



Народна банка Србије

2008  
август

# ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ



2008  
август

# ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

**НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ**

**Београд, Краља Петра 12,**

**Тел.: 011/3027-100**

**Београд, Немањина 17,**

**Тел.: 011/333-8000**

**[www.nbs.rs](http://www.nbs.rs)**

**Тираж: 300 примерака**

**ISSN 1820-9408**

## Уводна напомена

У складу с Меморандумом о новом оквиру монетарне политике, који је усвојен у августу 2006. године, Народна банка Србије се обавезала да остварује циљану стопу базне инфлације у утврђеном распону, 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 остваривања циљане инфлације.

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

Августовски Извештај о инфлацији размотрен је и усвојен на седници Монетарног одбора 2. септембра 2008. године.

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

Монетарни одбор Народне банке Србије:

Радован Јелашић, *гувернер*

Ана Глигоријевић, *вицегувернер*

Мира Ерић-Јовић, *вицегувернер*



# Садржај

<b>I. Резиме</b>	7
<b>II. Кретање инфлације</b>	9
<i>Текст бокс:</i> Инфлација и цене хране у Србији у поређењу са земљама у региону	13
<i>Текст бокс:</i> (Не)остваривање циљане инфлације по земљама	15
<i>Текст бокс:</i> Да ли је метод искључења адекватан за обрачун базне инфлације?	18
<b>III. Детерминанте инфлације</b>	21
1. Монетарни услови	21
<i>Текст бокс:</i> Монетарна политика у периоду нафтног и пољопривредног шока (август 2007–јун 2008)	23
<i>Текст бокс:</i> Да ли је јак динар „непријатељ“ српске економије?	30
2. Увозне цене	32
<i>Текст бокс:</i> Последице раста цена примарних производа и реакција креатора економске политике	34
3. Платнобилансна кретања	36
4. Монетарна кретања	38
<i>Текст бокс:</i> Доступност дугорочних извора финансирања, институције и инфлација	41
5. Кретање понуде и тражње	44
<i>Текст бокс:</i> Цене нафте и привредни раст	48
<i>Текст бокс:</i> Макроекономски ефекти емитовања државних обвезница	53
<i>Текст бокс:</i> Фискални дефицит и инфлација – да ли је граница од 3% фискалног дефицита прихватљива за Србију	55
6. Кретања на тржишту рада	58
<i>Текст бокс:</i> Тржиште рада у Србији у поређењу са земљама у окружењу	61
7. Инфлациона очекивања	63
<b>IV. Пројекција инфлације</b>	65
Додатак 1. Промене обавезне резерве банака и пруденцијалне мере за ограничење кредитног раста	72
Списак табела и графика	73
Седнице Монетарног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе у 2007. и 2008. години	75
Саопштења са седница Монетарног одбора Народне банке Србије	76



## I. Резиме

Инфлација је знатно изнад циљаног распона за 2008. годину. Због снажног инфлаторног притиска изазваног шокovima на страни понуде, очекујемо да овогодишњи циљ неће бити остварен. Процењујемо да ће рестриктивне мере Народне банке Србије, уз слабење инфлаторних притисака углавном са стране понуде, инфлацију вратити у границе циљаног распона половином наредне године.

Инфлација је у другом тромесечју 2008. достигла највиши ниво у последње готово две године. Укупна међугодишња инфлација је у јуну износила 12,1%, а базна инфлација 10,0%. Забрињавајуће је нарочито удаљавање базне инфлације од горње границе циљаног распона за ову годину (3–6%). Мада је пораст базне инфлације најављен у претходном Извештају, остварена стопа је, ипак, знатно премашила наша очекивања.

Убрзање базне инфлације у другом тромесечју резултат је пре свега фактора на страни понуде: високог раста цене хране, трошковних ефеката раста цена деривата нафте (који је поново био знатно изнад наших очекивања), слабења динара из првог тромесечја, али и високих инфлаторних очекивања. Томе треба додати и експанзивни карактер фискалне политике у том периоду.

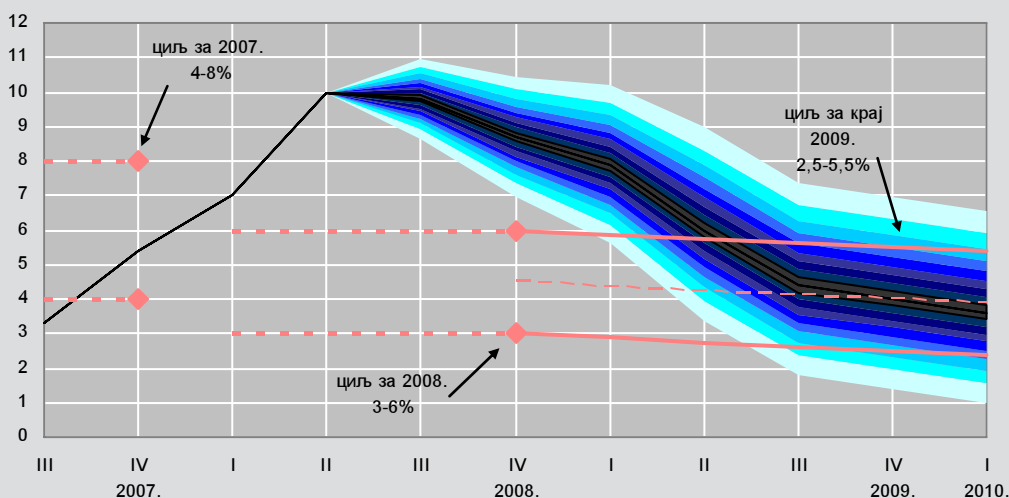
Већина фактора који су у протеклом периоду деловали инфлаторно сада мењају правац деловања. Као резултат примене рестриктивних мера Народне банке Србије и формирања нове републичке Владе динар је ојачао, што се рефлектовало на пад увозне инфлације. Повољни временски услови, по свему судећи, најављују добру годину у пољопривреди, што би могло утицати да цене хране у наредном периоду буду фактор успоравања инфлације. Треба додати да је чак и светска цена нафте половином јула забележила знатан пад, али, без обзира на то, још увек је рано говорити о преокрету у кретању тих цена.

И са стране тражње учача се попуштање инфлаторних притисака. Производни јаз у другом тромесечју је неутралан, након позитивних вредности у претходном периоду. Одређени индикатори (зараде, кредитна активност становништва) указују да се тражња становништва успорава. Једино је фискална политика у посматраном периоду доприносила расту агрегатне тражње.

Економска активност, и поред успоравања, бележи високе стопе раста. Позитивно је то што се у структури употребе БДП-а повећава учешће инвестиционе, а смањује учешће личне потрошње.

Монетарна политика је, као одговор на високе инфлаторне притиске у току ове године, поштрила степен рестриктивности. То је довело до успоравања кредитне активности становништва и, уз стабилизацију политичких прилика, до јачања динара. Резултати рестриктивне монетарне политике вероватно ће бити видљиви већ у трећем тромесечју

**Пројектована базна инфлација**  
(међугодишње стопе, у %)



ове године, када очекујемо знатан пад и укупне и базне инфлације.

Пад базне инфлације очекује се и након тога. Томе ће, поред рестриктивне монетарне политике, допринесити и очекивано успоравање раста цена хране, као и слабљење инфлаторних ефеката раста цена нафтних деривата, уколико се испостави да јулски пад светских цена нафте није само привремен. Висока инфлаторна очекивања још неко време ће успоравати повратак базне инфлације у циљане оквире.

Ипак, готово је извесно да ће циљ у погледу базне инфлације за ову годину бити премашен, у чему ће се Србија придружити већини земаља које циљају инфлацију. Централна пројекција базне инфлације за крај 2008. године износи 8,7% (распон 7,0–10,4%), а укупне 9,4%. Повратак базне инфлације у циљани оквир очекујемо средином 2009. године. Као главне ризике остварења пројекције видимо фискалну политику и светске цене нафте.

Монетарни одбор Народне банке Србије процењује да је у кратком року постојећи ниво рестриктивности (референтна каматна стопа од 15,75%) довољан да доведе до враћања базне инфлације у циљани оквир половином наредне године, посебно имајући у виду слабљење инфлаторних притисака са стране понуде (храна, нафта), јачање динара и успоравање тражње становништва. С друге стране, још увек висока инфлаторна очекивања, као и неизвесност у погледу карактера фискалне политике, онемогућаваће да се монетарна политика у скорије време знатније ублажи. У временском хоризонту од годину дана, међутим, има простора да референтна стопа буде снижена.

Монетарни одбор је мишљења да би највећи допринос обарању инфлације дала одговорна фискална политика кроз обарање јавне потрошње и буџетског дефицита. То би, у исто време, отворило простор за поступно смањење рестриктивности монетарне политике. Ребаланс буџета за текућу и нови буџет за наредну годину даће одговоре на многа питања и у великој мери одредити карактер монетарне политике у наредном периоду.

Табела I.0.1. Основни макроекономски индикатори

	2007.		2008.		
	Дец.	Март	Апр.	Мај	Јун
Цене на мало (међугодишњи раст, у %)	10,1	11,8	12,0	11,6	12,1
Базна инфлација (међугодишњи раст, у %)	5,4	7,0	8,0	8,9	10,0
Velibor (90 дана, месечни просек на годишњем ниову)	10,3	14,1	15,5	16,3	16,4
МЗ (међугодишњи раст, у %)	44,1	43,9	40,8	41,4	35,5
БДП (међугодишњи раст) <sup>1)</sup>	6,9	8,2	...	...	6,8 <sup>2)</sup>
Консолидовани фискални резултат (% БДП-а) <sup>1)</sup>					
Методологија Министарства финансија	-6,8	1,4	...	...	-3,3
Методологија ММФ-а	-7,6	0,6	...	...	-3,3
Салдо робе и услуга (% БДП-а) <sup>1)</sup>	-22,7	-25,0	...	...	-25,0

<sup>1)</sup> Тромесечни подаци.

<sup>2)</sup> Процена Народне банке Србије.

## II. Кретање инфлације

Базна инфлација је у другом тромесечју износила 3,7%. Њен међугодишњи раст на крају тромесечја, који је износио 10,0%, био је изнад циљаног распона и извесно је да ће циљ за ову годину бити премашен. Очекује се да ће крајем трећег тромесечја износити око 9,9%.

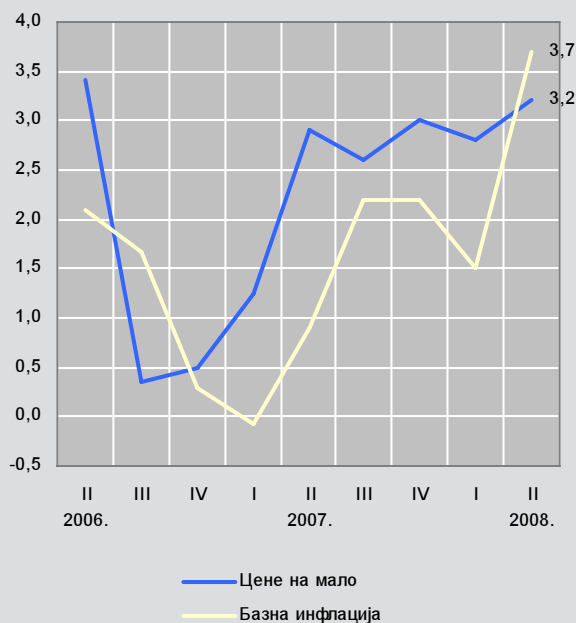
Укупна инфлација на нивоу од 3,2% била је нижа од базне први пут након другог тромесечја 2006. године. Међугодишњи раст цена на мало је достигао 12,1%, са очекивањем да ће до краја трећег тромесечја бити нешто нижи, око 10,2%.

У претходом Извештају о инфлацији претпоставили смо да ће доминантан утицај на кретање инфлације имати раст цена хране и нафтних деривата, али он је био знатно већи од очекиваног.

Међугодишња **базна инфлација** је наставила тренд раста започет у јулу претходне године. На крају другог тромесечја је износила 10,0% и премашила горњу границу циљаног распона за 2008. годину. У другом тромесечју је износила 3,7%<sup>1</sup>, што представља највиши раст од четвртог тромесечја 2005. године (4,3%).

Виши раст базне инфлације од очекиваног, који смо изнели у последњем Извештају о инфлацији, последица је знатнијег раста цена индустријско-прехранбених производа у оквиру базне инфлације, индиректног ефекта раста цена нафте, одложених ефеката депресијације из првог тромесечја, као и експанзивног карактера фискалне политике. Повећана инфлациона очекивања, која су до пред крај 2007. била стабилна и изван утицаја пољопривредног шока, представљала су кључни фактор наставка тренда раста базне инфлације.

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



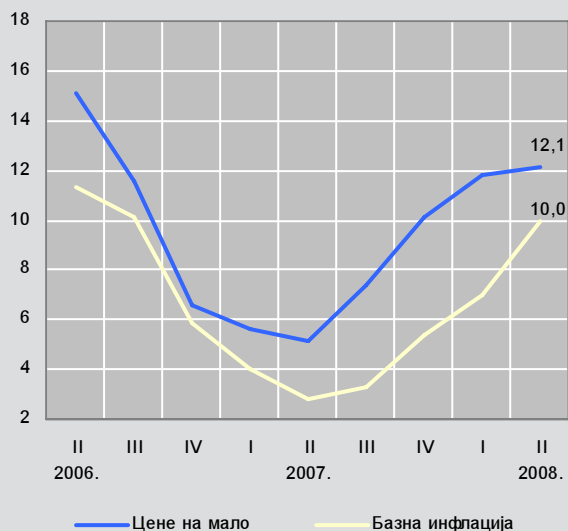
<sup>1</sup> По месецима: април 1,2%, мај 1,1%, јун 1,4%.

Код обе групе производа и услуга у оквиру базне инфлације (прехранбена и непрехрамбена базна инфлација<sup>2</sup>) у другом тромесечју је дошло до раста цена, при чему је допринос цена индустријско-прехранбених производа расту базне инфлације био знатно већи (2,0 п.п.) у односу на претходно тромесечје (0,5 п.п.). Раст цена индустријско-прехранбених производа износио је 18,1% и допринео са чак 5,8 п.п. међугодишњем расту базне инфлације.

Непрехранбена базна инфлација је такође наставила тенденцију раста (допринос базној инфлацији 1,7 п.п.) као последица преливања ефеката пољопривредног шока преко инфлаторних очекивања на остале цене и трошковних ефеката раста цена нафте.

Највећи појединачни допринос базној инфлацији у другом тромесечју дали су производи од меса (1,1 п.п.), саобраћајне услуге, грађевински материјал и масноћа (по 0,4 п.п.).

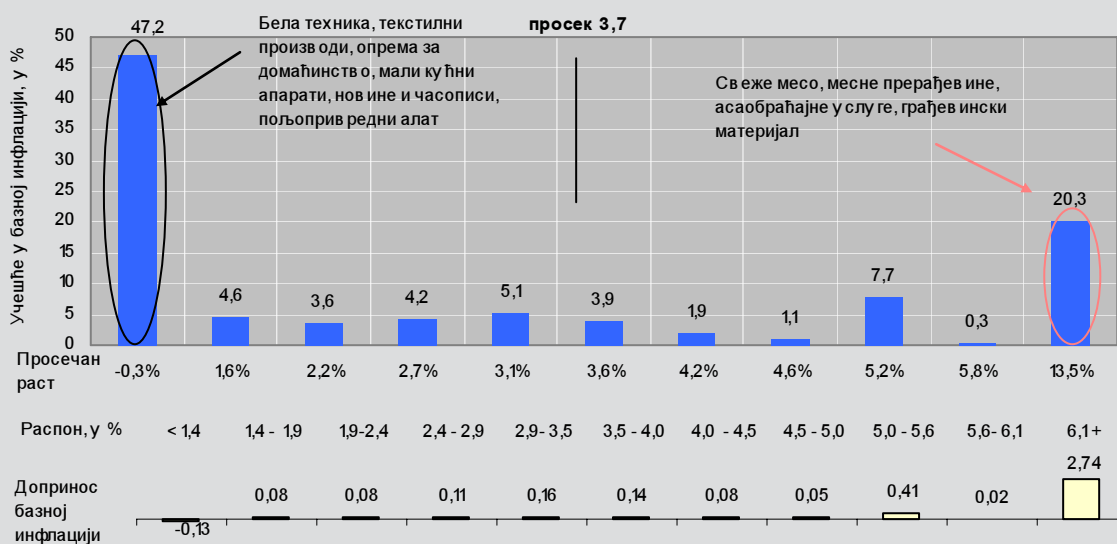
Графикон II.0.2. Кретање цена (међугодишњи раст, у %)



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

	XII 2006.	XII 2007.	III 2008.	VI 2008.
	XII 2005.	XII 2006.	III 2007.	VI 2007.
Цене на мало	6,6	10,1	11,8	12,1
Базна инфлација	5,9	5,4	7,0	10,0
Потрошачке цене	...	11,0	13,6	14,9
Трошкови живота	6,0	11,9	14,6	15,9
Цене робе	6,1	13,0	16,5	17,8
Цене услуга	5,2	5,2	3,1	3,8
Цене произвођача у индустрији	7,3	9,8	12,8	13,1
Цене произвођача пољопривредних производа	7,3	27,2	36,5	48,8

Графикон II.0.3. Распоред промена цена у оквиру базне инфлације у другом тромесечју 2008.



<sup>1</sup> Базна инфлација искључујући прехранбене производе.

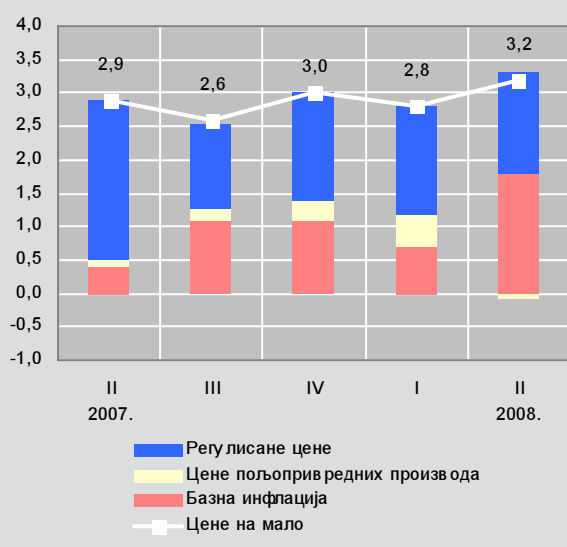
Укупна инфлација мерена растом цена на мало износила је у другом тромесечју 3,2%<sup>3</sup>, а била је одређена кретањем базних (1,8 п.п.) и регулисаних цена (1,5 п.п.). У односу на исти месец претходне године раст цена на мало је износио 12,1%.

Регулисане цене су у другом тромесечју порасле за 3,2% (13% међугодишње) и њихов раст је последица искључиво повећања цена деривата нафте и хлеба и брашна. Тромесечни раст цена деривата износио је 9,9% (34% међугодишње), док је у првих шест месеци њихов раст износио 20,9%.

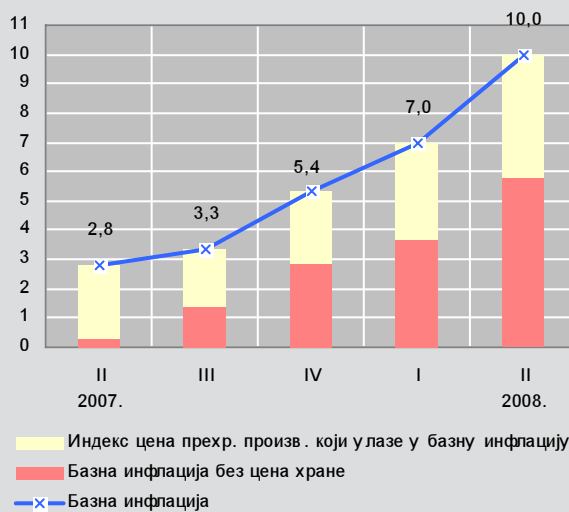
Цене пољопривредних производа су у другом тромесечју забележиле пад од 1,4%, али је њихов међугодишњи раст и даље висок. У јуну је износио 29,7%, што је допринело са 1,1 п.п. расту укупне међугодишње инфлације.

Уколико се из укупне инфлације искључи утицај два доминантна фактора, цене хране и нафтних деривата, укупан раст цена на мало је доста нижи и у другом тромесечју износио је 1,5%, односно 5,0% међугодишње.

Графикон II.0.4. Допринос стопи раста цена на мало (у процентним поенима)



Графикон II.0.5. Допринос стопи раста базне инфлације (у процентним поенима)



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

	2007.			2008.	
	II	III	IV	I	II
Цене на мало	2,9	2,6	3,0	2,8	3,2
Базна инфлација	0,9	2,2	2,2	1,5	3,7
Цене пољопривредних производа	3,0	6,6	9,4	12,8	-1,4
Регулисане цене	5,1	2,7	3,3	3,3	3,2
Електрична енергија	15,0	0,0	0,0	3,5	0,0
Нафтни деривати	7,2	3,5	7,1	10,0	9,9
Комунално-стамбено услуге	0,7	0,9	0,6	0,4	0,6
Услуге друштвене заштите	13,9	9,4	0,8	0,8	0,2
Саобраћајне услуге (регулисане)	0,7	4,5	0,0	2,2	0,4
ПТТ услуге	-0,1	-1,7	0,0	0,0	0,0
Хлеб и брашно	0,1	17,9	9,7	9,0	13,5
Млеко	0,8	12,2	20,1	0,3	1,2
Цигарете	5,6	0,4	7,9	0,0	0,0
Лекови	3,9	1,6	0,5	0,4	0,0
Остало	0,7	0,6	0,9	0,3	3,5

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

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

<sup>3</sup> По месецима: април 1,1%, мај 1,1%, јун 1,0%.

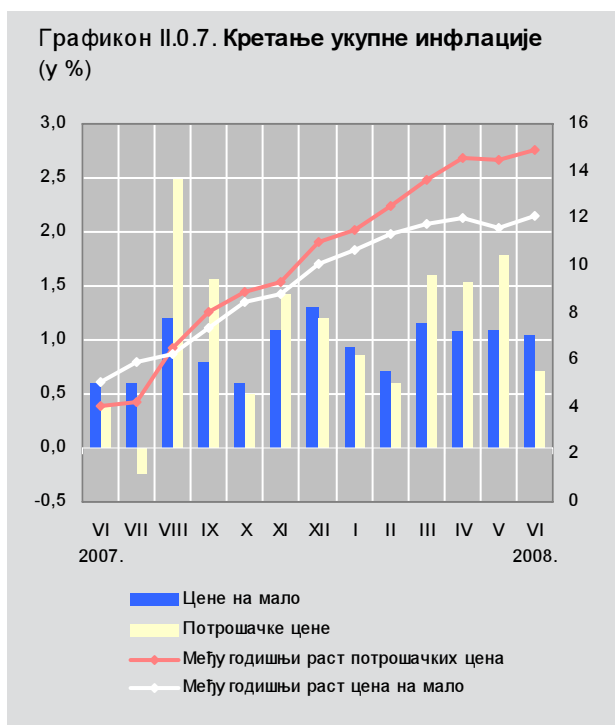
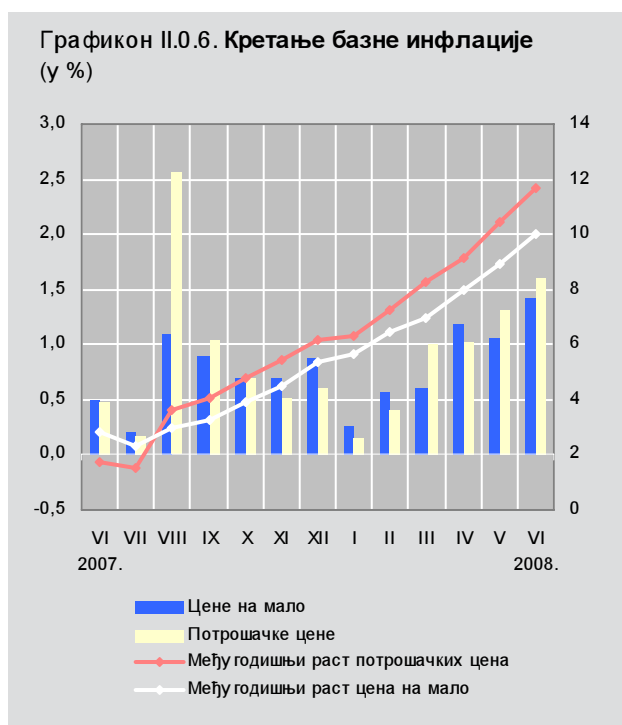
## Индекс потрошачких цена<sup>4</sup>

Базна инфлација мерено индексом потрошачких цена у другом тромесечју је износила 4,0%<sup>5</sup>, што је знатно више у поређењу с растом оствареним у претходном тромесечју (1,6%). Раст цена индустријско-прехранбених производа у оквиру базне инфлације износио је 8,2% и имао је пресудан утицај на кретање базне инфлације у посматраном периоду (допринос 3,3 п.п.). Када се искључе прехранбени производи, базна инфлација износи 1,3% (допринос од 0,7 п.п.).

Међугодишња базна инфлација мерена индексом потрошачких цена наставила је тренд раста започет у другом тромесечју 2007. године и на крају другог тромесечја 2008. је износила 11,7%.

Укупан раст потрошачких цена у другом тромесечју је износио 4,1% и највише је био одређен кретањем базних цена (допринос 2,3 п.п.). Регулисане цене и цене пољопривредних производа су расту потрошачких цена допринеле са 1,2 п.п. и 0,6 п.п. респективно. Међугодишња укупна инфлација мерена индексом потрошачких цена на вишем је нивоу него мерено ценама на мало и износи 14,9%.

Регулисане цене су порасле за 3,4% (14,3% међугодишњи раст у јуну) и њихов раст је искључиво последица повећања цена хлеба и брашна (56,7% мг.) и нафтних деривата (33,4% мг.). Цене пољопривредних производа су оствариле раст од 7,1% (44,4% мг.), што је двоструко мање у односу на претходно тромесечје.



<sup>4</sup> Поред праћења кретања инфлације мерено индексом цена на мало, прагимо и њено кретање мерено индексом потрошачких цена, будући да ће Народна банка Србије у скоројјој будућности прећи на циљање инфлације мерено индексом потрошачких цена.

<sup>5</sup> По месецима: април 1,0%, мај 1,3%, јун 1,6%.

## Инфлација и цене хране у Србији у поређењу са земљама у региону

Цене хране у свету, изражено у доларима, у последњих годину дана су порасле за 44,4% (према најновијим подацима ММФ-а, јун 2008/јун 2007) и један су од основних генератора инфлације у већини земаља.

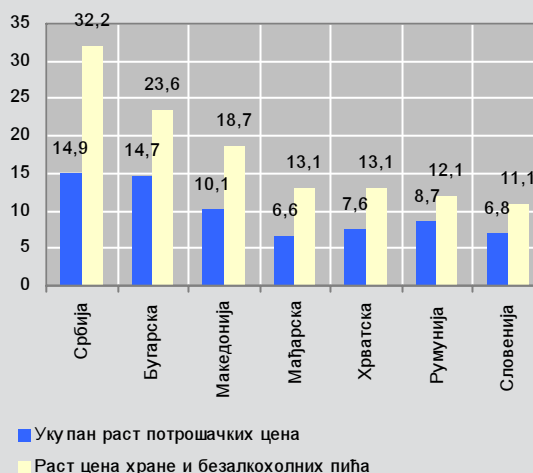
Цене хране и безалкохолних пића у Србији у последњих 12 месеци порасле су за 32,2%, по чему је Србија својеврстан рекордер у региону. Истовремено, укупна инфлација је била двоструко нижа, али највиша у односу на земље у региону. Висок раст цена хране забележен је у Бугарској, као и у Македонији, и био је скоро двоструко виши од укупног раста потрошачких цена.

Док су средином 2006. цене хране у Србији биле на нивоу од 67% просека ЕУ, крајем 2007, према нашим проценама, оне су достигле 83% тог просека. По ценама млека и производа од млека Србија се налази на просеку ЕУ, док је средином 2006. била на 75% просека.

Према статистици, учешће хране у укупној корпи добара која улазе у обрачун инфлације је више у земаљама које су слабије развијене. Међу посматраним земљама у региону, највеће учешће хране у индексу потрошачких цена има Македонија (39,6%), а затим Румунија (36,9%), док је Србија на трећем месту (са 35,2%). Најмање учешће има Словенија (са 17,4%). Утицај цена хране на инфлацију може се видети на графикону 2, где је приказана укупна инфлација по искључењу цена хране и безалкохолних пића. Можемо уочити да Македонија, која има највеће учешће хране у индексу потрошачких цена, мерено тим показатељем, има најнижу инфлацију (4,5%), док у Србији инфлација без хране и пића износи "само" 5,5%. Код осталих земаља раст потрошачких цена без хране и пића је у складу с учешћем ове групе производа у укупној корпи добара. То се најбоље види на примеру Бугарске, где се висок раст цена хране није много одразио на раст укупне инфлације с обзиром на то да је учешће хране у укупној корпи добара доста ниже у односу на Македонију и Србију и износи 23,9%.

Тенденција раста цена хране је присутна у свим посматраним земљама, али је тај раст у Србији нарочито изражен. Економисти указују на то да је храна неоправдано скупа и да њене цене врше огроман притисак на инфлацију, те да представљају све већи издатак за просечну породицу. Произвођачи скок цена правдају нараслим трошковима производње, пре свега енергената, али има и оних који тврде да су трговинске марже главни узрок високих цена хране. Излаз из такве ситуације треба тражити у побољшању системског оквира за несметано пословање и у јачању конкуренције у прехранбеној индустрији и трговини.

Графикон 1. Потрошачке цене  
(јун 2008/јун 2007, у %)



Графикон 2. Потрошачке цене без хране  
и безалкохолних пића  
(јун 2008/јун 2007, у %)



## Очекивано кретање инфлације у трећем тромесечју

Процењујемо да ће тромесечна стопа базне инфлације бити знатно нижа у поређењу с претходним тромесечјем и кретаће се у распону 1,8–2,3%, док ће њена међугодишња стопа почети да опада и на крају трећег тромесечја биће у распону 9,6–10,1%.

Кретање базне инфлације у трећем тромесечју биће доминантно под утицајем следећих фактора:

- 1) инфлаторних очекивања, која остварују тренутно мањи раст, али су и даље на високом нивоу;
- 2) поскупљења електричне енергије, кроз пораст трошкова производње;
- 3) инерције у кретању цена;
- 4) номиналне апresiasiје динара из другог тромесечја, кроз пад увозних цена.

Код цена пољопривредних производа очекујемо сезонски пад, који ће ове године бити нешто већи него што је уобичајено (у распону 15–20%), па би њихов допринос укупном расту цена на мало био негативан (допринос између –0,6 и –0,9 п.п.). Процена је урађена на основу кретања цена ове групе производа у протеклом периоду и повољних временских прилика.

Када је реч о регулисаним ценама, очекујемо да ће се њихов раст кретати у распону 0,9–1,3% (допринос 0,4–0,6 п.п.). Највећи раст очекује се код цена електричне енергије, с директним доприносом од 0,7 п.п. укупном ценовном расту.<sup>6</sup>

Цене нафте су на светским тржиштима на почетку трећег тромесечја бележиле пораст, али с обзиром на то да је тренутно актуелно знатно смањење тих цена, сматрамо да ће укупан ефекат тих промена у трећем тромесечју бити дефлаторан. Процењујемо да ће пад цена нафтних деривата износити око 5% (допринос –0,5 п.п.).

У оквиру регулисаних цена очекујемо и значајнији раст цена саобраћајних, комунално-стамбених услуга и услуга друштвене заштите, имајући у виду њихов низак ниво од почетка године и чињеницу да су формиран нове органи локалне самоуправе.

Узимајући у обзир све наведено – очекивано кретање регулисаних цена, цена пољопривредних производа и цена које се формирају слободно – процењујемо да ће се раст цена на мало у трећем тромесечју 2008. године кретати у распону 0,6–1,0%, што на међугодишњем нивоу износи 10,0–10,4%

Табела II.0.4. Најзначајније очекиване промене регулисаних цена у трећем тромесечју 2008.

	Стопа раста (у %)	Доприноси расту цена на мало (п.п.)
Електрична енергија	8,9	0,7
Комунално-стамбене услуге	0,9	0,1
Нафтни деривати	-4,7	-0,5
Саобраћајне услуге	4,7	0,2
Остало	4,2	0,1

<sup>6</sup> Цена електричне енергије повећана је 1. августа за 8,4%, у просеку, а за домаћинства 8,9%.

**(Не)остваривање циљане инфлације по земљама**

Бразилци, изгледа, нису само одлични фудбалери, већ тренутно држе и неформалну титулу светских првака у циљању инфлације. Наиме, према јунским подацима, **само је у Бразилу инфлација остварена у границама циљаног распона.**

Текућа година, по свему судећи, биће неуспешна за већину централних банака које су прихватиле режим циљања инфлације. Чак и развијене земље с вишегодишњем позитивним искуством не успевају, у последње време, да инфлацију задрже у циљаном оквиру. Енглеска централна банка, која је, на пример, читавих десет година инфлацију одржавала у границама 1–3%, у јуну се суочила са инфлацијом од 3,8%, са очекивањем да ће она даље расти. У зони евра, где је годинама одржавана на нивоу од око 2%, инфлација је у јуну достигла 4%, што је знатно више од циљаних „близу али испод 2%“.

	Циљана инфлација (у %)	Остварена инфлација (јун 08/јун 07) у %
Аустралија	2-3	4,5
<b>Бразил</b>	<b>4½(±2)</b>	<b>6,1</b>
Канада	1-3 (2 централна вредност)	3,1
Чиле	2-4	9,5
Колумбија	2-4	7,2
Чешка Република	3(±1)	6,6
Гана	0-10	18,4
Мађарска	3(±1)	6,6
Исланд	2½(±1½)	12,7
Индонезија	5(±1)	11,0
Израел	1-3	5,3
Мексико	3	5,3
Нови Зеланд	1-3	4,0
Норвешка	2½	3,4
Перу	2(±1)	5,7
Филипини	4-5	11,4
Пољска	2½(±1)	4,3
Румунија	4(±1)	8,7
Словачка	0-2	4,3
Јужна Африка	0-2	12,2
Јужна Кореја	3(±0,5)	5,2
Шведска	2(±1)	4,3
Швајцарска	0-2	2,8
Тајланд (базна)	0-3½	3,6
Турска*	4(±2)*	10,6
Велика Британија	2 (1-3)	3,8
Зона евра	«близу али испод 2%»	4,0
Србија (базна)	3-6	10,0

\* У међувремену је Турска централна банка циљ за 2009. годину повећала на 7,5%.

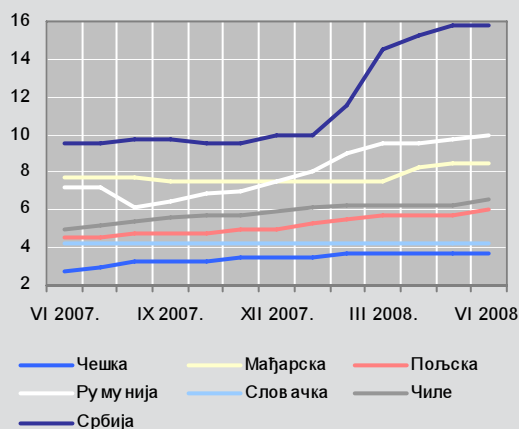
Да ли приказани резултати умањују кредибилитет циљања инфлације као режима монетарне политике? Пре давања коначног суда, треба имати у виду да су се националне економије у последњих годину-две суочиле са шокovima готово апокалиптичких размера, какви су били незамисливи до пре неколико година и који су при том потпуно непредвидиви. Светске цене нафте су за само годину и по дана (од почетка 2007. до јуна ове године) утростручене, а цене најважнијих пољопривредних производа више него удвостручене.

Централне банке су првобитно очекивале да ће нафтни шок и раст цена хране бити привременог карактера, као и да ће се њихови ефекти исцрпити у кратком року. Релативно стабилна инфлаторна очекивања представљала су основни аргумент због кога су се монетране власти уздржавале да повећају степен рестиктивности своје политике. Многе централне банке су при том свесно дозвољавале пораст инфлације, уверене да би свако заоштравање, које би у кратком року инфлацију смањило, имало много веће негативне ефекте на економску активност и незапосленост, као што је то био случај у Србији.

Међутим, неочекивани наставак раста цена нафте и других примарних производа на светским тржиштима имао је за последицу у овој години знатно повећање инфлаторних очекивања у свим земљама. У Британији су, на пример, инфлациона очекивања на највишем нивоу откако се истраживање спроводи (1999. година) и знатно изнад циља (2%). Исти је случај и у САД, где су очекивања премашила ниво од 5% за следећу годину (јунска инфлација износи 5%). Истраживања Европске комисије која се тичу инфлаторних очекивања такође указују на њихово знатно повећање.

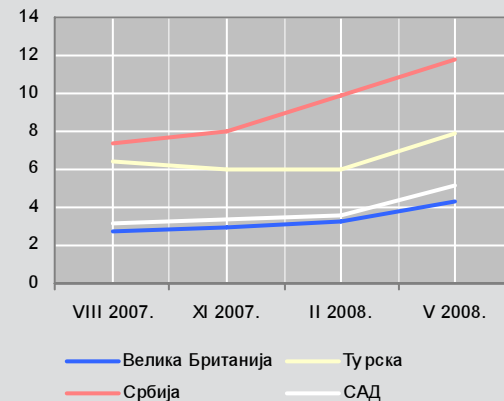
У таквим околностима, већина централних банака је повећала степен рестиктивности монетарне политике (на пример Пољска, Румунија, Мађарска, Чиле, Мексико). Међутим, нису све централне банке реаговале у правцу повећања рестиктивности. Словачка централна банка није од маја прошле године своју референтну стопу мењала, ослањајући се на ефекте изражене номиналне апресијације. Такође, од три највеће централне банке једино је Европска централна банка у јулу реаговала повећањем референтне стопе на 4,25%. С друге стране, централна банка Енглеске и Управа федералних резерви, забринуте због привредног успоравања и уверене у свој кредибилитет, воде поприлично „релаксирану“ монетарну политику.<sup>1</sup> Неке централне банке, на пример Турске и Гватемале, на постојеће инфлаторне притиске реаговале су у току ове године кориговањем циљаног распона на виши ниво. Ипак, трошкови таквих потеза (губитак кредибилитета и могућности утицаја на инфлаторна очекивања) могли би да буду виши од њихове евентуалне користи.

**Референтне каматне стопе**  
(у %)



Извор: Веб сајтов и централних банака.

**Инфлациона очекивања, 12 месеци унапред**  
(у %)



Извор: Веб сајтов и централних банака.

<sup>1</sup> Енглеска централна банка је од децембра прошле године три пута спуштала референтну стопу (тренутно 5%), а ФЕД од септембра те године до сада укупно седам пута (тренутно 2%).

С обзиром на то да би неостваривање циљане инфлације могло да доведе до „расипања“ претходно тешко стеченог кредибилитета монетарних власти, отвара се питање да ли су њихове реакције у погледу повећања степена рестриктивности закаснеле, као и да ли су биле у довољној мери рестриктивне. Иако је инфлација у већини земаља знатно изнад циља, очекује се да ће је рестриктивна монетарна политика вратити у циљане оквире у току наредне године.

Идеја циљања инфлације и није да инфлација увек и по сваку цену буде на циљу, већ да централна банка гарантује остварење циљане инфлације у средњем року. Тек уколико пребацивање циља буде дуже потрајало може се говорити о неуспеху, што време треба да покаже.

Што се Србије тиче, она је имала несрећу да је нафтни и пољопривредни шок задеси већ у другој години циљања инфлације. Поред тога, висок политички ризик у земљи, уз кризу на међународном финансијском тржишту, довео је у току ове године и до пораста премије ризика и депресијацијских притисака по том основу.

На крају треба додати и да су у оквиру Европске уније највеће стопе инфлације забележене управо у земљама које не примењују режим циљања инфлације (Естонија и Бугарска), већ режим *currency board*-а.

## Да ли је метод искључења адекватан за обрачун базне инфлације?

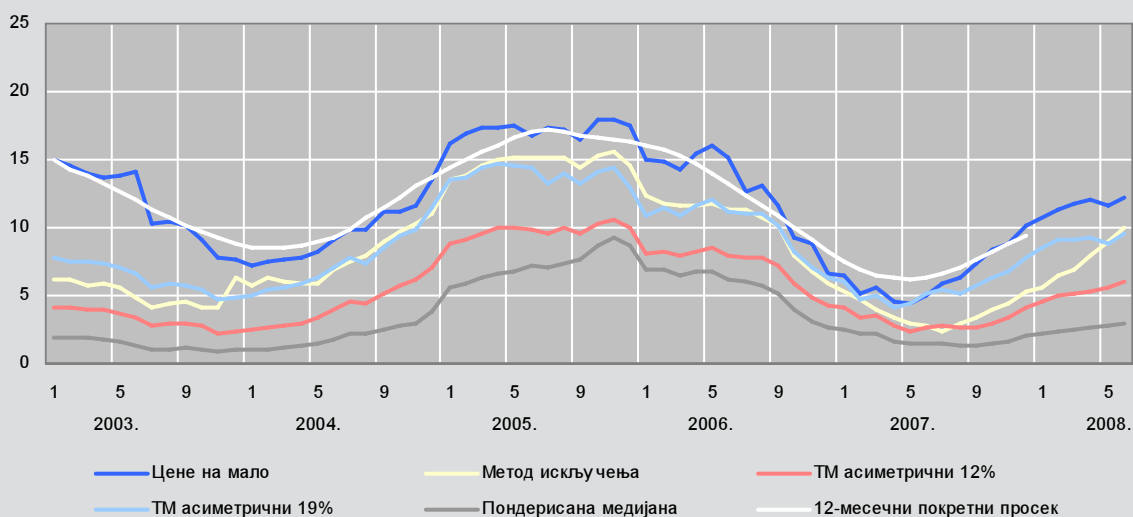
Базна инфлација игра важну улогу у процесу доношења одлука из сфере монетарне политике, чак и када је таргет дефинисан у виду укупне инфлације. Волатилност месечних стопа раста цена отежава креаторима монетарне политике да одреде дугорочни тренд инфлације и предвиде њено даље кретање. Зато економисти и рачунају различите варијанте базне инфлације које ће бити мање волатилне од укупне. Пошто дистрибуција компонената у оквиру индекса цена одступа од нормалног распореда, углавном је асиметрична удесно и има „теже репове“, пондерисана аритметичка средина није добар показатељ централне тенденције.

Иако се термин базна инфлација у стручној јавности користи већ годинама, и даље не постоји општеприхваћена дефиниција, као ни метод обрачуна за базну инфлацију. За обрачун базне инфлације већина централних банака се ослања на метод искључења, мада многе од њих објављују и друге врсте обрачуна.

Методом искључења елиминишу се компоненте чије су цене волатилне (или су под неким видом контроле). Најпознатија је мера базне инфлације која се добија искључењем цена хране и енергије. Ипак, искључење волатилних компонената не мора да резултира индексом који је мање волатилан од индекса укупне инфлације, због могућег неутралисања волатилности супротним кретањем компонената у оквиру укупног индекса.

Народна банка Србије при обрачуну базне инфлације користи метод искључења. Искључују се пољопривредни производи, као и производи и услуге чије су цене под неком врстом државне регулације.

### Кретање укупне и базне инфлације према различитим обрачунима (међугодишње стопе раста)



Поред метода искључења, базна инфлација се може рачунати и методом лимитираног утицаја (ТМ<sup>1</sup> обрачун). Компоненте индекса цена се сврстају у опадајући низ и одређени проценат екстремних вредности (производа с највишим и најнижим растом цена) искључи из обрачуна. При овом обрачуну није потребно претходно донети одлуку о томе које компоненте треба искључити, али се поставља питање колики проценат екстремних вредности треба

<sup>1</sup> Trimmed mean.

одстранити. У ту сврху се користе статистике: корен средње квадратне грешке (RMSE<sup>2</sup>) и апсолутно одступање од медијане (MAD<sup>3</sup>), којима се мере одступање добијених серија од тренда инфлације (обично се користи 12-месечни покретни просек). Серија с минималном RMSE или MAD у односу на тренд инфлације представља најбољу меру ТМ обрачуна. Одсецање крајева може бити симетрично, али и не мора.

#### Рацио - стандардне девијације базне инфлације/стандардна девијација укупне инфлације

Базна инфлација	Јан. 2001 - јун 2008.	Јан. 2004 - јун 2008.
Метод искључења	0,6	0,7
ТМ метод, 12% симетр.	0,6	0,7
ТМ метод, 19% симетр.	0,5	0,6
ТМ метод, 19% асиметр.	0,5	0,6
ТМ метод, 12% асиметр.	0,6	0,7

У нашем случају, боље су се показале асиметричне мере због већ поменуте расподеле цена која није симетрична и има дужи десни крај. Анализирали смо одсецање крајева од 11% до 27%. Најбоље оцене базне инфлације су оне добијене одсецањем 12% и 19%. У оквиру та два процента урађено је асиметрично одсецање крајева и најбољи су резултати (најнижа RMSE и MAD) за одсецање од 12% је 6,5% с горње и 5,5% с доње стране, док је за одсецање од 19% најбоље 10% с горње и 9% с доње стране. Специјалан случај ТМ обрачуна представља пондерисана медијана, која се добија одсецањем 50% највиших и најнижих цена.

Важно је нагласити да све серије базне инфлације добијене поменутим методама имају знатно мању волатилност од укупне инфлације.

#### Просечне међугодишње стопе раста у различитим периодима

	Укупна инфлација	Базна инфлација			
		Метод искључења	ТМ метод, 12% асиметрично	ТМ метод, 19% асиметрично	Пондерисана медијана
Јан. 1997 - јун 2008.	30,7	28,9	19,8	16,5	11,7
Јан. 2002 - јун 2008.	13,2	8,5	8,0	6,1	3,5
Јан. 2003 - јун 2008.	11,5	8,3	7,6	5,9	3,5
Јан. 2004 - јун 2008.	11,5	9,0	8,2	6,4	4,0

Поред тога, важно је да базна инфлација у што мањој мери потцењује или прецењује укупну инфлацију. Приказани резултати говоре да сви обрачуни базне инфлације у просеку потцењују раст укупне инфлације у свим посматраним периодима (нарочито пондерисана медијана). Метод искључења најмање потцењује укупну инфлацију и у том смислу је најбољи од анализираних обрачуна.

<sup>2</sup> Root Mean Squared Error.

<sup>3</sup> Median Absolute Deviation.

Такође, праћење месечне волатилности укупне инфлације и група производа које она обухвата потврђује тезу да је композиција индекса базне инфлације добијена методом искључења адекватна. Наиме, приказане табеле прате месечну волатилност укупне инфлације и појединих група производа у оквиру ње у различитим периодима. За сва три посматрана периода заједничка је висока волатилност целе групе пољопривредних производа или неке од подгрупа у оквиру ње. Тако, на пример, пољопривредни производи у периоду од 2004. до данас имају десет пута већу стандардну девијацију у односу на укупну инфлацију. У свим посматраним периодима изразиту волатилност су оствариле и цене течних горива и гаса, електричне енергије, шећера, као и услуга које су под неким видом регулације (услуге друштвене заштите, ПТТ, саобраћајне ...). Занимљиво је да су цене финансијских услуга веома волатилне. У оквиру њих се прате цене обавезног осигурања и техничког прегледа возила.

Највећи део поменутих производа и услуга није део базне инфлације обрачунате методом искључења, што значи да је листа производа који се искључују из индекса цена да би се формирао индекс базне инфлације добро изабрана.

**Месечна волатилност инфлације и њених  
компонената у периоду јануар 2001 - јун 2008.**

	Рацио ст. дев. компонената/ст. дев. укупне инфлације
<b>Укупна инфлација</b>	1,0
Свеже поврће	11,6
Финансијске и друге услуге	11,3
Електр. енергија, расвета и инсталациони мат.	8,3
ПТТ услуге	6,7
Свежа јаја	6,7
Хлеб и пециво	6,7
Стамбено-комуналне услуге	6,4
Пољопривредни производи	6,2
Услуге друштвене заштите	5,9
Књиге и уџбеници	5,8
Течна горива и гас	4,9
Новине и часописи	4,4
Лекови и остало за негу здравља	4,3
Саобраћајне услуге	3,7

**Месечна волатилност инфлације и њених  
компонената у периоду јануар 2004 - јун 2008.**

	Рацио ст. дев. компонената/ст. дев. укупне инфлације
<b>Укупна инфлација</b>	1,0
Пољопривредни производи	10,3
Свежа јаја	10,1
Течна горива и гас	9,7
Финансијске и друге услуге	6,8
Млевено и љуштено жито	6,1
Саобраћајне услуге	5,5
Течна горива и мазива	5,2
Шећер	5,1
Услуге друштвене заштите	5,1
Масноће	5,1
Свеже месо	4,9
Стамбено-комуналне услуге	4,8

## III. Детерминанте инфлације

### 1. Монетарни услови

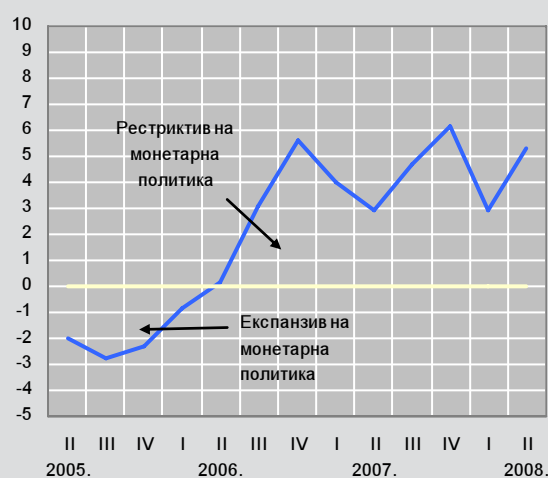
Монетарну политику у другом тромесечју 2008. карактерисао је виши степен рестриктивности у поређењу с првим услед поновног проширивања ап्रेसијацијског јаза реалног девизног курса и повећања реалне каматне стопе изнад тренда. Такође, референтна каматна стопа се кретала изнад неутралног нивоа.

Рестриктивнији карактер монетарне политике у другом тромесечју резултат је кумулирања ефеката повећања референтне стопе од почетка године. На то указују обе компоненте индекса реалних монетарних услова,<sup>7</sup> ап्रेसијацијски јаз реалног девизног курса и реална каматна стопа.

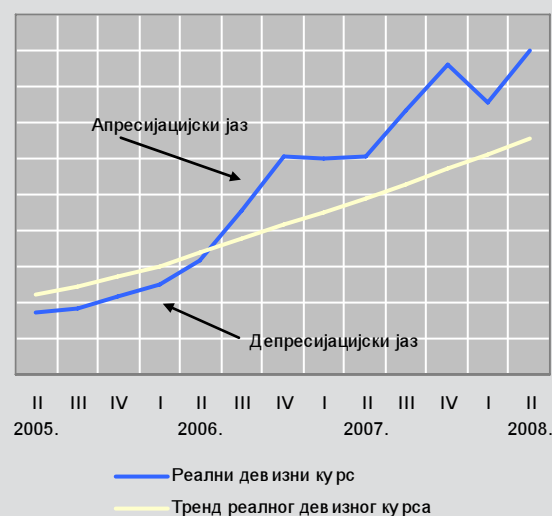
Апресијацијски јаз реалног девизног курса је проширен као последица номиналне апресације динара, али и убрзања домаће инфлације. Тенденција номиналне апресације динара према евр, накратко прекинута у првом тромесечју због дејства нетржишних фактора, у другом тромесечју је настављена. Томе су допринели како слабији утицај нетржишних фактора, тако и реакција Народне банке Србије у правцу повећања степена рестриктивности монетарне политике. Процењује се да ће дезинфлаторни ефекти у наредном периоду у великој мери потицати управо од проширеног реалног апресацијског јаза. Међутим, јачина тог ефекта зависиће од тога да ли ће тренд номиналне апресације бити настављен.

За разлику од претходног тромесечја, када је због убрзања инфлације **компонента реалне каматне стопе** деловала више инфлаторно, у другом тромесечју

Графикон III.0.1. Индекс монетарних услова



Графикон III.0.2. Реални девизни курс и његов тренд



<sup>7</sup> Индекс реалних монетарних услова представља комбиновани показатељ дејства јаза реалног девизног курса и каматне стопе на ценовну стабилност и/или агрегатну тражњу. При конструкцији индекса монетарних услова коришћена је следећа једначина:

$MCI_t = 0,2(r_t - r_{trend}) + 0,8(z_t - z_{trend})$ , где је  $r_t$  реална каматна стопа, а  $z_t$  реални девизни курс.

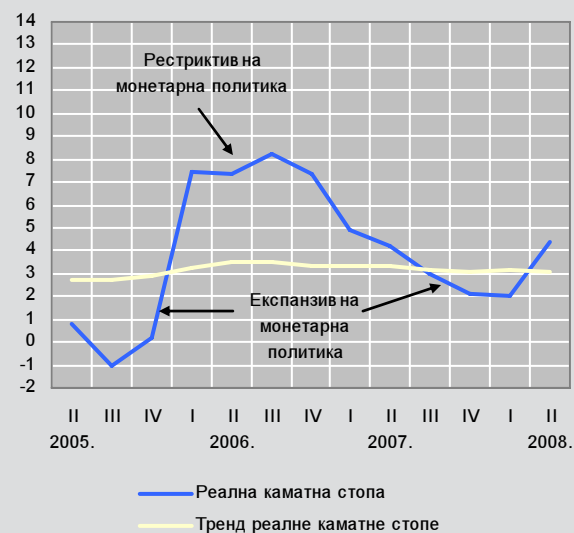
су, након корекције референтне стопе за 125 базних поена, појачани њени дезинфлаторни ефекти.

**Реална каматна стопа** је у односу на претходно тромесечје била већа за око 232 базна поена. Имајући у виду да, према најновијим Галуповим истраживањима, очекивања финансијског сектора у погледу укупне инфлације износе 12,1% на годишњем нивоу, закључује се да је референтна каматна стопа (15,75%) тренутно изнад неутралног нивоа (14,7%).

Одлуку Монетарног одбора да настави с даљим заштравањем монетарне политике одредила је пре свега чињеница што се нафтни шок и наставак раста цена хране, преко инфлаторних очекивања, преливају и на друге цене. Такође, процењено је да даље заштравање неће краткорочно угрозити економски раст. Тој одлуци ишло је у прилог и у међувремену појачано инфлаторно дејство већине релевантних фактора.

Као што је и очекивано, **пруденцијална мера** према којој су банке обавезне да 10% обрачунате девизне обавезне резерве издвоје и држе у динарима изазвала је у одређеној мери апресијацијске притиске.<sup>8</sup>

Графикон III.0.3. Реална каматна стопа и њен тренд



<sup>8</sup> Мера је ступила на снагу с првим обрачунским периодом 17. маја.

## **Монетарна политика у периоду нафтног и пољопривредног шока (август 2007–јун 2008)**

За разлику од шокова насталих на страни тражње, који захтевају промтну реакцију носилаца монетарне политике, шокови на страни понуде захтевају реакцију у зависности од природе и временског трајања шока. У том контексту, поставља се питање да ли монетарна политика треба да реагује на актуелне инфлаторне притиске који су последица раста светских цена нафте и хране.

Економска теорија сугерише да монетарна политика не треба да реагује на краткорочне инфлаторне притиске по основу трошковних ефеката раста цена нафте и хране, будући да се инфлаторни ефекти по том основу исцрпљују у кратком року и да ће се инфлација веома брзо вратити на ниво пре шока. Уколико, међутим, поменути шокови потрају и одразе се на пораст инфлаторних очекивања, то може да проузрокује инфлаторне притиске на све цене у дужем року и у том случају је повећање степена рестриктивности монетарне политике неминовно.

Реакција Народне банке Србије у правцу заоштравања монетарне политике је у први мах изостала, будући да су, и поред раста цена индустријско-прехрамбених производа, инфлаторна очекивања остала стабилна и да је процењено да ће се ефекти пољопривредног шока у највећој мери исцрпити до краја године.

У Извештају о инфлацији – август 2007. већ је било речи о томе да ће Народна банка Србије на пораст цена пољопривредних производа реаговати само у мери у којој он доводи до пораста инфлаторних очекивања. Тада је наглашено да текућа кретања не угрожавају циљану базну инфлацију и да, сама по себи, нису разлог за реакцију монетарне политике, али да ће се пажљиво пратити фактори инфлације, нарочито инфлаторна кретања, и на основу тога доносити одлуке.

Међутим, убрзо се испоставило да је ефекат пољопривредног шока дуготрајнији од првобитно претпостављеног и да није само карактеристичан за Србију и земље у окружењу, већ и за светску економију (тренд раста цена хране). Наиме, крајем године пољопривредни шок, праћен растом светских цена нафте и депресијацијским притисцима услед деловања нетржишних фактора, пренео се на инфлаторна очекивања, а преко њих и на остале цене, тако да је чак и базна инфлација, из које се искључују цене индустријско-прехрамбених производа, забележила убрзање. Због тога је на децембарској седници Монетарног одбора референтна каматна стопа повећана за 50 базних поена, чиме је тржишту послат сигнал у правцу повећања рестриктивности монетарне политике у наредном периоду. Међутим, то није успело да смањи инфлаторна очекивања подстицана првенствено високим стопама остварене инфлације, али и директним трошковним ефектима раста цена нафте. Монетарни одбор је стога наставио са заоштравањем степена рестриктивности у току 2008. године повећањем референтне каматне стопе за 450 базних поена у току првог тромесечја.

У другом тромесечју је уследило даље повећање рестриктивности, што је, уз смиривање дејства политичког фактора и низ пруденцијалних мера Народне банке Србије, тек крајем посматраног периода допринело јачању апресијацијских притисака и извесној стабилизацији инфлаторних очекивања.

Иако цене нафте и пољопривредних производа тренутно бележе пад, до ублажавања монетарне политике неће доћи све док се не утврди да ли ће оваква кретања да потрају и да ли ће дезинфлаторни ефекти по овим основима надјачати инфлаторне ефекте других фактора. Наиме, као и у случају шокова који потичу са стране понуде а имају инфлаторни ефекат, код кретања која имају дезинфлаторни ефекат ублажавање монетарне политике може уследити једино уколико се утврди да она нису привремена и да се њихово дезинфлаторно дејство рефлектује и на остале цене кроз смиривање инфлаторних очекивања.

## Каматне стопе

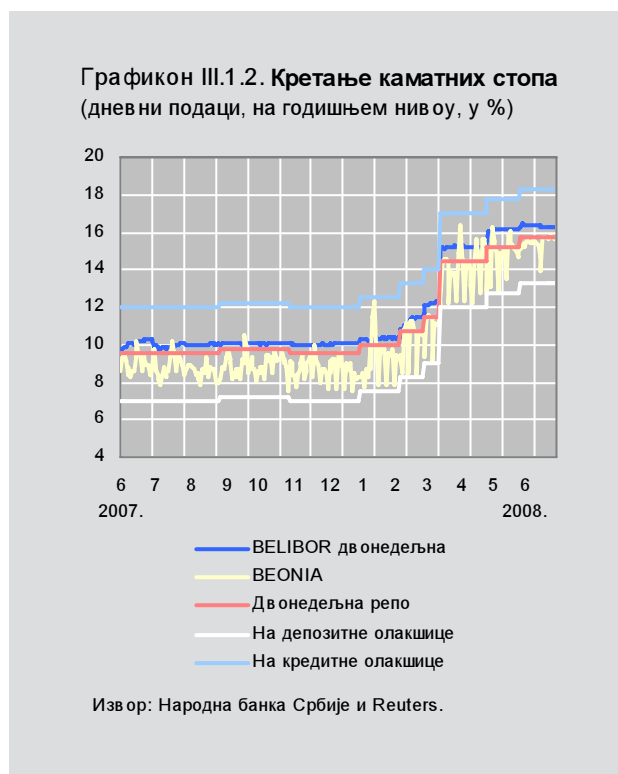
Каматне стопе на тржишту новца у другом тромесечју пратиле су кретања референтне каматне стопе Народне банке Србије. Будући да су пасивне каматне стопе банака порасле више од активних, каматна маржа је смањена. Индекси на Београдској берзи су остварили раст, али је њихово кретање било релативно нестабилно у односу на кретања индекса већине берзи у региону.



У другом тромесечју Народна банка Србије је рестриктивност монетарне политике повећавала својим основним инструментом – референтном каматном стопом. Наиме, референтну каматну стопу је у два наврата повећала – најпре у априлу (са 14,50% на 15,25%), а затим и у мају (на 15,75%). Таква кретања се нису у потпуности одразила на кретање каматне стопе на шестомесечне трајно продате благајничке записе, која је у јуну забележила чак смањење на 16,14% на годишњем нивоу. Оно се може објаснити очекивањем финансијског сектора да ће у наредном периоду уследити смањење референтне каматне стопе.

Повећање референтне каматне стопе у другом тромесечју утицало је на пораст реалних приноса на хартије од вредности у репо трансакцијама, рачунато како у односу на инфлацију, тако и у односу на курс евра<sup>9</sup>. Слични реални приноси остваривани су и на шестомесечне трајно продате благајничке записе.

И поред тога што би повећање реалних приноса требало да подстакне интерес улагача за ову врсту пласмана, такав интерес у другом тромесечју није



исказан. По основу операција на отвореном тржишту, дуговања Народне банке Србије према пословним банкама смањена су за око 2,8 милијарди динара, или 1,3%, и крајем јуна су износила 210,2 милијарде динара.

У складу с кретањем референтне каматне стопе кретале су се и каматне стопе на тржишту новца. Повећана волатилност на међубанкарском тржишту новца забележена у првом тромесечју смањивала се из месеца у месец, што указује на стабилизацију очекивања на тржишту новца. С друге стране, смањење волатилности каматне стопе BEONIA је и

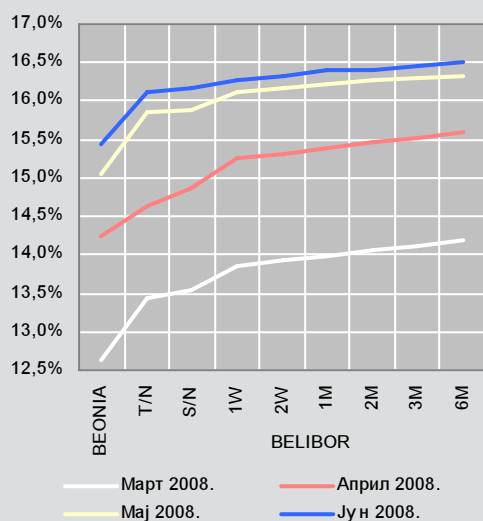
<sup>9</sup> Очекивања у погледу кретања курса апроксимирана су коришћењем тромесечних покретних просека.

очекивано с обзиром на то да се обавезна резерва<sup>10</sup> обрачунава према промењеној методологији.

Каматна стопа BEONIA је у другом тромесечју повећана за 424 базна поена и у просеку је износила 14,92% на годишњем нивоу. Слично њој, и каматна стопа BELIBOR је остварила повећање за све рочности. Каматна стопа BELIBOR рочности T/N остварила је у просеку највеће повећање у односу на претходно тромесечје (419 базних поена), али је, и

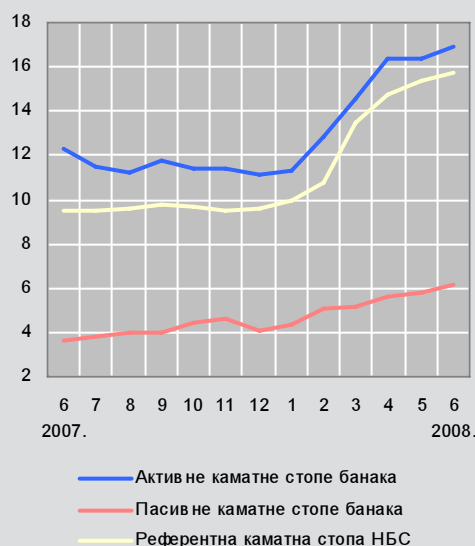
Пасивне каматне стопе банака пратиле су кретање референтне каматне стопе у већој мери од активних. Просечна пондерисана пасивна каматна стопа је у јуну била виша за 95 базних поена у односу на март и на годишњем нивоу је износила 6,14%. Поред референтне каматне стопе, на њен пораст значајан утицај је имало и повећање каматне стопе EURIBOR (за 45 базних поена). С друге стране, каматне стопе на кредите привреди и становништву оствариле су скроман пораст, од 4 базна поена, достигавши 16,79%

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



Извор: Народна банка Србије и Reuters.

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



поред тога, била на најнижем нивоу (15,54% годишње). С друге стране, каматна стопа BELIBOR рочности од шест месеци остварила је најмање повећање у поређењу с прошлим тромесечјем (4,07 п.п.), али је њен ниво био просечно највиши (14,92%). Поменута кретања условила су повећање нивоа краткорочне криве приноса на тржишту новца уз смањење њеног нагиба, што потврђује извесну стабилизацију инфлационих очекивања финансијског сектора.

на годишњем нивоу.<sup>11</sup> На повећање ове каматне стопе највише утиче повећање каматне стопе EURIBOR, док повећана конкуренција у банкарском сектору утиче на њено снижавање.

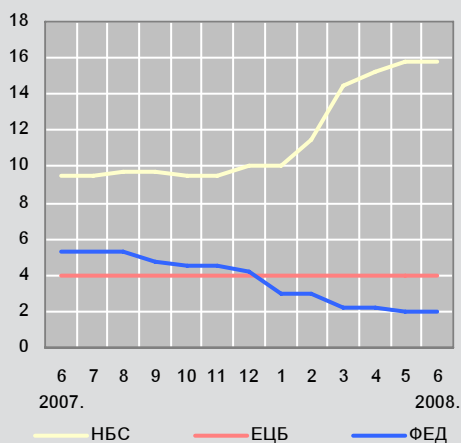
На разлици између активних и пасивних каматних стопа банке су у јуну у просеку зарађивале 10,64 п.п., што је за 91 базни поен мање него крајем првог тромесечја.

<sup>10</sup> Волатилност каматне стопе BEONIA је смањена од јуна, након што је обавезна резерва банака почела да се обрачунава и за дане викенда. Тиме је укинута пракса банака да петком повлаче новац са својих рачуна како би га током викенда „упослила“ у виду депонованих вишкова уз одговарајућу камату (петком је понуда новца била повећавана, те је BEONIA на тај дан обично остваривала пад).

<sup>11</sup> Просечна пондерисана активна каматна стопа банака се у другом тромесечју у великој мери кретала у складу с променама референтне каматне стопе, што се и очекивало с обзиром на величину пондера за операције на отвореном тржишту Народне банке Србије и каматних стопа на тржишту новца у методологији каматних стопа. У јуну је достигла 16,93% на годишњем нивоу, што је за 234 базна поена више у односу на март.

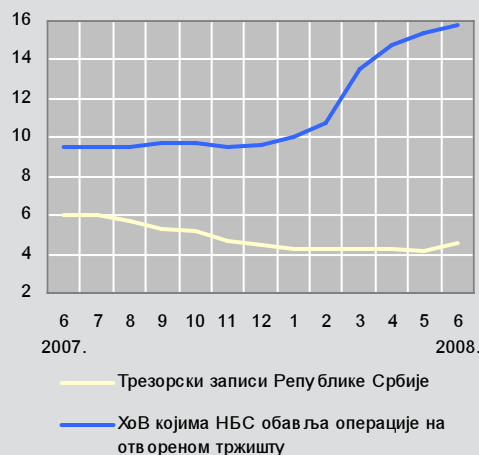
Графикон III.1.5. Кретање репо стопа  
НБС, ЕЦБ и ФЕД

(крајем месеца, на годишњем нивоу, у %)



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

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



Извор: НБС и Министарство финансија Републике Србије.

На тржишту трезорских записа Републике Србије прекинут је тренд смањења каматне стопе. Просечна пондерисана каматна стопа на ове записе је у другом тромесечју износила 4,49% на годишњем нивоу, што је за 22 базна поена више у односу на претходно. Каматна стопа на трезорске записе је још увек на знатно нижем нивоу у односу на каматну стопу на благајничке записе Народне банке Србије. Стога не чуди што се овим инструментом повлачи знатно скромнији износ средстава у односу на репо операције Народне банке Србије<sup>12</sup>. Међутим, према најавама из Министарства финансија, држава ће у скорој будућности прибећи већим емисијама државних обвезница, које ће бити атрактивне једино уколико се њихова каматна стопа знатније приближи референтној каматној стопи Народне банке Србије.

## Београдска берза

Кретања на Београдској берзи у другом тромесечју је обележило благо побољшање како у погледу ликвидности и промета, тако и у погледу стабилности берзанских индекса. Повећана ликвидност<sup>13</sup> утицала је на пораст вредности оба индекса акција Београдске берзе и повећање промета у трговини акцијама и обвезницама.

Повећању цена и промета великим делом је допринела и појачана активност страних инвеститора. За разлику од претходног тромесечја, када су се страни инвеститори повлачили са Берзе (нето су продали акција у износу од око 788 милиона динара), они су у другом тромесечју били нето купци акција, и то у износу од око 5,6 милијарди динара.

Индекси Београдске берзе су остварили најстабилније кретање у протекла три тромесечја, али је, и поред тога, оно било релативно нестабилно у односу на кретање индекса већине берзи у региону<sup>14</sup>. Крајем јуна индекс најликвиднијих акција BELEX15 био је виши за 3,8% у односу на крај марта. Општи индекс BELEXline истовремено је остварио умеренији раст, од 0,8%. Највеће повећање вредности индекси Београдске берзе су остварили два трговачка дана уочи и један дан након одржавања председничких избора у Србији, када су повећани за чак 20,7% и 15,7% респективно. Индекси осталих берзи у региону нису забележили повољнија кретања у другом тромесечју, а нарочито не уочи председничких избора<sup>15</sup>.

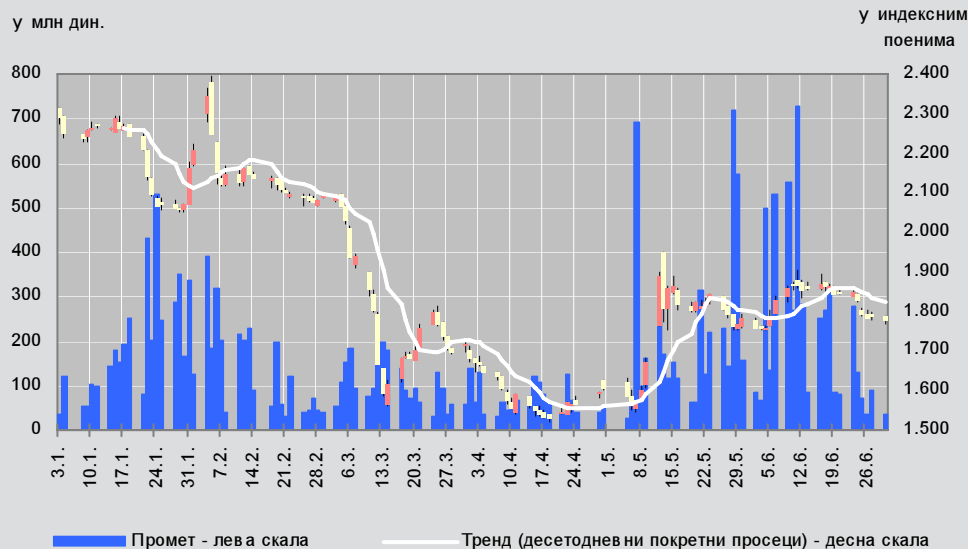
Пораст цена акција праћен је повећањем тржишне капитализације акција које улазе у састав индекса Београдске берзе, али не и укупне тржишне капитализације акција. Наиме, укупна

<sup>12</sup> Држава је у другом тромесечју повукла тек око 1,9 милијарди динара.

<sup>13</sup> Ликвидност тржишта акција мерена је односом просечног тромесечног промета и капитализације. У другом тромесечју овај показатељ је износио 0,85%, или за 0,4 п.п. више него у првом. Међутим, уколико се из обима промета искључи промет у блок трансакцијама, резултати указују да је ликвидност тржишта акција повећана у релативно мањој мери (коэффициент ликвидности је повећан са 0,39% у првом на 0,43% у другом тромесечју).

<sup>14</sup> Мерено коефицијентом варијације, индекс Belex15 је волатилнији од већине индекса најликвиднијих акција у региону (Сробех, NTX, SBI10, Sofix, Bet). Једино су индекси на црногорским берзама и Скопској берзи (NEX20, MOSTE, MBI10) остварили већу волатилност.

Графикон III.1.7. Индекс BELEX15 у 2008.



Извор: Београдска берза.

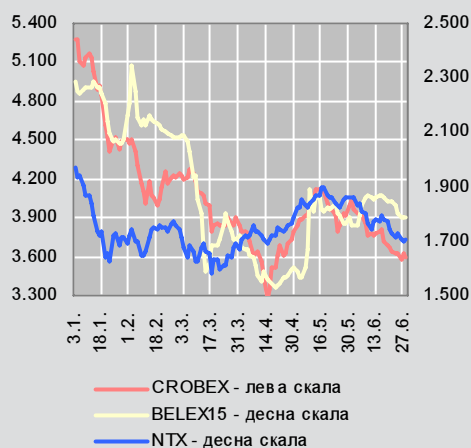
капитализација акција је смањена за 1,1% због смањења цена акција којима се тргује методом преовлађујуће цене, а пре свега оних које не улазе у састав индекса Београдске берзе.

С друге стране, промет у трговини акцијама је повећан за чак 68,9% у односу на прво тромесечје, и то захваљујући повећању промета у блок трговању, највероватније услед прерасподеле портфолија крупних актера на Берзи након објављивања финансијских извештаја за прошлу годину.

Капитализација обвезница на Београдској берзи је смањена за 14%, што је и било очекивано будући да је серија А2008 у другом тромесечју доспела на наплату. Власници хартија које су доспеле ове године куповали су у великој мери исте инструменте каснијих доспећа, што представља разлог повећаног обима трговања овим обвезницама за чак 96,5%.

У трговини обвезницама старе девизне штедње Републике Србије повећани су приноси за све серије, делимично као последица повећања референтне каматне стопе Народне банке Србије. Највише је повећан принос на обвезнице средњих доспелости (пре свега А2014 и А2015 – око 60 базних поена), док је најмање повећан принос серије А2009 (20 базних

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



Извор: Београдска берза, Загребачка берза и Bloomberg.

поена). Ниво криве приноса наставио је тренд повећања који је исказан у последња три тромесечја. Негативан нагиб криве приноса на обвезнице старе девизне штедње, карактеристичан за наше тржиште, смањен је захваљујући нешто повољнијим очекивањима у погледу макроекономске стабилности, а пре свега стабилности курса евра.

<sup>15</sup> Индекси најликвиднијих акција највећег броја берзи у региону регистровани су смањење вредности у другом тромесечју. Највећи пад остварили су индекси берзи у Црној Гори (MOSTE: -36,7%, NEX20: -27,6%), као и Скопске берзе (MB110: 27,2%).

## Девизни курс.

*Динар је у другом тромесечју апресирао према еврџу номинално за 1,9%, а реално за 6,2%. Томе је допринело како смањење премије ризика након формирања републичке Владе, тако и рестриктивнији карактер монетарне политике.*

Динар је у другом тромесечју у односу на претходно апресирао према еврџу за 1,9% (4,2% крајем периода) и кретао се у широком распону од 78,98 до 83,87 RSD/EUR. При том је просечан курс износио 81,1 RSD/EUR, с највећим дневним осцилацијама забележеним у мају (0,8%).

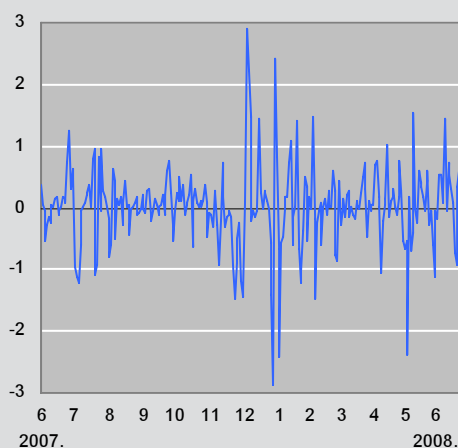
На кретање курса динара велики утицај имала су политичка дешавања у земљи. Неизвесност у погледу исхода парламентарних избора у мају и наставка процеса евроинтеграција, с једне стране, деловала је у правцу депресијације, док је повећана понуда девиза до које је дошло с првим знацима могућности формирања проевропске владе, с друге, утицала у правцу јачања динара.

Преовладали су апресијацијски притисци подстакнути повећањем референтне каматне стопе и доношењем одлука Народне банке Србије које се односе на начин обрачуна показатеља девизног ризика и показатеља адекватности капитала (и по том

основу неопходне докапитализације банака), које ступају на снагу од 1. јула<sup>16</sup>.

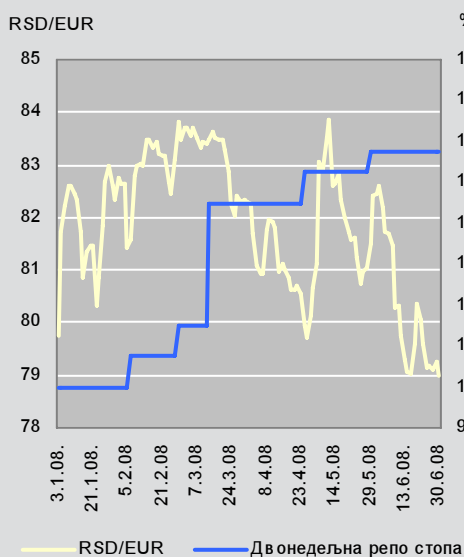
Јачању апресијацијских притисака допринели су такође прилив девиза од директног задуживања предузећа у иностранству и повољни сигнали с Београдске берзе.

Графикон III.1.10. Дневне промене курса динара према еврџу<sup>1)</sup> (у %)

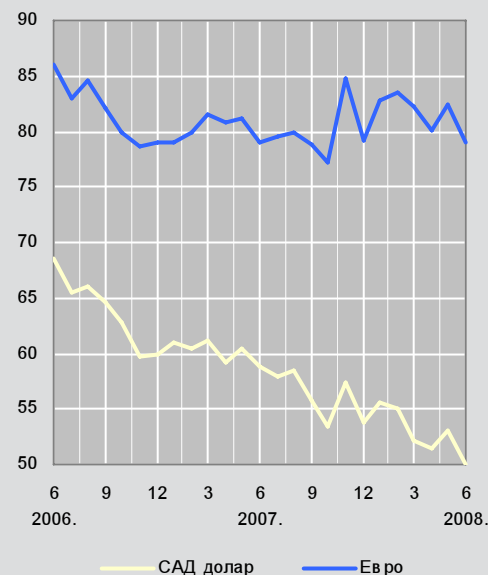


<sup>1)</sup> Негативне стопе указују на депресијацију, а позитивне на апресијацију динара.

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



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



<sup>16</sup> [www.nbs.rs/export/internet/latinica/20/kpb/2005\\_adekvatnost.pdf](http://www.nbs.rs/export/internet/latinica/20/kpb/2005_adekvatnost.pdf),  
[www.nbs.rs/export/internet/latinica/20/kpb/2005\\_rizici.pdf](http://www.nbs.rs/export/internet/latinica/20/kpb/2005_rizici.pdf).

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

	(у еврима)		
	I тромесечје	II тромесечје	Укупно 2008.
МДТ	5.929.464.073	6.727.285.908	12.656.749.981
Банке - НБС	291.000.000	102.000.000	393.000.000
Банка - банка	5.638.464.073	6.625.285.908	12.263.749.981
	(у % од укупног промета)		
	I тромесечје	II тромесечје	Укупно 2008.
МДТ	100,00	100,00	100,00
Банке - НБС	4,91	1,52	3,11
Банка - банка	95,09	98,48	96,89

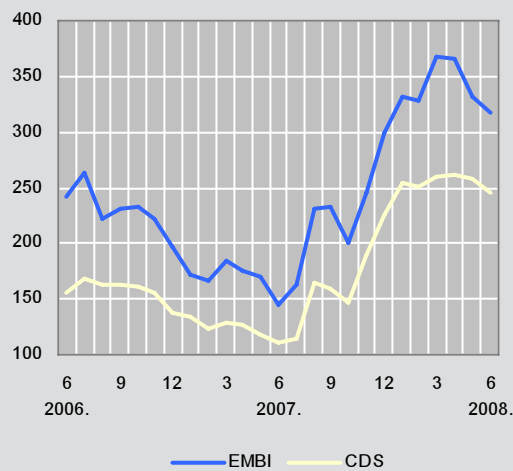
С обзиром на то да је у посматраном периоду Европска централна банка каматну стопу задржала непромењеном, док је ФЕД своју поново снизио (за 25 базних поена), долар је незнатно депресирао и био на нивоу од око 1,55 за један евро. У другом тромесечју динар је и према долару номинално апресирао за 6,2%.

Уз јачање номиналног ефективног курса динара и бржи раст домаћих цена од иностраних, у другом тромесечју је остварена реална ап्रेसијација динара од 5,9% (према еврју 6,2%, а према долару 5,1%).

Почетком другог тромесечја, промет девиза на међубанкарском девизном тржишту је био и даље низак. Да би стимулисала трговину и допринела повећању ликвидности, Народна банка је на међубанкарском девизном тржишту учествовала у форми продаје дела нето откупљених девиза од мењача, путем Reuters Dealing System-а (тј. прихватањем најповољнијих курсева које су банке нудиле).

Будући да је рад девизног тржишта нормализован и обим трговине девизама знатно повећан, Народна банка је своје продаје од друге недеље маја обуставила, тако да се курс динара у потпуности формирао у трговини између пословних банака. Просечна дневна трговина повећана је са 28,7 милиона евра у марту на око 125,0 милиона евра у јуну.

У другом тромесечју Народна банка је продала 102,0 милиона евра, што је чинило око 1,5% укупног промета на међубанкарском девизном тржишту. Учешће Народне банке у спот трговини девизама на међубанкарском тржишту смањено је са 6,0% у првом тромесечју 2008. године на 1,7% у другом.

Графикон III.1.12. Показатељ премије  
ризика - EMBI и CDS  
(месечни просеци, у базним поенима)

Изв ор: JP Morgan и Bloomberg.

Као резултат смањења премије ризика након формирања републичке Владе, повећана је спремност инвеститора да улажу у Србију. На то указују кретања индекса EMBI<sup>17</sup> и петогодишњег CDS<sup>18</sup> spread-а за Србију. Индекс EMBI је после дужег периода раста (започетог средином прошле године) у другом тромесечју забележио пад, тако да је на крају тромесечја принос на обвезнице Републике Србије којима се тргује на Луксембуршкој берзи износио око 330 базних поена изнад приноса на обвезнице америчког Трезора (*US Treasuries*).

<sup>17</sup> Индекс обвезница тржишта у успону (енгл. Emerging Markets Bond Index).

<sup>18</sup> Енгл. Credit default swap (CDS).

## Да ли је јак динар „непријатељ“ српске економије?

У земљи навикнутој на слабљење домаће валуте<sup>1</sup> свако њено јачање, па чак и стабилност, доживљава се као прави економски земљотрес. Такав став имају и поједини домаћи економисти, који су, лицитирајући колико би динар требало да ослаби према еврџ, стигли и до бројке од 160 RSD/EUR. Аргументација за овакав став налази се у високом спољнотрговинском дефициту, при чему се као главни кривац за то наводи „јак динар“, који има „погубан утицај на домаћу привреду“.

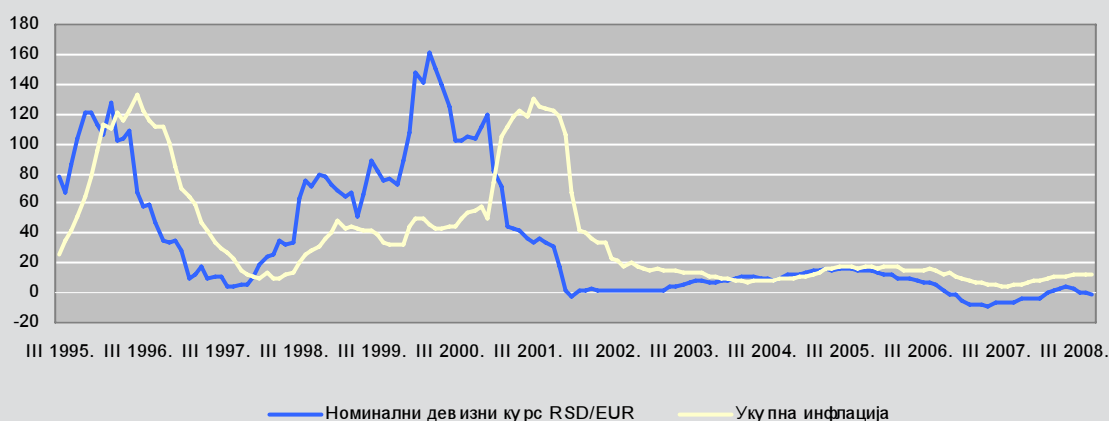
Приметимо, најпре, да доказа за наведену тврдњу нема у актуелним подацима. Иако је спољнотрговински дефицит заиста у порасту, привредни раст је висок и, посматрајући средњорочне тенденције, у значајном порасту, и све то уз високе стопе реалне ап्रेसијације (у односу на евро). То, наравно, не значи да је реална ап्रेसијација генератор привредног раста, али значи да привредни раст (уз висок прилив страних инвестиција) јесте генератор реалне апресијације.

С обзиром на то да су земље у почетним фазама транзиције на нижем нивоу привредног развоја у поређењу с развијеним економијама, реално је очекивати да ће оне у наредном периоду имати бржи раст продуктивности (тзв. процес конвергенције, енгл. catching up) и, по том основу, бржи раст домаћих цена у односу на стране када их изразимо у истој валути (реална апресијација). Такво је и искуство земаља које су у транзицију ушле пре Србије. Имајући у виду да је привредни раст Србије знатно виши него у зони евра<sup>2</sup>, реалну апресијацију треба посматрати као феномен који у овом периоду представља неминовност.

Креатори монетарне политике стога не могу да утичу на кретање реалног девизног курса у средњем року. Својим мерама и инструментима они у средњем року могу само да утичу на то како ће се реална апресијација „расподелити“ на номинални девизни курс и инфлацију. Једна опција је да се дозволи номинална апресијација уз ниску домаћу инфлацију, а друга да се номинални девизни курс фиксира и да се реална апресијација у већој мери прелије на инфлацију.

Трећа и, по нашем мишљењу, најгора опција јесте да се депресијацијом номиналног девизног курса стално покушава надоместити разлика између домаће и стране инфлације да би се спречила реална апресијација. То би само изазвало још виши раст домаће инфлације и захтевало додатну номиналну депресијацију, с новим инфлаторним ефектима, чиме би се ушло у „зачарани круг“. Ту трку између курса и инфлације у земљи у транзицији курс може да добије само краткорочно.

Графикон 1. Кретање девизног курса и инфлације (међугодишње промене, у %)



<sup>1</sup> Након хиперинфлације, у периоду 1994–2005. динар је у односу на евро ослабио 43 пута.

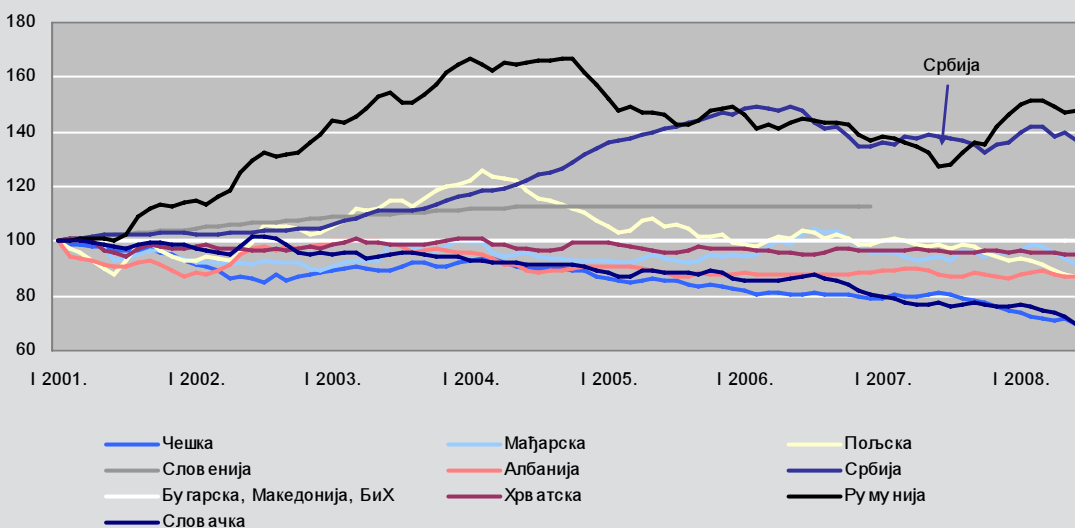
<sup>2</sup> Раст БДП-а у Србији у 2007. години износио је 7,5%, а у зони евра 2,6%.

Упадљива је правилност с којом се депресијација девизног курса прелива на цене и тиме поништава свој почетни ефекат на реални девизни курс (графикон 1)<sup>3</sup>. У истој ситуацији бисмо били и уколико бисмо данас депресирали динар с циљем, на пример, стимулисања извоза.

Према томе, утицај мера монетарне политике на реални курс, и евентуално спољнотрговински биланс, могућ је само у кратком року (док цене не сустигну курс), уз високу цену у виду пораста инфлације.

Као што смо рекли, монетарна политика својим мерама и инструментима у средњем року може да утиче само на кретање номиналног девизног курса. У том смислу, Народна банка Србије, у поређењу с централним банкама других источноевропских земаља у транзицији, свакако је све само не „јастреб“. На графикону (графикон 2) који приказује период који се често наводи као период високе апресијације динара (од 2001. године), упадљиво је да је, са изузетком централне банке Румуније, Народна банка Србије, заправо, водила најмање рестриктивну монетарну политику. Док је већина националних валута земаља у транзицији у овом периоду јачала или била фиксирана према еврџу, динар је изгубио 37% своје вредности. Такође, анализирајући текућа кретања (јун 2007–јун 2008), видимо да је степен апресијације према еврџу, који је када је динар у питању износио 1,1%, у многим земљама с флукутирајућим курсом знатно већи: у Чешкој 17,4%, Пољској 12,8 %, Словачкој 12,2%.

Графикон 2. Кретање номиналних девизних курсева према еврџу (јануар 2001 = 100)



\* Раст индекса указује на депресијацију, а пад на апресијацију националне валуте.

Извор: Националне централне банке, калкулација НБС.

У условима значајног привредног раста, уз девизни прилив, реална, па и номинална, апресијација националне валуте сасвим су очекиване појаве. Покушаји да се депресијацијом домаће валуте стимулише привредни раст у великој мери угрожавају макроекономску стабилност, а управо је макроекономска стабилност на дуги рок најбољи гарант привредног развоја.

<sup>3</sup> Већи помак у деловању курса на цене у годинама 1999-2000. резултат је пораста регулације цена у овом периоду – тј. њиховог фиксирања, па су се ефекти депресијације из 1999. године осетили у пуној мери тек након либерализације цена у октобру 2000.

## 2. Увозне цене

После изразитог раста у првом, увозна инфлација је у другом тромесечју опала и била негативна. Рекордно висока инфлација, највиша у последњих неколико десетина година, регистрована у ЕУ и САД у другом тромесечју није резултирала растом увозне инфлације захваљујући номиналној апресијацији динара. Пад увозне инфлације није се одразио на успоравање базне инфлације због рекордно високих светских цена нафте и других примарних производа, као и високих инфлаторних очекивања.

Увозна инфлација у другом тромесечју била је негативна,  $-8\%$  на годишњем нивоу<sup>19</sup>. Пад увозне инфлације може се објаснити апресијацијом номиналног ефективног курса динара<sup>20</sup> од  $14,3\%$  (просечно годишње), будући да су у ЕУ и САД<sup>21</sup> цене оствариле раст од  $7,4\%$  (просечно годишње). Прелазак увозне инфлације у негативну зону у другом тромесечју био је очекиван, с обзиром на то да су се већ крајем првог тромесечја почели испољавати апресијацијски притисци. Таква кретања увозне инфлације нису резултирала падом базне инфлације, која је у овом периоду, штавише, знатно убрзана по основу високих цена нафте и других примарних производа на светским тржиштима, као и растућих инфлаторних очекивања.

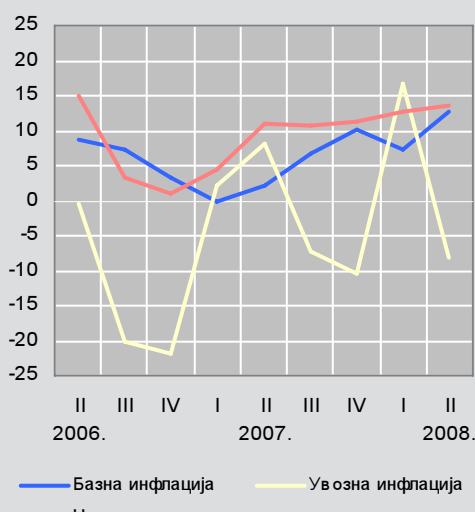
У трећем тромесечју 2008. очекујемо да ће се увозна инфлација даље смањивати, с обзиром на текуће кретање девизног курса и актуелне апресијацијске притиске, као и очекивани нижи раст цена у ЕУ и САД. Наставак смањења увозне инфлације требало би да има дезинфлаторне ефекте и да доведе до извесног успоравања раста базне инфлације. Кретање базне инфлације биће и у наредном периоду условљено пре свега кретањем цена нафте и примарних производа на светским тржиштима.

### Кретање цене нафте и примарних производа

У другом тромесечју су настављени притисци на раст цене нафте, која бележи нове историјске рекорде. Последњег дана другог тромесечја, Њујоршка берза је затворена с ценом од 135 USD за барел нафте типа урал и 139 USD нафте типа брент. Само дан пре тога, цена барела тексашке лаке нафте у дневној трговини је у једном тренутку достигла 143 USD.

Овога пута непосредан узрок скока цене нафте биле су геополитичке тензије, тј. претње Либије да ће обуставити производњу ако се земљама ОПЕКС-а уведу санкције и Ирана, четвртог по величини светског произвођача, да ће у случају израелског напада

Графикон III.2.1. Базна и увозна инфлација (прос. тромесечне стопе раста на год. нивоу)



Извор: НБС и Eurostat.

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



Извор: Reuters.

<sup>19</sup> Однос просека два узастопна тромесечја подигнут на годишњи ниво.

<sup>20</sup> Евро 70%, долар 30%.

<sup>21</sup> При обрачуна инфлације у свету користи се пондерисани просек инфлације у ЕУ и САД (пондери 70 : 30).

затворити мореуз за пролаз танкера с нафтом. Томе је допринео и повећан број прогноза о ценама нафте – између 170 (председник ОПЕК-а) до чак 250 USD (председник Управног одбора Гаспрома). Прогнозама су се бавиле и озбиљне инвестиционе куће, као нпр. Goldman Sachs, чији су аналитичари пре три године, када је цена барела износила 55 USD, прогнозирали да ће она прећи 100 USD. Ти исти аналитичари су почетком маја ове године тврдили да је врло вероватно да ће цена барела нафте у периоду од наредних шест до 24 месеца достићи ниво између 150 и 200 USD.

У другој половини јула, после дуже времена, дошло је до знатнијег пада цена нафте, за око 15 USD. Свакако да је на основу тога још увек рано извучити закључак

о преокрету у кретању тих цена, али ће то, барем краткорочно, допринети паду цена нафтних деривата.

И остале сировине бележе висок раст цена од почетка године. Цена бакра је, на пример, у марту достигла рекордан ниво, када је износила 8.820 USD за једну тону. Поново је порасла у јулу због штрајка рудара из Перуа, другог по величини произвођача бакра у свету.

Због растућих инфлаторних притисака, цена злата је такође скочила и крајем другог тромесечја је износила око 940 USD за тројунцу. Цене житарица не показују знаке смањења, тако да се настављају инфлаторни притисци и по основу раста цена прехранбених производа.

## **Последице раста цена примарних производа и реакција креатора економске политике**

Готово сви учесници на тржишту нафте слажу се да је у основи непрекидног раста цене нафте повећање потрошње ове сировине у земљама с високом стопом економског раста, при чему понуда не расте одговарајућом брзином. Међутим, како објаснити чињеницу да је у периоду од 2002. до 2007. године требало да прође пет година да цена нафте порасте за 60 USD по барелу, а да је само у прошлој години цена повећана за исти толики износ.

Ранија правила која су трговцима нафтом и аналитичарима омогућавала да предвиђају у ком правцу ће се цена нафте кретати у будућности изгледа да више не важе! На пример, још од времена нафтног шока из седамдесетих година прошлог века важило је правило да слаба америчка привреда значи и ниже цене енергената. Данас, међутим, управо у периоду знатно успоренијег раста у САД цена нафте непрекидно расте и достиже већ поменуте рекорде.

У том контексту, постоји неслагање око улоге тзв. шпекуланата на тржишту нафте, посебно нове категорије финансијских инвеститора (пензиони и hedge фондови) који нафту и остале сировине виде као само још једно средство за увећање профита. Њихов стварни утицај на раст цене нафте није сасвим јасан, али се трговина нафтним фјучерсима од стране тих финансијских инвеститора често наводи као узрок раста цене нафте. Једна од претпоставки за кретање цене нафте која такође више не важи јесте и да је њена текућа цена (spot price) редовно била виша од будуће (future price). То би могло да значи да је тржиште забринуто у погледу понуде нафте у будућности. Процењује се да ће тражња надмашивати нову производњу и да би, сходно томе, требало да рафинерије стварају залихе. У таквим околностима, све док се глобална тражња не буде смањила цена нафте ће расти. Тренутно је ситуација таква да се и поред високих цена тражња даље повећава.

Поједини аналитичари траже нова објашњења за рапидан скок цена нафте, као на пример да је велики пад вредности долара утицао да инвеститори почну да купују сировине како би се заштитили од инфлације. Други пак тврде да између кретања вредности америчког долара и цене нафте у последњих 30 година постоји веома мали степен корелације.

Неповољни временски услови, раст трошкова због повећања цена горива, повећана производња биогорива и, у последње време, трговинске баријере подстакли су притиске на раст цена на тржишту пољопривредних производа. Производња основних житарица није ишла у корак с растућом тражњом земаља у развоју последњих година. Производња биогорива у развијеним земљама додатно је допринела расту тражње. Такође, бројне владе земаља извозника хране користе трговинске баријере како би на домаћем тржишту повећале понуду с циљем снижавања цена, што је проузроковало мањи извоз и последично даљи раст цена на светском тржишту.

У наредном периоду се очекује тек умерено успоравање раста цена горива и хране због огромних средстава која треба издвојити да би се превазишла ограничена понуда. Очекује се да би цене хране у кратком року требало умерено да опадају, док би знатнији пад могао да се очекује тек у средњем року. Очекивања од боље жетве у 2008–2009. већ су се одразила на благо успоравање раста цена пшенице. Априлски World Economic Outlook (WEO) предвидео је да ће цене горива и хране у 2008. порастати за 34,3% и 18,2%, респективно.

Генерално, очекује се да раст цена горива има већи утицај на платни биланс земаља у односу на раст цена хране, због већег учешћа горива у увозу (у средње развијеним државама, увоз горива је у просеку двоструко већи од увоза

хране). Према истраживању ММФ-а<sup>1</sup>, 48 неразвијених земаља и 33 средње развијене земље имаће велики негативан утицај због раста цена горива. То би могло да доведе до смањења девизних резерви, тако да би покривеност извоза девизним резервама била мања бар за пола месеца. Евентуални раст цена хране за додатних 20% имао би мање последице. Према истраживању, у случају раста цена горива за додатних 20% у односу на пројекцију WEO, Србија би имала губитак девизних резерви од око 0,8 месеци покривености извоза, док у случају раста цена хране у истом проценту не би било никаквих негативних последица.

Раст цена горива и хране већ је имао знатан утицај на раст укупне инфлације нарочито у неразвијеним земљама. Ипак, номинална апresiasiја националних валута у односу на амерички долар током 2007. донекле је ублажила тај ефекат. Раст цена хране имао је већи директан ефекат на раст укупне инфлације у односу на раст цена горива пре свега у неразвијеним земљама. Учешће хране у потрошачкој корпи ових земаља знатно је изнад директног учешћа нафтних деривата (у Србији однос 35:4 у корист хране). Ипак, треба имати у виду да пондер нафтних деривата у индексу потрошачких цена потцењује значај горива као интермедијарног инпута у производњи већине производа и услуга. С друге стране, пондер хране у индексу потрошачких цена прецењује значај хране с обзиром на то да укључује много ширу групу производа на чије се цене рефлектује раст цена примарних производа како директно, тако и индиректно.

У сваком случају, раст светских цена горива и хране представља велики изазов за владе већине земаља. Уколико се допусти у потпуности преливање раста тих цена на домаће цене, потрошачи ће имати знатан пад реалног дохотка. Међутим, то би подстакло произвођаче да повећају производњу и потрошаче да смање тражњу, што би даље имало за резултат смањење негативног утицаја на текући рачун земаља с негативним салдом спољнотрговинске размене или би чак имало позитивне ефекте на нето извознике. Свакако да би допуштање потпуног преливања ефекта раста светских цена без истовременог повећања понуде и смањења тражње довело до још интензивнијег притиска на раст домаћих цена.

У том контексту, поставља се питање утицаја промена у пореском систему, као и политици субвенционисања. Према поменутом истраживању, када је реч о ценама горива, од 147 земаља обухваћених анализом, од 2006. године њих 37 је смањило акцизе на гориво, док их је 40 повећало. Азијске земље су у највећој мери смањиле акцизе, док су високоразвијене земље OECD извршиле њихово највеће повећање. Реакције држава на раст цена хране биле су нешто другачије. На смањење такси на увоз прехранбених производа одлучило се 76 земаља, док су 22 земље смањиле ПДВ на поједине производе. Неке државе извознице основних прехранбених производа одлучиле су се за увођење квантитативних ограничења на извоз или повећање извозних такси, и то све с циљем смањења цена на домаћем тржишту. Поменута ограничења је увело бар 30 земаља. Неке државе су због раста цена чак повећале плате у јавном сектору и пензије.

Препоруке ММФ-а су да би, ради избегавања негативних ефеката на остатак тржишта, требало допустити преливање раста цена на потрошаче и произвођаче. Потпуно преливање раста светских цена на домаће довело би до саморегулаторног ефекта тржишта, заштитило јавне финансије од великих трошкова и умирило волатилност светских цена. Наравно, то би за резултат имало знатан пад реалног дохотка становништва, нарочито у неразвијеним земљама, које би морале да пронађу адекватну меру да заштите сиромашне. Најбољи избор су у том случају трансфери новца или добара ка угроженим групама.

<sup>1</sup> Food and Fuel Prices Development, Macroeconomic impact, and Policy Responses, June 2008.

### 3. Платнобилансна кретања

У другом тромесечју текуће године дошло је до погоршања платнобилансних кретања. Суфицит остварен у финансијском и капиталном рачуну није био довољан да компензује висок дефицит текућег биланса, што је резултирало смањењем девизних резерви.

#### Биланс текућих трансакција

Дефицит текућег рачуна у другом тромесечју износио је 2.714 милиона долара и достигао 20,7% БДП-а.

Погоршање биланса текућих трансакција било је условљено пре свега повећањем дефицита биланса робе и услуга, а мањим делом и повећањем дефицита на позицији дохотка. Такође, остварени суфицит на позицији текућих трансфера нижи је у односу на упоредиви период претходне године.

Дефицит биланса робе и услуга био је за 52,4% већи у односу на упоредиви период прошле године, чиме је уједно повећан и његов удео у БДП-у (25%).

Међугодишњи раст извоза (43,1%) био је нешто нижи од раста увоза (47,7%). Дефицит робне размене је највећим делом формиран у одсецима енергената и опреме. С друге стране, део дефицита је покривен суфицитом оствареним пре свега у одсеку гвожђа и челика.

#### Биланс капиталних и финансијских трансакција

Висок дефицит биланса текућих трансакција регистрован у другом тромесечју није био покривен суфицитом капиталног и финансијског рачуна, што је резултирало погоршањем укупног биланса.

Суфицит на позицији финансијског рачуна био је у овом периоду већи за 135%, чиме је његов удео у БДП-у повећан на 18,3%. Када се из позиције финансијског рачуна искључе промене девизних резерви Народне банке Србије и девизних средстава пословних банака и осталих сектора (готов новац и депозити, нето), прилив капитала у Србију повећан је за 19,4% у другом тромесечју ове у односу на упоредиви период прошле године. Ипак, у овом периоду је његов удео у БДП-у смањен.

На позицији директних инвестиција остварен је суфицит од 879,1 милион долара (6,7% БДП-а), за разлику од дефицита у истом периоду претходне године.<sup>22</sup> У структури страних директних инвестиција, поред компаније Ју-Ес стил, која је у другом тромесечју у укупним улагањима имала учешће од око 19%, и даље највеће учешће имају улагања у финансијски сектор, око 30% (Уникредит банка, Банка интеза), затим у трговину, некретнине и телекомуникације, око 21% (NCA Investment group, Toronet), док учешће улагања у индустрију знатно заостаје.

На позицији портфолио инвестиција настављен је тренд њиховог пада започет почетком ове године.

У поређењу са истим периодом прошле године, смањено је укупно коришћење кредита и истовремено је дошло до пораста њихове отплате. Нето задуженост банака је смањена захваљујући смањењу новог задуживања, а предузећа захваљујући већим отплатама. Сектор Владе и Народне банке Србије је повећао вредност својих обавеза по финансијским кредитима, као резултат пораста новог задужења и смањења отплата.

Укупно сервисирање спољног дуга (камате и отплате главнице) повећано је за око 30% међугодишње и чини 9,9% БДП-а. Његово учешће у извозу робе и услуга је незнатно смањено и износи 31,8%.

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

	II 2007.	II 2008.
Текући рачун	-14,7	-20,7
Биланс робе и услуга	-22,7	-25,0
Доходак	-1,6	-2,6
Текући трансфери	9,7	6,9
Капитални рачун	0,0	0,1
Финансијски рачун (без промене девизних резерви)	16,7	14,6
Директне инвестиције - нето	-2,7	6,7
Портфолио инвестиције - нето	2,6	-0,5
Трговински кредити - нето	1,3	-1,0
Финансијски кредити - нето	14,8	9,1
Готов новац и депозити - нето	0,0	0,3
Остало	0,6	0,0
Грешке и пропусти - нето	3,9	2,3
Укупан биланс	5,9	-3,7

<sup>22</sup> Услед куповине Телекома Републике Српске, у другом тромесечју прошле године на позицији директних инвестиција реализован је дефицит од 253,7 милиона долара (нето).

Као резултат наведених кретања, у другом тромесечју је, после више од годину дана (прво тромесечје 2007. године), остварен дефицит укупног биланса од 485,4 милиона долара (3,7% БДП-а), што је резултирало падом девизних резерви.

Девизне резерве Народне банке Србије су на крају другог тромесечја износиле 14.382,6 милиона долара (9.107,5 милиона евра), што представља смањење од 4,7% у односу на претходно. Такав ниво девизних резерви обезбеђује покривеност увоза робе и услуга од готово шест месеци.

Одлив средстава из девизних резерви Народне банке Србије у току другог тромесечја регистрован је по основу смањења девизне обавезне резерве банака (допринос паду девизних резерви од 2,5 п.п.), отплате обавеза по основу старе девизне штедње и зајма за привредни препород (1,7 п.п.), учешћа Народне банке на МДТ-у (1,2 п.п.), као и по основу промене тржишне вредности иностраних хартија од вредности.

Прилив средстава у девизне резерве остварен је захваљујући нето откупу девиза по основу мењачких послова Народне банке (допринос од 1,4 п.п.), привременом платном промету с Косовом и Метохијом (допринос од 0,5 п.п.), као и по основу иностраних кредита држави и донација (0,4 п.п., односно 0,3 п.п., респективно).

Укупне девизне резерве Републике Србије су на крају другог тромесечја износиле 15.687,2 милиона долара (9.933,6 милиона евра).

Нето девизним трансакцијама Народне банке Србије у другом тромесечју је креирано свега 417,1 милион евра примарног новца. Расту примарног новца допринеле су директне девизне трансакције и откуп девиза по основу мењачких послова (398,2 и 130,8 милиона евра, респективно), док је учешћем Народне банке на међубанкарском девизном тржишту примарни новац смањен за 112,0 милиона евра. У оквиру директних девизних трансакција, од државе је откупљено 272,9 милиона евра. Прилив девиза је остварен и по основу осталих директних трансакција и привременог платног промета с Косовом и Метохијом, чиме је примарни новац повећан за 75,3, односно 50,0 милиона евра.

Учешће Народне банке на девизном тржишту<sup>23</sup> незнатно се смањило у односу на прво тромесечје и износило је 3,6% (прво тромесечје 4,2%).

Табела III.3.2. Доприноси стопи раста девизних резерви НБС

(у процентним поенима)

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

<sup>1)</sup> Платни промет са Црном Гором (до 26. јуна) и Косовом и Метохијом.

<sup>2)</sup> Приходи од приватизације, кредити ММФ-а итд.

Табела III.3.3. Нето девизне трансакције НБС с монетарним ефектом

(у милионима)

	Девизно тржиште <sup>1)</sup>	Директне трансакције <sup>2)</sup>	Мењачи <sup>1)</sup>	Укупне нето девизне трансакције
I тромесечје				
EUR	-284,0	221,5	123,5	60,9
Динара	-23.531,1	18.128,4	10.130,1	4.727,4
II тромесечје				
EUR	-112,0	398,2	130,8	417,1
Динара	-9.159,4	32.175,8	10.609,7	33.626,1
Укупно 2008.				
EUR	-396,0	619,7	254,3	478,0
Динара	-32.690,5	50.304,2	20.739,8	38.353,5

<sup>1)</sup> Обухвата нето прилив/одлив девиза по основу куповине/продаје НБС на међубанкарском девизном тржишту и мењачких послова.

<sup>2)</sup> Обухвата нето девизне трансакције с државом, државним органима, привремени платни промет с Косовом и Метохијом и остале нето девизне трансакције (приходе и расходе НБС по основу трансакција девизним хартијама од вредности и сл.).

<sup>23</sup> Промет на девизном тржишту, поред међубанкарског промета, обухвата и промет између банака и НБС, с једне, и њихових клијената и мењача, с друге стране, као и промет између НБС и државе и остале директне девизне трансакције НБС.

## 4. Монетарна кретања

*Друго тромесечје 2008. године карактерише мања понуда новца, као резултат пре свега већег трошења динарских депозита привреде и грађана. Кредитна активност домаћих банака бележи даље успоравање. Иако се директно задуживање привреде у иностранству наставља, знатнији инфлаторни притисци по том основу за сада нису евидентни.*

### Монетарни агрегати

У другом тромесечју је остварено повећање примарног новца, у највећој мери као резултат обавезе издвајања 10% девизне обавезне резерве банака у динарима. У току маја и јуна по том основу је креирано близу 40 милијарди динара.

Допринос нето девизних трансакција повећању примарног новца био је негативан, па је креирање примарног новца у потпуности остварено динарским каналом, операцијама на отвореном тржишту и трансакцијама с државом.

И поред тога што је референтна каматна стопа у току другог тромесечја у два наврата повећана, по основу операција на отвореном тржишту није уследило очекивано повлачење новца. Обавезу издвајања 10% девизне обавезне резерве у динарима банке су делом финансирале средствима од раније купљених хартија

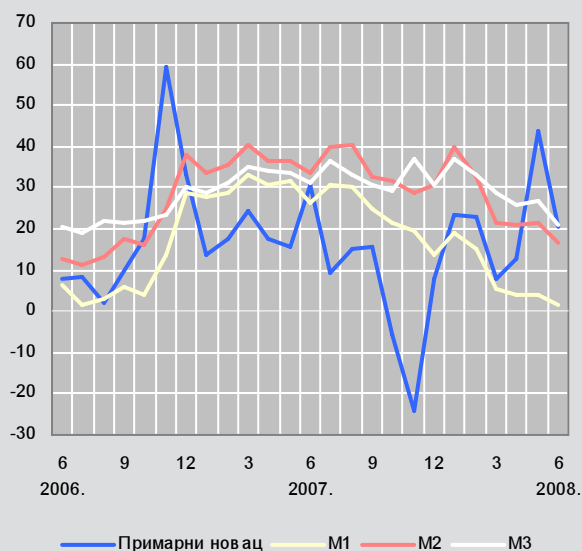
од вредности у репо трансакцијама, тако да је њихово стање у току другог тромесечја смањено за око 19 милијарди динара.

Као што је и било очекивано, фискална политика је у току другог тромесечја имала експанзивнији карактер, што је за последицу имало креирање новца. Држава је готово половину девизних депозита које је држала на рачуну код Народне банке потрошила ради исплате старе девизне штедње, али и за друге потребе. Динарски депозити државе су у јуну остварили извесно повећање.

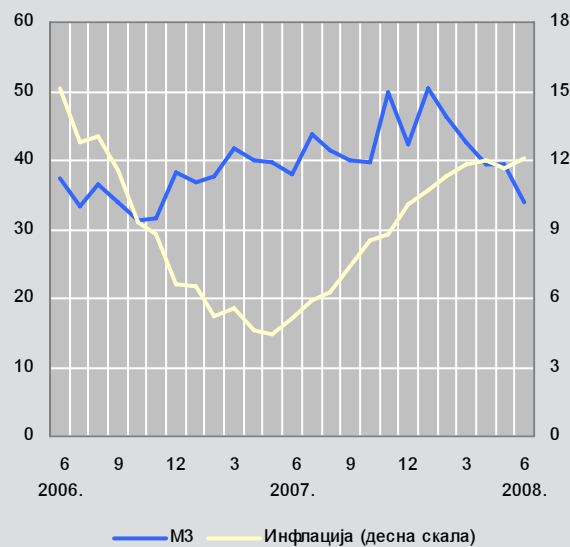
За разлику од примарног новца, динарски монетарни агрегати су у другом тромесечју наставили да бележе даљи пад. Након знатнијег смањења на почетку године и краткотрајног опоравка у мају, у јуну је забележено даље смањење како готовог новца у оптицају, тако и динарских депозита привреде и грађана. На таква кретања динарске новчане масе највероватније је утицала одлука Народне банке да се укине обавезни депозит на кредите у динарима, али и нешто веће трошење орочених динарских депозита сектора привреде.

На пад новчане масе М3, поред смањења динарских депозита, утицала је и апресијација динара будући да девизна штедња изражено у еврима остварује континуирани раст. У оквиру тога, штедња становништва је крајем другог тромесечја износила 5,3 милијарде евра (6,5% више у односу на крај

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



Графикон III.4.2. Кретање понуде новца и инфлације (међугодишњи раст, у %)



првог), што чини око 46% новчане масе М3. Повећањем удела краткорочне штедње, нарочито орочене до три месеца, структура девизне штедње становништва је незнатно погоршана.

У поређењу с претходним тромесечјем, допринос кредитне активности понуди новца (М3) био је мањи. Негативан допринос нето девизних трансакција резултат је пре свега трошења девизних резерви банака за плаћање обавеза према иностранству. Мањи допринос кредитне активности може се објаснити вишим активним каматним стопама банака, као и поштравањем услова за добијање кредита индексираних страном валутом. Уместо дотадашњих 20%, почев од маја обавезан депозит код кредита с валутном клаузулом износи 30% вредности узетих кредита.

И дугорочно посматрано, успорава се раст понуде новца. Тако је међугодишњи раст М1, са 18,1% колико је износио на крају првог тромесечја, у јуну смањен на 14%. Слична тенденција карактерише и шире категорије новца.

Иако је у кратком року веома тешко утврдити везу понуде новца са инфлацијом, кретање међугодишњих стопа новца, будући да су знатно ниже у поређењу са 2007. годином, указује да је у средњем року по овом основу могуће очекивати слабљење инфлаторних притисака.

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

	2007.			2008.		Учешће у М3 (јун)
	II	III	IV	I	II	
М3	5,3	12,3	16,7	4,2	-0,8	100,0
Девизни депозити	10,2	10,9	10,3	14,1	-0,8	63,7
М2	9,8	15,1	26,8	-9,6	-0,9	36,3
Орочени дин. депозити	18,1	33,6	38,3	-4,3	-1,7	13,5
М1	6,6	7,9	21,2	-12,5	-0,4	22,8
Депозити по виђењу	5,6	12,0	23,0	-14,4	0,0	15,2
Готов новац у оптицају	8,5	0,5	17,7	-8,7	-1,2	7,6

## Пласмани банака

Кредитну активност банака у току другог тромесечја карактерисало је даље успоравање. Укупан раст пласмана привреди и становништву, знатно нижи него у првом тромесечју, износио је око 43 милијарде динара. При том су кредити становништву забележили спорији раст (3,1%) у односу на кредите привреди (6,1%). С обзиром на то да у оквиру сектора становништва кредити с девизном клаузулом имају веће учешће (око 65%), а да је динар у међувремену апресирао, успоренији раст кредитне активности према становништву може се донекле објаснити ефектом апресијације динара, али и даљим повећањем степена рестриктивности монетарне политике.

Повећање референтне каматне стопе утицало је на поскупљење задуживања у земљи, па је настављено директно задуживање предузећа у иностранству. Крајем јуна спољни дуг предузећа достигао је износ од 15 милијарди долара. Тренутно учешће укупних кредита у БДП-у достиже 70%, што је на нивоу просека за транзиционе привреде.

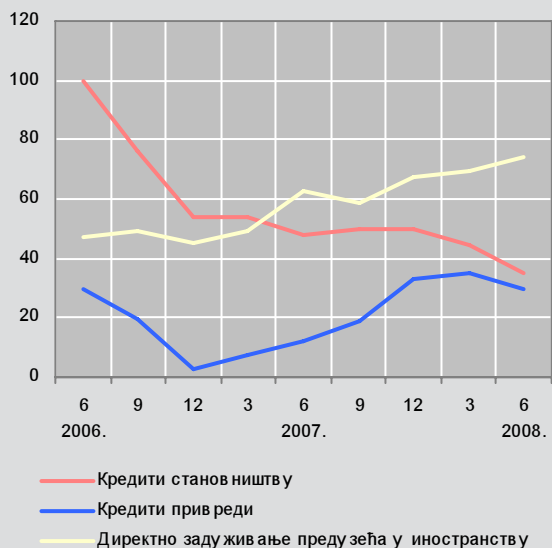
Кредитна активност банака у овом периоду ослањала се на домаће изворе, пре свега повећану девизну штедњу грађана. Кредитна активност је финансирана и докапитализацијом банака, с тим што је изостало ново задуживање банака у иностранству.

Задуженост републичких и државних органа, након пораста у првом тромесечју, крајем полугодишта је смањена. Задуженост власти на локалном нивоу забележила је пораст у мају. Јавна предузећа су у мају своју задуженост смањила, а у јуну задржала на непромењеном нивоу.

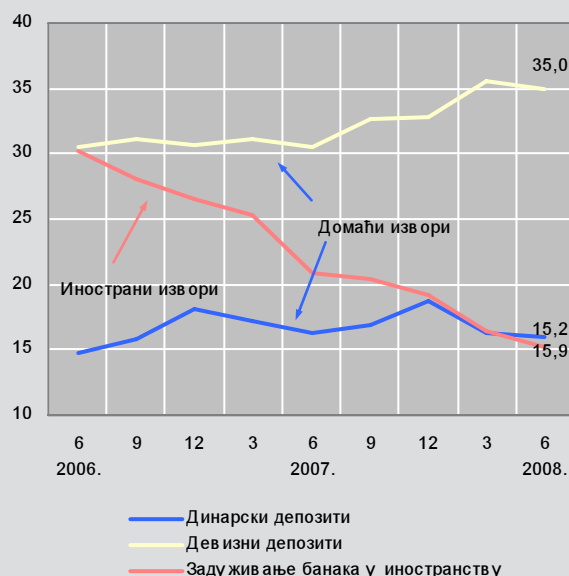
У посматраном тромесечју, већи раст бележе краткорочни кредити, нарочито код сектора привреде. То указује да су се предузећа задуживала у већој мери ради измиривања обавеза према иностранству, као и ради набавке сировина и репроматеријала. Будући да је раст домаћих дугорочних кредита успорен, а да је дугорочно задуживање у иностранству настављено несмањеном динамиком, закључује се да су предузећа за финансирање инвестиција у опрему и технологију пре свега користила иностране изворе средстава.

Кредити становништву су крајем другог тромесечја у поређењу с претходним забележили мањи раст. Структура кредита становништву донекле је побољшана порастом учешћа стамбених кредита, које тренутно износи 32,4%. Највећи допринос успоравању раста укупних кредита становништву

**Графикон III.4.3. Домаћи кредити и директно задуживање предузећа у иностранству (међугодишњи раст у %)**



**Графикон III.4.4. Извори раста пласмана банака (у % билансне суме банака)**

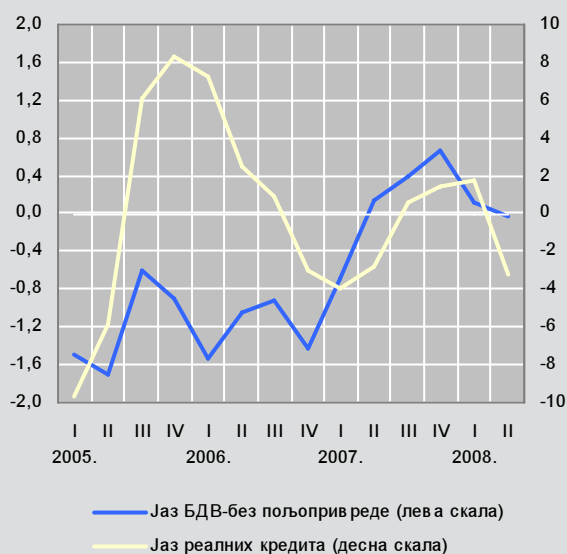


дало је смањење готовинских и потрошачких кредита (6,9 милијарди динара). Стамбени кредити су повећани за 8,1 милијарду динара, а кредити по основу кредитних картица и минусних салда на рачунима за 5 милијарди динара. Негативну тенденцију, међутим, представља раст учешћа лоших и ненаплативих зајмова.

Дугорочно посматрано, уочава се успоравање раста кредитне активности. Међугодишња стопа раста крајем јуна износила је 32,5%, што је за 6,4 процентна поена ниже у односу на крај марта. При том, стопа раста кредита становништву је виша, пре свега као последица ниже основице за обрачун.

Реални кредити сектора привреде, укључујући и директно задуживање у иностранству, и становништва код домаћих банака крећу се испод дугорочног тренда иако се cross-border вид кредитирања наставља несмањеним интензитетом. Уколико се кретање јазата реалних кредита, који представља један од индикатора агрегатне тражње, упореди с производним јазом мереним бруто додатом вредношћу без пољопривреде, уочава се позитивна корелација. Негативни јаз реалних кредита у другом тромесечју, праћен неутралним производним јазом, сугерише да у наредном периоду не треба очекивати веће инфлаторне притиске по том основу.

**Графикон III.4.5. Веза између реалних кредита приватном сектору и економске активности**



## Доступност дугорочних извора финансирања, институције и инфлација

Банкарски сектор обавља веома значајну функцију чинећи могућим остварење капиталних пројеката реалног сектора, а то за реални сектор подразумева упуштање у дугорочне финансијске обавезе. Пројекти већих капацитета и напредније технологије остварују приносе тек након одређеног времена, које је у поређењу са алтернативним видовима улагања знатно дуже. Финансирање таквих пројеката омогућавају банке трансформишући краткорочне ликвидне депозите у дугорочне неликвидне кредите. Као последица те трансформације и улагања, економски раст у земљама у којима економски субјекти имају већи приступ дугорочним изворима финансирања остварује виши ниво.

Анализа доступности дугорочних извора финансирања је интересантна нарочито за транзиционе земље, будући да се њихов финансијски сектор умногоме променио током претходне деценије. Постигнути су, на пример, драстично смањење инфлације, побољшање институционалног оквира и приватизација банака. Такође, у банкама се повећао удео страног капитала, а код неких земаља се побољшала и доступност информација увођењем кредитних бироа, који олакшавају размену података о дужницима. Сваки од наведених фактора појединачно може имати утицај на доступност дугорочних извора финансирања.

Приказани графикон илуструје у којој мери су се посматране земље у транзицији на крају првог тромесечја 2008. разликовале по учешћу дугорочних кредита (рочност дужа од годину дана) у укупним кредитима у њиховом банкарском сектору. Док у Бугарској готово 94% кредита има рочност дужу од годину дана, у Словачкој је таквих кредита нешто мање од 57%.

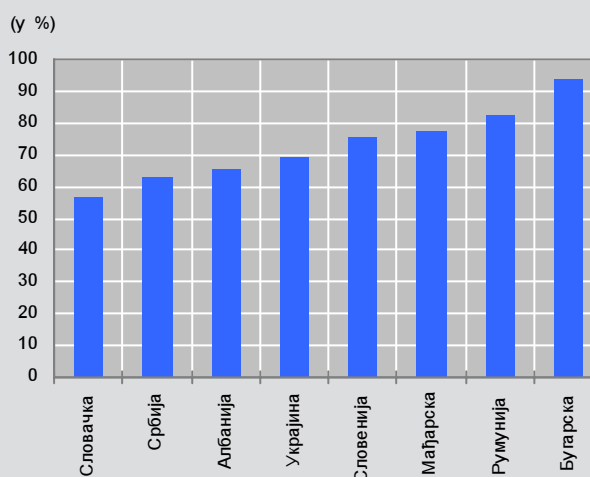
На доступност дугорочних извора финансирања утичу две групе фактора: институционални и економски. С теоретског становишта, на разлике у рочности банкарских кредита у земљама које смо приказали могу да утичу следећи институционални фактори:

1) *Владавина права.* – Уколико због неефикасности правног система банке нису у могућности да наплате своја потраживања, или то могу да учине спорије, настаје окружење у коме банке нуде кредите мање рочности како би контролисале дужнике претњом да кредит неће бити обновљен. Владавина права, мерена индексом Светске банке од  $-3$  до  $3$ , у Србији је на крају 2007. године износила  $-0,57$ .

2) *Власништво над банкама.* – Власништво над банкама даје држави могућност да средства усмерава ка стратешким дугорочним пројектима које приватне банке не би финансирале. Ипак, државне банке могу да буду неефикасне и постојање приватних (и страних) банака доприноси бољој оцени пројеката. У Србији је на крају 2006. године скоро 15% банака било у већинском власништву државе, а 79% у већинском власништву страних акционара.

3) *Кредитни бирои.* – Када банке успоставе размену информација о дужницима, очекује се да на основу квалитетнијих информација банке боље оцене потенцијалне дужнике и њихове пројекте. У таквим околностима банке нису приморане да контролишу дужнике с мањом рочношћу кредита. Од 2002. године у Србији постоји јавни кредитни регистар.

### Учешће дугорочних у укупним кредитима у транзиционим земљама (прво тромесечје 2008)



Извор: публикације централних банака приказаних земаља.

Поред институционалних фактора, економски фактори који карактеришу земљу имају такође битну улогу у доступности дугорочних извора финансирања. Један од најважнијих међу тим факторима јесте инфлација. Ниска и стабилна инфлација може да утиче повољно на дугорочне финансијске уговоре смањујући несигурност везану за реалну вредност будућих номиналних доспећа. Банке су мање вољне да се дугорочно обавезују у окружењу које карактерише виши ниво инфлације. Висока инфлација, одвраћајући привредне актере да ступају у дугорочне финансијске аранжмане, приморава банке и остале финансијске посреднике да одржавају веома ликвидне пласмане. У инфлаторним условима банке су мање спремне да понуде дугорочно финансирање за потребе обезбеђивања технологије и капитала реалног сектора, што се негативно одражава на привредни раст.

Поред инфлације, још неколико економских фактора може да утиче на рочност кредита. Већи банкарски систем, кроз економију обима, може да умањи трошкове надгледања пројеката и повећа доступност дугорочних извора финансирања. Волатилност производње (као мера пословног ризика) умањује, док раст БДП-а (као мера инвестиционих могућности) повећава рочност банкарских кредита. Утицај конкурентности банкарског сектора може бити двојак: док конкурентни банкарски сектор отклања неефикасности и повећава доступност дугорочних извора финансирања, већи степен концентрације банкарског сектора може да узрокује тесну везу између банака и предузећа и такође повећа доступност дугорочних извора финансирања. Развој берзе има такође двојак утицај на рочност банкарских кредита: поред тога што пружа додатне информације о дужницима, берза представља и алтернативни извор дугорочног финансирања.

Да бисмо успоставили статистичку везу између рочности банкарских кредита и наведених институционалних и економских фактора, оценили смо следећу једначину:

$$y_{i,t} = \alpha + \beta X_{i,t} + \eta_i + \varepsilon_{i,t}$$

где је  $y_{i,t}$  учешће дугорочних у укупним кредитима у земљи  $i$  у периоду  $t$ ,  $\alpha$  константа,  $X$  вектор који садржи независне променљиве (тј. наведене економске и институционалне факторе),  $\eta$  фактор специфичан за сваку земљу, а  $\varepsilon$  грешка. Оцена коефицијената  $\beta$  дата је у следећој табели.

#### Утицај на доступност дугорочних извора финансирања

	Оцењен ефекат	Статистика значајност
Инфлација (у процентима)	-0,215	(0.000)
Владавина права (мерена индексом Светске банке од -3 до 3)	8,905	(0.009)
Државно власништво над банкама (% активе државних банака)	-0,264	(0.000)
Страно власништво над банкама (% активе страних банака)	-0,034	(0.129)
Присутност кредитног бироа (1 уколико је присутан, 0 у супротном)	2,642	(0.024)
Величина банкарског сектора (учешће кредита у БДП-у)	3,764	(0.005)
БДП по глави становника (у хиљадама УСД)	2,122	(0.036)
Међугодишњи раст БДП-а (у процентима)	1,236	(0.000)
Волатилност производње (изведен индекс)	0,17	(0.537)
Промет на берзи (удео у БДП-у)	-6,257	(0.042)
Концентрација банкарског сектора (учешће три највеће банке у активи)	-3,587	(0.309)
Чланство у ЕУ (1 уколико је земља члан, 0 у супротном)	-11,792	(0.404)
Константа	57,806	(0.000)

Напомена: Једначина је оцењена *Hausman-Taylor*-овим методом, где је величина банкарског сектора третирана као ендогена променљива. Коришћено је 317 опсервација из 11 земаља. У заградама су представљене  $p$ -вредности.

Инфлација је један од фактора који статистички значајно утичу на учешће дугорочних у укупним банкарским кредитима у транзиционим привредама. Поред тога, утицај инфлације има и економску јачину. Наиме, уколико се стопа инфлације повећа за 5 п.п., то би довело до смањења дугорочних кредита у укупним кредитима за око 1,1 п.п. Резултати указују да инфлација, поред познатих трошкова, такође обесхрабрује склапање дугорочних финансијских уговора и на тај начин онемогућава банке да своја средства пласирају у пројекте који подстичу економски раст.

Владавина права статистички значајно повећава доступност дугорочних извора финансирања. Ако би побољшана ефикасност правног система утицала да се рејтинг земље повећа за један индексни поен, учешће дугорочних у укупним кредитима порасло би за скоро 9%. Државно власништво над банкама умањује проценат дугорочних кредита, док страном власништво нема статистички значајан утицај. Земље с већим учешћем кредита у БДП-у имају и релативно више дугорочних у укупним кредитима, а земље у којима је установљен кредитни биро то учешће имају веће за око 2,6 п.п. Резултати указују да богатије земље имају више дугорочних извора финансирања, а то важи и за земље у којима је економски раст бржи. Резултати такође указују да је берза алтернативан извор дугорочног финансирања.

## 5. Кретање понуде и тражње

### Економска активност

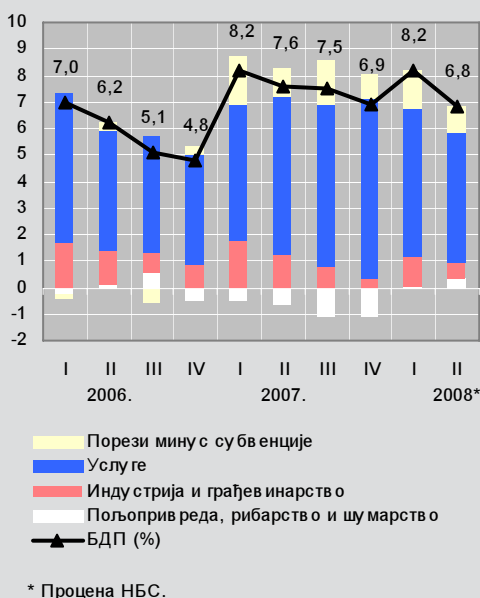
Економска активност је у првом тромесечју била убрзана (8,2%). БДП је у другом тромесечју, и поред убрзања материјалне производње, имао успорен раст (око 6,8%) због даљег успоравања раста у сектору услуга. Процењујемо да је производни јаз НДВ-а у другом тромесечју неутралан.

#### Прво тромесечје 2008.

Према најновијем извештају Републичког завода за статистику, реални раст БДП-а у првом тромесечју био је убрзан (8,2%). Званичан податак донекле одступа од наше процене (7,1%) с обзиром на то да смо при процени потценили раст ставке пореза (умањених за субвенције).

За раст БДП-а највећим делом је заслужан значајан опоравак пољопривредне активности (0,5% наспрам пада од 9% у четвртном тромесечју прошле године), будући да је мерено непољопривредном додатом вредношћу (НДВ) раст економске активности био успорен (8,7%).

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



Иста тенденција исказана је и према десезонираним подацима. Раст БДП-а је у првом тромесечју значајно убрзан (15,3% на годишњем нивоу), док је раст НДВ-а успорен (6,5% наспрам 9,3% у претходном тромесечју, на годишњем нивоу).

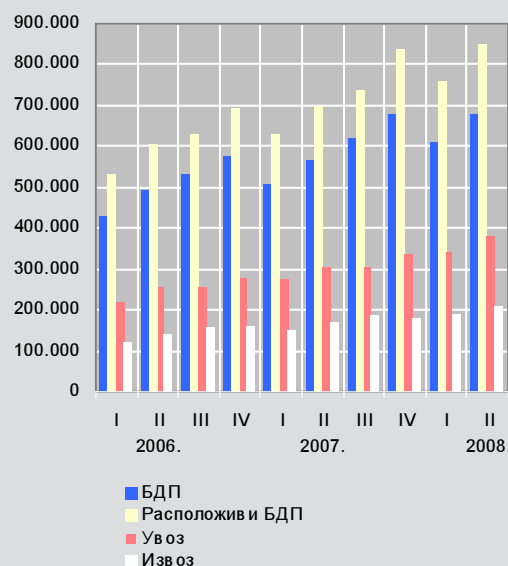
Бруто додата вредност (БДВ) допринела је међугодишњем расту БДП-а са 6,8 п.п., а порези (умањени за субвенције) са 1,4 п.п. Иако је у структури БДВ-а највећи допринос међугодишњем расту БДП-а имао сектор услуга (саобраћајна активност 2,5 п.п., трговина на мало и велико 1,2 п.п. и финансијско посредовање 1,4 п.п.), тај допринос је нешто нижи у поређењу с претходним тромесечјем.

У структури раста БДП-а забележене су промене. Наиме, за разлику од 2007. године, када је доминантан фактор успоравања раста економске активности била материјална производња<sup>24</sup> (као последица утицаја егзогених фактора и ремонта у компанији Ју-Ес стил), прво тромесечје карактерише убрзанији пораст материјалне производње и успоравање раста у сектору услуга.

#### Друго тромесечје 2008.

Званични подаци Републичког завода за статистику о кретању БДП-а за друго тромесечје нису расположиви.

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



<sup>24</sup> Индустијска производња, пољопривредна производња и грађевинска активност.

Ипак, на основу појединих индикатора економске активности и наших процена оцењујемо да је раст реалног БДП-а у том периоду био успорен и да је износио око 6,8%, а НДВ-а око 7,3%. Таквим кретањима, и поред високог раста материјалне производње, допринео је у релативно већој мери успоренији раст услуга.

Десезонирани подаци у другом тромесечју такође указују на успоравање раста БДП-а (2,4% годишње). Према истим подацима, настављено је и успоравање раста НДВ-а (3,2%).

На основу података Републичког завода за статистику, међугодишњи раст индустријске производње био је успорен (2,3%). Међутим, десезонирани подаци говоре у прилог прекида тромесечног пада производње и остваривања позитивне стопе раста у мају и јуну. Поред тога, евидентиран је значајан опоравак индустријске производње, пре свега прерађивачке индустрије.

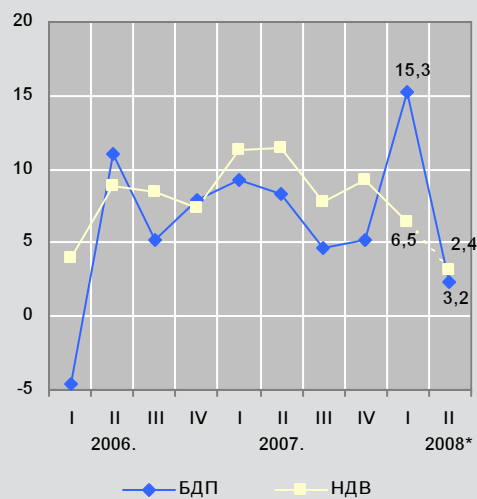
Очигледно је да се извор динамичног раста индустријске производње налази на страни повећања иностране тражње за домаћим индустријским производима, пре свега капиталним и интермедијарним производима.

Процењујемо да се грађевинска активност постепено опоравља, на шта указују њени главни индикатори: инвестициона потрошња државе која је остварила позитивну међугодишњу стопу раста и производња неметалних минерала која је успорила пад.

Такође, с обзиром на повољне временске услове очекујемо знатан пораст пољопривредне активности (већим делом услед поређења с ниском базом из 2007. године), који ће позитивно утицати и на прерађивачку индустрију.

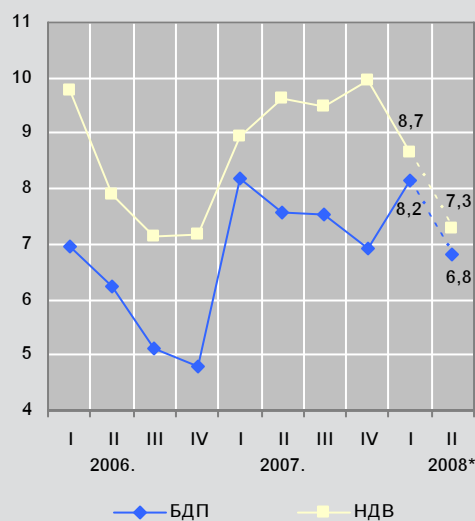
Трговина на мало је у другом тромесечју остварила успоренији међугодишњи реални раст (0,9% наспрам 12,3% у првом). Успоравање је било очекивано с обзиром на то да је трговина имала међугодишњи реални пад у априлу и јуну, што је незабележено у претходних неколико година, и указује пре свега на знатан пад тражње становништва. Десезонирани подаци о тромесечним стопама раста указују на веома висок пад трговине на мало и велико (-14% год., наспрам раста од 9% год. у првом). Пад је био последица успоравања

Графикон III.5.3. Раст индикатора економске активности (десезонирани тромесечне стопе раста, на годишњем нивоу)



\* Процена НБС.

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



\* Процена НБС.

раста реалних зарада, с једне стране, и успоравања раста кредита становништву, с друге.

Инфлаторан утицај тражње мерен производним јазом НДВ-а, који је био евидентиран у претходна два тромесечја, заустављен је у другом тромесечју.



Мерено НДВ-ом, економска активност се креће око њене дугорочне тенденције, што може бити показатељ заустављања инфлаторних притисака са стране тражње.

Полазећи од оцењеног раста реалног БДП-а и цена, номинални БДП би у другом тромесечју могао да износи око 680 милијарди динара, што у односу на исти период претходне године представља пораст од око 19,7%.

На основу платнобилансних података, расположиви БДП могао би да износи око 851 милијарду динара (125% БДП-а). Учешће извоза робе и услуга чинило би 31%, а учешће увоза 56% БДП-а.

## Инострана тражња

У првом тромесечју 2008. године стопа раста реалног БДП-а у **зони евра** у односу на четврто тромесечје 2007. износила је 0,8%, што је изнад очекивања. Највећи раст остварен је у Немачкој (1,5%), захваљујући високом расту инвестиција. Међутим, према истраживањима која мере индекс поверења

потрошача и пословног света, већ у другом тромесечју могло би да дође до смањивања стопе раста реалног БДП-а.

Упркос кризи на финансијском тржишту и проблемима који настају због пораста цена нафте и хране, у зони евра не постоје веће макроекономске неравнотеже. Профитабилност нефинансијског сектора је на задовољавајућем нивоу, а стопа незапослености је најнижа у последњих 25 година (7,1%). Пораст кредита становништву износи 4,9% на годишњем нивоу. Пројекције привредног раста у зони евра за 2008. годину крећу се у распону од 1,5% до 2,1% (1,75% процена ММФ-а), а за 2009. предвиђа се раст реалног БДП-а у распону од 1,0% до 2,0%. (процена ММФ-а 1,25%).

У **Сједињеним Државама**, раст БДП-а у првом тромесечју износио је 0,9%, у поређењу са 0,6% из последњег тромесечја 2007. године. Највећи допринос овом расту дао је извоз. С друге стране, забележен је пад личне потрошње и инвестиција у некретнине. Због ефеката финансијске кризе која је и избила на тржишту хипотекарних кредита у САД, у 2008. години се очекује успорена економска активност. Лична потрошња ће бити смањена због негативних ефеката раста цена енергената на стандард домаћинстава, као и ефекта умањеног богатства због пада цена некретнина. Позитивни ефекти очекују се по основу попуштања монетарне политике и стимулативног фискалног програма.

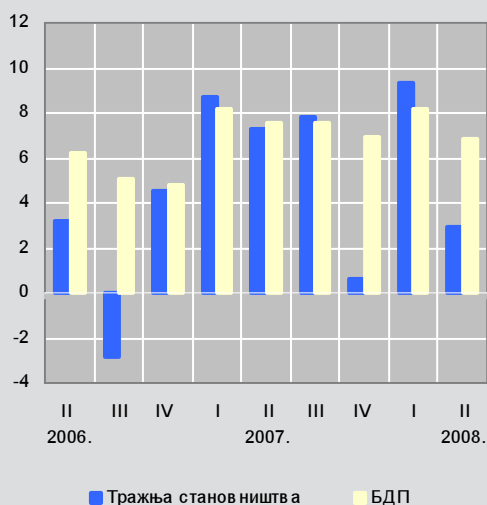
У **земљама централне и источне Европе** дошло је до извесног успоравања привредног раста у првом тромесечју. То се односи на Чешку, Пољску, Румунију и Русију. У свим тим земљама регистрован је знатан пораст инфлације, због чега су централне банке подизале референтне каматне стопе. Очекује се да ће привредна активност у овим земљама у 2008. бити успорена, али да ће и даље бити на задовољавајућем нивоу. Економска активност је била врло динамична у мањим земљама зоне евра као што су Словачка и Бугарска, док је у балтичким земљама дошло до пада тражње.

## Индикатори потрошње становништва

У другом тромесечју 2008. године *агрегатна тражња становништва није била генератор инфлаторних притисака, будући да је њен раст био успорен. Основни фактори који су определили такво кретање били су успорен раст зарада, мањи нето прилив девиза по основу мењачких послова и већа штедња у односу на ново задуживање.*

У другом тромесечју текуће године, у структури БДП-а дошло је до смањења учешћа прихода становништва (умањених за прираст штедње и увећаних за прираст кредита). Полазећи од тога, може се закључити да агрегатна тражња становништва у току другог тромесечја није била генератор инфлаторних притисака.

Графикон III.5.6. Кретање тражње становништва и БДП-а (међугодишње реалне стопе раста, у %)



Посматрано по компонентама, основни извори успоравања потрошачке тражње у другом тромесечју били су следећи:

**Зараде.** Удео масе нето зарада из статистичког узорка у оцењеном БДП-у износио је 13,4%, што је за 0,3 п.п. мање него у упоредивом периоду 2007. године.

**Дознаке и мењачи.** Регистроване дознаке и нето прилив по мењачким пословима чинили су 5,8% процењеног БДП-а, или за 3 п.п. мање у односу на исти период прошле године.

**Кредити и штедња.** По основу задуживања, становништво је обезбедило додатне изворе средстава за потрошњу у износу од 3,6% оцењеног БДП-а, што представља смањење за 0,6 п.п. у односу на исто тромесечје 2007. године.

У истом периоду, дошло је до пораста штедње становништва. Њено учешће у оцењеном БДП-у је повећано за 1,4 п.п. и износи 4,1%.

Компонента која је у посматраном периоду утицала на раст агрегатне тражње јесу **социјални трансфери**. Они су чинили 17,2% оцењеног БДП-а, или за 2,0 п.п. више у односу на исти период 2007. године.

## Цене нафте и привредни раст

Промене цена нафте имају значајне последице на економску активност. Какав ће бити крајњи ефекат тих промена на економски раст, зависи од тога да ли је реч о земљама које су нето извознице или увознице нафте. Раст цена нафте у почетном периоду повећава производњу и девизни прилив земаља нето извозника нафте, али, с друге стране, доводи до реалне апресијације домаће валуте, што за последицу касније може имати негативне ефекте на економску активност. Код земаља нето увозника, извесне су негативне последице на економски раст.

Цене нафте утичу на економску активност како кроз канал понуде, тако и кроз канал тражње. Ефекат на страни понуде је трошковни и повезан је с чињеницом да је сирова нафта базичан инпут који се користи у производњи. Пораст цена доводи до раста трошкова производње, који предузећа делимично преливају на крајње потрошаче (кроз пораст цене), а делимично редукују сопствени профит. Пад профита доводи до пада производње и инвестиција. Такође, порастом цене се смањује тражња, односно потрошња, што утиче на даље смањење економске активности. Смањење инвестиција доводи до успоравања потенцијалног привредног раста.

Бројна истраживања потврђују постојање таквог негативног утицаја цена нафте на производњу у земљама нето увозницама нафте. Према истраживањима ЕЦБ-а<sup>1</sup> спроведеним на узорку високо развијених земаља, оцењено је да је утицај цена нафте на економску активност негативан у кратком року, и кулминира у трећем и четвртном тромесечју прве године, а затим се постепено смањује и у потпуности ишчежава након три године. Интересантно је да, за разлику од раста цена, пад цена нафте има значајан позитиван утицај на економску активност само код неколико земаља из узорка (нпр. САД и Велике Британије). Такође, према истраживањима ММФ-а<sup>2</sup>, перманентан раст цена нафте од 20% би, након годину дана, утицао на смањење раста БДП-а америчке привреде и зоне евра за 0,4% понаособ, Велике Британије за око 0,3%, а Јапана за 0,2%. Имајући у виду да је од почетка 2007. до јуна 2008. године светска цена нафте порасла за око 200%, свакако да се добар део успоравања економске активности у поменутиим земљама може управо тиме објаснити.

Према неким истраживањима<sup>3</sup>, утврђено је да негативан утицај на раст БДП-а нема само промена нивоа цена нафте већ и волатилност тих цена. Штавише, према истим истраживањима, утицај волатилности цена на економску активност је чак већи и бржи. Нагли скок цене нафте после периода ниске волатилности има већи утицај на привредни раст него после периода високе волатилности, будући да ефекат изненађења који се у том случају јавља утиче на повећање неизвесности, што инвеститоре наводи да одложе своја улагања.

Такође, у земљама у којима постоје велики трошкови мобилности радне снаге и капитала из једног у други сектор, смањење економске активности доводи до повећања незапослености, односно смањења реалокативне способности радне снаге, будући да радна снага, након нафтног шока, ишчекује побољшање економских услова, због чега неко време не мења сектор<sup>4</sup>. Овај ефекат је посебно изражен у случају повећања волатилности цена нафте.

Ефекти најновијег нафтног шока на српску привреду још увек нису изражени, с обзиром на то да последњи званични подаци показују да је међугодишњи раст БДП-а у првом тромесечју износио чак 8,2%. То се делимично може објаснити недовољно развијеном конкуренцијом у земљи, која је дала више простора произвођачима и трговцима да повећане трошкове у већој мери пребаце на крајњег потрошача. Таква кретања су се, међутим, одразила на успоравање тражње становништва (успоравање раста реалних зарада је већ видљиво), што ће у крајњој линији довести до успоравања производне активности у наредном периоду.

<sup>1</sup> R. Jimenez-Rodriguez and M. Sanchez: "Oil price shocks and real GDP growth", WP No 362, ECB, May 2004.

<sup>2</sup> IMF Staff: "GEM A new international macroeconomic model", OP 239, IMF, 2004.

<sup>3</sup> J.P. Ferderer: "Oil Price Volatility and the Macroeconomy", Journal of Macroeconomics 181, 1996.

<sup>4</sup> R. Sauter and S. Awerbuch: "Oil price volatility and economic activity: Survey and literature review", IEA Research Paper, August 2003.

Ефекти светског поскупљења нафте код нас могли би се ублажити не само кроз смањење пореског оптерећења нафтних деривата него, највише, либерализацијом тржишта деривата, подизањем ефикасности НИС-а, као и стварањем конкуренције укидањем Уредбе којом НИС има монопол. Међутим, треба имати у виду да обе поменуте мере имају ограничене ефекте. Наиме, смањење пореског оптерећења не може у потпуности да апсорбује ефекте дугорочног пораста цена нафте на цену нафтних деривата на тржишту, а поставља се и питање одрживости фискалне политике у том случају. Такође, с обзиром на то да је ефикасност нафтне индустрије ограничена технологијом прераде нафте, не постоји начин да се негативни ефекти перманентног раста цена нафте у потпуности елиминишу.

## Јавна потрошња

У другом тромесечју 2008. у државном буџету је забележен дефицит, који према методологији ММФ-а износи 22,3 милијарде динара. Консолидовани буџет је на агрегатну тражњу имао ефекат креирања новца у износу од 33,7 милијарди динара.

Укупни консолидовани приходи без донација износили су у другом тромесечју 271,9 милијарди динара (што је 16,9% номинално и 4,4% реално више него у истом периоду претходне године), док су укупни консолидовани расходи износили 294,2 милијарди динара (што је 35,9% номинално и 21,5% реално више него у истом периоду претходне године), чиме је остварен дефицит буџета од 22,3 милијарде динара. Учешће консолидованог фискалног дефицита у БДП-у је износило 3,27%.

Ефекат на агрегатну тражњу био је на нивоу од 33,7 милијарди динара. Разлика у односу на обрачунати дефицит последица је највећим делом отплате дуга по основу старе девизне штедње (у износу од 12,7 милијарди динара), који не улази у обрачун дефицита, али свакако утиче на увећање агрегатне тражње.

Учешће прихода у БДП-у је опало и у последње две године више је једино у односу на треће тромесечје 2007. С друге стране, изуземо ли високе расходе четвртог тромесечја 2007. и 2006. године уочи избора, учешће расхода у БДП-у у другом тромесечју је рекордно високо у последње три године.

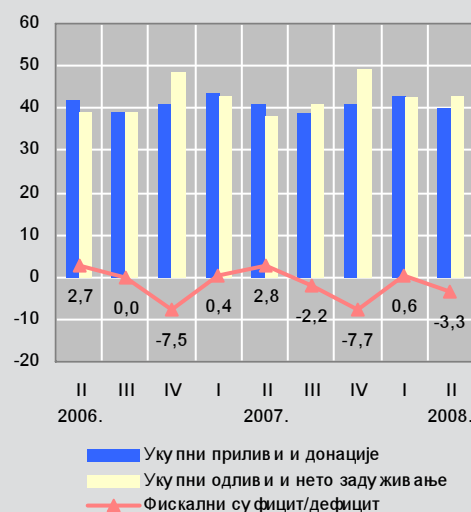
Међу приходима практично једина категорија која бележи знатан међугодишњи раст је порез на добит (45,6% номинално и 30,1% реално). Међутим, будући да ова категорија прихода како због ниске стопе, тако и због ниске основице, не игра значајну улогу у укупној суми, тај раст се није одразио на раст укупних прихода. Слично се односи и на приход по основу пореза на доходак и царина, с тим што је код ових категорија раст знатно блажи. Најважнији приходи, по основу ПДВ-а и акциза, нису остварили добре резултате у другом тромесечју. Приходи по основу ПДВ-а порасли су реално 5,8% у односу на исти период претходне године, а по основу акциза опали реално 5,3%.

И у другом тромесечју је настављен врло висок раст неколико категорија текућих расхода, посебно субвенција, те зарада запослених и социјалних давања. Истовремено је убрзан и раст капиталних расхода, што се одразило на фискални резултат.

Расходи по основу зарада у односу на исти период претходне године номинално су виши за 24% (реално 10,8%), субвенција за чак 88,8% (реално 68,8%), а социјалних давања за 32,3% (реално 18,3%).

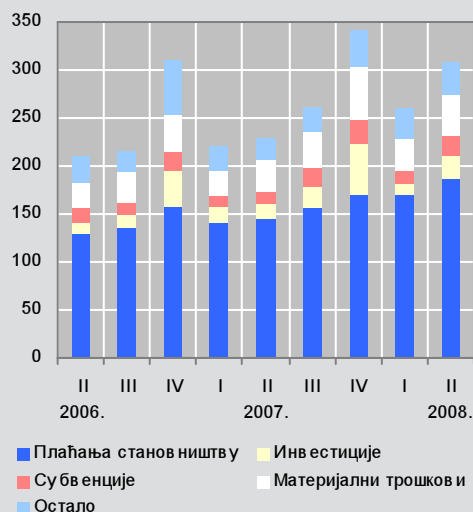
Чак и без ребаланса буџета, у наредном периоду очекивала би нас даља експанзивност фискалне политике, а уз реализацију обећаних повећања

Графикон III.5.7. Јавни приходи и расходи (методологија ММФ-а) (у % БДП-а)



Извор: Прерачунато на бази података Министарства финансија Републике Србије.

Графикон III.5.8. Структура јавних расхода (у млрд динара)



Извор: Прерачунато на бази података Министарства финансија Републике Србије.

социјалних давања дефицит буџета на годишњем нивоу могао би се наћи у распону од 2% до 2,5% БДП-а. Иако се то сматра прихватљивим према

европским стандардима, питање је колико је прихватљиво у условима високе инфлације, у којима се привреда тренутно налази.

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

	2007.				2008.		Индекс	Индекс
	I	II	III	IV	I	II	<u>II 2008.</u> <u>II 2007.</u>	<u>II 2008.</u> <u>II 2007.</u>
I. Укупан прилив и донације,	220,36	232,94	240,56	281,74	263,02	272,45	117,0	104,5
од тога донације	0,13	0,27	0,35	0,42	0,16	0,52	192,8	172,3
II. Укупан одлив и отплата дуга	219,91	230,14	259,82	343,19	261,18	308,96	134,3	120,0
Отплата страног дуга	1,32	0,47	2,07	0,81	1,30	2,01	428,3	382,8
Отплата старе девизне штедње	0,59	13,19	3,75	8,94	0,50	12,71	96,4	86,1
Превремена отплата дуга	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	100,0	100,0
III. Укупан прилив без донација	220,23	232,67	240,21	281,32	262,86	271,94	116,9	104,4
IV. Укупан одлив без отплате страног дуга, старе девизне штедње и превремене отплате дуга	218,01	216,48	254,00	333,44	259,39	294,25	135,9	121,5
Салдо - методологија ММФ-а (III - IV)	2,23	16,19	-13,79	-52,13	3,47	-22,31	-137,8	-123,1
БДП	506,30	568,87	620,02	681,27	609,33	681,31	119,8	107,0
Салдо - методологија ММФ-а у % БДП-а	0,44	2,85	-2,22	-7,65	0,57	-3,27	-115,0	-102,8

Извор: Прерачунато на бази података Министарства финансија Републике Србије.

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

	2007.				2008.		Индекс	Индекс
	I	II	III	IV	I	II	<u>II 2008.</u> <u>II 2007.</u>	<u>II 2008.</u> <u>II 2007.</u>
Укупно расходи и отплата дуга <sup>1)</sup>	220,0	230,1	259,9	342,1	261,2	308,8	134,2	119,9
Плаћања становништву:	150,5	156,4	167,1	183,6	182,8	200,7	128,3	114,6
Нето зараде	53,1	57,5	59,4	69,7	63,9	71,3	124,0	110,8
Доприноси за запослене	9,4	10,5	10,8	12,3	11,3	12,4	118,2	105,6
Социјални трансфери	88,0	88,4	96,9	101,6	107,6	117,0	132,3	118,2
Пензије и исплате незапосленима	70,2	72,0	74,6	79,4	84,8	91,7	127,3	113,7
Социјална помоћ	15,1	13,7	19,4	18,3	19,1	20,7	151,1	135,0
Остали трансфери становништву	2,7	2,7	2,8	3,9	3,6	4,6	170,4	152,3
Субвенције	9,5	11,8	20,0	26,5	13,4	22,2	188,1	168,1
Материјални трошкови	27,1	32,8	36,4	56,6	34,3	43,1	131,4	117,4
Инвестиције	17,9	15,3	22,2	50,6	10,6	21,1	137,9	123,2
Трошкови камата	5,8	3,1	4,2	2,9	5,3	2,5	81,8	73,1
Отплата дуга	10,9	13,8	5,8	14,2	7,0	14,7	106,8	95,4
Исплате по основу старе девизне штедње и дуга пензионерима	9,6	13,3	3,8	13,4	5,7	12,7	95,5	85,3
Отплата спољног дуга	1,3	0,5	2,1	0,8	1,3	2,0	400,0	357,5
Отплата осталог унутрашњег дуга	4,5	0,4	3,1	-1,5 <sup>3)</sup>	4,4	3,4	848,7	758,4
Остало <sup>2)</sup>	7,7	7,4	14,9	20,0	19,0	16,9	227,5	203,3

<sup>1)</sup> Збир не укључује доприносе за запослене и отплату осталог унутрашњег дуга.

<sup>2)</sup> Остало укључује трансфере за КиМ, нето задуживање и остале текуће трошкове.

<sup>3)</sup> Сторнирање отплате дуга према НБС (2,6 млрд динара), која је приказана у првом тромесечју 2007.

Извор: Прерачунато на бази података Министарства финансија Републике Србије.

У овом броју први пут прилажемо преглед реализације централног буџета Републике Србије како бисмо скренули пажњу и на проблем изнадпропорционалне реализације текућих расхода (посебно социјалних давања, зарада и субвенција) и на проблем исподпропорционалне реализације капиталних расхода.

Иако је ниска реализација капиталних расхода у првој половини године делом условљена и њиховом природом (јер је реч углавном о грађевинским радовима), примећена је тенденција да се они, по правилу, не реализују у пуном планираном износу ни до краја године, а да се, с друге стране, текући расходи (који су проблематичнији кад је у питању њихов инфлаторни утицај), по правилу, коригују навише у оквиру ребаланса буџета.

Табела III.5.3. **Извршење буџета Републике Србије у периоду јануар - јун 2008.**  
(методологија ММФ-а)

	Кумулативно (у млрд динара)	У %
<b>I. УКУПНА ПРИМАЊА</b>	<b>319.795,1</b>	50,0%
<b>ТЕКУЋИ ПРИХОДИ</b>	<b>319.316,3</b>	49,9%
<b>1. Порески приходи</b>	<b>284.453,9</b>	47,7%
1.1. Порез на доходак, добит и капиталне добитке	55.465,8	52,3%
1.2. Порез на додату вредност	150.146,0	48,2%
1.3. Акцизе	45.967,6	41,3%
1.4. Порез на међународну трговину и трансакције	31.734,6	51,5%
1.5. Остали порески приходи	1.139,8	19,6%
<b>2. Непорески приходи</b>	<b>34.862,5</b>	80,3%
<b>3. Донације</b>	<b>478,8</b>	
<b>4. Трансфери</b>	-	
<b>КАПИТАЛНИ ПРИХОДИ</b>	-	
<b>II. УКУПНИ ИЗДАЦИ без отплате страног дуга, сдш и дуга за препород</b>	<b>342.080,7</b>	49,5%
<b>ТЕКУЋИ РАСХОДИ</b>	<b>308.904,4</b>	52,5%
1. Расходи за запослене	89.388,2	50,6%
2. Коришћење робе и услуга	22.407,5	48,9%
3. Отплата камата,	7.334,4	42,8%
од тога камате на спољни дуг	7.251,1	46,0%
4. Субвенције	22.162,5	56,0%
5. Права из социјалног осигурања	44.335,2	66,5%
6. Остали расходи	5.316,7	56,8%
<b>ТЕКУЋИ ТРАНСФЕРИ</b>	<b>117.959,9</b>	50,7%
<b>КАПИТАЛНИ РАСХОДИ</b>	<b>12.793,3</b>	19,4%
<b>III. НАБАВКА ФИНАНСИЈСКЕ ИМОВИНЕ</b>	<b>15.190,0</b>	58,2%
<b>IV. ОТПЛАТА ГЛАВНИЦЕ</b>	<b>21.704,2</b>	44,9%
<b>1. Отплата главнице домаћим кредиторима,</b>	<b>18.401,7</b>	47,0%
од тога стара девизна штедња и зајам за препород	13.208,8	46,9%
<b>2. Отплата главнице страним кредиторима</b>	<b>3.302,5</b>	35,9%

## Макроекономски ефекти емитовања државних обвезница

Према најавама из Министарства финансија, Влада Републике Србије ће од септембра ове године почети да емитује обвезнице. Обвезнице ће највероватније бити деноминирани у динарима, при чему се процењује да ће номинална вредност емисије износити између 30 и 35 милијарди динара. Остале карактеристике предстојеће емисије обвезница још увек нису познате. Искуства земаља у транзицији у емитовању државних обвезница сугеришу да карактеристике емисија у знатној мери зависе од економских специфичности земаља у којима се емитују.

Када је реч о макроекономским ефектима, једно од најбитнијих питања карактеристика емисије тиче се каматне стопе коју ће обвезнице носити. Земље са историјатом нестабилности каматних стопа и курса (попут земаља Латинске Америке) традиционално емитују обвезнице по варијабилној каматној стопи. С друге стране, фиксна каматна стопа је најзаступљенија у земљама Блиског истока, Азије и централне Европе. Каматна стопа може бити индексирана и девизним курсом, што је карактеристично за високо доларизоване земље, попут Перуа, у којима се ове врсте обвезница користе и као инструмент којим се хедује валутни ризик. У земљама које спроводе стратегију циљања инфлације (нпр. Израел и Чиле) каматна стопа коју емитоване обвезнице носе често је индексирана инфлацијом, будући да такве обвезнице представљају сигнал јавности да влада учествује у антиинфлационој политици. Наиме, с обзиром на то да је, у циљу минимизирања трошкова задуживања, влада заинтересована да каматна стопа (односно стопа инфлације) буде ниска, посредно се утиче на смањење инфлационих очекивања. Информације које монетарна политика добија са секундарног тржишта таквих обвезница индикатор су инфлационих очекивања, због чега представљају један од инпута монетарне политике. Међутим, и поред компатибилности овог модалитета емисије са стратегијом циљања инфлације, ове земље су, због већег интересовања инвеститора, у последње време прешле на фиксну стопу.

На макроекономске ефекте емисије обвезница утичу и остале карактеристике примарне (нпр. избор метода аукције, ограничења у погледу броја учесника и висине понуда, учешће примарних дилера итд.) и секундарне емисије обвезница (нпр. улога централне банке и министарства финансија, правила и регулатива који прате трговање итд.). Та питања у случају најављене емисије државних обвезница у Србији још увек нису дефинисана, због чега је тешко проценити њихове макроекономске ефекте.

Емпиријске студије за земље у транзицији<sup>1</sup> указују да земље које карактерише виша стопа инфлације углавном имају краће просечне рокове доспећа државних обвезница<sup>2</sup>. Стога је за развој рочне структуре тржишта обвезница веома битан услов ниска инфлација, која ће обезбедити поверење инвеститора у дуже рокове доспећа. Поред наведеног, обвезнице у највећем броју случајева емитују државе које остварују буџетски дефицит, при чему се оне најчешће издају на домаћем тржишту уколико је реч о земљи са значајним учешћем иностраног капиталног прилива у БДП-у. Наиме, у већини транзиционих земаља стерилизацију иностраног капиталног прилива обављале су најпре централне банке краткорочним трезорским записима, док су касније, у исту сврху, државе почеле са емитовањем дугорочних обвезница.

Међузависност вредности емитованих обвезница и инфлације није уочена у транзиционим земљама. Наиме, емитовање обвезница државе и њихова продаја економским субјектима не утиче на повећање примарног новца, због чега нема директне инфлаторне ефекте<sup>3</sup>. Ипак, у случају да је дефицит перманентан и да не постоји усклађеност рочне структуре емисија и потрошње, може доћи до појаве инфлаторних притисака.

<sup>1</sup> BIS Papers No.11, The Development of Bond Markets in Emerging Economies, 2002, Bank for International Settlements, Switzerland.

<sup>2</sup> Земље у којима постоје обвезнице дугих рокова доспећа (од 15 до 30 година) у начелу карактерише нижа стопа инфлације, што може представљати показатељ адекватне рочне усклађености активе и пасиве у буџету тих земаља (тј. у којима се задуживање на дужи рок користи за финансирање инвестиција које доносе принос у дугом року – нпр. инвестиције у инфраструктуру итд.).

<sup>3</sup> Према Mishkin-у (*The Economics of Money, Banking and Financial Market*, 7<sup>th</sup> edition, Addison-Wesley Series in Economics, 2004), дефицит може бити узрок перзистентне инфлације више уколико је трајан него уколико је привремен, и више уколико се финансира из примарне емисије него уколико се финансира емитовањем обвезница. Финансирање из примарне емисије у случају наше земље није реалистичан сценарио, будући да је законски ограничена на релативно малу меру.

Поједини аналитичари сматрају да емитовање државних обвезница води смањењу инвестиционе, а тиме и економске активности, будући да раст тражње за капиталом доводи до раста каматних стопа<sup>4</sup>. Ово, међутим, не мора да буде тачно у условима непотпуне запослености, када пораст каматних стопа не мора да доведе до смањења инвестиција. Такође, у случају отворене привреде као што је наша, каматне стопе на домаћем тржишту не морају се знатније повећати, будући да се већа тражња за капиталом подмирује његовим увозом.

Емитовање обвезница ће, свакако, имати позитиван утицај на развој финансијског тржишта у Србији. Очекује се да ће емисијом обвезница бити подстакнут развој тржишта обвезница, које је предуслов за развој осталих тржишних сегмената (пре свега тржишта финансијских деривата).<sup>5</sup> Учесници на финансијском тржишту ће моћи да тргују релативно квалитетном хартијом од вредности, која ће, због ниске ризичности, представљати основ за вредновање осталих, ризичнијих инструмената на тржишту хартија од вредности и кредита. Развој тржишта обвезница позитивно ће утицати на адекватније управљање ризиком. Наиме, то ће омогућити квалитетније управљање ризиком, будући да ће усклађивање рочне и валутне структуре активе и пасиве предузећа бити адекватније. Такође, развојем рочне структуре тржишта обвезница смањиће се ризик рефинансирања и ризик финансијске нестабилности због повећане осетљивости на нагле промене финансијских услова. С друге стране, у случају да су обвезнице емитоване у иностраној валути, дужа рочност обвезница утицаће на повећање валутног ризика.

На крају, развој тржишта обвезница утиче на ефикасност монетарне политике, будући да информације о макроекономским дешавањима, реакцијама и очекивањима које су индикативне на овом тржишту представљају инпут централној банци у вођењу монетарне политике. У случају да се држава у већој мери ослања на овај извор финансирања, могући су негативни ефекти на развој финансијског тржишта кроз истискивање осталих емитената дужничких хартија од вредности.

<sup>4</sup> Joseph E. Stiglitz, *Економија јавног сектора*, Економски факултет, Београд, 2004.

<sup>5</sup> Предуслов ликвидности тржишта обвезница је адекватна рочна структура.

### Фискални дефицит и инфлација – да ли је граница од 3% фискалног дефицита прихватљива за Србију

Иако је везу између фискалног дефицита и инфлације емпиријски тешко доказати, економска теорија даје недвосмислену оцену да пролонгирани фискални дефицити неминовно узрокују пораст инфлације.

Логика ове тврдње може се сажети у следећем: ако држава у дужем временском периоду производи дефицит, покривајући га задуживањем, у одређеном моменту ниво дуга ће постати толико висок да ће додатно задуживање бити веома тешко или чак немогуће. Уколико држава тада није у могућности да у буџету оствари суфицит, као једино решење преостаје монетизација фискалног дефицита, а тиме се аутоматски дестабилизује ниво цена. Монетизација фискалног дефицита мање је вероватна уколико је централна банка независна. Међутим, сама независност централне банке доводи се у питање уколико је фискални дефицит пролонгиран и ниво задужености државе превисок.

#### Инфлација, просечно годишње, мерена променама НПСР

	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.
ЕУ	2,2	2,1	2,0	2,0	2,2	2,2	2,3
Чешка	4,5	1,4	-0,1	2,6	1,6	2,1	3,0
Естонија	5,6	3,6	1,4	3,0	4,1	4,4	6,7
Летонија	2,5	2,0	2,9	6,2	6,9	6,6	10,1
Литванија	1,6	0,3	-1,1	1,2	2,7	3,8	5,8
Мађарска	9,1	5,2	4,7	6,8	3,5	4,0	7,9
Пољска	5,3	1,9	0,7	3,6	2,2	1,3	2,6
Румунија	34,5	22,5	15,3	11,9	9,1	6,6	4,9
Словенија	8,6	7,5	5,7	3,7	2,5	2,5	3,8
Словачка	7,2	3,5	8,4	7,5	2,8	4,3	1,9
<b>Србија*</b>	<b>91,8</b>	<b>19,5</b>	<b>11,7</b>	<b>10,1</b>	<b>16,5</b>	<b>12,7</b>	<b>6,8</b>

\* Инфлација мерена променама индекса цена на мало.

#### Дефицит буџета у % БДП-а

	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.
ЕУ	-1,4	-2,5	-3,1	-2,8	-2,5	-1,4	-0,9
Чешка	-5,7	-6,8	-6,6	-3,0	-3,6	-2,7	-1,6
Естонија	-0,1	0,4	1,8	1,6	1,8	3,4	2,8
Летонија	-2,1	-2,3	-1,6	-1,0	-0,4	-0,2	0,0
Литванија	-3,6	-1,9	-1,3	-1,5	-0,5	-0,5	-1,2
Мађарска	-4,0	-8,9	-7,2	-6,5	-7,8	-9,2	-5,5
Пољска	-5,1	-5,0	-6,3	-5,7	-4,3	-3,8	-2,0
Румунија	-3,5	-2,0	-1,5	-1,2	-1,2	-2,2	-2,5
Словенија	-4,0	-2,5	-2,7	-2,3	-1,5	-1,2	-0,1
Словачка	-6,5	-8,2	-2,7	-2,4	-2,8	-3,6	-2,2
<b>Србија</b>	<b>-0,5</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>-1,9</b>	<b>-2,0</b>

У Европској унији, мастрихтски критеријуми прописују максимум задужености државе на нивоу од 60% БДП-а и фискалног дефицита на нивоу од 3% БДП-а. Србија тренутно не прелази ниједну прописану границу. Међутим, треба имати у виду да су те границе прописане за земље које имају ниску инфлацију, док је у Србији инфлација и даље на високом нивоу.

Са очекиваним дефицитом од 2 до 2,5% и нивоом укупног јавног дуга испод 30%<sup>1</sup> у 2008. години, Србија се, наизглед, креће у распону који је, према стандардима Европске уније, прихватљив. Проблем се, међутим, налази у чињеници што се фискални дефицит у последње три године погоршава, а истовремено се најављује емисија државних обвезница за финансирање улагања у инфраструктуру иако је остварена инфлација знатно изнад пројектоване. Можда је још и више од тога забрињавајућа чињеница што се дефицит, по правилу, креира у области текућих расхода, и то пре свега због нереално растућих трошкова зарада (раст плата већи од раста продуктивности, што је у протеклом периоду често био случај).

---

<sup>1</sup> Ниво задужености од 30% БДП-а уобичајен је и у другим транзиционим земљама.

## Индикатори инвестиционе потрошње

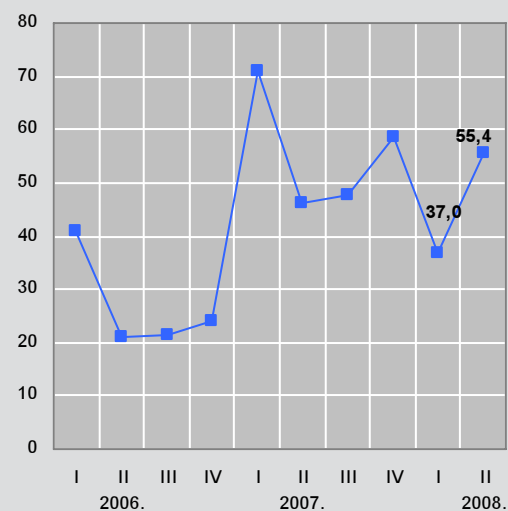
*Инвестициона активност је у другом тромесечју убрзана, на шта указује већина расположивих индикатора из реалног и финансијског сектора.*

У другом тромесечју је остварено убрзање раста домаће тражње за капиталним производима, тј. инвестиција предузећа у основне фондове. Висока инвестициона тражња није могла бити задовољена само путем убрзања раста производње капиталних производа, тако да је додатно подмиривана на рачун већег смањења њихових залиха и високог убрзања раста дефицита у размени ових производа са иностранством. На основу таквих кретања може се очекивати раст материјалног дела економске активности у наредном периоду.

Убрзање инвестиционе активности није у целини финансирано кредитима домаћих банака. Наиме, успоравање раста дугорочних кредита привреди у другом тромесечју у односу на прво (са 29,0% на 26,8%) компензовано је убрзаним директним задуживањем предузећа у иностранству.

Такође, раст дугорочних кредита становништву је успорен (са 46,9% на 35,1%). То је било делимично било последица успоравања раста стамбених кредита услед застоја у њиховом субвенционирању од стране државе.

Графикон III.5.9. Раст увоза капиталних добара (међугодишње стопе раста)



Инвестициона потрошња државе је, након знатног пада у првом тромесечју, забележила високу међугодишњу стопу раста у другом тромесечју. Наиме, држава је у другом тромесечју инвестирала више за 37,5% у односу на исто тромесечје претходне године.

Табела III.5.4. Индикатори кретања инвестиција (стопе раста у %)

	I 2007. I 2006.	II 2007. II 2006.	III 2007. III 2006.	IV 2007. IV 2006.	I 2008. I 2007.	II 2008. II 2007.
<b>Реални показатељи</b>						
Физички обим индустријске производње капиталних производа	-0,2	-0,8	15,8	7,1	7,8	18,1
Увоз интермедијарних производа	49,0	44,3	36,1	34,1	33,0	35,0
Извоз интермедијарних производа	51,6	39,4	28,3	20,0	33,1	43,1
Залихе интермедијарних производа	0,8	-1,3	2,3	-0,7	-2,4	-2,3
Увоз капиталних производа	70,8	46,3	47,5	58,6	37,0	55,4
Извоз капиталних производа	71,6	9,9	63,3	89,7	67,8	150,2
Залихе капиталних производа	-1,1	-8,7	-10,6	-10,9	-4,4	-5,3
<b>Финансијски показатељи</b>						
Краткорочни кредити дати привреди	-0,6	7,3	14,3	33,5	39,1	32,0
Средњорочно и дугорочно задуживање привреде у иностранству (нето)	133,5	132,7	40,4	107,0	49,7	62,9
Дугорочни кредити дати становништву	54,5	49,0	54,0	54,7	46,9	35,1
Дугорочни кредити дати привреди	16,3	15,1	22,4	32,3	29,0	26,9
Инвестициона потрошња државе	121,0	20,2	42,5	34,7	-41,0	37,5

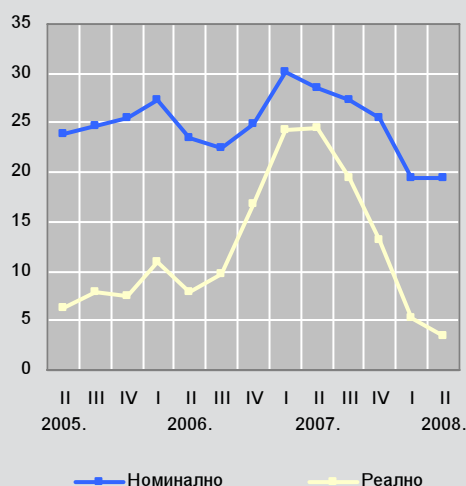
## 6. Кретања на тржишту рада

### Зараде

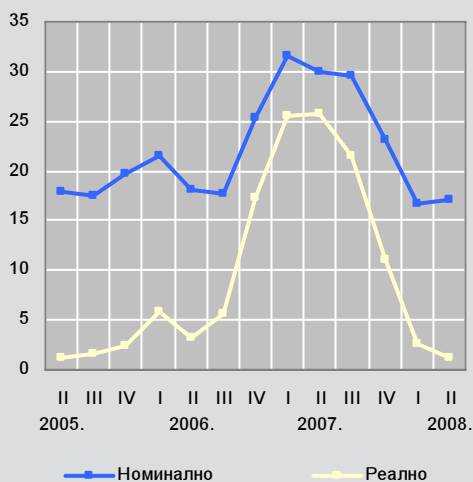
Успоравање економске активности у другом тромесечју било је праћено успоравањем међугодишњег номиналног и реалног раста зарада. Веће успоравање раста бруто реалних зарада од раста продуктивности имало је за резултат смањење јединичних трошкова рада.

(31,2% номинално), што је у складу са убрзањем економске активности у овој делатности. Убрзање активности и изнадпросечан раст зарада остварен је и у грађевинарству (21,9%), али је раст зарада био успоренији него у претходном тромесечју. Нижи раст зарада у прерађивачкој индустрији, саобраћају и трговини у односу на претходно тромесечје пратило је успоравање економске активности ових сектора. Супротно томе, успоравање економске активности у производњи електричне енергије и у финансијама пратило је убрзање раста зарада у тим секторима.

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 %)



Друго тромесечје је карактерисало даље успоравање раста номиналних и реалних зарада. Међугодишњи номинални раст просечних нето зарада износио је 19,5% и био на истом нивоу као у претходном тромесечју. Међугодишњи реални раст нето зарада, додатно успорен убрзањем раста трошкова живота, износио је 3,4%, што је за 1,9 п.п. мање у односу на прво тромесечје.

Зараде у јавном сектору спорије су расле од укупних зарада. Оне су биле веће за 17,0% номинално, или 1,2% реално, у односу на исти период претходне године. У оквиру јавног сектора, само су зараде у образовању и култури расле брже од просека (међугодишње номинално 21,0%). Просечна нето зарада остварена у јавном сектору износила је 36.841 динар и била изнад просечне нето зараде на нивоу Републике (32.452 динара).

Слично претходном тромесечју, у пољопривреди је остварено убрзање међугодишњег раста нето зарада

Графикон III.6.3. Кретање продуктивности, бруто реалних плата и јединичних трошкова рада у индустрији



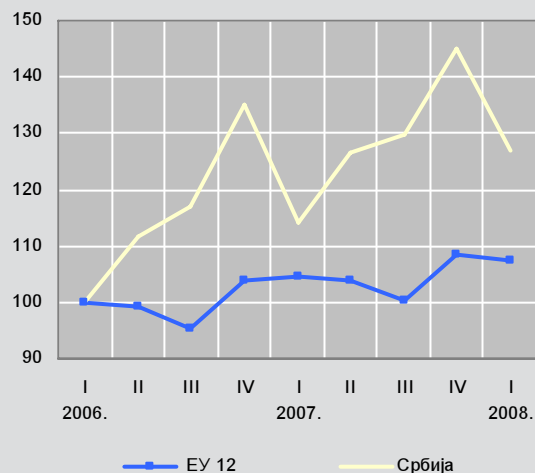
Успоравање индустријске производње у другом тромесечју било је узрок и успоравања раста продуктивности. Спорији раст бруто реалних зарада од раста продуктивности имао је за резултат смањење јединичних трошкова рада. Јединични трошкови рада у индустрији били су у односу на исти период претходне године нижи за 2,8%. Слично кретању укупне индустријске производње, и у прерађивачкој индустрији је благо успоравање раста компензовано знатно успореним кретањем зарада, тако да су јединични трошкови производње били нижи за 3,5%.

С обзиром на утицај који може имати на кретање цена, потребно је пратити кретање продуктивности у секторима разменљивих и неразменљивих добара,

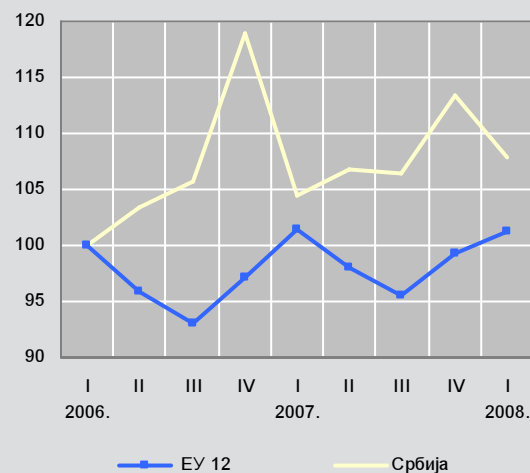
као и њихов однос, тј. релативну продуктивност, у поређењу са зоном евра<sup>25</sup>. Продуктивност у сектору разменљивих добара<sup>26</sup> и релативна продуктивност знатно је већа у Србији у поређењу са зоном евра (ЕУ 12), што је уобичајено за привреде у транзицији све док траје процес реалне конвергенције и интензивнијег технолошког прогреса. Њима се може објаснити и појава реалне ап्रेसијације валута карактеристична за земље у транзицији.

У сектору разменљивих добара у првом тромесечју<sup>27</sup> 2008. у Србији је забележено израженије успоравање продуктивности него у зони евра. Такође, успорена је била и релативна продуктивност.

Графикон III.6.4. Кретање продуктивност у разменљивом сектору (базни индекси)



Графикон III.6.5. Кретање релативне продуктивности (базни индекси)



<sup>25</sup> Према Baumol-Bowen-овом ефекту, бржи раст продуктивности у сектору разменљивих добара за последицу има раст зарада како у том сектору, тако и у сектору неразменљивих добара (због мобилности радне снаге), што даље доводи до бржег раста цена неразменљивих добара. Према Balassa-Samuelson-овом ефекту, бржи раст релативне продуктивности у једној земљи у односу на другу за последицу има вишу инфлацију и реалну апресацију.

<sup>26</sup> Мерено односом бруто додате вредности у индустрији и броја запослених у том сектору. Сектор неразменљивих добара обухвата све секторе осим пољопривреде.

<sup>27</sup> Подаци за ЕУ-12 за друго тромесечје нису расположиви.

## Запосленост

Према расположивим подацима, процењујемо да је у јуну 2008. године број запослених износио 2.501,8 хиљада лица, што је за 5,9 хиљада мање у односу на март. Пад запослености забележен је у већини сектора. Као и у првом тромесечју, највећи пад запослености забележен је у прерађивачкој индустрији (око 5.700 радних места), као последица истовременог успоравања економске активности у овом сектору.

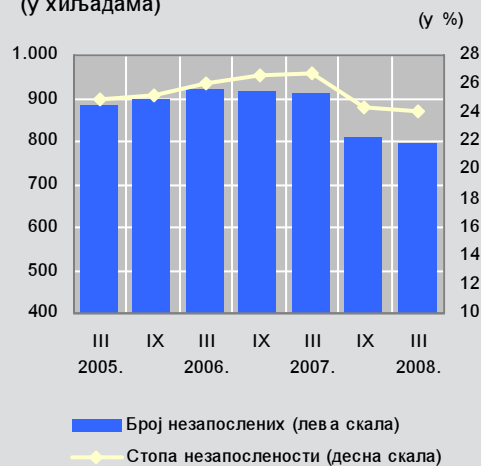
Највећи раст запослености, са бројем запослених већим од три хиљаде, остварен је у јавном сектору. Ово повећање се односи на јавна локална и државна предузећа, као и на здравствени и социјални рад.

Број незапослених је истовремено смањен за 4,8%, тако да је у јуну регистровано 756,4 хиљаде незапослених лица. Смањен је и број лица која први пут траже запослење, као и број лица која на посао чекају дуже од две године.

Истовремено, засновано је 183,6 хиљада радних односа, што представља међугодишњи раст од 13,5%. Више лица је запослено из радног односа него са евиденције Националне службе за запошљавање. Број слободних радних места износио је 198,0 хиљада и представља међугодишњи пораст од 9,1%, што је у супротности с успоравањем раста економске активности. Разлика између броја слободних радних места и броја заснованих радних односа на тржишту рада се смањује.

Процењена стопа незапослености смањена је на 23,2% са 24,1%, колико је износила крајем марта. Таква кретања су резултат пре свега смањења броја незапослених и убрзања активности запошљавања.

Графикон III.6.6. Незапосленост  
(у хиљадама)



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

Графикон III.6.7. Запошљавање  
(у хиљадама)



\* Процена НБС.

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

## Тржиште рада у Србији у поређењу са земљама у окружењу

Један од најозбиљнијих проблема с којима се привреда Србије данас суочава јесте незапосленост, посебно дугорочна (дужа од годину дана), која се јавља услед недовољне апсорпционе моћи нарастајућег приватног сектора. Високе стопе незапослености опстају упркос високом привредном расту.

У досадашњем току транзиције у земљи незапосленост се константно повећавала претежно као последица отпуштања радне снаге из оних друштвених и државних предузећа која су пролазила кроз процесе реструктурирања и приватизације. Од фирми које су у процесу реструктурирања затворене већи број су била велика друштвена предузећа, док су новостворена приватна предузећа углавном мале и средње величине.

Један од разлога високе незапослености јесте и недовољна прилагодљивост квалификационе структуре радне снаге промењеној производној структури и недостатак њене мобилности.

Дугорочна незапосленост чини преко 70% укупне незапослености у Србији, а оно што такође представља неповољну околност тржишта радне снаге јесте стопа партиципације<sup>1</sup> младих (15–24 године) која износи 31,1%, што је ниже у поређењу с другим земљама у транзицији (око 40%). С друге стране, стопа партиципације старијих (55–64 године) износи 40,3% и превазилази стопу те категорије становништва у другим земљама у транзицији (око 30%). Стопа незапослености младих (15–24 године) знатно је изнад укупне стопе незапослености и износи 32,7%. Стопа запослености жена је за 16 процентних поена нижа него мушкараца.

Стопа запослености је у 2008. години повећана за 2,5 процентних поена у односу на 2007. годину и износила је 54%, али то је и даље знатно испод Лисабонског стандарда од 70%. Стопа незапослености истовремено је износила 14%. У поређењу са земљама региона, виша је од стопе незапослености у Хрватској и Бугарској.

Према анкети о радној снази из априла 2008. године, у квалификационој структури запослених највише је лица са средњом школом (55%), а најмање оних без образовања (1,1%). И поред тога што лица са вишим образовањем имају повољније резултате запошљавања, ова категорија бележе високу стопу незапослености.

Просечне зараде у Србији су од 2006. године знатно порасле – изражено у еврима оне су готово удвостручене. Уколико просечне нето зараде (у еврима) упоредимо с просечним зарадама у осталим земљама у окружењу, долазимо до закључка да су оне на нивоу просека за регион.<sup>2</sup> Ниже зараде забележене су у Босни и Херцеговини, Румунији, Македонији и Бугарској. Раст зарада заједно са апресијацијом динара свакако да утиче на смањење конкурентности домаће привреде.

	Просечне нето зараде у априлу 2008. у EUR	Раст у односу на јануар 2006.
Словенија	879	17%
Хрватска	694	15%
Мађарска	476	...
Црна Гора	402	48%
<b>Србија</b>	<b>401</b>	<b>92%</b>
Босна и Херцеговина	389	30%
Румунија	351	55%
Македонија	255	17%
Бугарска	200	48%

<sup>1</sup> Стопа партиципације представља проценат радно активног становништва у укупном становништву старом 15 година па навише.

<sup>2</sup> Због методолошких разлика у обрачуна бруто зарада, коришћен је концепт нето зарада.

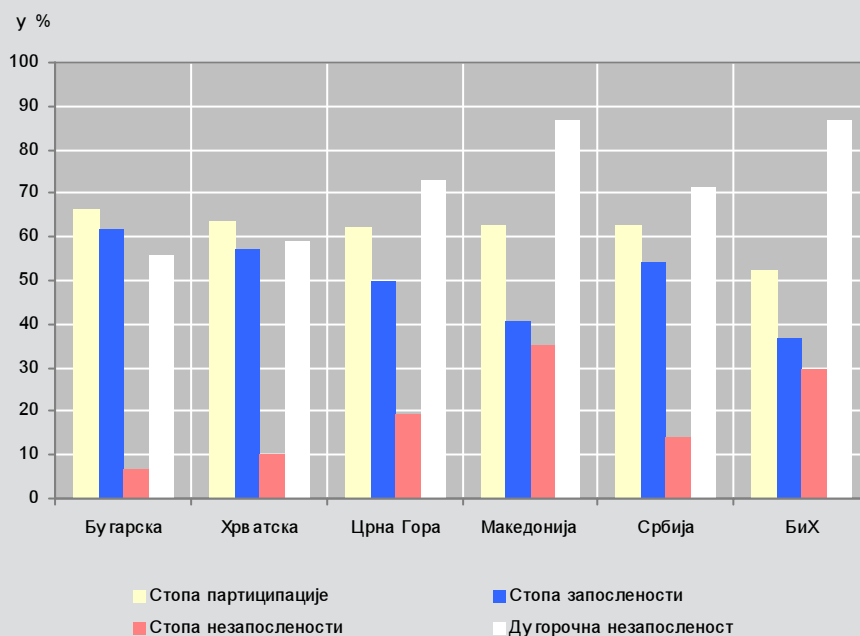
У Румунији се због интензивног раста зарада већ полако губи једна од главних компаративних предности ове земље код страних инвеститора – јефтинија радна снага, а истовремено, због масовног одласка на рад у иностранство, недостаје квалификована радна снага. Ипак, треба имати у виду да, поред тих фактора, на конкурентност утичу и многи други фактори као што су степен искоришћености капацитета, доступност и развијеност производних технологија и др.

Минимална зарада у Србији износи приближно 156 евра, што је ипак више у односу на Бугарску и Румунију, где износи 112 и 141 еврo респективно. Износ минималне зараде у оквиру земаља Европске уније веома варира, при чему је тај износ најнижи у Бугарској, а највиши у Луксембургу, где достиже 1.570 евра.

Да би се подстакло развој здравог тржишта рада у Србији, неопходно је успоставити макроекономску стабилност, утицати на даље побољшање услова за инвестирање, а нарочито подстаћи већи прилив greenfield инвестиција. Потребно је предузећа подстицати и усмеравати на инвестирање у образовање и разне видове обуке запослених како би се достигао потребан ниво флексибилности радне снаге.

Носилац запошљавања у наредном периоду биће одржив, међународно конкурентно и извозно оријентисан сектор малих и средњих предузећа, чије је оснивање подржано доношењем низа законских аката у току 2007. године. Примена тих закона утицала је на смањење броја дана потребних за регистрацију предузећа, као и на смањење оснивачког капитала.

#### Структура тржишта рада у Србији и земљама у окружењу

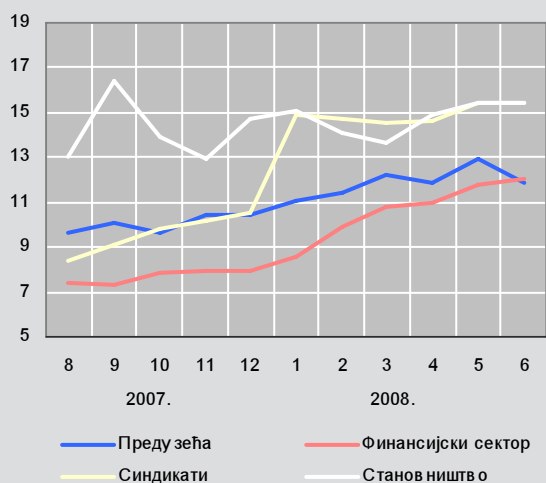


## 7. Инфлациона очекивања

Висока инфлациона очекивања била су један од основних генератора инфлације. Она су у другом тромесечју и даље расла, али слабијим интензитетом него у првом тромесечју. Према анкети TNS Medium Gallup-а, у јуну је забележено смиривање раста инфлационих очекивања.

Према резултатима јунске Анкете (TNS Medium Gallup), инфлациона очекивања у финансијском сектору и даље расту, али је тај раст знатно мањи него у претходном тромесечју. Инфлациона очекивања овог сектора у јуну су износила 12,1% на годишњем нивоу.

Графикон III.7.1. Очекивања у погледу кретања инфлације у наредних 12 месеци (у %)



Извор: Анкета TNS Medium Gallup-а.

Очекивања финансијског сектора сматрамо поузданијим индикатором будуће инфлације у односу на очекивања сектора становништва и синдиката. Очекивања становништва се углавном везују за текућа кретања цена, која су најчешће под утицајем тренутних фактора. Ипак, монетарне власти морају пажљиво да прате и инфлациона очекивања ова два друга сектора, а нарочито синдиката, будући да они због високих очекивања могу од својих послодаваца да захтевају повећање плата, а то може да иницира спиралу плате-цене и изазове тзв. *second round* ефекат.

Према јунској анкети, очекивања становништва су порасла у односу на претходно тромесечје и износила су 15,4%. На истом нивоу су и очекивања у сектору синдиката. Једино су у случају сектора предузећа очекивања коригована наниже, са 12,2% крајем марта на 11,9% у јуну.

Иако је повећањем степена рестриктивности монетарне политике Народна банка Србије тржишту слала сигнале да ће се будућа инфлација смањити, на очекивања свих сектора пресудно су деловала тренутна кретања на светским тржиштима и високе претходне стопе инфлације.

Према анкети агенције Ројтерс из јула, која је обухватила 17 банкарских дилера, јулска просечна очекивања у погледу кретања базне инфлације за крај 2008. износила су 9,1%. Испитаници у просеку очекују благу депресијацију динара до краја године и да ће се ниво девизног курса крајем године кретати око 79,3 RSD/EUR, с тим што су исказали велики распон у погледу вредности курса (од 74 до 83 RSD/EUR).

Табела III.7.1. Очекивања банкарског сектора<sup>1)</sup>

	Базна инфлација		Референтна каматна стопа			RSD/EUR		
	2008, крај	јун, крај	јул, крај	авг., крај	2008, крај	авг., крај	2008, крај	
Јануар	5,9				10,5		81,1	
Фебруар	6,0				10,5		81,0	
Март	6,6				13,4		81,7	
Април	6,7				13,3		81,2	
Мај	7,8	16,2			15,2		81,0	
Јун	8,0	15,8	15,8		14,4		80,2	
Јул	9,1		15,8	15,8	14,5	78,5	79,3	

<sup>1)</sup> Анкетом је обухваћено 17 банака.

Извор: Анкета (Reuters).

Банкарски дилери очекују да ће референтна каматна стопа крајем августа остати на тренутном нивоу, док за крај године процењују да ће Народна банка умерено смањити степен рестриктивности

монетарне политике и да ће референтна стопа у просеку износити 14,5% и поред тога што предвиђају даљи раст базне инфлације.

## IV. Пројекција инфлације

*Базна инфлација ће у наредном периоду бити у паду. И поред тога, циљ за 2008. годину ће бити премашен, с тим што се повратак базне инфлације у циљани оквир очекује средином 2009. године. Централна пројекција базне инфлације за крај 2008. године износи 8,7% (распон 7,0–10,4%), а укупне 9,4%. Са овом пројекцијом конзистентан је постојећи ниво рестриктивности монетарне политике. Процес дезинфлације могла би да угрози експанзивна фискална политика или поновни знатнији раст светских цена нафте.*

Средњорочна пројекција има за циљ да прикаже пројектовано кретање инфлације у наредном периоду, основне факторе који ће одређивати њено кретање, као и ризике остварења пројекције. Пројекција базне инфлације приказује се у виду распона и централне пројекције. Претпоставка пројекције је да монетарна политика својим мерама активно делује у правцу остварења базне инфлације у границама циљаног распона, што је у садашњем оквиру монетарне политике њена основна улога.

### Почетни услови

Раст базне инфлације у другом тромесечју, који смо и најавили у претходном Извештају, знатно је премашео наша очекивања. Узроци високе инфлације су и даље првенствено на страни понуде – неочекивано високог раста цена хране, трошковних ефеката раста цена деривата и одложених ефеката депресијације динара из првог тромесечја. Такође, даљи раст инфлаторних очекивања допринео је убрзању инфлације.

Текућа кретања, међутим, показују да јењавају притисци управо по основу већине наведених фактора. Наиме, након формирања републичке Владе, и као резултат рестриктивних мера Народне банке предузетих у претходном периоду, динар је знатно ојачао и допринео паду увозне инфлације. Захваљујући повољним временским условима, у пољопривреди треба очекивати добру годину, што би могло утицати да цене хране у наредном периоду буду фактор дезинфлације. Томе треба додати и знатан пад светске цене нафте половином јула, мада је још увек рано говорити о преокрету у кретању ових цена.

И са стране реалних фактора у другом тромесечју, по свему судећи, инфлаторни притисци се смањују. Производни јаз је, након позитивних вредности у претходном периоду, био неутралан, а апресијацијски јаз проширен, делимично и као резултат рестриктивне монетарне политике. Одређени индикатори (зараде, кредитирање становништва) указују на знатно успоравање раста приватне тражње. Једино је фискална политика у другом тромесечју подстицала раст тражње.

Као одговор на очекиване високе инфлаторне притиске у првој половини године, монетарна политика је поштрила степен рестриктивности, што је као резултат имало успоравање кредитирања становништва и недавно јачање динара (у околностима стабилизације политичких прилика). Ефекти рестриктивне монетарне политике вероватно ће се већ у трећем тромесечју одразити на пад инфлације.

## Претпоставке пројекције

И у наредном периоду ће од кретања цена хране много тога зависити. Претпоставка нове пројекције је пад цена пољопривредних производа у другој половини године, док је за наредну годину претпостављен њихов умерен раст. Раст регулисаних цена (без деривата) и у текућој и у наредној години ће бити виши од базне инфлације због отклањања ценовних диспаритета. Поред тога, претпоставка је да ће се буџетски дефицит ове и наредне године кретати на сличном нивоу као у 2007. години.

пољопривреди бити веома добра, по том основу се очекују дезинфлаторни ефекти. На крају, уколико се испостави да јулски пад цена нафте није само привремен, можемо очекивати попуштање инфлаторних притисака и по овом основу.

С друге стране, и даље висока инфлаторна очекивања и пораст цене електричне енергије још неко време ће успоравати процес дезинфлације и повратак базне инфлације у циљани оквир. Будући да инфлаторна очекивања у највећој мери зависе од кретања (међугодишње) укупне инфлације у претходном

Табела IV.1.1. Претпоставке пројекције

	2008.	2009.
<b>Екстерне претпоставке</b>		
Инфлација у ЕУ (дец. на дец.)	3,1%	2,1%
Референтна каматна стопа ЕЦБ-а (на крају године)	4,25%	4,25%
Цена уралске нафте по барелу (раст у години)	+30%	0%
<b>Интерне претпоставке</b>		
Раст БДП-а	6%	6,5%
Регулисане цене без деривата нафте (дец. на дец.)	8,8%	7%
Цене пољопривредних производа (дец. на дец.)	-1%	7%
Дефицит републичког буџета (учешће у БДП-у)	-2%	-2%
<b>Дугорочни трендови</b>		
Тренд реалног курса (просек)	5%	5%
Тренд реалне камате (просек)	3%	2,8%

Нова пројекција такође претпоставља стабилизацију светских цена нафте на јулском нивоу (свесни смо да ова пројекција носи велики ризик у оба правца), пад инфлације у ЕУ, као и непромењену референтну каматну стопу ЕЦБ-а до краја наредне године.

## Пројекција базне инфлације

Централна пројекција базне инфлације за 2008. годину износи 8,7%, а распон пројекције 7,0–10,4%.

Базна инфлација (тримесечна и међугодишња) у наредном периоду ће бити у паду. Томе ће допринети пре свега рестриктивна монетарна политика, која је већ дала резултате у виду јачања динара (уз стабилизацију политичких прилика) и успоравања тражње становништва. Поред тога, у наредном периоду не очекују се знатније корекције цена хране, које су у последњих годину дана биле значајан генератор пораста инфлације. Штавише, с обзиром на то да постоје индикатори да ће година у

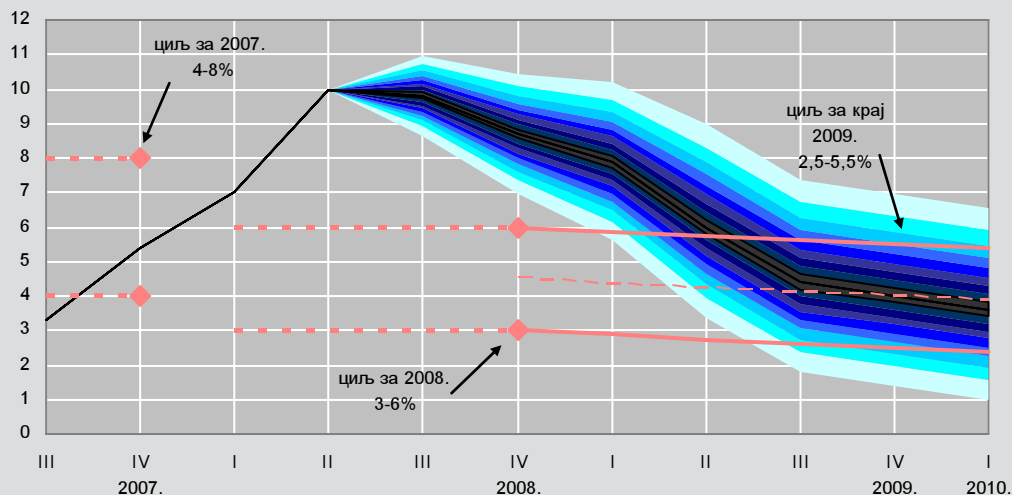
периоду, њихов осетнији пад не можемо очекивати у току ове године.

И поред смањења инфлације, готово је извесно да ће циљ за 2008. годину бити премашен. Повратак (међугодишње) базне инфлације у циљани оквир можемо очекивати половином наредне године. Са овом пројекцијом је конзистентно задржавање постојећег степена рестриктивности монетарне политике у наредном периоду.

## Пројекција укупне инфлације

Очекујемо да би се раст цена на мало у 2008. години могао кретати око 9,4%. Ова пројекција заснива се на пројекцијама: базне инфлације (8,7%), регулисаних цена без деривата нафте (8,8%), цена пољопривредних производа (-1%) и цена нафтних деривата (20%).

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 изван распона на графикону износи 10%.

## Ризици остварења пројекције

С обзиром на то да пројекција базне, а посебно укупне инфлације носи велики ризик у оба правца, могућа су одступања од приказаних пројекција. Као главне ризике остварења пројекције видимо фискалну политику и светске цене нафте.

Сада, када рестриктивна монетарна политика почиње да даје резултате, а инфлаторни притисци са стране понуде слабе, највећу опасност пројектованом процесу дезинфлације представља експанзивна фискална политика. Свако повећање јавне потрошње и буџетског дефицита могло би у великој мери да угрози пројекцију инфлације и тиме изазове потребу за већим степеном рестриктивности монетарне политике.

На светском тржишту нафте, у последње време, долази до стабилизације и, мада је још увек рано о томе говорити, могуће је да ће у наредном периоду кретање цена нафте бити знатно мање волатилно. И поред тога, светске цене нафте би могле, под утицајем разних шокова, знатно да одступају од претпостављеног кретања у пројекцији.

Висока политичка неизвесност и цене пољопривредних производа, које смо у претходном Извештају идентификовали као највеће ризике, чини се да више не представљају озбиљну „претњу“ остварењу пројекције.

## Поређење са априлском пројекцијом

Профил нове пројекције сличан је априлској – раст базне инфлације у првој половини текуће године, а након тога пад. У кратком року, међутим, инфлаторни притисци су у новој пројекцији јачи. Тако нова пројекција базне инфлације за крај 2008. године износи 8,7%, за разлику од 5,8% из априлске пројекције.

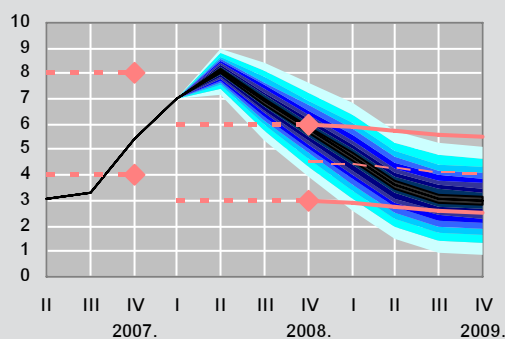
Главни фактори који су налагали ревизију пројекције навише јесу већи раст цена хране (у оквиру базне

инфлације) у другом тромесечју него што смо очекивали у априлској пројекцији, неочекивано висок раст цена деривата нафте у првој половини године, као и виши раст светске инфлације. То је такође утицало да инфлаторна очекивања у другом тромесечју буду изнад претходне пројекције.

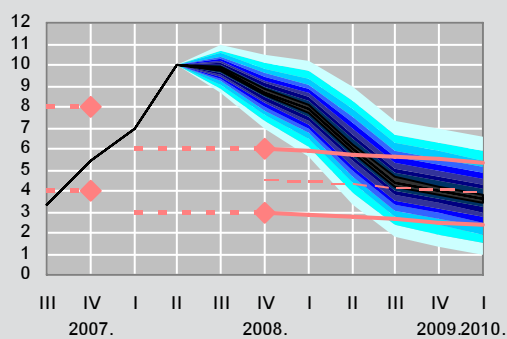
С друге стране, иако ће година кад је реч о пољопривреди вероватно бити боља него што смо то претпоставили у прошлој пројекцији, то неће бити довољно да се компензују повећани краткорочни инфлаторни притисци по другим основама.

Графикон IV.1.2. Поређење текуће с претходном пројекцијом

**Априлска пројекција**  
(међугодишње стопе, у %)



**Јулска пројекција**  
(међугодишње стопе, у %)



Табела IV.1.2. Промене претпоставки за 2008. годину у текућој у односу на претходну пројекцију

	Априлска пројекција	Августовска пројекција
<b>Екстерне претпоставке</b>		
Инфлација у ЕУ (дец. на дец.)	2,2%	3,1%
Каматна стопа у ЕУ на крају године	3,75%	4,25%
Цена уралске нафте по барелу (раст у години)	+15%	+30%
<b>Интерне претпоставке</b>		
Раст БДП-а	6%	6%
Регулисане цене без деривата нафте (дец. на дец.)	9,5%	8,8%
Цене пољопривредних производа (дец. на дец.)	21%	-1%
Дефицит републичког буџета (учешће у БДП-у)	-2%	-2%

## Очекивано кретање референтне каматне стопе у наредном периоду

На основу текуће пројекције, а узимајући у обзир све ризике, Монетарни одбор Народне банке Србије процењује да је вероватније да ће у кратком року референтна каматна стопа бити задржана на садашњем нивоу (15,75%) него да ће бити коригована навише или наниже. У временском хоризонту од годину дана, уколико се пројекција инфлације оствари, има простора да референтна стопа буде снижена.

Монетарни одбор процењује да је задржавање постојећег нивоа рестриктивности у кратком року довољно да доведе до враћања базне инфлације у циљане оквире половином наредне године, посебно имајући у виду слабљење инфлаторних притисака са стране понуде (храна, нафта), јачање динара и успоравање тражње становништва. С друге стране, још увек висока инфлаторна очекивања, као и неизвесност у погледу фискалне политике, неће још неко време омогућити да се монетарна политика знатније ублажи.

С обзиром на то да је нова републичка Влада као један од својих приоритета дефинисала обарање инфлације, Монетарни одбор је мишљења да би највећи допринос остварењу тог циља била одговорна фискална политика, кроз обарање јавне потрошње и буџетског дефицита. Ово би у исто време отворило простор за ублажавање монетарне политике. У том смислу, ребаланс буџета за текућу и нови буџет за наредну годину даће одговоре на многа питања и у великој мери одредити карактер монетарне политике у наредном периоду.

Нова пројекција референтне каматне стопе је у односу на априлску пројекцију коригована наниже, и поред тога што је базна инфлација у другом тромесечју била знатно изнад наших очекивања. Основни разлози за то били су слабљење инфлаторних притисака у средњем року, као и већ видљиви позитивни резултати рестриктивне монетарне политике из претходног периода. Такође, усвајањем циљаног распона за наредне две године продужен је временски хоризонт монетарне политике, што у садашњој ситуацији омогућава да путања референтне стопе буде на нижем нивоу него што је пројектовано у априлу, када је временски хоризонт био краћи.

Табела А  
Индикатори екстерне позиције Србије

	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	I 2008.	II 2008.
<b>ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ ЛИКВИДНОСТИ (у %)</b>									
Девизне резерве/увоз робе и услуга (у месецима)	3,1	4,5	5,3	4,5	5,9	9,6	8,3	7,1	5,9
Девизне резерве/краткорочни дуг	114,1	223,5	336,3	424,9	385,9	717,3	729,7	892,0	792,4
Девизне резерве/БДП	9,9	14,4	17,5	17,3	22,2	39,1	34,9	34,5	30,4
Отплата дуга/БДП	0,8	1,3	2,0	3,8	4,5	6,6	9,8	11,9	9,9
Отплата дуга/извоз робе и услуга	3,7	7,1	9,1	16,8	17,9	23,5	33,7	37,2	31,8
<b>ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)</b>									
Спољни дуг/БДП	94,2	70,9	66,7	57,5	59,1	64,5	64,5	64,9	62,2
Краткорочни дуг/БДП	8,7	6,4	5,2	4,1	5,8	5,4	4,8	3,9	3,8
Спољни дуг/извоз робе и услуга	456,9	379,2	343,0	253,6	234,2	228,1	222,5	220,6	209,4
<b>ИНДИКАТОРИ ИЗЛОЖЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКОМ РИЗИКУ (у %)</b>									
Девизне резерве/М1	135,9	143,3	195,3	221,0	291,1	356,5	306,9	346,1	319,0
Девизне резерве/примарни новац	136,3	132,0	168,0	166,2	170,3	177,8	173,9	185,8	166,4
<b>СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ)/БДП</b>									
	58,7	56,9	61,6	71,0	70,7	78,4	79,7	88,9	87,0
<b>КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ</b>									
				Нов.	Јул	Феб.	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		
<b>МЕМОРАНДУМ: (у милионима долара)</b>									
БДП	11.812	15.841	20.345	24.517	26.193	30.412	40.697	11.061	13.120
Спољни дуг	11.125	11.230	13.575	14.099	15.467	19.606	26.236	28.356	29.447
Сервисирање спољног дуга	91	211	397	935	1.183	2.021	3.977	1.302	1.295
Девизне резерве централне банке	1.169	2.280	3.550	4.245	5.843	11.888	14.216	15.084	14.383
Краткорочни дуг	1.026	1.020	1.056	999	1.514	1.657	1.948	1.691	1.815
Биланс текућих трансакција	-196	-1.267	-1.795	-3.281	-2.194	-2.986	-5.286	-1.956	-2.714

Методолошка објашњења:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Напомене:

- У публикацији ММФ-а „International Financial Statistics“ од октобра 2006. појављује се страница за Републику Србију с подацима из монетарне статистике. За потребе тог извештаја, НБС је своје статистичке извештаје усагласила с 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.
- Размена са Црном Гором регистрована је према припадајућим трансакцијама од 2003. године.
- Отплата спољног дуга не укључује превремену отплату дуга; из вредности сервисирања спољног дуга у првом и другом тромесечју 2008. године искључене су нето промене краткорочног дуга.
- БДП за 2007. и 2008. је процена Народне банке Србије.
- У складу са ВРМ5, део процењених дознака је пребачен из финансијског у текући биланс.

Табела Б  
Основни макроекономски индикатори

	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	I 2008.	II 2008.
Реални раст БДП-а (у %)	4,8	4,2	2,5	8,4	6,2	5,7	7,5	8,2	6,8 <sup>1)</sup>
Цене на мало (у % у односу на исти месец претходне године)	40,7	14,8	7,8	13,7	17,7	6,6	10,1	11,8	12,1
Базна инфлација (у % у односу на исти месец претходне године)	20,5	4,4	6,1	11,0	14,5	5,9	5,4	7,0	10,0
Девизне резерве НБС (у млн USD)	1.169,1	2.280,1	3.550,1	4.244,5	5.842,8	11.887,5	14.215,8	15.084,1	14.382,6
Извоз (у млн USD) <sup>2)</sup>	2.435	2.961	4.358	5.559	6.606	8.763	11.798	3.502	4.067
- стопа раста у % у односу на претходну годину	17,9	21,6	47,2	27,6	18,8	32,7	34,6	41,8	42,3
Увоз (у млн USD) <sup>2)</sup>	-4.499	-6.059	-8.177	-11.853	-11.902	-15.086	-20.647	-6.236	-7.346
- стопа раста у % у односу на претходну годину	28,3	34,7	35,0	45,0	0,4	26,8	36,9	38,9	46,7
Текући рачун платног биланса <sup>3)</sup> (у млн USD)	-196	-1.267	-1.795	-3.281	-2.194	-2.986	-5.286	-1.956	-2.714
у % БДП-а	-1,7	-8,0	-8,8	-13,4	-8,4	-9,8	-13,0	-17,9	-20,7
Незапосленост, званични подаци (у %) <sup>4)</sup>	21,8	24,5	26,1	23,9	25,3	26,6	24,0	24,2	23,2
Незапосленост по Анкети (у %) <sup>5)</sup>	12,2	13,3	14,6	18,5	20,8	20,9	18,1	13,3	/
Зараде (просечне за период, у EUR)	89,9	151,7	176,7	194,4	210,4	260	347	365	400
Републички буџетски дефицит/суфицит (у % БДП-а) <sup>6)</sup>	-0,2	-4,3	-1,4	-0,1	1,5	1,4	1,3	2,3	-2,7
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а)									
- Методологија Министарства финансија	-0,5	-1,9	-2,0	0,9	1,2	-1,1	-1,4	1,4	-3,3
- Методологија ММФ-а	0,0	-2,8	-2,6	0,6	0,7	-1,9	-2,0	0,6	-3,3
Јавни дуг Републике Србије (спољни + унутрашњи у % БДП-а) <sup>6)</sup>	106,5	73,7	67,9	53,7	46,2	38,8	30,5	26,3	23,7
Курс динара према USD (просек у периоду)	66,68	64,46	57,56	58,39	66,70	67,10	58,44	55,11	51,89
Курс динара према USD (крај периода)	67,67	58,98	54,64	57,94	72,22	59,98	53,73	52,13	50,01
Курс динара према EUR (просек у периоду)	59,78	60,68	65,05	72,57	82,92	84,16	79,98	82,65	81,08
Курс динара према EUR (крај периода)	59,71	61,52	68,31	78,89	85,50	79,00	79,24	82,31	78,98
<b>Меморандум</b>									
БДП (у млн USD)	11.812	15.841	20.345	24.517	26.193	30.412	40.697 <sup>1)</sup>	11.061 <sup>1)</sup>	13.120 <sup>1)</sup>

<sup>1)</sup> Процена Народне банке Србије.

<sup>2)</sup> Размена са Црном Гором регистрована је према припадајућим трансакцијама од 2003. године.

<sup>3)</sup> У складу са ВРМБ, део процењених дознака пребачен је из финансијског у текући биланс.

<sup>4)</sup> 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.

<sup>5)</sup> Извор: Анкета о радној снази, Републички завод за статистику.

<sup>6)</sup> Извор: Билтен Министарства финансија Републике Србије.

### Додатак 1. Промене обавезне резерве банака и пруденцијалне мере за ограничење кредитног раста

Хронолошки преглед промена обавезне резерве банака и пруденцијалних мера за ограничење кредитног раста можете наћи на веб-сајту НБС у поглављу Публикације – Извештај о инфлацији.

#### А) Промене обавезне резерве банака

У периоду од претходног Извештаја о инфлацији, закључно са августом 2008. године, није било промена Одлуке о обавезној резерви банака.

#### Б) Пруденцијалне мере за ограничење кредитног раста

Ред. бр.	Правни основ	О с н о в а	О п и с	Претходно стање
28.	65/08	Одлука о усклађивању стања бруто пласмана одобрених становништва са основним капиталом банака	<p>Овом изменом изузетно банка која на дан 30. јуна 2008. године није ускладила стање бруто пласмана и основног капитала на начин прописан овом одлуком није дужна да депонује средства у складу с тачком 6. те одлуке, нити да плаћа камату у складу с тачком 6а. под одређеним условима.</p> <p>- да је на дан 31. марта 2008. године стање укупних кредита за намене из тачке 2. став 2 Одлуке (пласмани предузетницима и пољопривредним произвођачима) било веће од вредности основног капитала,</p> <p>- да је банка доставила динамички план активности за усклађивање стања пласмана и капитала до 15. јула 2008. године, и</p> <p>- да се банка придржава тромесечне динамике кретања бруто пласмана одобрених становништва и основног капитала који су дати у динамичком плану. Банка је дужна да стање пласмана усклади са стањем основног капитала на начин прописан Одлуком најкасније на дан 30. јуна 2009. године.</p>	<p>Овом изменом пројужава се рок за постизање прописане усклађености бруто пласмана и основног капитала најкасније до 30. јуна 2009. године.</p> <p>Одлука је објављена у "Сл. гласнику РС", бр. 65/08 од 5. јула 2008. године, а ступа на снагу 6. јула 2008. године</p>
29.	63/08	Одлука о класификацији билансне активне и ванбилансних ставки	<p>Овом изменом је повећано учешће, односно депозит (са 20% на 30%) при одобравању кредита као услов да се потраживање не класификује у најлошију категорију (Д) и уведено је додатно, треће изузеће од овога (поред стамбеног кредита и обавеза по кредитним картицама) – кредити одобрени у динарима који нису индексирани девизном клаузулом; предвиђено је прописивање изузетка, када потраживања обезбеђена првокласним средствима обезбеђења не могу бити класификована у категорију А – кад је од првобитног дана доспећа потраживања прошло више од 90 дана; прецизирано је код јемства као адекватног средства обезбеђења да јемац обезбеђује неопозиву и безусловну корпоративну гаранцију плативу на први позив, или инструмент, којим врши неопозиво и безусловно гарантовање потраживања и који је платив на први позив под прописаним условима; код хипотеке над стамбеним објектом појам дужник замењен је појмом власник; код интерног модела за процену кредитног ризика прецизније су дефинисани нивои одступања, као и резултати модела за рангирање потраживања у односу на остварене вредности.</p>	<p>Висина учешћа, односно делозита од 30% при одобравању кредита усклађена је с последњом изменом претходне одлуке о класификацији билансне активне и ванбилансних ставки "Сл. гласник РС", бр. 35/2008</p>
30.	63/08	Одлука о адекватности капитала	<p>Овом изменом регулише се начин на који је банка дужна да вреднује позиције (изложенисти) у књижи трговања применом (<i>marking-to-market</i>), односно алтернативних метода за вредновање тих позиција; прописана је обавеза банке да Народној банци Србије достави кратак опис изабраног алтернативног метода; прописан је минимум захтева за формирање књиже трговања који представља саржај писмене ингерне политике коју банка усваја. Рок за доставу је 31. 8. 2008. Банка из обрачуна отворене девизне позиције може искључити позиције које представљају одбитне ставке од капитала под условом да је реч о позицијама којима банка не тргује, као и да је банка дужна да се оваквог начина обрачуна доследно придржава. Код кредитног ризика када је потраживање обезбеђено хипотеком над стамбеним објектом, реч дужник замењује се речу власник.</p>	<p>Ова измена ступа на снагу 1. јула 2008. године</p>

## Списак табела и графикона

### Графикони

II.0.1. Кретање цена (тримесечни раст)	9
II.0.2. Кретање цена (међугодишњи раст)	10
II.0.3. Распоред промена цена у оквиру базне инфлације у другом тримесечју 2008.	10
II.0.4. Допринос стопи раста цена на мало	11
II.0.5. Допринос стопи раста базне инфлације	11
II.0.6. Кретање базне инфлације	12
II.0.7. Кретање укупне инфлације	12
III.0.1. Индекс монетарних услова	21
III.0.2. Реални девизни курс и његов тренд	21
III.0.3. Реална каматна стопа и њен тренд	22
III.1.1. Репо каматна стопа НБС	24
III.1.2. Кретање каматних стопа	24
III.1.3. Крива приноса на међубанкарском тржишту новца	25
III.1.4. Референтна каматна стопа НБС и каматне стопе пословних банака	25
III.1.5. Кретање репо стопа НБС, ЕЦБ и ФЕД22	26
III.1.6. Пондерисане каматне стопе на хартије од вредности	26
III.1.7. Индекс BELEX15 у 2008	27
III.1.8. Индекси BELEX15, CROBEX и NTX у 2008	27
III.1.9. Кретање курса динара према еврџу и двонедељне репо стопе	28
III.1.10. Дневне промене курса динара према еврџу	28
III.1.11. Номинални курс динара	28
III.1.12. Показатељи премије ризика – EMBI и CDS	29
III.2.1. Базна и увозна инфлација	32
III.2.2. Кретање цена нафте	32
III.4.1. Кретање монетарних агрегата дефлационирано ценама на мало	38
III.4.2. Кретање понуде новца и инфлације	38
III.4.3. Домаћи кредити и директно задуживање предузећа у иностранству	40
III.4.4. Извори раста пласмана банака	40
III.4.5. Веза између реалних кредита приватном сектору и економске активности	40
III.5.1. Допринос међугодишњем расту БДП-а	44
III.5.2. Кретање БДП-а – процене по тримесечјима	44
III.5.3. Раст индикатора економске активности (десезониране тримесечне стопе раста)	45
III.5.4. Раст индикатора економске активности (међугодишње стопе раста)	45
III.5.5. Производни јаз и базна инфлација	46
III.5.6. Кретање тражње становништва и БДП-а	47
III.5.7. Јавни приходи и расходи (методологија ММФ-а)	50
III.5.8. Структура јавних расхода	50
III.5.9. Раст увоза капиталних добара	57
III.6.1. Кретање просечних нето зарада	58
III.6.2. Кретање просечних нето зарада у јавном сектору	58

III.6.3. Кретање продуктивности, бруто реалних плата и јединичних трошкова рада у индустрији	58
III.6.4. Кретање продуктивности рада у разменљивом сектору	59
III.6.5. Кретање релативне продуктивности	59
III.6.6. Незапосленост	60
III.6.7. Запошљавање	60
III.7.1. Очекивања у погледу кретања инфлације у наредних 12 месеци	63
IV.1.1. Пројектована базна инфлација	68
IV.1.2. Поређење текуће с претходном пројекцијом	68
<b>Табеле</b>	
I.0.1. Основни макроекономски индикатори	8
II.0.1. Показатељи раста цена	10
II.0.2. Раст цена на мало по компонентама	11
II.0.3. Доприноси стопи раста цена на мало	11
II.0.4. Најзначајније очекиване промене регулисаних цена у трећем тромесечју 2008.	14
III.1.1. Структура промета на МДТ-у	29
III.3.1. Платни биланс (у % БДП-а)	36
III.3.2. Доприноси стопи раста девизних резерви НБС	37
III.3.3. Нето девизне трансакције НБС с монетарним ефектом	37
III.4.1. Стопе раста монетарних агрегата	39
III.5.1. Фискални резултат	51
III.5.2. Консолидовани јавни расходи	51
III.5.3. Извршење буџета Републике Србије	52
III.5.4. Индикатори кретања инвестиција	57
III.7.1. Очекивања банкарског сектора	64
IV.1.1. Претпоставке пројекције	66
IV.1.2. Промене претпоставки за 2008. годину у текућој у односу на претходну пројекцију	68
А) Индикатори екстерне позиције Србије 2001 – II тромесечје 2008.	70
Б) Основни макроекономски индикатори	71

### Седнице Монетарног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе у 2007. и 2008. години

Датум	Референтна каматна стопа (на годишњем нивоу, у %)	Промена (у базним поенима)
<b>Одржане седнице Монетарног одбора</b>		
<b>2007. година</b>		
10. јануар	14,00	0
29. јануар	13,00	-100
9. фебруар	13,00	0
28. фебруар	11,50	-150
13. март	11,50	0
28. март	10,50	-100
18. април	10,50	0
27. април	10,00	-50
15. мај	10,00	0
29. мај	9,50	-50
11. јун	9,50	0
28. јун	9,50	0
12. јул	9,50	0
27. јул	9,50	0
15. август	9,50	0
28. август	9,75	+25
11. септембар	9,75	0
1. октобар	9,75	0
10. октобар	9,75	0
29. октобар	9,50	-25
12. новембар	9,50	0
28. новембар	9,50	0
10. децембар	9,50	0
27. децембар	10,00	+50
<b>2008. година</b>		
17. јануар	10,00	0
6. фебруар	10,75	+75
18. фебруар	10,75	0
28. фебруар	11,50	+75
13. март	14,50	+300
28. март	14,50	0
17. април	14,50	0
24. април	15,25	+75
15. мај	15,25	0
29. мај	15,75	+50
12. јун	15,75	0
1. јул	15,75	0
17. јул	15,75	0
29. јул	15,75	0
<b>Планиране седнице Монетарног одбора у 2008. години</b>		
2. септембар		
16. септембар		
30. септембар		
16. октобар		
30. октобар		
14. новембар		
28. новембар		
16. децембар		
30. децембар		

## Саопштења са седница Монетарног одбора Народне банке Србије

### Саопштење са седнице Монетарног одбора, 15. 5. 2008.

Референтна каматна стопа остаје на непромењеном нивоу од 15,25 одсто, одлучио је данас Монетарни одбор након разматрања актуелних економских кретања.

Монетарни одбор је разматрао и Извештај о инфлацији за прво тромесечје ове године, који ће наредне недеље, на конференцији за новинаре, представити гувернер Народне банке Србије Радован Јелашић.

### Саопштење са седнице Монетарног одбора, 29. 5. 2008.

Разматрајући актуелна економска кретања, Монетарни одбор је данас одлучио да повећа референтну каматну стопу за 0,5 процентних поена, са садашњих 15,25 на ниво од 15,75 одсто.

Монетарни одбор је констатовао да досадашњи степен рестриктивности монетарне политике није довољан да би се до краја ове године базна инфлација остварила у планираном оквиру од 3 до 6 одсто. Монетарни одбор је оценио да су инфлаторна очекивања порасла, као и да су више цене деривата нафте и индустријских прехранбених производа утицали на пораст базне инфлације, што је довело до тога да она у другом тромесечју буде изнад очекиване. Као још један од разлога за повећање референтне каматне стопе Монетарни одбор наводи и могућност фискалне експанзије и пораст зарада у јавном сектору, имајући у виду обавезе које проистичу из усвојеног буџета.

Монетарни одбор ће пажљиво пратити даља економска кретања и одредиће степен рестриктивности монетарне политике у складу с потребом да она делује проактивно и обезбеди остварење пројекције циљане базне инфлације како за ову, тако и за наредну годину.

Наредна седница Монетарног одбора, према предвиђеном календару, одржаће се 12. јуна 2008. године.

### Саопштење са седнице Монетарног одбора, 12. 6. 2008.

Монетарни одбор је, након разматрања актуелних економских кретања, одлучио да задржи референтну каматну стопу на истом нивоу од 15,75 одсто.

Наредна седница Монетарног одбора одржаће се 30. јуна.

### Саопштење са седнице Монетарног одбора, 1. 7. 2008.

Референтна каматна стопа остаје непромењена и износи и даље 15,75 одсто, одлучио је данас Монетарни одбор након разматрања текућих економских кретања и остваривања пројекције базне инфлације за ову годину.

Уколико, међутим, инфлаторни притисци наставе да расту, а фискална политика не буде додатно и у довољној мери рестриктивна, Народна банка Србије ће повећати рестриктивност монетарне политике, констатовао је Монетарни одбор.

### Саопштење са седнице Монетарног одбора, 17. 7. 2008.

Монетарни одбор је разматрао актуелна економска кретања и одлучио да референтну каматну стопу задржи на непромењеном нивоу од 15,75 одсто.

Наредна седница Монетарног одбора одржаће се 28. јула 2008. године.

### Саопштење са седнице Монетарног одбора, 29. 7. 2008.

Монетарни одбор Народне банке Србије је, након разматрања актуелних економских кретања, одлучио да референтну каматну стопу задржи на досадашњем нивоу од 15,75 одсто.

Монетарни одбор процењује да ће, после рекордно високе инфлације у другом тромесечју ове године, ефекат рестриктивне монетарне политике, која се одразила и на јачање динара, бити нижа стопа инфлације већ у јулу. Смањењу инфлације у наредном периоду допринеће и пад светских цена нафте, као и значајно смањење цена пољопривредних производа, због чега Монетарни одбор није повећао рестриктивност монетарне политике иако су инфлаторна очекивања и даље висока.

Народна банка Србије сматра да је у ситуацији када кључни екстерни фактори почињу да доприносе стабилизацији цена од изузетне важности да фискална политика не утиче на раст агрегатне тражње и да буџет остане у неизмењеним, првобитно планираним оквирима за ову годину.