

Да бисмо дали одговор, треба направити разлику између краткорочних (једнократних) и дуготрајнијих инфлаторних притисака. Директни, трошковни ефекти пораста цена пољопривредних производа су краткорочни и исцрпљују се веома брзо. На пример, пораст цене пшенице, односно брашна, довешће до пораста цене хлеба у мери у којој је потребно да би се покрили нови, виши трошкови. Након тога, инфлаторни ефекат се исцрпљује и цена хлеба зауставља се на новом нивоу, тј. ефекат је једнократан. У том случају, монетарна политика неће реаговати зато што ће се и без њене реакције базна инфлација веома брзо вратити на ниво пре шока.

Уколико, међутим, таква врста шока доведе до пораста инфлаторних очекивања, то би на дужи рок могло креирати инфлаторне притиске на све цене. У том случају, ради њихових обуздавања, Народна банка Србије би била принуђена да заостри монетарну политику. Према томе, **Народна банка ће реаговати на пораст цена пољопривредних производа само у мери у којој они доводе до пораста инфлаторних очекивања**. Закључак је исти и када је реч о расту цена електричне енергије, нафтних деривата и сл.

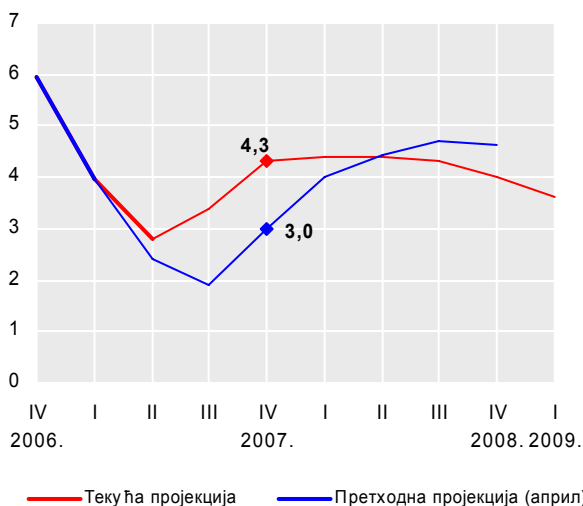
У светлу актуелних дешавања, сматрамо да **текућа кретања цена прехранбених производа не угрожавају циљану базну инфлацију и сама по себи нису разлог за реакцију монетарне политике**. Народна банка ће у наредном периоду пратити факторе инфлације и на основу њиховог кретања доносити одлуке. Ако се оцени да раст цена пољопривредних производа прети да, преко пораста инфлаторних очекивања, угрози ценовну стабилност, Народна банка ће предузети одговарајуће мере. У сваком случају, могућност пребацивања циљаног распона базне инфлације у овој и наредној години је занемарљиво мала.

Поређење са пројекцијом из првог тромесечја

У односу на претходни Извештај о инфлацији, централна пројекција базне инфлације је знатно виша. Основни разлог за то је што је у међувремену дошло до знатних промена код претпоставки у погледу небазне инфлације по основу великог повећања цена нафтних деривата, раније непланираног септембарског пораста цена електричне енергије, као и најновијег поскупљења пољопривредних производа услед суше. То је утицало на промену пројекције базне инфлације навише, с обзиром да компоненте небазне инфлације – пре свега енергенти и пољопривредни производи – чине трошковну ставку у производњи добара чије цене улазе у обрачун базне инфлације. Поред тога, пошто компоненте небазне инфлације директно улазе у обрачун индекса цена на мало, дошло је и до значајне измене пројекције укупне

Графикон IV 1.2.

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



инфлације, која се у претходном Извештају кретала око 6%, док нова пројекција износи 8,0%. Такође, због јачих инфлаторних притисака, овој пројекцији одговара рестриктивнији карактер монетарне политике него што је то био случај у пројекцији из претходног Извештаја о инфлацији.

Табела А

Индикатори екстерне позиције Србије

	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007. Јан.-јун
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ ЛИКВИДНОСТИ (у %)							
Девизне резерве/увоз робе и услуга (у месецима)	3.1	4.5	5.3	4.5	5.9	9.6	8.1
Девизне резерве/краткорочни дуг	114.1	223.5	336.3	424.9	385.9	717.3	956.4
Девизне резерве/БДП	11.0	14.4	17.5	17.3	22.2	37.4	34.3
Отплата дуга/БДП	0.9	1.3	2.0	3.8	4.5	6.4	8.9
Отплата дуга/извоз робе и услуга	3.7	7.1	9.1	16.8	17.9	23.5	30.3
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)							
Спољни дуг/БДП	104.8	70.9	66.7	57.5	58.7	61.7	58.6
Краткорочни дуг/БДП	9.7	6.4	5.2	4.1	5.7	5.2	3.6
Спољни дуг/извоз робе и услуга	456.9	379.2	343.0	253.6	234.2	228.1	206.1
ИНДИКАТОРИ ИЗЛОЖЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКОМ РИЗИКУ (у %)							
Девизне резерве/М1	135.9	143.3	195.3	221.0	291.1	356.5	355.0
Девизне резерве/примарни новац	136.3	132.0	168.0	166.2	170.3	177.8	173.8
СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ)/БДП							
	65.3	56.9	59.1	68.6	70.2	73.9	79.8
КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ							
				Новембар	Јул	Фебруар	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
МЕМОРАНДУМ:							
	(у милионима долара)						
БДП (у млн USD)	10,619	15,840	20,340	24,509	26,355	31,760	18,124
Спољни дуг	11,125	11,230	13,575	14,099	15,467	19,606	21,092
Сервисирање спољног дуга	91	211	397	935	1,183	2,021	1,608
Девизне резерве централне банке	1,169	2,280	3,550	4,245	5,843	11,888	12,337
Краткорочни дуг	1,026	1,020	1,056	999	1,514	1,657	1,290
Биланс текућих трансакција	-285	-1,247	-1,420	-2,869	-2,224	-3,656	-2,812

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:

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

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

3. Отплата спољног дуга не укључује превремену отплату дуга.

4. БДП за посматрани период 2007. је процена Народне банке Србије.

Табела Б

Основни макроекономски индикатори

	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007. Јан.-јун
Реални раст БДП-а (у %)	4.8	4.2	2.5	8.4	6.2	5.7	7.8 ¹⁾
Цене на мало (у %, у односу на исти месец претходне године)	40.7	14.8	7.8	13.7	17.7	6.6	5.1
Базна инфлација (у %, у односу на исти месец претходне године)	20.5	4.4	6.1	11.0	14.5	5.9	2.8
Девизне резерве НБС (у млн USD)	1,169.1	2,280.1	3,550.1	4,244.5	5,842.8	11,887.5	12,337.0
Извоз (у млн USD) ²⁾	2,435	2,961	4,358	5,559	6,606	8,593	5,311
- стопа раста у %, у односу на претходну годину	17.9	21.6	47.2	27.6	18.8	30.1	39.4
Увоз (у млн USD) ²⁾	-4,499	-6,059	-8,177	-11,853	-11,902	-14,885	-9,158
- стопа раста у %, у односу на претходну годину	28.3	34.7	35.0	45.0	0.4	25.1	37.1
Текући рачун платног биланса							
(у млн USD)	-285	-1,247	-1,420	-2,869	-2,224	-3,656	-2,812
у % БДП-а	-2.7	-7.9	-7.0	-11.7	-8.4	-11.5	-15.5
Незапосленост, званични подаци (у %) ³⁾	21.8	24.5	26.1	23.9	25.3	25.9	25.8
Незапосленост по Анкети (у %) ⁴⁾	12.2	13.3	14.6	18.5	20.8	20.9	...
Зараде (просечне за период, у EUR)	89.9	151.7	176.7	194.4	210.4	260	323
Републички буџетски дефицит/суфицит (у % БДП-а)	-0.2	-4.3	-1.4	-0.1	1.5	1.4	0.15
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а)							
- Методологија Министарства финансија	0.0	-1.9	-2.0	0.5	3.9	-3.1	4.0
- Методологија ММФ-а	-0.5	-2.8	-4.3	-1.4	-3.2	-4.7	1.5
Јавни дуг Републике Србије (спољни + унутрашњи, у % БДП-а) ⁵⁾	106.5	73.7	67.9	53.7	46.2	38.8	32.8
Курс динара према USD (просек, у периоду)	66.68	64.46	57.56	58.39	66.70	67.10	60.58
Курс динара према USD (крај периода)	67.67	58.98	54.64	57.94	72.22	59.98	58.78
Курс динара према EUR (просек, у периоду)	59.78	60.68	65.05	72.57	82.92	84.16	80.53
Курс динара према EUR (крај периода)	59.71	61.52	68.31	78.89	85.50	79.00	79.03
Меморандум							
БДП (у млн USD)	10,619	15,840	20,340	24,509	26,355	31,760	18,124 ¹⁾

¹⁾ Процена Народне банке Србије.

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

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

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

⁵⁾ Извор: Билтен Министарства финансија Републике Србије.

Додатак 1. Одлука о измени Одлуке о каматним стопама које Народна банка Србије примењује у поступку спровођења монетарне политике

„Службени гласник Републике Србије“, бр. 50/2007, 01. јун 2007

На основу члана 14. тачка 6. Закона о Народној банци Србије ("Службени гласник РС", бр. 72/2003 и 55/2004), Монетарни одбор Народне банке Србије доноси

О д л у к у
о измени Одлуке о каматним стопама које
Народна банка Србије примењује у поступку спровођења монетарне политике

1. У Одлуци о каматним стопама које Народна банка Србије примењује у поступку спровођења монетарне политике ("Службени гласник РС", бр. 73/2006, 103/2006, 110/2006 и 31/2007), тачка 6. мења се и гласи:

"6. Референтном каматном стопом, у смислу ове одлуке, а у складу са одлуком којом се доносе смернице за утврђивање каматних стопа Народне банке Србије по основу операција на новчаном тржишту, сматра се највиша, односно најнижа каматна стопа коју Народна банка Србије примењује у поступку спровођења репо трансакција продаје, односно куповине хартија од вредности, с рочношћу од две недеље (од 12 до 16 дана).

Висину референтне каматне стопе, као и почетак њене примене, утврђује Монетарни одбор Народне банке Србије.

Референтна каматна стопа објављује се на веб-сајту Народне банке Србије истог дана кад је утврди Монетарни одбор Народне банке Србије."

2. Ова одлука ступа на снагу даном објављивања у "Службеном гласнику РС", а примењује се од 1. јуна 2007. године.

МО НБС бр. 11
29. маја 2007. године

Београд

Председавајући седницом
Монетарног одбора Народне банке Србије

Г у в е р н е р
Народне банке Србије

Радован Јелашић

Додатак 2: Промене обавезне резерве банака

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

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

Ред. бр.	Правни основ	Основа	Стопа	Плаћање кам. на средства издвојене о. р.	Први обрачун	Очекивани ефекат мера
	102/05	Динарска – непромењена Динарска са девизном клаузулом уведена Девизна непромењена	18% 35%	Плаћа се Плаћа се		Повлачење 2,0 млрд динара
8.	109/05	Динарска непромењена Динарска са девизном клаузулом Девизна – проширена девизном штедњом положеном код банака после 30. 6. 2001, која је имала другачији третман, а истовремено укинута минимална девизна ликвидност и умањена за девизне штедне улоге положене код банке у периоду од 1. до 7. 11. 2004. и од 31. 10. до 6. 11. 2005.	Повећана са 35% на 38% 38%	Не плаћа се	10. 12. 2005.	Повлачење 14,9 млрд динара
	28/06	Динарска – непромењена Динарска са девизном клаузулом – промењена	18% Повећана са 38% на 40%	Плаћа се Плаћа се		Повлачење 1,2 млрд динара
9.		Девизна – проширена за износ субординираних девизних обавеза	Повећана са 38% на 40%, осим за субординиране обавезе (20%), и са 38% на 100% на средства која даваоци лизинга држе код банке	Не плаћа се	10.4. 2006.	Повлачење 18,7 млрд динара
	39/06	Динарска – непромењена Девизна – непромењена	18% 40% За инозадуж. с роком отпл. до две године повећана са 40% на 60%	Плаћа се Не плаћа се	10. 5. 2006.	Повлачење 35,5 млрд динара

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

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

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

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

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

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

Додатак 3: Пруденцијалне мере за ограничење кредитног раста

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

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

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

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

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

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

Ред. бр.	Правни основ	О с н о в а	О п и с	Претходно стање
20.	31/07	Одлука о усклађивању стања бруто динарских пласмана одобрених становништву са основним капиталом банака	Овом изменом се прописује обавеза банака да на износ позитивне разлике између прописаног и депонованог износа средстава, као и између исправно утврђеног и првобитно утврђеног износа за депоновање средстава, плаћају камату Народној банци Србије по каматној стопи предвиђеној Одлуком о каматним стопама које Народна банка Србије примењује у поступку спровођења монетарне политике ("Службени гласник РС", бр.73/2006, 103/2006, 110/2006 и 31/2007).	Почетак примене у периоду од 25. маја до 25. јуна 2007. године, а према стању бруто пласмана одобрених становништву и основног капитала на дан 30. априла 2007.
21.	56/07	Одлука о адекватности капитала банке	Овом изменом брише се клаузула да се из обрачуна девизне позиције банке изузимају потраживања од РС у складу са Одлуком о начину и условима регулисања обавеза Републике Србије према овлашћеним банкама из члана 16. Закона о регулисању јавног дуга СР Југославије по основу девизне штедње грађана (Сл. Гласник РС бр. 92/02).	<i>Банке су дужне да до 28. септембра 2007. године показатељ девизног ризика ускладе са оним који је прописан.</i>
22.	77/07	Одлука о усклађивању стања бруто динарских пласмана одобрених становништву са основним капиталом банака	Овом изменом банке су дужне да стање бруто пласмана одобрених становништву ускладе са основним капиталом банке тако да стање тих пласмана на крају сваког календарског месеца буде мање или једнако 150% вредности основног капитала банке на крају сваког календарског месеца, почев од стања пласмана и капитала на дан 31.12.2007. Банке не могу одобравати готовинске кредите с роком отплате дужим од 24 месеца.	

Списак табела и графикана

Табеле

I.0.1.	Основни макроекономски индикатори	3
II.0.1.	Показатељи раста цена	5
II.0.2.	Раст цена на мало по компонентама	6
II.0.3.	Допринос стопи раста цена на мало	6
II.0.4.	Најзначајније очекиване промене регулисаних цена у трећем тромесечју 2007.	7
III.1.1.	Структура промета на МДТ-у	23
III.3.1.	Платни биланс Републике Србије	27
III.3.2.	Робна размена по економској намени	28
III.3.3.	Робна размена по економским групацијама	28
III.3.4.	Доприноси стопи раста девизних резерви НБС	31
III.3.5.	Нето девизне трансакције НБС са монетарним ефектом	31
III.4.1.	Допринос делова активе стопи раста примарног новца	33
III.4.2.	Допринос делова активе стопи раста МЗ	33
III.4.3.	Просечан допринос слободних средстава укупној ликвидности банака	36
III.4.4.	Штедња становништва	37
III.5.1.	Фискални резултат	42
III.5.2.	Консолидовани јавни расходи	42
III.5.3.	Индикатори кретања инвестиција	43
III.7.1.	Очекивања у погледу кретања инфлације у наредних 12 месеци	46
III.7.2.	Очекивања банкарског сектора у погледу кретања инфлације, референтне каматне стопе и девизног курса за крај 2007.	46
A)	Индикатори екстерне позиције Србије 2001 – јун 2007.	52
B)	Основни макроекономски индикатори 2001 – јун 2007.	53

Графикони

II.0.1.	Кретање цена (тримесечни раст)	5
II.0.2.	Кретање цена (међугодишњи раст)	5
II.0.3.	Допринос стопи раста цена на мало	6
III.0.1.	Реална каматна стопа на репо операције и њен тренд	12
III.0.2.	Реални девизни курс и његов тренд	12
III.0.3.	Индекс монетарних услова	12
III.1.1.	Просечна пондерисана каматна стопа на репо операције	18
III.1.2.	Кретање каматних стопа	18
III.1.3.	Крива приноса на међубанкарском тржишту новца	19
III.1.4.	Просечна пондерисана каматна стопа на девизне штедне улоге	19
III.1.5.	Кретање каматних стопа на тржишту новца ЕУ и Србије	20
III.1.6.	Кретање репо стопа ЕЦБ и ФЕД-а	20
III.1.7.	Пондерисане каматне стопе на хартије од вредности	20
III.1.8.	Кретање приноса на обвезнице старе девизне штедње	21

III.1.9. Кретање вредности Belexline индекса	21
III.1.10. Кретање курса динара према евр	22
III.1.11. Дневне промене курса динара према евр	22
III.1.12. Номинални курс динара	23
III.1.13. Показатељ премије ризика – ЕМБИ	23
III.2.1. Базна и увозна инфлација	25
III.2.2. Кретање цена нафте	25
III.3.1. Извоз и увоз робе	27
III.3.2. Покриће дефицита биланса робе, услуга и камата текућим трансферима	28
III.3.3. Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала	29
III.3.4. Структура прилива капитала	29
III.3.5. Средњорочни и дугорочни кредити из иностранства	29
III.3.6. Износ и структура спољног дуга Републике Србије	30
III.3.7. Покривеност увоза девизним резервама	30
III.4.1. Креирање примарног новца	32
III.4.2. Примарни новац	32
III.4.3. Кретање монетарних агрегата дефлационираних ценама на мало	34
III.4.4. Кретање монетарних агрегата	34
III.4.5. Извори раста пласмана банака	35
III.4.6. Међугодишњи раст кредита привреди и становништву	35
III.4.7. Секторски распоред кредита банака	35
III.4.8. Просечна стопа ликвидности банака	37
III.5.1. Доприноси тромесечном расту БДП-а	38
III.5.2. Кретање бруто домаћег производа – процене по тромесечјима	38
III.5.3. Кретање тражње становништва и БДП-а	40
III.5.4. Јавни приходи и расходи (методологија ММФ-а)	41
III.5.5. Структура јавних расхода	41
III.6.1. Кретање просечних нето зарада	44
III.6.2. Кретање просечних нето зарада у јавном сектору	44
III.6.3. Незапосленост	45
III.6.4. Запошљавање	45
IV.1.1. Пројектована базна инфлација	48
IV.1.2. Поређење текуће са претходном пројекцијом базне инфлације	50

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

Седнице Монетарног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе у 2007. години

Датум	Референтна каматна стопа	Промена (у процентним поенима)
Одржане седнице Монетарног одбора		
10. јануар 2007.	14,00	0
29. јануар 2007.	13,00	-1,00
9. фебруар 2007.	13,00	0
28. фебруар 2007.	11,50	-1,50
13. март 2007.	11,50	0
28. март 2007.	10,50	-1,00
18. април. 2007.	10,50	0
27. април. 2007.	10,00	-0,50
15. мај 2007.	10,00	0
29. мај 2007.	9,50	-0,50
11. јун 2007.	9,50	0
28. јун 2007.	9,50	0
12. јул 2007.	9,50	0
27. јул 2007.	9,50	0
15. август 2007.	9,50	0

Планиране седнице Монетарног одбора

28. август 2007.
 10. септембар 2007.
 28. септембар 2007.
 10. октобар 2007.
 29. октобар 2007.
 9. новембар 2007.
 28. новембар 2007.
 10. децембар 2007.
 28. децембар 2007.

Саопштења са седница Монетарног одбора Народне банке Србије

Саопштење са седнице Монетарног одбора одржане 18. 4. 2007.

Монетарни одбор Народне банке Србије је на данашњој седници, разматрајући актуелна економска кретања у првој половини априла, одлучио да не промени референтну каматну стопу, утврђену на нивоу од 10,5 одсто. Таква одлука заснована је на оцени да, иако кретања базне инфлације у првом тромесечју дају простора за додатно ублажавање монетарне политике, Монетарни одбор не располаже са довољно информација о постојећим ризицима који би у наредном периоду могли негативно да утичу на инфлаторна очекивања.

То се пре свега односи на стопу базне инфлације која ће бити остварена у априлу и на недовољан степен рестриктивности фискалне политике, уз непотпун увид у јавне финансије у периоду продуженог привременог финансирања како у погледу расхода и трошења додатних прихода, тако и у погледу остварења планираних редовних буџетских прихода. Изузев најаву кориговања, и даље је непознат годишњи план кориговања регулисаних цена, а од спољних фактора раст цена нафте наговештава могући инфлаторни ефекат у наредном периоду.

Монетарни одбор је оценио и да није прошло довољно времена од последњег значајног смањења референтне каматне стопе, која је 28. марта коригована наниже за један процентни поен, да би се сагледали сви ефекти, укључујући и то како каматне стопе на међубанкарском тржишту реагују на промену ове каматне стопе, којом Народна банка Србије пресудно утиче на одржавање базне инфлације у пројектованом оквиру за ову годину.

Монетарни одбор је констатовао да у првој половини априла Народна банка Србије ниједанпут није била активна на девизном тржишту, што значи да се курс у потпуности формирао усклађивањем понуде и тражње у трансакцијама између банака.

Саопштење са седнице Монетарног одбора одржане 27. 4. 2007.

Монетарни одбор је на данашњој седници, анализирајући остварена економска кретања, а пре свега на основу прогнозе кретања инфлације у оквиру дефинисаног инфлационог коридора, одлучио да референтну каматну стопу смањи за додатних 50 базних поена, тј. са 10,5 на 10 одсто. Ова одлука заснована је на проценама да је, укључујући кретање цена у априлу, базна инфлација остварена у току 2007. године испод доње границе циљаног распона (утврђеног између 4 и 8 одсто), као и да су смањена инфлаторна очекивања, што омогућава даље снижавање референтне каматне стопе и њено опрезно прилагођавање оптималном нивоу који доприноси одржавању инфлације у пројектованом оквиру за ову годину.

Такође, чињеница да се курс формира у пуној мери под утицајем тржишта, усклађивањем понуде и тражње на целокупном девизном тржишту, а да Народна банка Србије већ шест недеља (од 14. марта) није била присутна на девизном тржишту, потврђује да је референтна каматна стопа ефикасан инструмент монетарне политике.

На постепеност смањивања референтне каматне стопе, по оцени Монетарног одбора, упућују присутни ризици, који се у највећој мери односе на неизвесност у погледу фискалних кретања, с обзиром на то да још није усвојен буџет за 2007. годину. Непознаницу представљају и ниво и динамика корекција регулисаних цена, попут очекиваног раста цена електричне енергије, као и даље кретање светских цена нафте.

Уважавајући значај поменутих ризика и водећи рачуна о дугорочној стабилности монетарних услова, Монетарни одбор је данас, осми пут од њеног увођења у септембру 2006. године, референтну каматну стопу смањио на ниво од 10 одсто. Само у овој години референтна каматна стопа је коригована наниже четири пута.

Нова референтна каматна стопа примењиваће се од 4. маја 2007. године.

Саопштење са седнице Монетарног одбора одржане 15. 5. 2007.

Разматрајући економска кретања у првој половини маја, Монетарни одбор Народне банке Србије је одлучио да не мења референтну каматну стопу, која је утврђена на нивоу од 10 одсто. Иако се базна инфлација налази испод доње границе таргетираног распона, а мартовско смањење референтне каматне стопе је допринело даљем паду каматних стопа на новчаном тржишту у априлу, Монетарни одбор је оценио да у овом тренутку не располаже са довољно информација које би потврдиле оправданост додатне промене курса монетарне политике.

У првој декади овог месеца, након скоро два месеца, Народна банка је два пута интервенисала продајом девиза на Међубанкарском девизном тржишту, у укупном износу од 75,4 милиона евра, како би ублажила превелику дневну осцилацију девизног курса. Истовремено, Народна банка је у протеклих недељу дана, у периоду од 7. до 12. маја, од мењача нето откупила укупно 56,4 милиона евра. Иако се, после привремених турбуленција изазваних неизвесношћу у погледу формирања нове владе, девизно тржиште стабилизовало, Монетарни одбор сматра да због ових кретања није било могуће да се у потпуности сагледа реални утицај на инфлаторна очекивања последњег смањивања референтне каматне стопе, до којег је дошло почетком маја.

Једна од непознаница, од пресудног утицаја како на будућа инфлаторна очекивања, тако и на степен рестриктивности монетарне политике у наредном периоду, и даље је обим буџетске потрошње, која тек треба да буде дефинисана буџетом за 2007. годину, који ће одредити ниво рестриктивности фискалне политике у преосталом делу ове године.

Народна банка Србије ће пажљиво пратити даља кретања и на следећој седници Монетарног одбора, крајем маја, после објављивања стопе инфлације у овом месецу и сагледавања буџета којим ће бити замењено досадашње привремено финансирање, процениће потребу прилагођавања мера монетарне политике пројекцији базне инфлације за друго тромесечје ове године.

Саопштење са седнице Монетарног одбора одржане 29. 5. 2007.

Данашњом одлуком Монетарног одбора Народне банке Србије референтна каматна стопа снижена је са 10 одсто, на 9,5 одсто. Без обзира на то што ће мајска инфлација укључити поскупљење електричне енергије, Монетарни одбор је оценио да укупна инфлација на годишњем нивоу неће прећи 5 одсто, што потврђује исправност ранијег залагања Народне банке Србије да се корекција цене струје не одлаже, јер би неизвесност у том погледу могла имати већи негативан ефекат на инфлаторна очекивања него што ће бити стварни утицај тог поскупљења на општи ниво цена.

И базна инфлација, на коју Народна банка Србије утиче својом монетарном политиком, у мају бележи даљи пад на годишњем нивоу, што створа простор за додатно извесно ублажавање монетарне политике. Са данашњим, деветим по реду, снижењем референтне каматне стопе у последњих девет месеци, откако је она уведена као главни инструмент монетарног регулисања, ова каматна стопа Народне банке Србије, у складу са смањивањем инфлације, спуштена је на једноцифрен ниво.

Процењујући да ће се инфлација даље смањивати, Народна банка Србије упозорава да одржање тог тренда зависи пре свега од чврстог оквира економске политике за ову годину, укључујући и буџет, који треба да одрази потребну рестриктивност фискалне политике и омогући монетарној политици да стабилност цена остварује уз нижи степен рестриктивности.

Нови буџет, као главна детерминанта домаће тражње, затим план корекције регулисаних цена и став инвеститора према нашој земљи, уз кретање светских цена нафте, остају главне одреднице које ће у наредним месецима одређивати кретање референтне каматне стопе у правцу који ће обезбедити остваривање базне стопе инфлације у планираним оквирима за ову годину, констатовао је Монетарни одбор приликом разматрања Извештаја о инфлацији за прво тромесечје 2007. године. На данашњој седници Монетарни одбор је разматрао и Меморандум Народне банке Србије о утврђивању циљне стопе инфлације за 2008, којим је дефинисан циљ за базну инфлацију за крај наредне године. Објављивање стопе инфлације у 2008, коју монетарном политиком циља

Народна банка Србије, треба да повећа транспарентност и да допринесе смањењу инфлаторних очекивања у наредном периоду. Оба ова документа биће доступна јавности на сајту Народне банке Србије од 4. јуна.

Монетарни одбор је истовремено усвојио и измене Одлуке о каматним стопама које Народна банка Србије примењује у поступку спровођења монетарне политике, а које се односе на начин објављивања референтне каматне стопе. Убудуће, референтна каматна стопа ће се објављивати на веб-сајту Народне банке истог дана када је Монетарни одбор утврди, а од тада почиње и њена примена. На тај начин ће банке и други учесници на финансијском тржишту одмах бити обавештени о измени референтне каматне стопе, односно о мерама Народне банке, што ће допринети ефикаснијем спровођењу операција на отвореном тржишту и управљању каматним стопама ради остваривања основних циљева монетарне политике.

Саопштење са седнице Монетарног одбора одржане 11. 6. 2007.

Референтна каматна стопа остаје на нивоу од 9,5 одсто, на којем је била утврђена почетком јуна. Разматрајући актуелна монетарна и економска кретања Монетарни одбор је на данашњој седници оценио да је у јуну настављен тренд снижавања каматних стопа на новчаном тржишту, као и да је курс динара, који се формира на основу усклађивања понуде и тражње за девизама у међубанкарској трговини, стабилан и са малим осцилацијама. Од 4. јуна, од када више не постоји обавеза организовања дневног састанка Међубанкарског девизног тржишта, Народна банка Србије није организовала ниједан овакав састанак и курс је у потпуности формиран на основу тржишних фактора.

Монетарни одбор ће пажљиво пратити економска кретања, као и утицај мајског повећања цена електричне енергије на базну инфлацију. На основу тога, и након усвајања буџета за ову годину, Монетарни одбор ће на наредној седници одлучити о нивоу референтне каматне стопе која обезбеђује остваривање пројекције базне инфлације.

Остварена укупна мајска инфлација нешто је виша од очекиване због непланираног раста једног дела регулисаних цена, док је остварена базна инфлација у прошлом месецу од 0,2 одсто била нешто нижа од очекиване. Непредвиђени раст дела регулисаних цена, према оценама Монетарног одбора, не би требало да има значајнији утицај на будуће кретање инфлације.

Саопштење са седнице Монетарног одбора одржане 28. 6. 2007.

Референтна каматна стопа остаје непромењена, на нивоу од 9,5 одсто, одлучио је Монетарни одбор након разматрања актуелних економских кретања. Иако се базна инфлација и даље налази знатно испод доње границе планираног распона за ову годину, по процени Монетарног одбора, у јуну је месечна стопа и укупне и базне инфлације забележила висок раст у поређењу са претходним месецима ове године, што је један од разлога који налаже да монетарна политика остане непромењена.

На раст укупне, али и базне инфлације, утицали су у највећој мери индиректни ефекти поскупљења електричне енергије у мају и деривата у јуну, као и раст других цена под контролом државе, при чему остаје неизвесност у погледу спољних притисака у виду даљег повећања цена нафте на светском тржишту.

Монетарни одбор је имао у виду постојећа инфлаторна очекивања, као и чињеницу да усвојена буџетска потрошња за ову годину неће допринети њиховом смањивању, већ ће, напротив, заједно са оствареним високим растом зарада у протеклим месецима, утицати на то да се инфлаторна очекивања и притисци повећају. Од јула, са реализацијом буџета за 2007. годину, значајно ће бити повећана ликвидност, и по том основу се у наредном периоду очекују значајни инфлаторни притисци.

Сви поменути фактори, по оцени Монетарног одбора, и без релаксације монетарне политике утицаће у наредним месецима на повећање базне инфлације, приближавајући је доњој граници циљаног распона.

Монетарни одбор ће пажљиво пратити динамику реализације увећане јавне потрошње и њеног утицаја на повећање агрегатне тражње, а преко тога и на кретање инфлације, и у складу са тим ће реаговати преко нивоа референтне каматне стопе у правцу задржавања или евентуалног повећања рестриктивности монетарне политике.

Саопштење са седнице Монетарног одбора одржане 12. 7. 2007.

Разматрајући актуелна економска кретања и остваривање пројекције базне инфлације до краја године, Монетарни одбор је донео одлуку да референтну каматну стопу задржи на досадашњем нивоу од 9,5 одсто.

Монетарни одбор је оценио да су кретања на финансијским тржиштима стабилна и у оквирима који обезбеђују остваривање пројекције базне инфлације, као и да каматне стопе адекватно реагују на постојећи ниво референтне каматне стопе НБС. Уз то, и даље су присутни исти ризици који могу да утичу на раст инфлаторних очекивања и инфлације, а у првом реду то се односи на повећање тражње под утицајем увећаних зарада и реализације буџетске потрошње у наредним месецима.

Монетарни одбор се информисао и о најновијој оцени међународне агенције за утврђивање кредитног рејтинга Standard&Poog's, којом је кредитни рејтинг Србије од "BB –" погоршан тиме што је досадашњи предзнак „позитиван“ замењен квалификацијом „стабилан“. Standard&Poog's је своју оцену базирао на констатацији да је фискална политика релаксирана и да ће проузроковати у наредном периоду повећање текућег платног дефицита.

Имајући у виду досадашње позитивне ефекте емисија штедних записа, као и значајно интересовање грађана за даље инвестирање у динарима, Монетарни одбор је донео одлуку о новој емисији штедних записа. Са датумом издавања 17. јулом 2007. и роком доспећа 11. јулом 2008. и ова емисија ће имати укупну номиналну вредност од једне милијарде динара, уз каматну стопу од 11 одсто на годишњем нивоу. По оцени Монетарног одбора таква каматна стопа и даље представља атрактиван принос, имајући у виду опадајући тренд инфлације.

Монетарни одбор је констатовао да је НБС, кроз успешну продају ових хартија од вредности, у потпуности остварила постављене циљеве - активирана је динарска штедња грађана која бележи стални раст, банке су повећале каматне стопе на динарске штедне улоге и значајно је ојачано поверење у домаћу валуту. Имајући у виду постигнуте резултате Монетарни одбор је одлучио да је ово последња емисија штедних записа Народне банке, након чега ће се НБС повући са овог сегмента финансијског тржишта.

Саопштење са седнице Монетарног одбора одржане 27. 7. 2007.

Разматрајући актуелна економска кретања и остваривање пројекције базне инфлације до краја ове године, као и план за 2008, Монетарни одбор је одлучио да задржи референтну каматну стопу на садашњем нивоу од 9,5 одсто. На основу процене јулске инфлације Монетарни одбор је констатовао да се базна инфлација и даље налази око доње границе пројектованог распона за ову годину, што у овом тренутку даје могућност да се задржи постојећи ниво рестриктивности монетарне политике.

Монетарни одбор је, међутим, упозорио на присутне ризике који ће допринети убрзању базне инфлације у наредним месецима и заокрету у вођењу монетарне политике. То се пре свега односи на опасност од предстојеће фискалне експанзије, пошто ће се, након привременог финансирања у првом полугодишту, са остваривањем планираног буџета у другој половини године креирати значајна додатна ликвидност. Са већ оствареним растом зарада, то ће значајно утицати на повећање агрегатне тражње, а тиме и на јачање инфлаторних притисака. Монетарни одбор је упозорио и на трошковне ефекте повећања цена енергената, посебно повећања цена нафте, које је у периоду од 1. априла до данас условило осам поскупљења деривата, као и на неизвесност у погледу корекције регулисаних цена, што ће све имати утицаја на даље кретање базне инфлације.

Разматрајући кретања на девизном тржишту Монетарни одбор је констатовао да је курс динара у првом полугодишту стабилан, као и да се скоро искључиво формира тржишно у

директној међубанкарској трговини и при значајно увећаном обиму промета. У току другог тромесечја банке су у непосредној међусобној трговини оствариле укупан промет од скоро 5 милијарди евра, што је 98 одсто реализованог промета на међубанкарском девизном тржишту.

Имајући у виду кретање базне инфлације Монетарни одбор је оценио да је постојећи ниво рестриктивности монетарне политике одржив, али и да ће значајни инфлаторни притисци у наредном периоду налагати промене у вођењу монетарне политике у правцу њеног заостравања. Народна банка Србије ће пажљиво пратити текућа кретања и промптно ће реаговати на повећање инфлаторних притисака, имајући при томе у виду не само остваривање пројекције базне инфлације у овој години већ и њену пројекцију за 2008, у којој је тај циљ постављен у смањеном распону, од 3 до 6 одсто. То значи да ће Народна банка Србије током ове године, у којој ће базна инфлација бити близу доње границе циљаног распона, предузимати проактивне мере како се инфлаторни притисци не би нагомилали и пренели у наредну годину, условљавајући већу рестриктивност монетарне политике.

Констатујући да је настављен тренд убрзања кредитне активности, који је регистрован од почетка ове године, Монетарни одбор је посебно изразио забринутост због раста готовинских кредита становништву, како по обиму, тако и у погледу продужавања њихове рочности. Стога је закључено да ће се размотрити садашња регулатива везана за овај сегмент кредитне активности и, у сарадњи с пословним банкама, припремити њене измене.

Саопштење са седнице Монетарног одбора одржане 15. 8. 2007.

Монетарни одбор Народне банке Србије одлучио је на данашњој седници да референтну каматну стопу задржи на досадашњем нивоу од 9,5 одсто.

Наредна седница Монетарног одбора би, према унапред утврђеном календару, требало да се одржи 28. августа 2007. године.