



Народна банка Србије

2009
август

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

2009
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

Тираж: 300 примерака

ISSN 1820-9408

Уводна напомена

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

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

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

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

Августовски Извештај о инфлацији размотрен је и усвојен на седници Монетарног одбора 4. септембра 2009. године.

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

Монетарни одбор Народне банке Србије:

Радован Јелашић, *гувернер*

Ана Глигоријевић, *вицегувернер*

Мира Ерић-Јовић, *вицегувернер*

Садржај

I. Резиме	7
II. Кретање инфлације	9
<i>Текст-бокс:</i> Третман сезонских пољопривредних производа у индексу потрошачких цена и индексу цена на мало	14
<i>Текст-бокс:</i> Ниво цена у Србији у односу на просек ЕУ 27	15
III. Детерминанте инфлације	17
1. Монетарни услови	17
<i>Текст-бокс:</i> Девизни свопови – додатна мера подршке финансијској стабилности Србије	25
2. Увозне цене	27
3. Платни биланс	28
4. Монетарна кретања	32
5. Кретање понуде и тражње	35
<i>Текст-бокс:</i> Оцена карактера фискалне политике	43
<i>Текст-бокс:</i> Компаративна анализа утицаја повећања пореза на додатну вредност	45
<i>Текст-бокс:</i> Фискалне мере земаља централне и источне Европе	47
6. Кретања на тржишту рада	51
IV. Пројекција инфлације	55
Додатак 1. Промене обавезне резерве банака и пруденцијалне мере	63
Додатак 2. Привремене мере за очување стабилности банкарског система у Републици Србији	65
Додатак 3. Посебне мере подршке финансијској стабилности земље	66
Списак табела и графикана	67
Седнице Монетарног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе	69
Саопштења са седница Монетарног одбора Народне банке Србије	70

I. Резиме

Пад агрегатне тражње утицао је на даље смањење економске активности.

Ниска домаћа и светска тражња и готово заустављена кредитна активност банака утицали су на даље смањење економске активности – процењује се да међугодишњи пад реалног БДП-а у другом тромесечју износи 4,4%. Рецесија се у великој мери одразила на пад броја запослених и пад зарада и могућности узимања кредита као извора потрошње становништва. Настављен је оштар пад инвестиционе активности, како привреде тако и државе.

Процењује се да ће пад БДП-а у 2009. години износити 3,6%.

Иако је пад економске активности израженији у другом тромесечју, охрабрује чињеница што је, према десезонираним тромесечним стопама, пад НДВ-а заустављен. Одређено побољшање до краја године може се очекивати у индустријској производњи по основу најављеног привременог обнављања производње у Ју-Ес стилу. Имајући то у виду, као и индиције да су приноси у пољопривреди задовољавајући, пад БДП-а би у 2009. години могао износити 3,6%.

Упркос мерама Владе РС и Народне банке, кредитна активност банака не даје стимуланс економској активности.

Повећана динарска ликвидност банака у току другог тромесечја није за резултат имала повећање њихове кредитне активности. Нарочито је била успорена активност на сегменту кредитног тржишта које није субвенционисано. Раздуживање предузећа према иностранству је у овом периоду настављено. Тражња за инвестиционим кредитима је била ниска чак и на субвенционисаном сегменту кредитног тржишта.

Инфлација се од почетка године креће у границама циљаног распона.

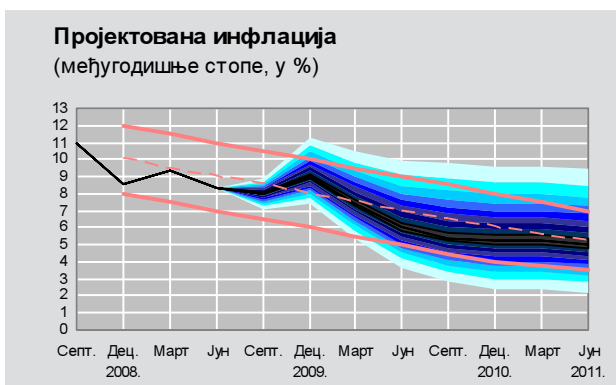
Инфлација се у другом тромесечју кретала нешто испод централне вредности циљаног распона (8,3%) и била је нижа у односу на прво тромесечје. Процесу дезинфлације је првенствено допринело успоравање раста регулисаних цена, као и стабилност динара и ниска тражња. Међутим, инфлација је била виша од наших очекивања због бржег раста цена пољопривредних производа.

Постигнути су стабилизација девизног тржишта и смањење ризика и неизвесности у погледу кретања девизног курса.

Смиривању инфлаторних притисака допринела је у великој мери стабилизација на девизном тржишту. Упркос смањивању референтне каматне стопе, курс динара је стабилан – захваљујући паду премије ризика, повећању обавеза банака према иностранству и повратку девизне штедње у банкарски систем. Такође, редуковани економски токови са иностранством, пре свега кад је реч о увозу, умањили су потребу за екстерним финансирањем. Паду ризика

Фискална политика није генерисала знатније инфлаторне притиске.

Инфлација ће се у периоду за који смо израдили пројекцију кретати у границама циљаног распона.



Исход преговора с ММФ-ом и евентуално повећање ПДВ-а су основни ризици пројекције.

Монетарни одбор ће највероватније наставити са снижавањем референтне стопе у наредном периоду.

и неизвесности у погледу кретања девизног курса у великој мери је допринео аранжман с ММФ-ом и прилив прве кредитне транше у девизне резерве Народне банке.

Консолидовани фискални дефицит је у другом тромесечју износио 6,6% БДП-а, што се и у условима кризе може сматрати прилично високим. Ипак, фискална политика није генерисала инфлаторне притиске с обзиром на то да је дефицит у највећој мери био финансиран издавањем трезорских записа.

Успоравање инфлације наставиће се и у трећем тромесечју, пре свега као резултат сезонског пада цена пољопривредних производа и даљег успоравања раста регулисаних цена (првенствено нафтних деривата). Према августовској средњорочној пројекцији, инфлација ће се у наредном периоду кретати у границама циљаног распона и поред тога што ће укупан раст регулисаних цена у 2009. години премашити планирани оквир од $13 \pm 2\%$. Централна пројекција инфлације за крај 2009. године износи 9,0% (распон 7,4–11,3%), док би у већем делу 2010. требало да се креће испод централне вредности циљаног распона. Пад тражње, стабилизација девизног курса и успоравање раста регулисаних цена кључни су фактори који ће утицати на стабилизацију цена у средњем року.

Кључни ризици пројекције везани су за исход преговора с ММФ-ом и евентуално повећање ПДВ-а. Повећање стопе ПДВ-а би директно утицало на једнократно повећање цена, али би у периоду од годину дана након тога узроковало раст међугодишње стопе инфлације.

На основу текуће пројекције, а узимајући у обзир све ризике, Монетарни одбор Народне банке Србије процењује да је вероватније да ће референтна каматна стопа у наредном периоду бити снижена него да се неће мењати (садашњи ниво 12%). Монетарни одбор ће, међутим, имајући у виду ризике остварења циља у 2010. години, с наставком снижења референтне стопе сачекати до дефинисања основних елемената економске политике за наредну годину.

II. Кретање инфлације

Инфлација се и у другом тромесечју кретала нешто испод централне вредности циљаног распона (8,3%), с тим што је била нижа у односу на прво. Процесу дезинфлације је допринело првенствено успоравање раста регулисаних цена, као и ниска тражња и стабилно кретање динара. Међутим, инфлација је била виша од наших очекивања због бржег раста цена пољопривредних производа.

У трећем тромесечју се очекује успоравање међугодишње инфлације на 8,0%, што је испод централне вредности циљаног распона.

Тренд смањења месечних стопа раста инфлације прекинут је у априлу, када су цене, пре свега небазне (лекови, нафтни деривати и комуналне услуге), порасле за 0,9%. После неочекивано високог раста цена у мају, од 2,1%, изазваног углавном скоком цена појединих сезонских пољопривредних производа, изгледало је да се инфлација убрзава. Ипак, у јуну је дошло до њеног смиривања и сезонског пада цена пољопривредних производа, који је у потпуности анулирао раст базне инфлације и регулисаних цена, што је резултирало нултом јунском инфлацијом.

Укупна инфлација била је нижа него у првом тромесечју и износила је 3,0%. То је више у поређењу с нашим очекивањима изнетим у претходном Извештају о инфлацији (2,3%), а последица је углавном бржег раста цена пољопривредних производа од очекиваног. Расту инфлације допринео је и раст цена нафте током целог тромесечја, који је, заједно с порастом акциза, допринео поскупљењу нафтних деривата. Раст потрошачких цена највише је био одређен кретањем регулисаних цена (допринос 1,1 п.п.), док су цене пољопривредних производа и базне цене томе допринеле са 1,0 и 0,8 п.п. респективно. Међугодишња стопа раста потрошачких цена на крају другог тромесечја кретала се нешто испод централне вредности циљаног распона и износила је 8,3%.

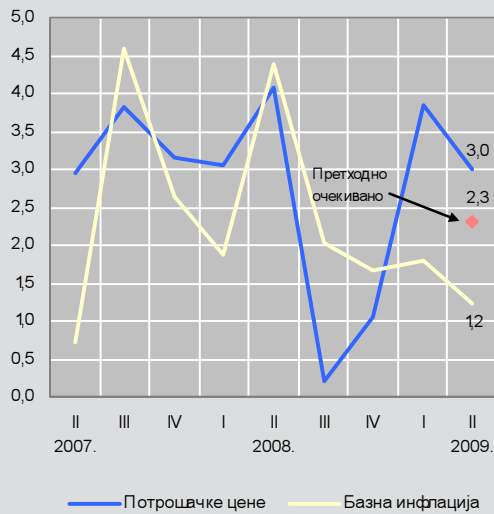
Цене које су под директном или индиректном контролом државе исказале су успоравање раста (4,4%) у односу на прво тромесечје (9,1%). Ипак, то је било више од наших очекивања (3,8%) због већег раста цена нафтних деривата. Цене нафтних деривата су у другом тромесечју повећаване у пет наврата – укупно за 17,9%. Изузев нешто већег раста цена ТВ претплате (12,1%), раст цена осталих регулисаних производа и услуга био је у складу са очекивањима. Међугодишњи раст

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

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

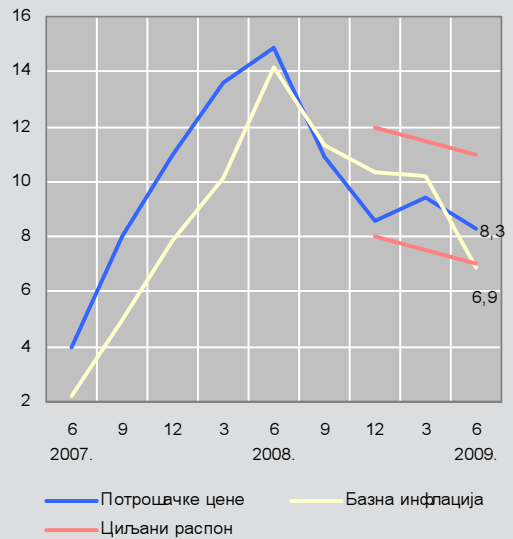
Међугодишњи раст цена на крају другог тромесечја је нижи у односу на прво тромесечје.

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



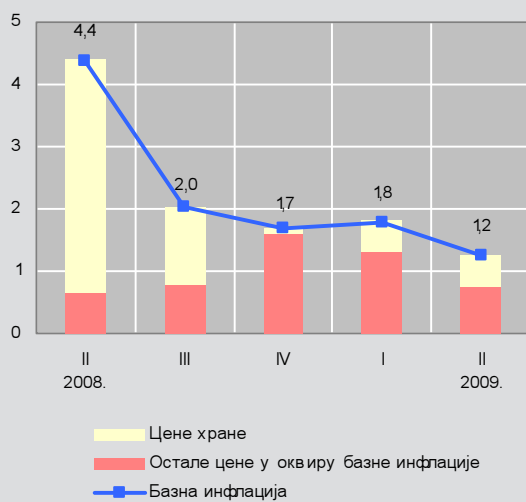
Укупна и базна инфлација бележе пад у другом тримесечју. Пад укупне инфлације последица је успоравања раста регулисаних цена.

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



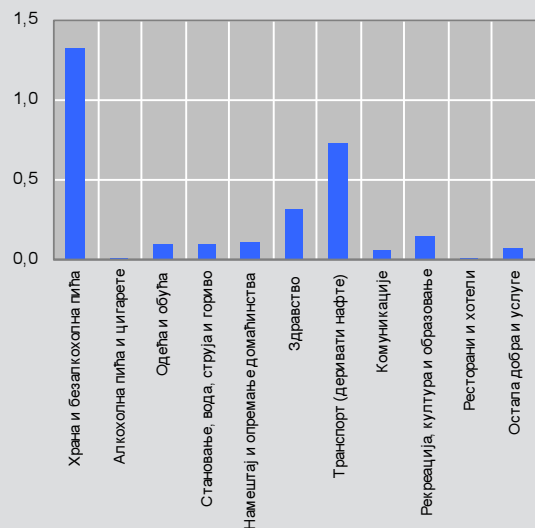
Међугодишњи раст укупне и базне инфлације успорава, при чему базна инфлација бележи знатнији пад.

Графикон II.0.3. **Допринос стопи раста базне инфлације**
(у процентним поенима)



Допринос раста цена хране расту базне инфлације у другом тримесечју је на истом нивоу као и у претходном тримесечју.

Графикон II.0.4. **Допринос појединих група производа стопи раста потрошачких цена у другом тримесечју**
(у процентним поенима)



Највећи допринос расту цена у другом тримесечју дао је раст цена прехранбених производа, нафтних деривата и лекова.

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

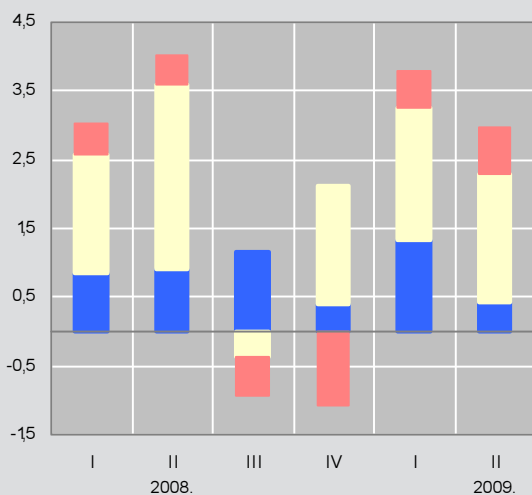
	2008.			2009.	
	II	III	IV	I	II
Потрошачке цене	4,1	0,2	1,1	3,8	3,0
Базна инфлација	4,4	2,0	1,7	1,8	1,2
Цене пољопривредних производа	7,1	-20,1	11,4	4,7	13,1
Регулисане цене	2,4	2,1	-3,1	9,1	4,4
Електрична енергија	0,0	8,9	0,0	0,0	0,0
Нафтни деривати	9,5	-11,2	-24,2	16,9	17,9
Гас за домаћинство	1,1	-0,2	55,6	-0,8	0,1
Комунално-стамбено услуге	0,6	1,1	4,5	12,8	3,1
Услуге друштвене заштите	0,2	1,1	2,9	0,9	1,8
Саобраћајне услуге (регулисане)	0,4	5,1	0,4	26,6	0,4
ПТТ-услуге	0,0	0,0	0,7	10,1	0,0
Хлеб од пшеничног брашна Т - 850	15,7	-1,2	-0,8	-0,7	-4,1
Цигарете	0,0	10,4	0,0	15,0	0,0
Лекови	0,1	0,0	-3,2	10,1	10,3
Остало	9,2	0,8	0,0	0,7	9,7

Највећи раст у другом тромесечју оствариле су цене нафтних деривата и пољопривредних производа. Раст је забележен и код цена комунално-стамбених услуга, лекова и ТВ претплате.

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

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

Раст потрошачких цена у другом тромесечју био је скоро подједнако одређен растом регулисаних цена и цена пољопривредних производа (укупно око 73%).

Графикон II.0.5. **Допринос тромесечној стопи раста потрошачких цена**
(у процентним поенима)

Допринос раста цена разменљивих добара укупној инфлацији је и даље висок, док се допринос нераменљивих добара смањило.

регулисаних цена је на крају тромесечја износио 12,7% (од почетка године 13,9%).

Базна инфлација је била у складу с нашим очекивањима изнетим у претходном Извештају о инфлацији, и износила је 1,2%. Иако је, тромесечно посматрано, остварила пад, она је, након 0,1% у марту и априлу, у мају и јуну скочила на 0,5–0,6%. Раст цена прехранбених и непрехранбених производа у оквиру базне инфлације у последња два месеца је био приближно исти. Кретање базне инфлације било је највећим делом детерминисано растом цена непрехранбених производа и услуга (допринос 0,8 п.п.). У оквиру прехранбених производа, највећи допринос том расту имале су цене прерађеног меса (0,2 п.п.) и цене безалкохолних пића (0,1 п.п.). Међугодишња базна инфлација је наставила да се успорава и на крају другог тромесечја је износила 6,9%.

Цене пољопривредних производа су забележиле знатно бржи раст од очекиваног, због чега је укупна инфлација била виша него што се очекивало. Раст ових цена од 13,1% последица је раста цена сезонских производа.

Допринос раста цена разменљивих добара укупној инфлацији је и даље висок, док се допринос неразменљивих добара смањило. Раст цена разменљивих добара највише је допринео укупној инфлацији у мају, и то због раста цена пољопривредних производа. Поменути кретања нису узрокована кретањима на девизном тржишту с обзиром на то да је курс динара у другом тромесечју стабилизован.

Очекивања за треће тромесечје

Процењујемо да ће у трећем тромесечју доћи до даљег успоравања тромесечне стопе укупне инфлације и да ће она износити око 0%. Знатно нижи раст потрошачких цена очекује се првенствено због сезонског пада цена пољопривредних производа, иако су код процене кретања цена тих производа у летњим месецима могућа одступања. Такође, очекујемо даље успоравање раста регулисаних цена (пре свега нафтних деривата). Процењујемо да ће међугодишња стопа раста потрошачких цена крајем трећег тромесечја бити на нешто нижем нивоу у односу на крај другог и износити 8,0%, што је испод централне вредности циљаног распона.

Код цена које су под директном или индиректном контролом државе очекује се успоравање раста. Према нашим проценама, тромесечни раст регулисаних цена износиће око 2,1% и њихов укупан допринос расту потрошачких цена биће око 0,6 п.п.

Највећи раст очекује се код цена комунално-стамбених услуга, нафтних деривата и услуга друштвене заштите. Могуће је да произвођачи цигарета, који су раније најављивали повећање цена, одустану од тога.

На основу приближно истог раста прехранбених и непрехрамбених производа у оквиру базне инфлације

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

	Стопа раста (у %)	Доприноси расту цена на мало (п.п.)
Комунално-стамбене услуге	5,6	0,2
Нафтни деривати	5,3	0,2
Цигарете	2,0	0,1

Очекује се знатно мањи раст регулисаних цена у односу на претходно тромесечје. Подједнак допринос расту ће дати цене комунално-стамбених услуга и нафтних деривата.

у мају и јуну, процењујемо да ће базна инфлација у трећем тромесечју бити на нивоу раста из другог и да ће износити око 1,3% (допринос укупној инфлацији од 0,8 п.п.).

Кретање цена пољопривредних производа у трећем тромесечју биће одлучујуће за кретање укупне инфлације. Иако се смењују периоди с веома високим температурама и периоди обилних падавина, према најавама стручњака ове године не треба очекивати знатнији раст цена пољопривредних производа. Стога у трећем тромесечју предвиђамо сезонски пад цена пољопривредних производа од око 16% и њихов допринос укупном расту потрошачких цена од око -1,4%.

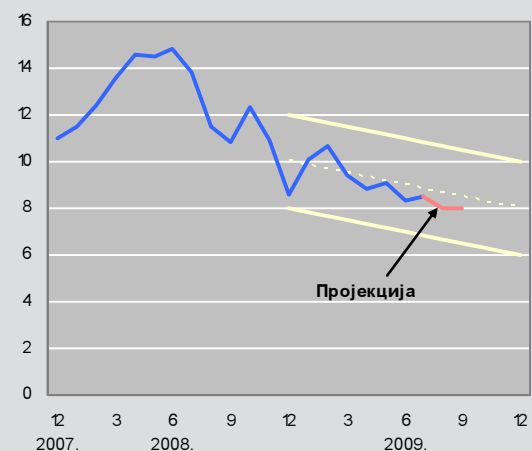
Инфлациона очекивања

Инфлациона очекивања за наредних годину дана су смањена у другом у односу на прво тромесечје, мада су и даље изнад нивоа циљане инфлације.

Мада су и даље изнад горње границе циљаног распона инфлације за наредних годину дана, очекивања свих сектора стабилизована су на нижем нивоу у односу на крај првог тромесечја.

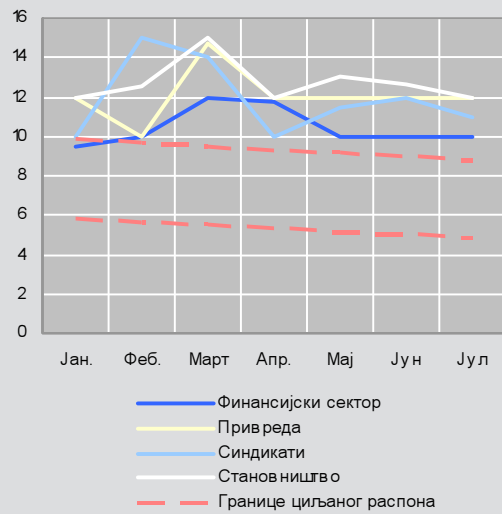
Финансијски сектор се и у анкети агенције Стратеџик Маркетинг и у анкети агенције Ројтерс у јунском истраживању изјаснио да очекује смањење инфлације

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



Током трећег тромесечја очекује се постепено опадање међугодишње стопе инфлације.

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



Извор: Strategic Marketing Research.

Инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде стабилна су већ трећи месец заредом. Код осталих сектора очекивања су у паду.

за наредних годину дана – са 12% у марту на 10% у јуну и са 9,9% у марту на 9% у јуну респективно. Ниска агрегатна тражња, стабилизација на девизном тржишту и пад ризика и неизвесности у погледу девизног курса у великој мери су допринели смањењу инфлационих очекивања у другом у односу на прво тромесечје.

Јулски резултати анкете агенције Стратеџик Маркетинг показују да се инфлациона очекивања за наредних годину дана крећу између 10% и 12%. При томе су инфлациона очекивања финансијског сектора и сектора привреде стабилна већ трећи месец заредом, док су очекивања становништва и синдиката у благом паду.

У оквиру августовске анкете Агенције Ројтерс испитано је 19 банкарских дилера. Њихова очекивања за наредних годину дана у погледу инфлације су, после три месеца стагнације (9%), у паду и износе 8,6%.

И у наредном периоду требало би да инфлациона очекивања буду стабилна, будући да не очекујемо знатније инфлаторне притиске (осим у случају евентуалног повећања стопе ПДВ-а).

Третман сезонских пољопривредних производа у индексу потрошачких цена и индексу цена на мало

Сезонски пољопривредни производи у пролећним и летњим месецима сваке године у значајној мери опредељују кретање укупне инфлације. Зависно од временских прилика, раст цена сезонских производа може веома да се разликује по годинама, тако да је и њихов допринос укупној инфлацији различит.

Да би се обезбедила упоредивост података, сезонски производи се укључују у обрачун индекса цена (с новим ценама) у истом месецу сваке године. Критеријум за укључивање је да се производ из ове групе појави у знатним количинама у свим градовима у којима статистика снима цене и да његова цена није за више од три пута већа од последње снимљене цене у претходној години.

Методологија за обрачун цена пољопривредних производа различита је код индекса цена на мало и индекса потрошачких цена. Код индекса цена на мало просечна цена пољопривредних производа се рачуна коришћењем аритметичке средине, при чему се у месецима у којима на тржишту нема сезонског производа задржава његова последња снимљена цена све док се поново (следеће године) не појави на тржишту (метод сталних цена). Код индекса потрошачких цена обрачун просечне цене се заснива на геометријској средини, а последња снимљена цена сезонског производа се, до његове поновне појаве, сваки месец коригује растом цена групе производа којој припада, без обзира на то што га у том тренутку нема на тржишту (метод импутираних цена).

Утицај различитог начина обрачуна најбоље се може видети на примерима парадајза, паприке и краставаца.

Кретање цена пољопривредних производа у мају 2009.

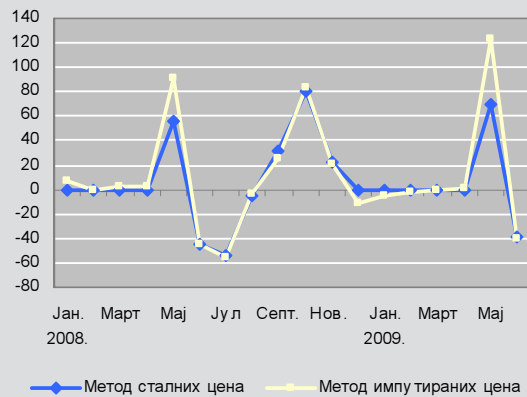
(стопе раста и доприноси укупном расту)

	Потрошачке цене		Цене на мало	
	Стопе раста	Допринос укупном расту	Стопе раста	Допринос укупном расту
Укупно пољопривредни производи	16,2	1,3	9,3	0,4
Свеж парадајз	122,7	1,0	69,0	0,3
Свежа паприка	36,5	0,2	0,0	0,0
Шаргарепа	54,0	0,1	54,3	0,1
Црни лук	42,8	0,1	42,3	0,1
Јабукe	12,3	0,1	13,1	0,0
Свеж краставац	27,1	0,1	-7,6	0,0
Карфиол	-41,9	-0,1	-41,9	-0,1
Купус	-20,9	-0,1	-20,8	-0,1

Поређење метода сталних и импутираних цена

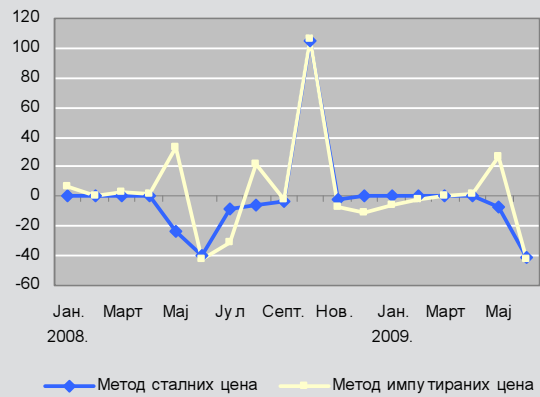
Кретање цене парадајза

(месечне стопе раста, у %)



Кретање цене краставаца

(месечне стопе раста, у %)



Парадајз, као сезонски производ, поскупео је у мају за 69% у оквиру цена на мало, док је његов раст у оквиру потрошачких цена био знатно виши и износио је 122,7%. Допринос овог производа укупном расту потрошачких цена од чак 1,0 п.п. последица је шире основе (услед импутирања цене) на коју је примењен мајски раст цена овог производа. Још бољи пример је раст цена паприке остварен у истом месецу. Паприка се као сезонски производ сваке године у обрачун цена укључује у јуну (ради упоредивости података). Сходно томе, у табели се може видети да код индекса цена на мало у мају није било промене цене овог производа, док је код потрошачких цена исказан раст цена овог производа од 36,5% (допринос 0,2 п.п.), што је последица месечног импутирања цене.

Сезонски условљен раст цена пољопривредних производа на почетку и на крају сезоне обично буде анулиран њиховим падом средином сезоне, када ових производа има у значајним количинама на тржишту. Међутим, у појединим годинама се дешава да након појаве производа с високом ценом, због суше или обилних падавина, брзо нестане с тржишта, што за последицу има изостанак пада његове цене и, као крајњи резултат, осетнији раст цена пољопривредних производа, а тиме и укупне инфлације. Из тог разлога, процена кретања цена сезонских пољопривредних производа може бити непоуздана.

Ниво цена у Србији у односу на просек ЕУ 27

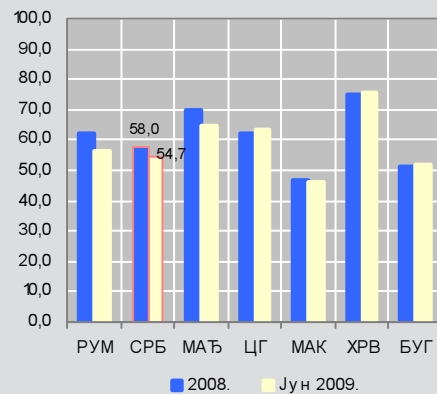
Неколико година уназад „Еуростат“ објављује анализу кретања нивоа цена европских земаља у односу на просек ЕУ 27. У јулу ове године објављена је анализа основне групе робе и услуга у оквиру индекса потрошачких цена за 2008. годину. Према тој анализи, ниво цена у Србији представља 58% просека ЕУ 27. Посматрано по основним групама, Србија има изнадпросечан ниво цена обуће и одеће, док су цене услуга, горива и електричне енергије, као и алкохола и дувана, знатно ниже у односу на европски просек.

Анализу смо проширили и на првих шест месеци 2009. године тако што смо просечан ниво цена по земљама кориговали за остварену инфлацију и промену девизног курса локалне валуте у односу на евро. Депресијација локалне валуте у односу на евро ће земљу учинити јефтинијом у односу на земље зоне евра. Тако је Србија, према добијеним резултатима, у првих шест месеци ове године и поред оствареног раста цена, због истовременог слабења динара, још више испод просека ЕУ (54,7%). Повећање степена конвергенције од 1,2% евидентирано је само код групе алкохолних пића и цигарета, на шта је утицала промењена акцизна политика. Смањење степена конвергенције забележено је код цена транспортних и комуникационих услуга, као и цена хране и угоститељских услуга.

Када су у питању остале земље, у 2008. години су, на пример, Македонија и Бугарска имале цене на знатно нижем нивоу од европског просека (47% и 51% респективно), док су Данска, Норвешка и Швајцарска биле најскупле (141%, 139% и 130% респективно).

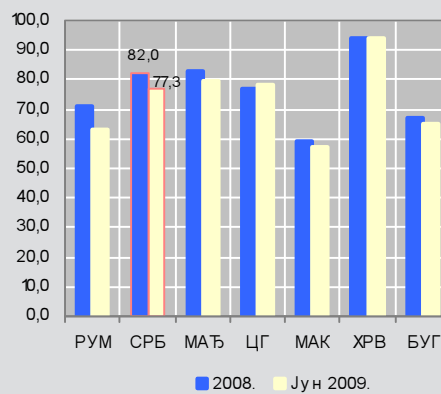
Графикон 1. Ниво укупних цена у односу на просек ЕУ 27

(индекси)



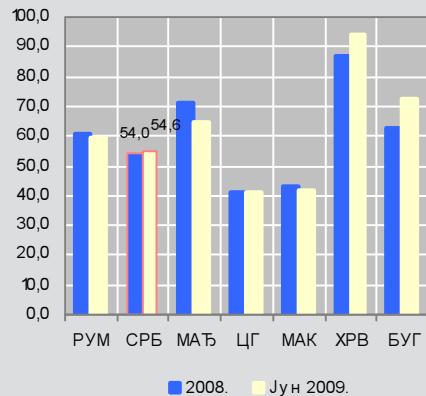
Графикон 2. Ниво цена хране и безалкохол. пића у односу на просек ЕУ 27

(индекси)



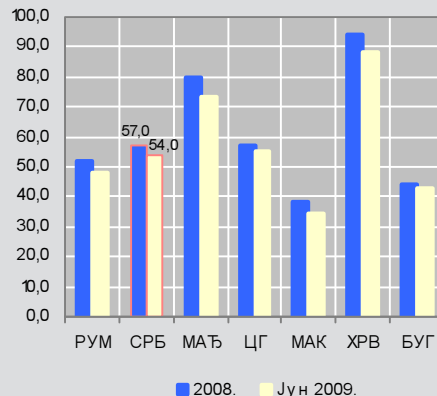
Графикон 3. Ниво цена алкохолних пића и цигарета у односу на просек ЕУ 27

(индекси)



Графикон 4. Ниво цена транспортних услуга у односу на просек ЕУ 27

(индекси)



III. Детерминанте инфлације

1. Монетарни услови

И поред тога што је референтна каматна стопа смањена за 350 базних поена, у току другог тромесечја степен експанзивности монетарне политике је ублажен. То је последица нижег степена реалне депресијације динара у поређењу с претходним тромесечјем.

Монетарну политику је у току другог тромесечја карактерисао нижи степен експанзивности у поређењу с претходним. На то указује кретање индекса монетарне рестриктивности/експанзивности.¹

Прва компонента овог индекса – јаз реалног девизног курса – и даље делује инфлаторно, али у мањој мери у

поређењу с првим тромесечјем. Насупрот почетку године са изразитом номиналном депресијацијом динара, у другом тромесечју је кретање динара било релативно стабилно. У јуну је чак остварена блага номинална апресијација динара, што се одразило и на смањење депресијацијског јаз реалног девизног курса. У току трећег тромесечја овај јаз ће највероватније бити затворен, имајући у виду очекивани нижи раст цена, као и стабилност динара.

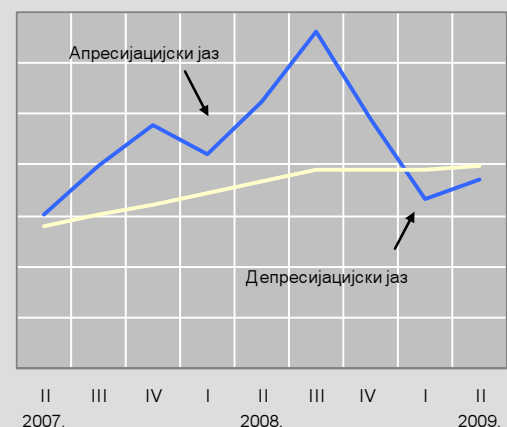
Друга компонента индекса, реална каматна стопа, кретала се испод неутралног нивоа, чему је у највећој мери допринело одређење Монетарног одбора Народне банке Србије да настави с даљим

Графикон III.0.1. Индекс монетарних услова



Степен експанзивности монетарне политике у току другог тромесечја је смањен.

Графикон III.0.2. Реални девизни курс и његов тренд



Депресијацијски јаз реалног девизног курса деловао је у мањој мери инфлаторно него у претходном тромесечју.

¹ Индекс реалних монетарних услова.

Графикон III.0.3. Реална каматна стопа и њен тренд



Реална каматна стопа се креће испод тренда.

ублажавањем монетарне политике. Процењујући да ће се инфлација у току ове године готово сигурно наћи у границама циљаног распона и да у средњем року преовлађују дезинфлаторни ефекти, Монетарни одбор је у неколико наврата референтну каматну стопу снижавао – укупно за 350 базних поена.

Пад премије ризика земље и даље снижење страних каматних стопа утицали су на смањење тренда реалне каматне стопе. Инфлациона очекивања су, међутим, и даље на релативно високом нивоу, што је, поред снижавања референтне каматне стопе, утицало на то да се реална каматна стопа нађе испод неутралног нивоа за око 160 базних поена.

Према резултатима августовске анкете агенције Ројтерс, банке у наредним месецима очекују постепено ублажавање монетарне политике (с медијалним нивоом референтне каматне стопе од 11% на крају године). На основу текуће пројекције Народне банке, вероватније је да ће референтна каматна стопа у наредном периоду бити снижена него да се неће мењати или да ће бити коригована навише.

Каматне стопе

Снижавање референтне каматне стопе утицало је на пад свих каматних стопа на тржишту новца. Веће смањење активних каматних стопа у односу на пасивне svelo је на мању меру каматну маржу банака.

Снижавање референтне каматне стопе у другом тромесечју у три наврата, са 16,5% на 13% (и додатно смањење у јулу на 12% годишње), утицало је на пад свих осталих каматних стопа на тржишту новца.

С обзиром на то да мартовско изједначавање каматне стопе на трезорске записе с референтном каматном стопом Народне банке Србије није резултирало задовољавајућом реализацијом записа, почетак априла је обележило њено повећање упркос смањењу референтне каматне стопе. Ипак, већ током

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



И поред реалног смањења референтне каматне стопе, висок ниво ликвидности банака условио је пораст стања репо хартија од вредности НБС.

априла започето је снижавање каматне стопе на трезорске записе, које је настављено у наредном периоду, тако да се она почетком августа приближила референтној каматној стопи. Будући да се током другог тромесечја каматна стопа на трезорске записе кретала изнад референтне каматне стопе, не чуди мотивисаност банака да своје пласмане у трезорске записе повећају више него у репо хартије од вредности Народне банке Србије (52,4 наспрам 20,7 милијарди динара, респективно).

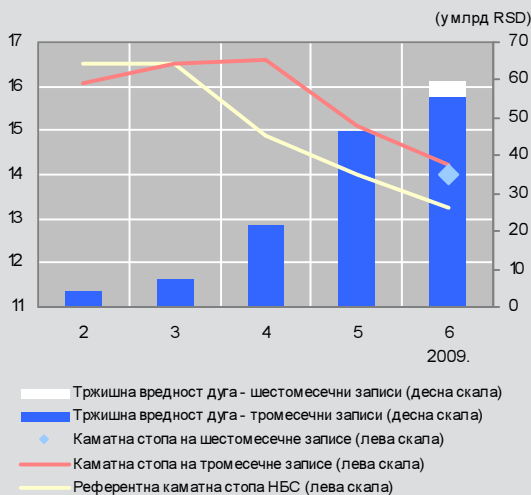
Због повећаних потреба државе за финансијским средствима, Трезор Републике Србије је из месеца у месец организовао све већи број аукција трезорских записа, повећавајући при том вредност емисија и рок доспећа (шест месеци), те су у складу с тим повећавани и укупни пласмани банака у ове инструменте тржишта новца. Будући да су банке опредељене да и даље своја ликвидна средства у

знатно већој мери инвестирају у релативно сигурне државне хартије од вредности него у кредите неликвидном реалном сектору, слична кретања се могу очекивати и у наредном периоду.

Смањење референтне каматне стопе утицало је на пад каматне стопе BEONIA. Међутим, висок ниво ликвидности банкарског сектора, о коме сведочи пад промета преконоћним кредитима, допринео је да тај пад буде још израженији, те је BEONIA у јуну, по први пут од децембра прошле године, у просеку забележила нижи ниво од референтне каматне стопе (13,21% у односу на 13,28% годишње, респективно). Слично кретање каматне стопе BEONIA је настављено и у јулу.

Каматна стопа BELIBOR смањена је за све рокове доспећа, при чему је мањи пад одговарао већој рочности. Таква кретања условила су повећање

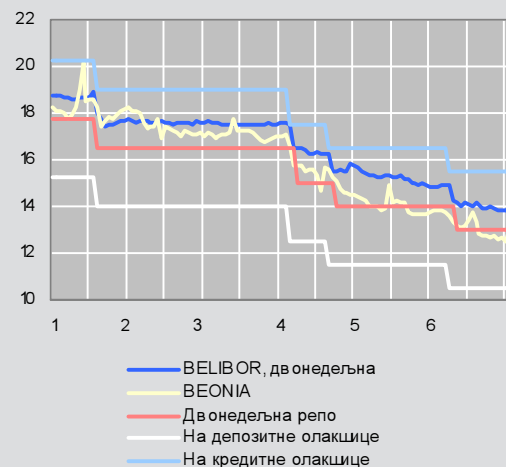
Графикон III.1.2. Каматне стопе и стање портфеља трезорских записа РС (пондерисани просек, на год. нивоу, у %)



Извори: НБС и Министарство финансија РС.

Више каматне стопе на трезорске записе од референтне каматне стопе, као и висок ниво ликвидности банака, омогућили су раст портфеља трезорских записа.

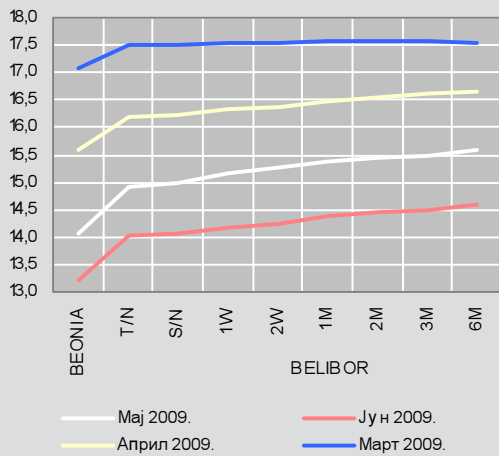
Графикон III.1.3. Кретање каматних стопа у 2009.



Извори: Народна банка Србије и Reuters.

У другом тромесечју каматне стопе BEONIA и BELIBOR краћих рочности су смањене у већој мери од референтне каматне стопе НБС због високе ликвидности банака.

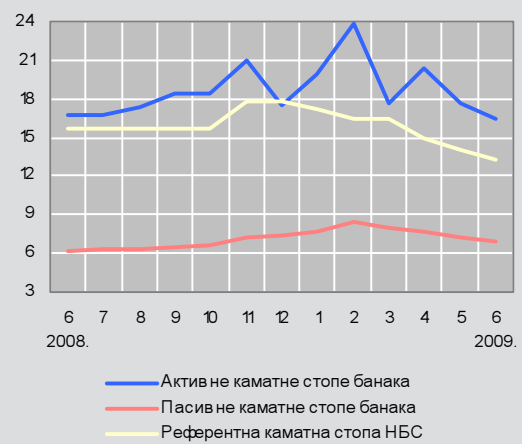
Графикон III.1.4. **Крива приноса на међубанкарском тржишту новца** (месечни просеци, на годишњем нивоу у %)



Извори: Народна банка Србије и Reuters .

Крива приноса на BELIBOR је смањила ниво, али повећала нагиб. Због високе ликвидности банака, BEONIA је забележила знатан пад.

Графикон III.1.5. **Референтна каматна стопа НБС и каматне стопе пословних банака** (пондерисани просек, на год. нивоу, у %)



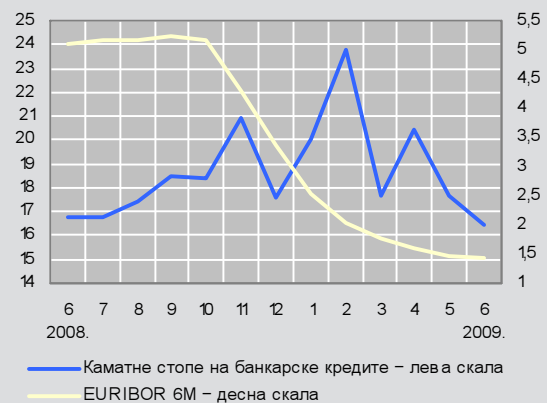
Паду активних и пасивних каматних стопа банака у другом тромесечју допринели су пад каматне стопе EURIBOR и премије ризика земље, као и смањење референтне каматне стопе и мере Владе РС.

нагиба криве приноса на ову каматну стопу. У другом тромесечју, највећи ниво каматне стопе BELIBOR забележен је за рочност од шест месеци (15,57%), а најмањи (15,02%) за рочност TN (*Tomorrow Next*).

Смањење каматних стопа на тржишту новца допринело је смањењу каматне стопе на кредите банака за 1,19 п.п. (на ниво од 16,46%). У истом правцу деловали су и пад каматне стопе EURIBOR, смањење ризика земље и примена мера Владе РС за превазилажење економске кризе (којима су субвенционисане каматне стопе на кредите домаћим предузећима и становништву).

Просечна пондерисана пасивна каматна стопа банака смањена је у релативно мањој мери у односу на активну (за 1,15 п.п., на ниво од 6,9%), па је каматна маржа банака смањена на 9,5 п.п.

Графикон III.1.6. **Кретање каматне стопе EURIBOR 6M и каматне стопе на кредите банака** (месечни просеци, на год. нивоу, у %)



Паду каматне стопе на банкарске кредите допринело је смањење каматне стопе EURIBOR 6M.

Београдска берза

Након што су крајем првог тромесечја индекси Београдске берзе забележили историјске минимуме, и поред раста цена и промета у другом тромесечју, још је рано тврдити да је негативни тренд на тржишту преокренут. Слично кретањима на тржишту акција, на тржишту облигација старе девизне штедње порасли су и принос и промет.

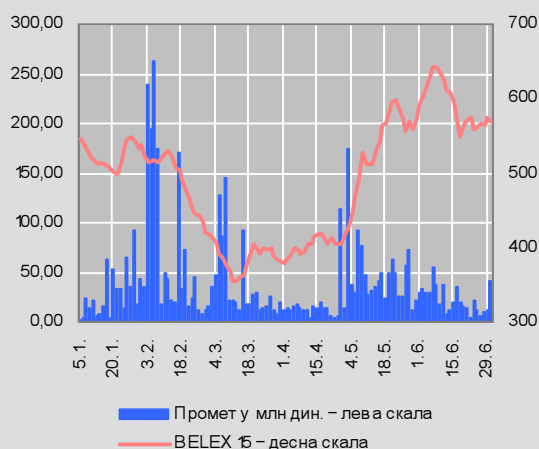
На Београдској берзи је у другом тромесечју остварен изванредан опоравак цена и промета акцијама и облигацијама. Вредности индекса најликвиднијих акција на Београдској берзи BELEX15 и BELEXline повећани су за око 50% и 39% респективно, што је, изузимајући индексе црногорских берзи, најбољи резултат у региону. Упркос динамичном расту индекса Београдске берзе у другом тромесечју, фундаментални показатељи су крајем јула и даље указивали на релативно ниске цене акција домаћих компанија у поређењу с компанијама у окружењу.²

Промет акцијама је повећан на око 5,2 милијарде динара (за 22,1%) под утицајем веће вредности блок трговања (тј. једне блок трансакције NLB банке у износу од 1,35 милијарди динара извршене почетком априла). У складу с повећањем берзанских индекса, укупна капитализација тржишта акција је повећана за 8,6%, достижући 749 милијарди динара, односно око осам милијарди евра.

И поред евидентираног пораста цена и промета акцијама, још је рано тврдити да је негативни тренд на тржишту преокренут с обзиром на то да је нестабилност цена и даље висока, а ликвидност на релативно ниском нивоу.

Просечан пондерисани принос на облигације старе девизне штедње је износио 5,82%, што је у односу на прво тромесечје било ниже за 0,51 п.п. Посматрано по серијама облигација, највећи просечан принос је остварила серија А2009 (6,20%), као што је то уобичајено за серије које најскорије доспевају на наплату. Најнижи принос забележила је серија А2010 (5,63%). Слично тржишту акција, обим трговања облигацијама је повећан за 10,5% и износио је 1,65 милијарди динара.

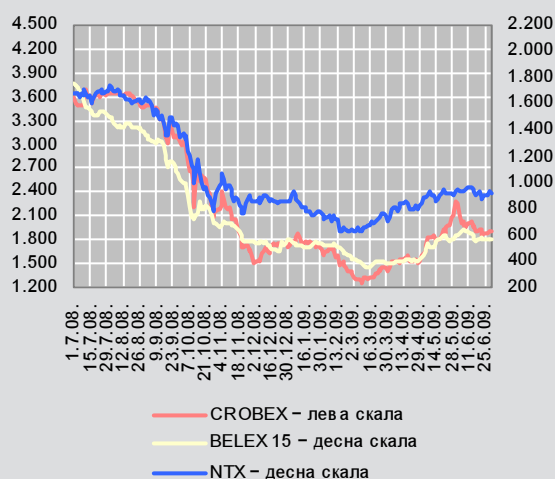
Графикон III.1.7. Индекс BELEX 15 у 2009.



Изв ор: Београдска берза.

Пораст индекса BELEX 15 у другом тромесечју се још не може окарактерисати као знак позитивног тренда.

Графикон III.1.8. Индекси BELEX 15, CROBEX и NTX (у индексним поенима)



Изв ори: Београдска берза, Загребачка берза и Bloomberg.

Слично као на Београдској берзи, индекси регионалних берзи у другом тромесечју бележе опоравак.

² Однос цене и књиговодствене вредности (P/B) предузећа која улазе у корпу Belex15 износи 0,55, што је најнижа вредност ако се изузме исти показатељ индекса BET Букурешке берзе (0,3). Инвеститори у акције компанија из корпе Belex15 плаћају 8,54 динара по јединици профита, од чега се у окружењу мање плаћа једино на Букурешкој (BET) и Софијској берзи (SOFIX) – 2,04 леја и 6,86 лева, респективно.

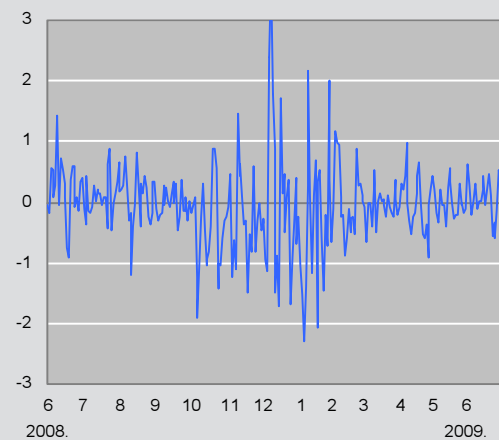
Девизни курс

На стабилизацију кретања динара према евр у другом тромесечју, па и извесно јачање током јуна, утицало је побољшање девизне ликвидности банака. Међутим, међубанкарско девизно тржиште и даље карактерише низак обим промета. У овом периоду Народна банка није интервенисала на том тржишту.

Кретање курса динара према евр у другом тромесечју било је релативно стабилно – динар се кретао у распону од 92,6 до 95,4 динар/евро. Крајем јуна динар је, у односу на крај марта, забележио јачање према евр од 1,4%.

До стабилизације вредности динара према евр (и одређеног јачања током јуна) дошло је због смањења притисака на девизну ликвидност банака. Након смањења својих инообавеза у априлу, банке су у мају и јуну поново почеле да повећавају своје обавезе према иностранству. Девизна штедња грађана, након пада у марту, од априла поново бележи раст и у јуну се повећала за рекордна 123 милиона евра, што је највећи забележен месечни пораст од јула 2008. године. У посматраном тромесечју банке су оствариле и знатан откуп девиза од мењача (у просеку месечно око 250 милиона евра). С друге стране, забележено је

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

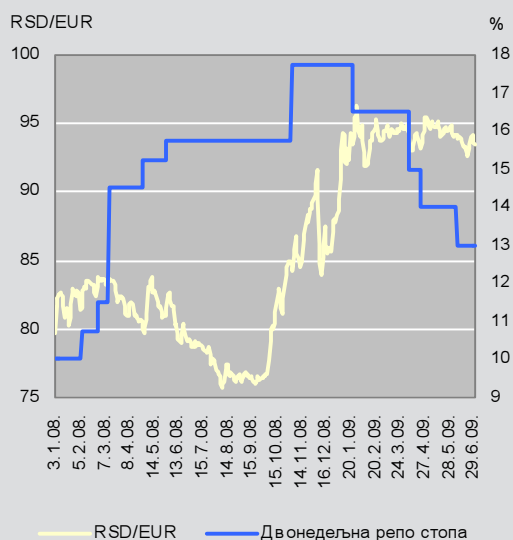


¹⁾ Негативне стопе у казују на депресијацију, а позитивне на апресијацију динара.

Током другог тромесечја нису забележене веће дневне осцилације курса динара.

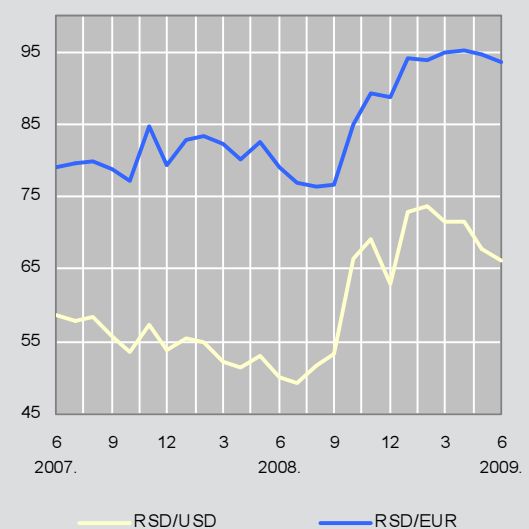
смањење тражње клијената банака за девизама, због редукованих економских токова са иностранством. Таква кретања имала су за резултат стабилизацију курса динара упркос смањењу референтне каматне стопе.

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



Упркос смањењу референтне каматне стопе, у другом тромесечју није дошло до пада вредности динара.

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



У другом тромесечју курс динара је престао да слаби.

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

	I тромесечје	II тромесечје	Укупно 2009.
			(у еврима)
МДТ	2.095.304.299	1.965.306.155	4.060.610.454
Банке – НБС	556.400.000	0	556.400.000
Банка – банка	1.538.904.299	1.965.306.155	3.504.210.454
			(у % укупног промета)
МДТ	100,00	100,00	100,00
Банке – НБС	26,55	0,00	13,70
Банка – банка	73,45	100,00	86,30

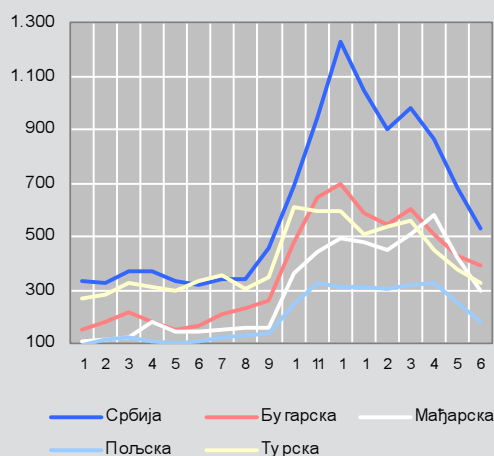
У другом тромесечју Народна банка није учествовала у трговини на МДТ-у.

Као последица јачања вредности динара према еври и евра према долару, динар је у другом тромесечју ојачао према долару за 8,1%.

Уз јачање номиналног ефективног курса динара (посматрано крајем периода) и, с друге стране, бржи раст домаћих цена од иностраних, у другом тромесечју је остварена реална ефективна апresiasiја динара од 4,9% (према еври 3,8% и према долару 9,8%).

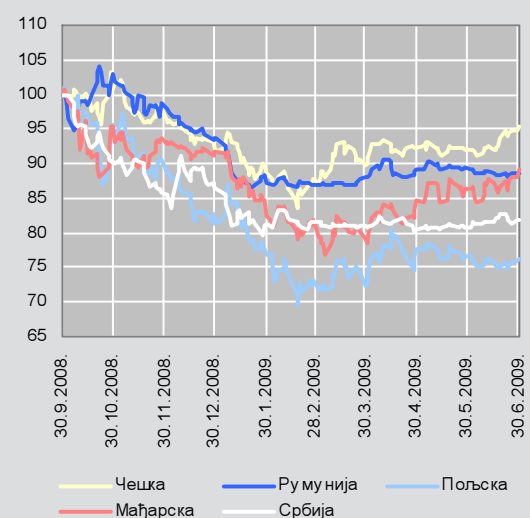
Промет на Међубанкарском девизном тржишту (МДТ), иако нешто већи у односу на прво тромесечје,

остао је на врло ниском нивоу. Просечан дневни промет на тржишту је износио око 32 милиона евра. С обзиром на ниске дневне осцилације курса динара у односу на евр, Народна банка се није укључивала у трговину на МДТ-у. У оквиру мера подршке финансијској стабилности земље, а ради побољшања динарске и девизне ликвидности банака, Народна банка од 18. маја организује два пута недељно девизне своп аукције. Међутим, с обзиром на задовољавајуће стање девизне ликвидности банака, банке за њих нису показале веће интересовање, тако да до сада остварена нето куповина девиза износи свега један

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

Извор: JP Morgan.

И поред знатног смањења, премија ризика Србије је, у поређењу с посматраним земљама, и даље највећа.

Графикон III.1.13. Кретање курса
одређених националних валута према
евру

Валуте свих посматраних земаља су забележиле стабилизацију или јачање у другом тромесечју.

милион евра. У оквиру истог пакета мера (донетог ради побољшања динарске ликвидности банкарског сектора) банкама је омогућено да сада, уместо прописаних 40%, у динарима издвајају 35% обрачунате девизне обавезне резерве. Од средине јула додатно је снижен проценат девизне обавезне резерве банака која се издваја у динарима (са 35% на 30%), тако да је динарска ликвидност банака побољшана (за око 13,0 милијарди динара).

Вредност премије ризика, мерене ЕМВИ (*Emerging Markets Bond Index*), наставила је да се снижава и током другог тромесечја. Од почетка априла до краја јуна тај показатељ је опао с преко 900 на око 500 индексних поена. Тренутно се креће на нивоу од око 470 базних поена. Главни фактори пада вредности ЕМВИ били су потписивање аранжмана с ММФ-ом и постизање споразума с банкама о задржавању степена изложености према Србији («Бечка иницијатива»). Иако је пад ЕМВИ забележен и у другим земљама у транзицији, пад је најизраженији у случају Србије,

тако да се премија ризика Србије приближила премији ризика тих земаља.

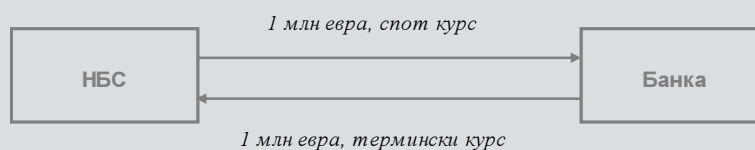
Јунска анкета агенције Стратецик маркетинг показује да је очекивани степен депресијације динара у наредних годину дана код свих испитиваних сектора нижи у односу на истраживање с краја претходног тромесечја: финансијски сектор очекује депресијацију од 6,3% (у претходној анкети очекивао 7,0%), а привреда 9,4% (у претходној анкети – 11,6%). Према јунској анкети агенције Ројтерс, до краја ове године динар би могао да депресира 2,9% (ниво од око 96,5 динар/евро).

Према јулској анкети агенције Стратецик маркетинг, очекивани ниво курса за наредних годину дана је, у односу на јунско истраживање, на нижем нивоу у свим секторима (изузев синдиката), док су очекивања финансијског сектора у погледу нивоа курса крајем године (анкета агенције Ројтерс) непромењена у односу на јунско истраживање.

Девизни свопови – додатна мера подршке финансијској стабилности Србије

Девизни свопови (*FX swaps*, енгл. трампа) спадају у ред финансијских деривата који се развијају од почетка осамдесетих година прошлог века. Неке централне банке су их третирали као монетарни инструмент (нпр. централна банка Аустралије њима допуњава своје операције на отвореном тржишту, Европска централна банка их је уврстила у инструменте „финог подешавања“, некада су били главни инструмент за регулисање ликвидности централне банке Швајцарске, итд.), док се у праксу других централних банака (нпр. Мађарске и Пољске) уводе тек у скорије време, због потребе да се на актуелну финансијску кризу одговори новим методама обезбеђења ликвидности. Од 18. маја, као додатну меру подршке финансијској стабилности земље, и Народна банка Србије уводи своп куповине/продаје девиза банкама.

Девизни свопови представљају трансакције у којима се – по договореном курсу – купује једна валута и, истовремено, договара њена продаја после одређеног времена, истој страни и по другом договореном курсу (или обрнуто). Дакле, можемо их тумачити као позајмљивање у једној валути уз истовремено полагање депозита у другој, где потраживања изражена у једној валути служе као колатерал за обавезу деноминирани у другој. Сврха трансакције је да се ликвидност у једној валути замени за ликвидност у другој. Технички гледано, реч је о комбинацији спот и терминске трансакције обрнутих смерова.¹ Први договорени курс је спот курс (на пример, тржишни, званични средњи курс, или произвољно), а други је термински курс који се добија додавањем тзв. своп поена на спот курс.



Девизни свопови котирају се у своп поенима, који се израчунавају на следећи начин:

$$\text{Своп поени} = \text{спот курс} \times \left[\frac{1 + \left(\frac{\text{KRSD}}{100} \times \frac{\text{д}}{360} \right)}{1 + \left(\frac{\text{KEUR}}{100} \times \frac{\text{д}}{360} \right)} - 1 \right] \times 10.000$$

$$\text{Термински курс} = \text{спот курс} + \frac{\text{своп поени}}{10.000},$$

где је:

KRSD – годишња каматна стопа на динар,

KEUR – годишња каматна стопа на евро,

д – рочност трансакције.

Дакле, при израчунавању своп поена у обзир се узимају спот курс, каматне стопе на валуте које се размењују и рочност трансакције. У случају кад је каматна стопа у земљи виша од каматне стопе у иностранству, израчунати

¹ Мада није искључено ни да обе трансакције буду терминске.

поени биће позитивни, и обрнуто. Такође, што је овај каматни диференцијал већи, апсолутна вредност своп поена је виша, тј. разлика између спот и терминског курса биће већа. Из начина на који се добија термински курс можемо закључити да он није сигнал очекиваног кретања курса, већ резултат разлике у каматним стопама.

Аукције куповине/продаје девиза за динаре које спроводи Народна банка Србије организују се два пута недељно с рочношћу трансакција од две недеље. Предвиђено је да се ове аукције могу извршавати по фиксним или варијабилним своп поенима. У првом случају, Народна банка Србије унапред фиксно одређује и саопштава банкама своп поене по којима тргује с њима, а банке у понудама достављају само износ који желе да купе или продају. У случају аукција по варијабилним поенима, банке достављају у понудама и износ и своп поене, који се затим рангирају, код продајних аукција – од нижих ка вишим своп поенима (и обрнуто код куповних). На основу одлуке о граничном (највишем или најнижем) износу своп поена на основу кога се понуде прихватају, врши се селекција понуда банака. У зависности од тога да ли је реч о аукцији по вишеструким или јединственим своп поенима, Народна банка Србије продаје или купује девизе од банака чије су понуде прихваћене по своп поенима које су понудиле или по истим, и то граничним своп поенима свакој банци чија је понуда прихваћена.

Осим на аукцијама, своп куповина/продаја девиза може се обављати и билатерално – између Народне банке Србије и одређене пословне банке, а на основу појединачног захтева пословне банке. По року доспећа могуће је обновити своп трансакцију.

Пошто пружају банкама могућност уравништежавања динарске и девизне ликвидности, девизни свопови могу да утичу на смањење притисака на девизном тржишту, тј. на ублажавање дневних осцилација курса. Поред тога, предност своп трансакција за Народну банку Србије огледа се и у томе што не долази до промене висине девизних резерви и што су трошкови нижи у односу на репо трансакције, с обзиром на камату коју она добија на евре при своп продаји (обрачунато кроз своп поене).

Због задовољавајућег стања девизне ликвидности банака, засад је промет забележен само на прве две аукције, и то у врло скромном обиму. На првој аукцији Народна банка Србије је своп продала милион евра, а на другој је своп купила два милиона евра.

2. Увозне цене

Увозна инфлација је знатно смањена у односу на претходно тромесечје, што је допринело успоравању базне инфлације. С обзиром на текуће кретање девизног курса, увозна инфлација ће бити ниска и у наредном тромесечју. У правцу њеног повећања једино ће утицати раст цена нафте на светском тржишту.

На основу података Републичког завода за статистику, процењује се да је увозна инфлација у другом тромесечју у односу на исти период претходне године нижа за 6,1%.³ При том, пад доларских увозних цена од 24,9% је неутрализован у највећој мери депресијацијом курса динара према долару у истом проценту.

Посматрано по секторима СМТК⁴, највећи раст увозних цена је остварен код готових производа и хране и живих животиња, док су највећи пад имале увозне цене минералних горива и мазива. Иако су цене сирове нафте на светском тржишту у целом

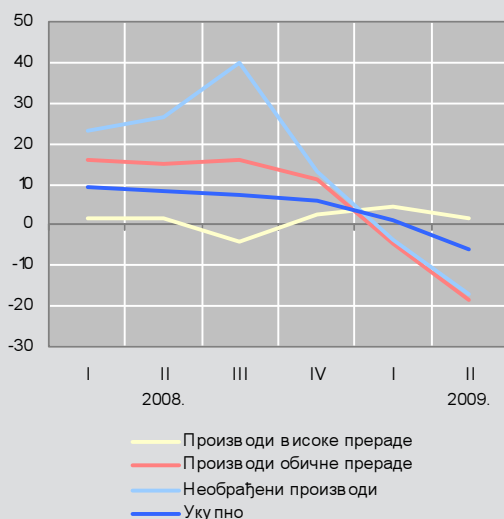
другом тромесечју расле, њихов ниво је и даље знатно нижи у односу на друго тромесечје претходне године.

Према степену прераде, само су увозне цене производа високе прераде оствариле раст, док су производи нижег нивоа прераде забележили пад у односу на друго тромесечје претходне године.

Ако процену увозне инфлације изведемо на основу кретања номиналног ефективног курса динара и увозних цена, уочићемо велико успоравање њеног раста – са 30,5% на годишњем нивоу⁵ у првом на 1% у другом тромесечју. Успоравању раста је највише допринела апресијација номиналног ефективног курса динара (2,7% просечно годишње)⁶ у другом тромесечју у односу на прво. У исто време, цене и Европској унији и САД су оствариле раст од 3,8% просечно годишње⁷.

У наредном периоду очекујемо ниску увозну инфлацију с обзиром на текуће кретање девизног курса. У правцу њеног раста деловаће једино раст цена нафте на светском тржишту.

Графикон III.2.1. Међугодишњи раст увозних цена производа према степену обраде (у процентима)



Једино су увозне цене производа високе прераде оствариле међугодишњи тромесечни раст.

Графикон III.2.2. Базна и увозна инфлација (тримесечне стопе раста на годишњем нивоу)



Извор: НБС и Eurostat .

Увозна инфлација је знатно успорила раст у односу на претходно тромесечје.

³ Процена увозне инфлације је изведена на основу индекса просечних увозних цена по текућем курсу долара. Индекс јединичне вредности је коригован променом курса у периоду посматрања.

⁴ Стандардна међународна трговинска класификација.

⁵ Однос просека два узастопна тромесечја подигнут на годишњи ниво.

⁶ Евро 80%, долар 20%.

⁷ При обрачуну инфлације у свету користи се пондерисани просек инфлације у ЕУ и САД (пондери 80:20).

Цене нафте и примарних производа

Тренд кретања цене нафте је у другом тромесечју промењен. Цена нафте типа „урал“ је крајем јуна достигла 71 долар за барел, што је највиши ниво у последњих седам месеци. Нагли раст цене нафте у том периоду, који је довео до високог раста цена нафтних деривата, резултат је деловања неколико фактора.

Међу њима на првом месту издвајамо почетне знаке слабљења економске кризе у свету и приближавања крају рецесије. За инвеститоре, то представља наговештај скорог опоравка светске привреде и, самим тим, пораста тражње за нафтом. Расту цене нафте допринело је и знатно смањење производње земаља ОПЕКС-а, за 3,4 милиона барела дневно (што је 80% договореног смањења), као и неочекивано смањење залиха нафте у САД и слабљење долара. У страху од раста инфлације у САД (већином неоправданог) инвеститори су потражили алтернативне могућности улагања и куповали нафтне фјучерсе. Раст цене нафте у другом тромесечју подгревале су и шпекулативне прогнозе, као нпр. она *Royal Dutch Shell*-а да ће цена нафте нагло скочити ако не буде нових инвестиција или прогноза *Goldman Sachs*-а о скоку цене на 85 долара у другој половини 2009. године.

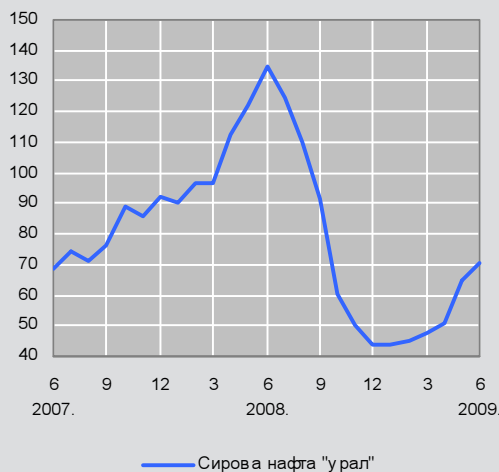
Крајем другог тромесечја цена нафте је забележила благ пад. И поред тога што је евидентно да је раст цене у том периоду делимично имао шпекулативни карактер, цена је крајем јуна остала на нивоу од нешто испод 70 долара.

Наша прогноза из последњег Извештаја о инфлацији о цени нафте од 48 долара на крају другог тромесечја није се остварила. Ипак, сматрамо да се цена од 70 долара не може одржати и да ће се она кретати наниже и крајем трећег тромесечја налазити у распону од 60 до 65 долара за барел. Известан раст цене нафте може се поново очекивати у четвртном тромесечју, када би требало да се заврши циклус пада светске привреде и отпочне благ раст тражње за нафтом.

Што се тиче осталих важних сировина, знатан раст су оствариле цене обојених метала. Тако је цена бакра порасла за скоро 30% у односу на прво тромесечје и достигла ниво од 5.115 долара по тони крајем јуна. Томе је највише допринео брз опоравак привреде Кине, великог увозника бакра. Тако је уместо очекиваног смањења дошло до повећања тражње за овим обојеним металом, нашим иначе важнијим извозним производом.

Цена злата, као „сигурносног уточишта“, незнатно је порасла у односу на крај првог тромесечја и крајем јуна је износила 945 долара за тројунцу. И поред извесних наговештаја опоравка светске привреде, тражња за златом се не смањује. Подсетимо да је крајем 2008. године његова цена варијала између 830 и 850 долара за тројунцу.

Графикон III.2.3. Кретање цена нафте (у САД доларима)



Извор: Bloomberg.

Дошло је до промене тренда и наглог скока цене нафте у другом тромесечју.

3. Платни биланс

Изузетно велик пад економске активности како у земљи, тако и у земљама нашим највећим спољнотрговинским партнерима за последицу је имао знатну редукацију економских токова са иностранством. Рекордно низак дефицит текућег рачуна у другом тромесечју и знатан суфицит финансијског рачуна (повлачење прве транше кредита ММФ-а) резултирали су позитивним салдом платног биланса и порастом девизних резерви. То је у великој мери допринело стабилизацији кретања на девизном тржишту.

Биланс текућих трансакција

У другом тромесечју забележен је рекордно низак дефицит текућег рачуна (161,6 милиона евра) – нижи чак за 91% у односу на исти период претходне године. Таква кретања резултат су готово упола мањег спољнотрговинског дефицита (1.065,9 милиона евра), као и релативно високог суфицита на позицији текућих трансфера (978 милиона евра).

Последице економске кризе највидљивије су у смањењу вредности робне размене са иностранством – вредност увоза и извоза у другом тромесечју у еврима нижа је за 34,2% и 22,1% међугодишње, респективно. Као резултат тога, дефицит робне размене је смањен за чак 46,2%. Знатно нижи ниво робне размене, нарочито изражен код увоза, утицао је на пораст степена покривености увоза извозом робе, који је у другом тромесечју достигао 59% (десет п.п. више него у истом периоду 2008. године).

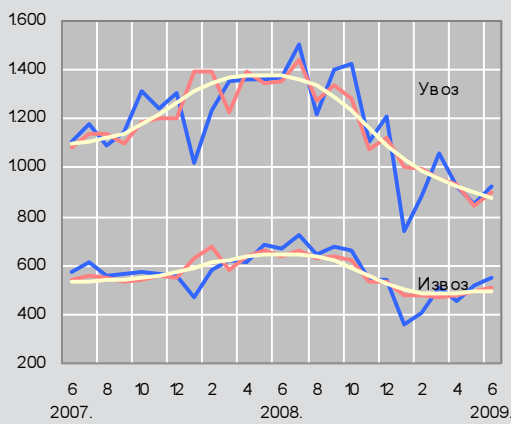
У структури извоза, највећи пад у односу на исти период претходне године регистрован је код извоза репроматеријала (31,6%), затим опреме (4,5%) и производа широке потрошње (4,1%). Уже посматрано, знатан пад је регистрован код извоза основних метала

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

	I 2008.	I 2009.	II 2008.	II 2009.
Текући рачун	-17,6	-12,5	-21,5	-2,2
Биланс робе и услуга	-24,3	-20,6	-24,6	-14,4
Доходак	-1,9	-1,9	-3,7	-1,3
Текући трансфери	8,6	9,9	6,8	13,5
Капитални рачун	0,1	0,0	0,1	0,0
Финансијски рачун (без промене девизних резерви)	19,0	12,4	21,4	3,2
Директне инвестиције – нето	11,4	9,9	7,9	3,5
Портфолио инвестиције – нето	-0,7	-0,1	-0,5	-0,8
Трговински кредити – нето	1,1	1,4	-1,0	0,3
Финансијски кредити – нето	3,0	-11,2	11,1	9,8
Готов новац и депозити – нето	4,8	8,7	0,3	2,6
Остало	-0,2	0,0	-0,2	0,0
Грешке и пропусти – нето	-1,5	0,2	0,0	-1,0
Укупан биланс	0,4	-3,8	-3,7	12,2

У другом тромесечју дефицит текућег рачуна платног биланса смањен је на 2,2% БДП-а.

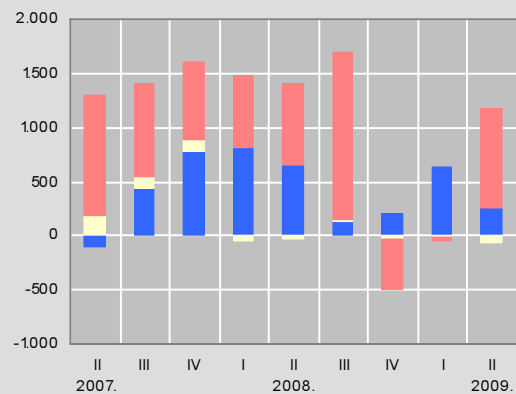
Графикон III.3.1. Извоз и увоз робе (у млн EUR)



— Оригинални подаци — Десезонирани подаци
— Тренд-циклус

Знатно нижи ниво робне размене посебно је изражен код увоза.

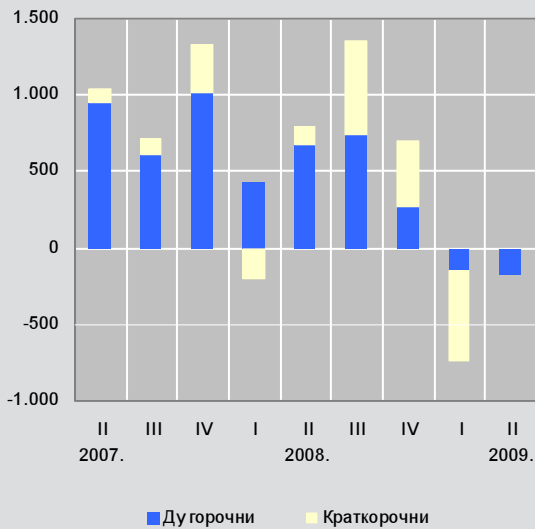
Графикон III.3.2. Структура финансијског биланса (у млн EUR)



■ Директне инвестиције ■ Портфолио инвестиције
■ Остале инвестиције

Висок прилив по основу осталих инвестиција је остварен захваљујући повлачењу прве транше кредита ММФ-а.

Графикон III.3.3. Нето коришћење финансијских кредита банака и предузећа (у млн EUR)



У другом тромесечју је настављено раздуживање банака и предузећа по основу дугорочних кредита, док је нето коришћење краткорочних кредита уравнотежено.

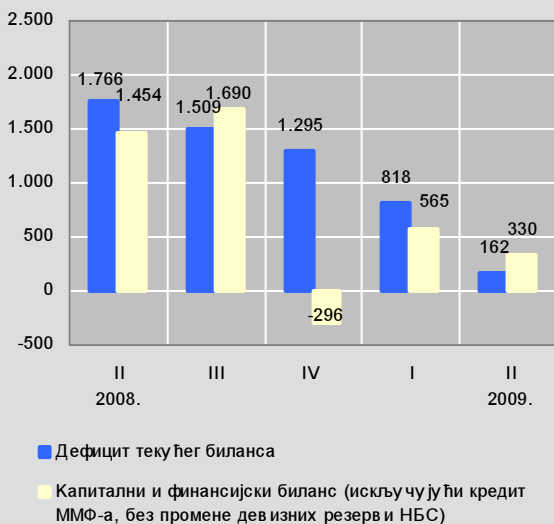
Графикон III.3.5. Покривеност увоза девизним резервама*



*Тромесечни подаци.

Захваљујући повећању девизних резерви, покривеност увоза робе и услуга девизним резервама у другом тромесечју је повећана.

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



Рекордно низак дефицит текућег рачуна у другом тромесечју је забележен услед високог прилива по основу дознака из иностранства и смањења спољнотрговинског дефицита.

(62,3%), прехранбених производа (3,9%), хемијских производа (42,9%), гуме (27,6%), моторних возила и приколица (36,3%). С друге стране, повећан је извоз пољопривредних производа (200%), одеће (68,2%) и канцеларијских и рачунских машина (24,6%).

Највеће смањење вредности увоза регистровано је код увоза опреме (43,4%), репроматеријала (37,3%) и робе широке потрошње (17,2%). Уже посматрано, знатно је смањен увоз нафте и гаса (42%), основних метала (38,5%), хемијских производа (21,3%), машина (43,9%) и моторних возила и приколица (35,6%). Повећан је само увоз пољопривредних производа (8,2%).

Висок суфицит остварен по основу текућих трансфера највећим делом је резултат високог прилива по основу дознака из иностранства (876,7 милиона евра). Значајном побољшању текућег платног биланса допринео је и релативно низак ниво дефицита на позицији дохотка (95,0 милиона евра), који је за чак 70% био нижи у односу на исти период прошле године.

Рекордно низак дефицит текућег рачуна, уз релативно висок пад економске активности, резултирао је драстичним смањењем учешћа у БДП-у – на око 2,2%. И поред тога, кретања у текућем рачуну платног биланса су неповољна јер одражавају знатну редукцију економских токова са иностранством.

Биланс капиталних и финансијских трансакција

Искључујући прву траншу кредита ММФ-а (782 милиона евра), суфицит капиталног и финансијског биланса, без промене девизних резерви, био је свега 330 милиона евра. Чак и с кредитном траншом ММФ-а, суфицит је у односу на исти период прошле године био мањи за 23,7%.

Најзначајнији нето прилив у оквиру финансијског рачуна остварен је по основу финансијских кредита (708,8 милиона евра), као резултат повлачења прве транше кредита ММФ-а у мају. Искључујући кредитну траншу ММФ-а, нето коришћење кредита у другом тромесечју је било негативно (-84 милиона евра). Банке су се у нето износу раздужиле за свега 5,5 милиона евра, док су се предузећа нето раздужила за 167,1 милион евра.

Прилив у оквиру финансијског рачуна остварен је и по основу страних директних инвестиција – у нето износу од 250,7 милиона евра. У структури страних директних инвестиција доминирала су улагања у осигурање и пензионе фондове (39,4 милиона евра), производњу прехранбених производа и пића (33,7 милиона евра), трговину на велико и мало (32,1 милиона евра), послове с некретнинама (20,7 милиона евра), телекомуникације (18 милиона евра), прераду дрвета (10,2 милиона евра) и производњу текстилних производа (6,7 милиона евра).

По основу портфолио инвестиција забележен је нето одлив (57,7 милиона евра), превасходно због исплате обвезница старе девизне штедње нерезидентима, који су их претходних година купили од становништва.

Захваљујући знатном суфициту финансијског рачуна (пре свега по основу повлачења прве транше кредита ММФ-а) и изузетно ниском дефициту текућег рачуна – девизне резерве у другом тромесечју су повећане за 880,5 милиона евра.

Девизне резерве Народне банке Србије су на крају другог тромесечја износиле 8.885 милиона евра. Прилив средстава у девизне резерве остварен је првенствено по основу повлачења прве транше кредита од Међународног монетарног фонда.

Одлив средстава из девизних резерви последица је отплате обавеза по основу старе девизне штедње (допринос од 2,1 п.п.).

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

	2008.			2009.	
	II	III	IV	I	II
Девизне резерве НБС (раст у %)	-4,7	-3,1	-17,6	-6,5	16,6
Девизно тржиште	0,7	1,5	-5,2	-6,5	1,3
Мењачки послови	1,4	0,9	1,6	0,5	0,6
Нето продаја девиза НБС на МДТ-у	-1,2	0,0	-7,4	-7,6	0,0
Привремени платни промет ¹⁾	0,5	0,6	0,6	0,5	0,7
Обавезна резерва на девизне депозите и кредите, као и на нову девизну штедњу ²⁾	-2,5	1,5	-11,4	-0,9	1,9
Инострани кредити држави	0,4	0,0	0,2	0,2	0,2
Донације	0,3	0,2	0,2	0,1	0,2
Стара девизна штедња ³⁾ и Зајам за привредни препород	-1,7	-0,4	-0,1	-0,1	-2,2
Остало ⁴⁾	-1,8	-5,9	-1,3	0,6	15,3

¹⁾ Платни промет с Црном Гором (до 26. јуна) и Косовом и Метохијом.

²⁾ Штедња од 2003. године.

³⁾ Штедња до 2003. године.

⁴⁾ Приходи од приватизације, кредити ММФ-а итд.

Највећи утицај на раст девизних резерви имало је повлачење прве транше кредита од Међународног монетарног фонда.

4. Монетарна кретања

Кредитна активност банака је, и поред повећања њихове динарске ликвидности, у току другог тромесечја додатно успорена. Нарочито је успорена активност на сегменту кредитног тржишта које није субвенционисано, а раздуживање предузећа према иностранству је настављено.

Монетарни агрегати

Монетарна кретања у другом тромесечју су карактерисали умерен раст новчане масе и наставак смањења примарног новца. Примарни новац на крају јуна је износио 242,5 милијарди динара, што је у односу на крај марта мање за 6,8%.

Повлачење примарног новца је извршено највећим делом девизним каналом – повећањем дела девизне обавезне резерве који се издваја у девизама у односу на динарски део (са 60:40 на 65:35).⁸ Одлуку о промени структуре издвајања обавезне резерве Народна банка Србије је донела у мају, у оквиру посебних мера подршке финансијској стабилности земље ради ослобађања додатне динарске ликвидности и подстицања кредитне активности банкарског сектора.

Такође, део примарног новца је повучен динарским каналом, улагањем у хартије од вредности кроз репо трансакције. У односу на претходно тромесечје, пласмани банака у репо хартије од вредности порасли су за 21 милијарду динара. И поред sukcesивног смањења референтне стопе, пласмани банака у репо хартије од вредности су расли (референтна стопа је у другом тромесечју смањивана три пута, за укупно 350 б.п.). Свако смањење стопе било је праћено мањим смањењем стања репо хартија од вредности, које се потом брзо поправљало, тако да је крајем јуна стање тих хартија од вредности износило 119,1 милијарду динара.

Држава је у другом тромесечју, за разлику од претходног, трошила своје депозите код Народне банке Србије, што је доприносило расту примарног новца. Ти депозити су смањени за око десет милијарди динара, с тим што су трошени углавном

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

	2008.			2009.		Учешће у М3 (јун)
	II	III	IV	I	II	
М3	-0,7	4,0	0,8	2,3	4,6	100,0
Девизни депозити	-0,8	4,1	-1,3	6,7	3,7	62,2
М2	-0,5	3,9	4,0	-4,4	6,1	37,8
Орочени дин. депозити	-0,1	12,6	-2,4	8,8	6,0	16,8
М1	-0,8	-1,6	8,6	-12,8	6,2	21,0
Депозити по виђењу	-0,6	-3,6	0,4	-12,5	7,7	13,4
Готов новац у оптицају	-1,2	3,0	25,9	-13,3	3,6	7,6

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



Примарни новац је наставио да бележи негативне стопе раста, док су монетарни агрегати реално повећани у односу на претходно тромесечје.

динарски депозити. Повлачење тих средстава доводи се у везу у највећој мери с припремама државе за исплату нове серије обвезница старе девизне штедње која је доспевала у јуну.

⁸ У јулу је извршено додатно повећање девизног дела издвојене обавезне девизне резерве на 70:30.

У структури примарног новца највећа промена је забележена код обрачунате обавезне резерве, док учешће осталих категорија готово да се и није мењало.

Ликвидност банкарског сектора је била задовољавајућа, тако да банке нису у већој мери користиле кредите за ликвидност предвиђене у оквиру мера подршке финансијској стабилности земље.

Динарски новчани агрегати М1 и М2 су, након пада у првом тромесечју, у другом забележили раст захваљујући повећању динарских депозита привреде и грађана. Повећање динарских депозита привреде може се делимично објаснити и враћањем једног дела заосталих обавеза државе према привреди.

Укупна ликвидна средства М3 кретала су се истом динамиком као и динарски агрегати. Захваљујући чињеници да је превладан страх да ће доћи до краха банкарског система, већи део раније повучених депозита је враћен. Нова девизна штедња је константно расла у другом тромесечју и њено повећање од почетка године је достигло 345 милиона евра (од тога је само јунско повећање износило 123 милиона евра). Расту девизне штедње допринела је и исплата обвезница старе девизне штедње серије А2009.

Кредитирање државе кроз улагање у записе Трезора у највећој мери је допринело креирању М3.

Пласмани банака

Кредитна активност банака је додатно успорена у другом тромесечју. Кредити привреди су реално порасли за 2,1%, док су кредити становништву реално пали за 0,4% у односу на прво тромесечје. Укупно одобрени кредити су у мају и јуну смањени у номиналном износу, и то и код сектора привреде и код сектора становништва. Иако се део номиналног смањења износа одобрених кредита може приписати и ап्रेसијацији динара, таква кретања су резултат одлуке банака да очувају сопствену солвентност, а да умереније кредитирају приватни сектор.

У структури кредита одобрених становништву, највеће номинално смањење је забележено код готовинских кредита (8,9%), док су највише порасли

Графикон III.4.2. Активне каматне стопе на динарске кредите становништву (у %)



Банке су смањиле каматне стопе на све врсте кредита. Међутим, то се није одразило на пораст кредита становништву.

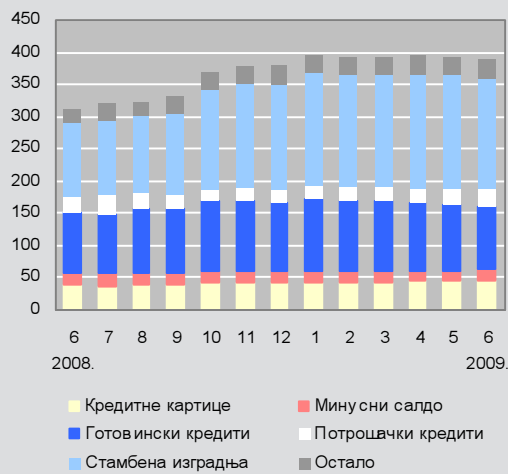
Графикон III.4.3. Реални домаћи кредити и директно задуживање предузећа у иностранству (тримесечне стопе раста, у %)



Кредити привреди и даље бележе реалан тримесечни раст, док се кредитирање становништва смањује. Предузећа су наставила да се раздужују према иностранству.

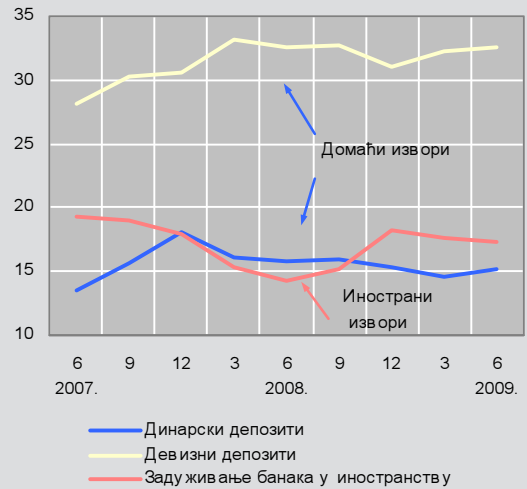
⁹ На готово свим аукцијама записа Трезора постигнут је коефицијент реализације од 100%. У јуну је започета продаја шестомесечних записа, а у августу и записа с роком доспећа од годину дана.

Графикон III.4.4. Структура кредита одобрених становништву (у милијардама динара)



Највећи пад учешћа у структури забележен је код готовинских кредита.

Графикон III.4.5. Извори раста пласмана банака (у % билансне суме банака)



Структура извора финансирања се није битније променила у односу на претходно тромесечје.

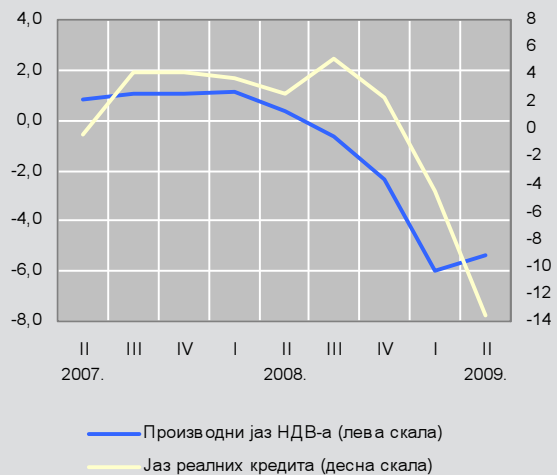
потрошачки кредити (13,3%); потраживања по кредитним картицама порасла су за 1%, а потраживања по основу минусног салда на текућим рачунима нису промењена.

У посматраном периоду извори финансирања кредитне активности су повећани – обавезе банака према иностранству су порасле за 113 милиона евра (75% се односи на пораст дугорочних обавеза), капитал је повећан за 13,7 милијарди динара, депозити предузећа за 24,6 милијарди динара, а депозити становништва за 15,1 милијарду динара. То, међутим, није било праћено адекватним повећањем одобрених кредита.

Упркос смањењу каматних стопа на кредите (у највећој мери услед субвенционисања камате од стране државе), тражња за кредитима није значајније порасла.

Из Програма мера Владе РС за ублажавање негативних ефеката светске економске кризе, од априла до 30. јуна је одобрено укупно 395,5 милиона евра кредита, од чега 359,6 милиона привреди за ликвидност, 0,5 милиона инвестиционих кредита и 35,4 милиона евра осталих кредита (за аутомобиле, тракторе, туристичке и остале потрошачке кредите). Од почетка спровођења тог програма, банке су по овом основу укупно одобриле 523 милиона евра кредита. Те кредите предузећа у највећој мери

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



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

користе за рефинансирање доспелих обавеза. Чини се да је у току другог тромесечја дошло до приметног раздвајања на субвенционисани и несубвенционисани сегмент кредитирања, с нарочито успореном активношћу на несубвенционисаном сегменту.

Удео проблематичних кредита (НПЛ) порастао је са 8,1%, колико је износио на крају првог тромесечја, на 9,8% на крају другог.

Предузећа су наставила да се раздужују према иностранству – у протекла три месеца задужила су се за 568 милиона евра, а вратила кредите у износу од 719 милиона евра, преусмеравајући тражњу на домаће изворе финансирања. Предузећа се код домаћих банака углавном задужују краткорочно, што се може довести у везу са смањеном ликвидношћу сектора привреде, али и с великом предострожношћу банака при одобравању кредита.

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

5. Кретање понуде и тражње

Економска активност

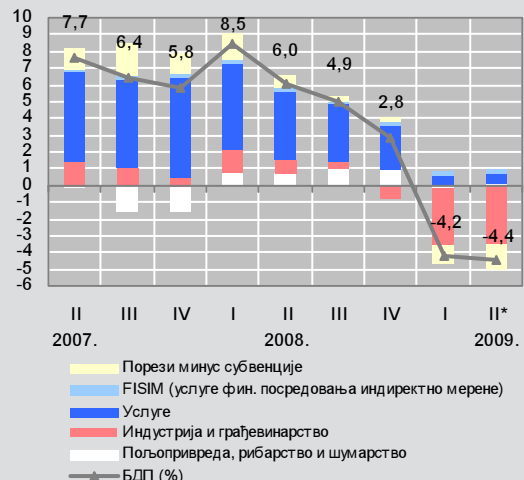
Пад БДП-а је настављен и у другом тромесечју – око 4,4% међугодишње, односно 3,5% тромесечно на годишњем нивоу. Донекле је охрабрујуће то што је десезонирани тромесечни пад НДВ-а заустављен. Процењујемо да је производни јаз НДВ-а у другом тромесечју изразито негативан, што указује на и даље присутне дезинфлаторне ефекте по основу пада агрегатне тражње.

Прво тромесечје 2009.

Према званичним статистичким подацима, у првом тромесечју је забележен међугодишњи пад економске активности од 4,2%. У односу на нашу процену из претходног Извештаја о инфлацији (-5,2%), то је знатно мањи пад, пре свега због тога што смо преценили пад саобраћаја и трговине.

Међутим, треба имати у виду да Републички завод за статистику обрачун БДП-а врши по сталним ценама из 2002. године, чиме се знатно прецењује раст БДП-а, а највише за сектор саобраћајне активности (5,4% међугодишње). Наиме, од 2002. године до данас цене услуга мобилне телефоније су знатно смањене, због чега је допринос овог сектора укупном расту мањи него што показује званична статистика. Ако би се обрачун БДП-а

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



* Процена НБС.

У другом тромесечју очекује се још већи међугодишњи пад БДП-а (4,4%). Највећи пад процењен је код индустријске производње и пореза умањених за субвенције.

вршио по ценама из каснијих година, пад економске активности би био већи.

Мерено непољопривредном додатом вредношћу (НДВ), у првом тромесечју је забележен пад економске активности (3,7%), највећим делом као последица оштрог пада индустријске производње. Према десезонираним тромесечним стопама, пад БДП-а и НДВ-а је у првом тромесечју био убрзан (8,3% и 14,4% на годишњем нивоу).

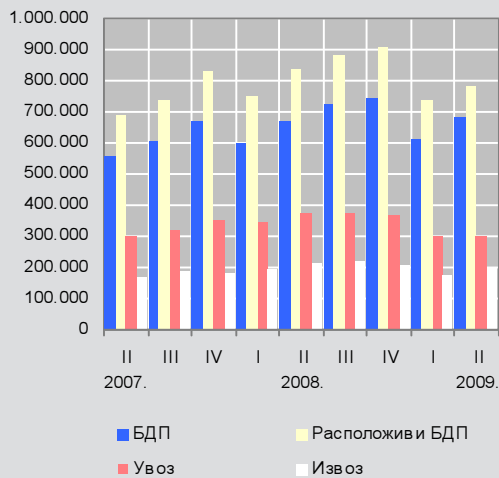
Бруто додата вредност је у првом тромесечју допринела међугодишњем паду БДП-а са 2,9 п.п., а порези (умањени за субвенције) са 1,1 п.п. Посматрано по производном принципу, укупном паду привредне активности највише су допринели индустријска производња и трговина на мало и велико.

Тренд успоравања економске активности у сектору услуга и у материјалној производњи, који се бележи још од почетка 2008. године, настављен је: услуге су забележиле скроман раст, 1,1% м.г., а материјална производња драстичан пад, 11,8% м.г.

Друго тромесечје 2009.

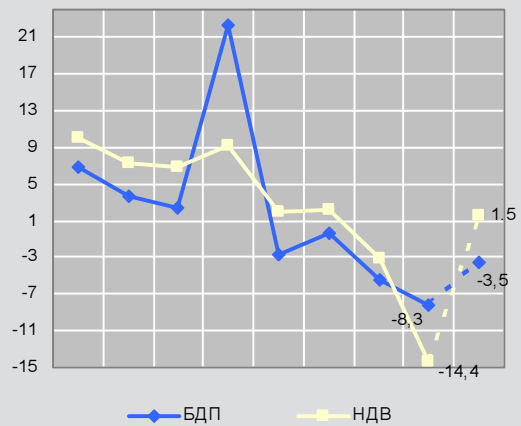
У другом тромесечју пад БДП-а је још израженији: процењујемо да међугодишња стопа раста БДП-а износи око -4,4%, а НДВ-а око -3,7%.

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



Учешће извоза робе и услуга у другом тримесечју је чинило 29,5%, а увоза 44% БДП-а.

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



* Процена НБС.

Након знатног пада у првом, НДВ бележи раст у другом тримесечју.

Међутим, према десезонираним тримесечним стопама, пад НДВ-а је заустављен, док БДП и даље опада (5,5% на годишњем нивоу).

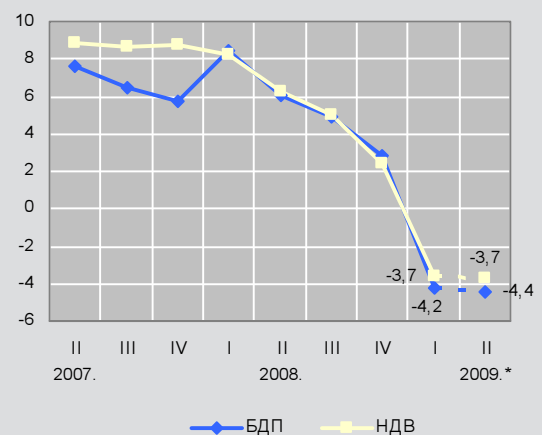
Пад индустријске производње је настављен (18% мг.). Утицај кризе се највише манифестовао у прерађивачкој индустрији – њен пад је износио чак 21,9% мг. Према месечним подацима, након пада у априлу, у мају и јуну је евидентиран мањи опоравак, који ипак није био довољан да се достигне ниво из првог тримесечја.

Кризом су релативно мање погођене области прерађивачке индустрије које производе за домаће тржиште. Тако је дуванска индустрија остварила десезонирани месечни и међугодишњи раст, а позитивни сигнали су забележени и у прехранбеној индустрији и производњи целулозе и папира.

С друге стране, прекид производње у компанији Ју Ес-стил утицао је у највећој мери на међугодишњи пад у производњи основних метала (за 55%), што потврђују и десезонирани подаци. Такође, евидентиран је и велик пад производње моторних возила (49,2% мг.).

На нивоу наменских група, релативно успешна група је производња нетрајних производа за широку потрошњу и производња енергије, док су најлошији резултати регистровани у производњи трајних производа за широку потрошњу и производњи интермедијарних производа.

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



* Процена НБС.

НДВ и даље бележи нешто мањи пад од БДП-а.

Одређено побољшање у индустријској производњи до краја године може се очекивати по основу најављеног привременог обнављања производње у Ју Ес-стилу, док би додатни позитивни резултати могли уследити ако мере државе за ублажавање негативних ефеката светске финансијске кризе буду дале очекиване резултате.

Графикон III.5.5. Тромесечни покретни просеци индустријске производње и трговине на мало

(међугодишње стопе, у %)



обима светске трговине, као и релативно брзог опоравка на најзначајнијим тржиштима у успону, пре свега земаља групације BRIC¹⁰. Те земље ће бити носиоци светског привредног опоравка, за разлику од ранијих криза када су ту улогу имале САД.

Иако су корени финансијске кризе у САД, поменути извештај наводи да ће опоравак привреде бити снажнији у тој земљи него у Европи или Јапану. Конкретно, OECD очекује пад привредне активности у САД од 2,8% у 2009. години и раст од 0,9% у 2010. У зони евра, пак, очекује се пад од 4,8% у 2009. и нулти раст у 2010. Светска спољнотрговинска размена доживеће пад у реалном износу од 26% и потом раст од само 2% у 2010. години.

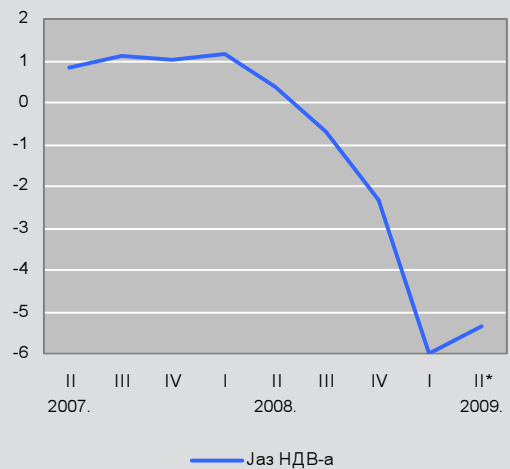
Прогнозе привредног раста по регионима недавно је објавила и **Светска банка**. Она предвиђа да ће пад светске привредне активности износити 2,9% (у марту је прогноза износила 1,7%). У 2010. години се очекује постепени опоравак привреде, тј. раст од 2%, који ће се убрзати на 3,2% у 2011. години.

Од развијених земаља највећи пад, 6,8%, у 2009. имаће Јапан, затим зона евра, 4,5%, и на крају САД, 3%. Што се тиче земаља у развоју у целини, оне би требало да остваре привредни раст од 1,2%, првенствено захваљујући динамичним економијама Кине и Индије. Дрasticан пад привредне активности очекује се у Русији (око 7,9%), која заузима значајно место у спољнотрговинској размени Србије.

ММФ је у најновијем осврту на светска конјунктурна кретања, објављеном почетком јула, закључио да светска привреда почиње полако да се извлачи из рецесије, али да ће опоравак бити спор, а стабилност крхка. Светска економија се, захваљујући финансијској подршци без преседана, постепено стабилизује.

Прогнозе за 2009. годину су незнатно побољшане – од развијених земаља само за САД и Јапан (за 0,2 процентна поена мањи пад привредне активности од прогнозе у априлу). Оно што забрињава кад је реч о Србији јесте погоршање прогнозе за подручје зоне евра, нарочито Немачку и Италију, као и за земље централне и источне Европе, посебно Русију. За Немачку се очекује пад од чак 6,2%, за Италију 5,1%, а за целу зону евра 4,8%. Прогнозе за зону евра за сада

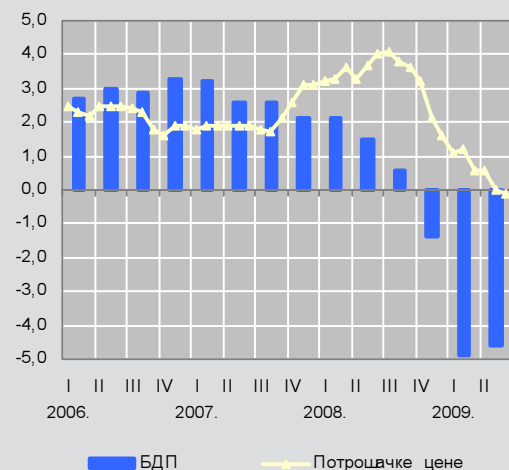
Графикон III.5.7. Производни јаз



* Процена НБС.

Производни јаз је и даље изразито негативан, али у поређењу с претходним тромесечјем дезинфлаторни притисци по овом основу се смањују.

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

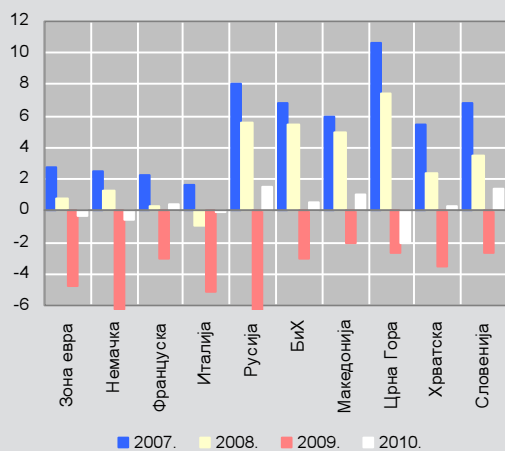


Извор: EUROSTAT.

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

¹⁰ Бразил, Русија, Индија и Кина.

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



Извори: IMF, WEO, April, 2009, WEO updated, July 2009.

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

остају на снази и поред тога што су Немачка и Француска у другом тромесечју оствариле неочекиван привредни раст од по 0,3% у односу на прво тромесечје 2009. Највећу ревизију у односу на април претрпела је прогноза за централну и источну Европу – предвиђени пад сада износи 5% према 3,7% из претходне пројекције. У 2010. години се предвиђа раст светске привреде од 2,5%, али за развијене земље се не очекује одрживи опоравак привреде пре друге половине године.

Индикатори потрошње становништва

Ефекте економске кризе, тј. смањење зарада и смањење могућности задуживања, на потрошњу становништво је амортизовало коришћењем финансијских резерви и дознака.

Ефекти економске кризе и мере економске политике у великој мери су изменили структуру прилива становништва. Тако су новчани приходи становништва (зараде, пензије и социјална примања)

у другом тромесечју реално смањени за 1,4% у односу на исти период претходне године. Маса зарада је опала чак за 6,3%, док су пензије и социјални трансфери реално повећани за 5,8%. Прилив становништва по основу мењача виши је за 60,3%. Међутим, преко 70% тог прилива је искоришћено за компензацију мањка прилива по основу кредита, будући да се у овом тромесечју по том основу бележи нето одлив. Поред тога, сигурно је да део мењача налази извор у смањењу девизне тезаурације, а не у приливу нових дознака. Полазећи од тога, и прираст штедне можемо објаснити смањењем тезаурације – нагло повећане по основу повлачења депозита становништва крајем претходне године.

Узимајући у обзир наведене податке, произлази да су финансијски извори становништва реално на нивоу из истог тромесечја претходне године. Такав резултат знатно одступа од реалних показатеља пада промета у трговини на мало, физичког обима производње и залиха потрошних добара, што указује да је пад потрошње становништва већи од пада БДП-а. Разлог таквог одступања је већи реални пад необухваћеног прилива становништва. Оцењујемо да је потрошња становништва задржала исто учешће у БДП-у као у упоредивом периоду прошле године, тј. да је њен реални пад пратио пад економске активности.

При процени **укупне масе нето зарада** обухватили смо запослене у оквиру званичног сектора (тј. искључили смо пољопривреднике и помажуће чланове домаћинства) и претпоставили да сви остварују зараде на нивоу просечне нето зараде. Учешће масе нето зарада у оцењеном номиналном БДП-у износи 25,9%, што је, и поред њиховог високог реалног пада, за 0,1 процентни поен више у односу на исти период 2008. Узрок тог одступања јесте бржи раст потрошачких цена у односу на дефлатор БДП-а.

Социјални трансфери су чинили 19,8% оцењеног БДП-а, што је за 2,3 процентна поена више у односу на исто тромесечје претходне године.

Регистроване **дознаке** и нето **прилив по мењачким пословима** представљају 7,8% процењеног БДП-а, што је за 3,3 процентна поена више у односу на друго тромесечје 2008.

Удео прираста **кредита** у оцењеном БДП-у био је негативан (износио је $-0,5\%$) и у односу на исто тромесечје 2008. нижи је за 2,0 процентних поена, док је удео прираста **штедње** (у оцењеном БДП-у) износио 2,4%, или 1,7 процентних поена ниже у односу на упоредиво тромесечје 2008.

Јавна потрошња

У другом тромесечју је, према методологији ММФ-а, обрачунат дефицит од 45,3 милијарде динара, или 6,6% БДП-а, што је високо и у условима кризе. Чињеница да се структура расхода није знатније променила у односу на претходно тромесечје указује да буџет у рецесији има и даље социјални карактер.

Укупни консолидовани приходи без донација износили су у другом тромесечју 258,5 милијарди динара (што је пад од 5,3% м.г. номинално и 13,9% м.г. реално), док су укупни консолидовани расходи износили 303,8 милијарди динара (што је раст од 3,3% м.г. номинално и пад од 6,1% м.г. реално). На основу тога је регистрован дефицит буџета од 45,3 милијарде динара са ефектом креирања новца у износу од 4,6 милијарди динара.

Ефекат на тражњу, у износу од 4,6 милијарди динара, знатно је нижи од дефицита, пре свега због финансирања путем домаћег задуживања.

У односу на прво тромесечје приходна страна буџета готово да се није променила, осим што боља реализација акциза надокнађује нешто слабију реализацију ПДВ-а. Од свих категорија прихода, једино акцизе и капитални приходи бележе реалан међугодишњи раст. При том је раст акциза веома скроман (1,3% реално м.г.), док капитални приходи не играју значајнију улогу у укупној суми. Највећи пад бележе приходи по основу царина (37,4% м.г. реално) и приходи по основу пореза на добит (37,2% м.г. реално). Приходи по основу ПДВ-а бележе реалан пад од 19,9% м.г.

Графикон III.5.10. Структура извора потрошње становништва (тримесечне промене, у процентним поенима)

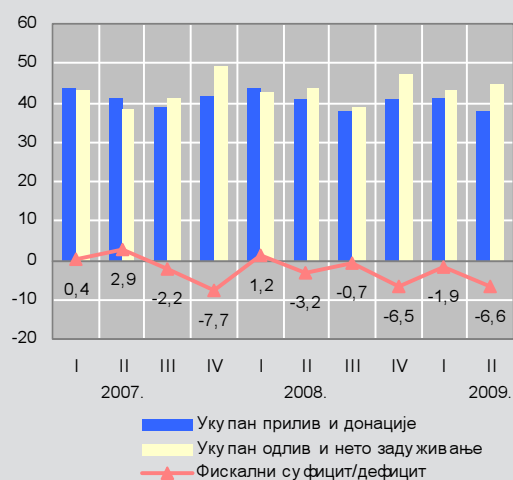


Смањење зарада и могућности кредитирања је амортизовано приливима по основу дознака и коришћењем финансијских резерви.

Укупни расходи бележе номинални раст од 4,9% и реалан пад од 4,6% м.г., док су у односу на прво тромесечје порасли реално за 16,9% (што је уобичајена динамика тромесечних расхода). Највећи раст очекивано бележе камате на домаћа задужења, које износе милијарду динара. Поред тога, расходи по основу социјалних давања – пре свега пензије – и даље су једина категорија која бележи реалан међугодишњи раст (7,8%). Међугодишњи реални пад расхода по основу зарада запослених износи 7,2%, по основу набавке робе и услуга 5,7%, по основу субвенција 39,8%, а по основу капиталних расхода 23%.

Претпоставимо ли да ће реализација прихода и у трећем тромесечју остати на истом нивоу као у досадашњем делу године, као и да ће се расходи реализовати у складу с постојећим ребалансом, у трећем тромесечју требало би рачунати на сличан дефицит као у другом. Реално је очекивати повећање дефицита, уз минималне измене на приходној и расходној страни.

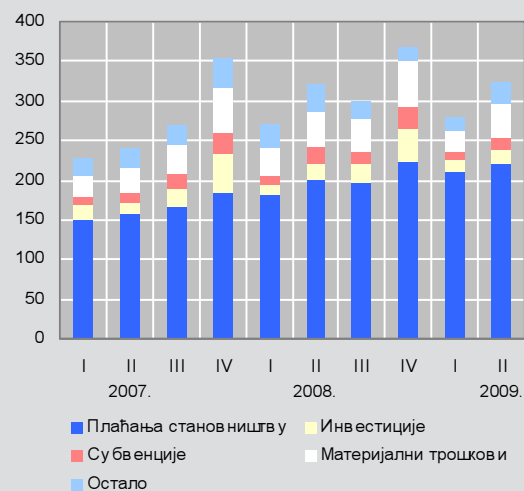
Графикон III.5.11. **Јавни приходи и расходи (методологија ММФ-а)**
(у % БДП-а)



Извор: Прерачунато на основу података Министарства финансија РС.

Консолидовани фискални дефицит у другом тромесечју износи 6,6% БДП-а, што је и у условима кризе доста високо.

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



Извор: Прерачунато на основу података Министарства финансија РС.

Структура расхода није се знатно променила у односу на претходно тромесечје, једино је учешће материјалних трошкова нешто више. Буџет, дакле, у условима кризе поприма још изражанији социјални карактер.

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

	2007.				2008.				2009.		Индекс II 2009. II 2008.	Индекс реално II 2009. II 2008.
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II		
I. Укупан прилив и донације,	220,36	232,94	240,56	281,74	263,58	273,39	275,21	303,32	252,40	258,99	94,7	86,1
од тога донације	0,13	0,27	0,35	0,42	0,16	0,52	0,30	0,32	0,19	0,45	87,2	79,2
II. Укупан одлив и отплата дуга	219,91	230,14	259,82	343,19	258,05	308,83	286,53	353,90	268,13	324,07	104,9	95,4
Отплата страног дуга	1,32	0,47	2,07	0,81	1,30	2,01	2,84	1,54	3,81	3,84	191,1	173,7
Отплата старе девизне штедње	0,59	13,19	3,75	8,94	0,50	12,71	3,56	1,20	0,42	16,44	129,4	117,6
Превремена отплата дуга	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00		
III. Укупан прилив без донација	220,23	232,67	240,21	281,32	263,41	272,87	274,91	303,00	252,21	258,54	94,7	86,1
IV. Укупан одлив без отплате страног дуга, старе девизне штедње и превремене отплате дуга	218,01	216,48	254,00	333,44	256,26	294,12	280,12	351,17	263,91	303,79	103,29	93,86
Салдо – методологија ММФ-а (III - IV)	2,23	16,19	-13,79	-52,13	7,15	-21,24	-5,21	-48,17	-11,70	-45,25	213,0	193,5
БДП	503,40	565,60	616,50	677,40	601,30	671,20	723,20	745,40	612,03	680,64	101,4	92,2
Салдо – методологија ММФ-а у % БДП-а	0,44	2,86	-2,24	-7,70	1,19	-3,17	-0,72	-6,46	-1,91	-6,65	210,0	190,9

Извор: Прерачунато на основу података Министарства финансија РС.

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

	2007.				2008.				2009.		Индекс II 2009. II 2008.	Индекс реално II 2009. II 2008.
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II		
	Укупно расходи и отплата дуга ¹⁾	220,0	230,1	259,9	342,1	258,1	308,8	286,5	353,9	268,1	324,1	104,9
Плаћања становништву:	150,5	156,4	167,1	183,6	182,7	200,7	197,0	224,0	211,3	220,7	109,9	99,9
Нето зараде	53,1	57,5	59,4	69,7	63,9	71,3	68,6	78,9	70,1	72,8	102,2	92,8
Доприноси за запослене	9,4	10,5	10,8	12,3	11,2	12,4	12,5	13,9	12,7	13,2	106,6	96,9
Социјални трансфери	88,0	88,4	96,9	101,6	107,6	117,0	116,0	131,2	128,5	134,7	115,0	104,6
Пензије	70,2	72,0	74,6	79,4	84,8	91,7	93,8	105,6	106,0	108,9	118,7	107,8
Социјална помоћ	15,1	13,7	19,4	18,3	19,1	20,7	17,3	20,5	18,1	21,1	101,6	92,4
Остали трансфери становништву	2,7	2,7	2,8	3,9	3,6	4,6	4,9	5,2	4,4	4,7	103,3	93,8
Субвенције	9,5	11,8	20,0	26,5	13,3	22,2	13,9	28,3	11,0	14,7	66,3	60,2
Материјални трошкови	27,1	32,8	36,4	56,6	34,3	43,0	42,5	56,6	26,3	44,6	103,8	94,3
Инвестиције	17,9	15,3	22,2	50,6	10,6	21,1	24,2	40,8	14,0	17,9	84,8	77,0
Трошкови камата	5,8	3,1	4,2	2,9	5,3	2,5	4,8	3,3	5,6	4,4	176,1	160,0
Отплата дуга	10,9	13,8	5,8	14,2	7,0	18,2	9,2	5,5	4,2	20,3	111,6	101,4
Исплате по основу тзв. старе девизне штедње и дуга пензионерима	9,6	13,3	3,8	13,4	5,7	12,7	3,6	1,2	0,4	16,4	129,4	117,6
Отплата спољног дуга	1,3	0,5	2,1	0,8	1,3	2,0	2,8	1,5	3,8	3,8	191,2	173,7
Отплата осталог унутрашњег дуга	4,5	0,3	3,1	-1,6	4,4	3,5	2,8	2,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Остало ²⁾	7,7	7,4	14,9	20,0	16,1	16,9	10,0	11,9	8,5	14,7	86,9	79,0

¹⁾ Збир не укључује доприносе за запослене и отплату осталог унутрашњег дуга.

²⁾ Остало укључује остале трансфере, нето набавку финансијске имовине и остале текуће трошкове.

Извор: Прерачунато на основу података Министарства финансија РС.

Оцена карактера фискалне политике

За оцену карактера фискалне политике, поред фискалног резултата и оцене ефекта фискалне политике на агрегатну тражњу (монетарни ефекат фискалне политике), користи се и структурни фискални резултат. Структурни фискални резултат представља фискални резултат коригован ефектом привредног циклуса на кретање фискалних прихода и расхода. Овај индикатор пружа додатни увид у карактер фискалне политике јер искључује утицај економске активности и тренутне фазе привредног циклуса на фискална кретања. Наиме, у периодима економског бума обично се остварују виши фискални приходи и, последично, виши фискални биланс, који су првенствено последица бржег привредног раста, а не нужно и мера фискалне политике предузетих с циљем повећања степена рестриктивности. Важи и обрнуто у периодима рецесије – због смањених фискалних прихода, регистровани дефицит је већи од оног који би био изазван мерама фискалне политике (односно планирани буџет). Структурни фискални резултат омогућава нам, дакле, да сагледамо какав би фискални резултат био да привреда расте равномерно у складу с дугорочним трендом.

Прилагођавање фискалног резултата за позицију привредног циклуса обично се врши на основу оцене еластичитета различитих категорија фискалних прихода и расхода у односу на одступање остварене производње од потенцијалне (производни јаз), користећи историјске податке.

Табела 1. Оцена еластичитета фискалних прихода и расхода у односу на производни јаз

		ЕУ-15 просек ¹⁾	Оцена за Србију
Еластичност расхода	Укупно	0,88	0,31
	Социјални трансфери	...	0,70
	Остало	...	0,59
Еластичност прихода	Укупно	...	1,32*
	ПДВ + акцизе	0,99	1,17*
	Царине	1,5	2,39*
	Порез на имовину	1,18	4,39*
	Порез на доходак	1,55	0,56
	Социјални доприноси	0,99	1,58

Напомена: Ознака * се односи на статистичку значајност на нивоу од 5%. Оцене еластичитета су добијене на бази серија података на тромесечном нивоу за период 2001-2009.

¹⁾ *Bezdek et al. "Cyclically Adjusted Fiscal Balance – OECD and ESCB Methods" (Czech Journal of Economics and Finance paper, 2003).*

Резултати оцене еластичитета фискалних прихода и расхода, како на агрегатном нивоу тако и по компонентама, приказани су у табели 1. За расходе није потврђена статистички значајна веза с производним јазом ни по компонентама, нити на агрегатном нивоу. С друге стране, за приходе је потврђена статистички значајна веза и на агрегатном нивоу и за већину компоненти. Оцењени еластичитети прихода су упоредиви са оценама за просек Европске уније (*Bezdek et al. (2003)*), иако су нешто виши. Те оцене потврђују да фискални приходи зависе од фазе привредног циклуса, што није случај с расходима.

Коришћењем оцена еластичитета израчунали смо прилагођени, тј. структурни фискални резултат. Историјски подаци указују да је структурни фискални биланс побољшан у периоду 2003–2005. године, али и да је у периоду 2006–2008. дошло до његовог знатног погоршања.

Табела 2. Фискални резултат и структурни фискални резултат (% БДП-а)

	2007.				2008.				2009.	
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II
Фискални резултат	0,4	2,9	-2,2	-7,7	1,2	-3,2	-0,7	-6,5	-1,9	-6,6
Структурни фискални резултат	-0,2	2,0	-2,8	-7,9	-0,8	-4,2	-1,0	-5,5	0,5	-4,4

Како видимо из табеле 2, током првог тромесечја ове године структурни фискални резултат износи 0,5% БДП-а, у односу на -1,9% БДП-а фискалног резултата мереног стандардном методологијом, док је током другог тромесечја износио -4,4% БДП-а у односу на -6,6% фискалног резултата. То је и очекиван резултат с обзиром на то да је привреда у рецесији. На основу тога може се закључити да фискални дефицит није тако дубок како се чини, будући да је делом последица пада БДП-а.

Прави увид у проблематику буџета Србије, међутим, стичемо сагледавањем развоја односа фискалног резултата и структурног фискалног резултата током претходне три године. Евидентно је да у том периоду готово да није било тромесечја у коме је структурни фискални резултат био позитиван, што значи да је повремено остваривани буџетски суфицит био резултат позитивног привредног циклуса, а не фискалне политике. У том светлу је јасније и зашто сада, када је то потребно, буџет не може да дозволи потребан виши фискални дефицит.

Компаративна анализа утицаја повећања пореза на додату вредност

Могућност повећања стопе пореза на додату вредност (ПДВ), као један од начина смањења фискалног дефицита, у последње време се све чешће помиње. С обзиром на то да је ова мера инфлаторна, треба имати процену колики би раст цена могло да изазове повећање пореског оптерећења по том основу.

Пад пореских прихода и проблеми с буџетским дефицитом већ су многе земље средње и источне Европе приморали да излаз потраже у повећању стопе ПДВ-а. Тако је нпр. у Мађарској од 1. јула стопа ПДВ-а повећана са 20% на 25%, у Хрватској од 1. августа са 22% на 23%, а у Летонији ће бити повећана са 21% на 23% од 1. јануара 2010. Будући да су те мере тек ступиле или ће ступити на снагу, остаје да се види какве ће ефекте оне произвести.

Ефекти повећања стопе ПДВ-а на инфлацију зависе од тога на које се производе повећана стопа примењује, као и од тога у којој су мери произвођачи и трговци у могућности да повећане трошкове превале на крајњег потрошача. Како Србија од увођења ПДВ-а није мењала његову стопу, корисно је проучити искуства других земаља које су у последњих неколико година то урадиле.

Поред најновијег повећања које је недавно ступило на снагу, Мађарска је у блиској прошлости већ мењала стопе ПДВ-а. У Мађарској су у јануару 2004. постојале три различите стопе ПДВ-а. Најнижа, која и сада износи 5%, односи се на мали број производа (лекови, школске књиге) чије учешће у индексу потрошачких цена износи свега 2,1%. Средња стопа (46,8% учешће у потрошачкој корпи) у почетку је износила 12%, да би два пута била подизана (најпре у јануару 2004. на 15%, а затим у септембру 2006. на 20%). Највиша стопа се односи на највећи број производа који улазе у обрачун индекса потрошачких цена (51%). Она је јануара 2006. спуштена са 25% на 20% и тако изједначена са средњом стопом.

Повећање средње стопе ПДВ-а са 15% на 20% у септембру 2006. одразило се на раст индекса потрошачких цена за 2,13%. Међутим, цене које су директно погођене повећањем ПДВ-а порасле су за 3,73%¹. С обзиром на то да се месечна инфлација у месецима који претходе и следе кретала око 0,7%, можемо закључити да повећање ових цена услед раста стопе ПДВ-а износи око 3%. Да су предузећа успела да у потпуности раст стопе ПДВ-а укључе у цене, оне би порасле за 4,3%. Према томе, *pass-through* ефекат пораста стопе ПДВ-а на цене директно погођене овом мером је 0,7 (процена НБС). Другим речима, предузећа су 70% повећаних (пореских) трошкова превалила на крајњег потрошача.

Занимљиво је истаћи да су приликом смањења највише стопе ПДВ-а са 25% на 20% јануара 2006. директно погођене цене пале 1,24%. С обзиром на њихов раст од 0,5% у претходном месецу, укупан пад цена био је 1,75%. *Pass-through* ефекат је износио 0,4 (процена НБС), што показује да је утицај промене стопе ПДВ-а на инфлацију асиметричан.

Остале европске земље које су повећале своје стопе ПДВ-а суочиле су се са инфлаторним притисцима по том основу, с директним *pass-through* ефектом у границама од 0,7 до 0,8. У табели су дате оцењене вредности *pass-through* ефекта повећања стопе ПДВ-а на инфлацију у појединим европским земљама.

¹ Peter Karadi Adam Reiff: *Inflation Asymmetry and Menu Costs*, Institute of Economics, Hungarian Academy of Sciences, Budapest, 2008. <http://homepages.nyu.edu/~pk696/KaradiReiff.pdf>.

Оцењени *pass-through* ефекат повећања ПДВ-а на инфлацију*

	На укупну инфлацију	На раст директно погођених цена
Мађарска	0,5	0,7
Немачка	0,55	0,76
Холандија	0,5	
Велика Британија	0,6	

* Процене НБС.

И поред тога што у табели Немачка има највећи *pass-through* ефекат, она је најбезболније пребродила инфлаторне притиске по основу раста стопе ПДВ-а. Стопа ПДВ-а у Немачкој подигнута је јануара 2007, али је држава своје намере објавила годину дана раније. На тај начин је омогућила произвођачима да повећање цена, уместо једнократно, спроведу у дужем временском периоду. Тако је, услед најаве повећања ПДВ-а у 2006, базна инфлација порасла 0,36%, а у 2007, након примене нових пореских закона, за 0,40%². Укупан раст базне инфлације који се дугује расту стопе ПДВ-а од 0,76% распоређен је на две године, чиме је избегнут једнократни удар на раст цена. Расту стопе ПДВ-а се приписује 2/3 укупног пораста базне инфлације у 2006. и 2007. години.

Када је реч о *pass-through* ефекту повећања стопе ПДВ-а у Србији, процењује се да би он у садашњој ситуацији могао бити мањи него у Мађарској и Немачкој. Наиме, иако је у тим земљама конкуренција развијенија, обе су своје стопе ПДВ-а повећавале у време привредне експанзије, када је тражња расла, па су предузећа била у могућности да раст трошкова превале на крајњег потрошача. Због тога, процењујемо да би у садашњим условима ниске тражње код нас ефекат био нижи и да би се могао кретати око 0,6.

Ако претпоставимо да се стопа ПДВ-а на све производе повећа за 2 п.п. (са 8% на 10%, односно са 18% на 20%), и да предузећа у потпуности трошкове превале на крајњег потрошача, пун ефекат повећања стопе износио би 1,8%. При *pass-through* ефекту од 0,6, међутим, раст цена износио би 1,1%.

Ако би се повећала стопа ПДВ-а само за производе с нижом стопом, са 8% на 18%, то би, при *pass-through* ефекту од 0,6, изазвало раст ових цена од 5,5%. Међутим, с обзиром на то да ови производи у индексу потрошачких цена учествују око 40%, ефекат на укупну инфлацију износио би око 2%.

У сваком случају, било какво повећање ПДВ-а у наредном периоду имало би за резултат повећање цена и могло угрозити остварење циљане инфлације.

² Alina Carare and Stephan Danninger: *Inflation Smoothing and the Modest Effect of VAT in Germany*, IMF Working Paper, WP/08/175. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp08175.pdf>

Фискалне мере земаља централне и источне Европе

Земље централне и источне Европе, суочене са изразито неповољним екстерним факторима (пад страних директних инвестиција и пад извоза, смањење обима тзв. прекограничних кредита, пораст трошкова задуживања...), различитим фискалним мерама се боре против негативног економског раста и пада домаће тражње. Имајући у виду специфичности сваке од тих земаља (неке су у склопу припрема за придруживање Европској унији постигле већи степен економске стабилности), као и чињеницу да оне нису погођене кризом у истој мери, није било могуће применити универзално решење. Такође, нису се све земље ослониле на помоћ међународних финансијских институција при доношењу мера за ублажавање ефеката светске финансијске кризе. У наставку дајемо кратак преглед мера које су спровеле неке од тих земаља.

Влада Чешке је почетком године, услед пада економске активности, усвојила мере које имају за циљ вођење контрацикличне фискалне политике и које су резултирале повећањем буџетског дефицита на 4% БДП-а. Путем смањења пореза на доходак и доприноса за здравствено и социјално осигурање, влада је намеравала да утиче на успоравање раста незапослености. Стимулисање привредне активности врши се повећањем улагања у инфраструктурне пројекте, докапитализацијом извозне банке и гарантног фонда и увођењем додатних пољопривредних субвенција.

Влада Хрватске је у фебруару усвојила пакет од десет антирецесионих мера, којима треба да се очува макроекономска стабилност. Поред смањења јавне потрошње, посебан акценат је стављен на очување ликвидности реалног сектора. Мерама се предвиђа смањење непореских давања која оптерећују привреду. Такође је утврђено да јавна предузећа имају рок од 60 дана за измирење доспелих обавеза, као и да стопа запослености у јавном сектору остане непромењена. Један од циљева је и стварање погодног амбијента за привлачење страних директних инвестиција кроз поједностављивање процедура за оснивање предузећа (прописан је рок од 45 дана за добијање свих дозвола за страна улагања већа од десет милиона евра). Крајем јула је усвојен трећи ребаланс буџета у 2009. години. Њиме су планирани приходи повећани за 188,4 милиона евра, а расходи смањени за 35,5 милиона евра, уз пројектовани буџетски дефицит од 2.056 милиона евра, или 3,4% БДП-а. Повећање прихода треба да се оствари кроз повећање опште стопе пореза на додату вредност са 22% на 23%. Уведен је и посебан порез од 2% на плате, пензије и друга примања већа од 410 евра, док се лични приходи већи од 820 евра опорезују по дупло већој стопи. Уведен је порез на луксузна возила, као и порез на услуге мобилне телефоније од 6%.

Црна Гора је у јулу усвојила ребаланс буџета. Првобитни буџет је био заснован на стопи раста БДП-а од 7%, с планираним суфицитом од 0,2% БДП-а, док је ребаланс пројектован на нултој стопи раста БДП-а и буџетском дефициту од 93,7 милиона евра (2,65% БДП-а). Приходи буџета су смањени за 6% од планираних, упркос другом овогодишњем повећању акциза на гориво и цигарете од 10%. Издаци буџета су смањени на основу умањења расхода за бруто плате од 4,6% и смањења трошкова за материјал и услуге у државној администрацији. Капитални издаци буџета су смањени за 40%. Након усвојеног ребаланса буџета, најављена је и продаја мањинског пакета акција Електропривреде Црне Горе. Процењује се да ће по том основу приход бити око 450 милиона евра, укључујући и ранију продају државних акција у Електропривреди.

Након мартовских избора и промене власти у *Македонији*, влада је у априлу усвојила ребаланс буџета који се заснива на новој пројекцији раста БДП од 1% и којим је планиран дефицит остао непромењен (2,8% БДП-а). Прописано смањење зарада у јавном сектору од 10% почеће да се примењује од новембра. Усвојен је и пакет мера којим се за 330 милиона евра смањују фискалне обавезе и отписују дугови привредним субјектима како би се ублажиле негативне последице светске економске кризе. Тим мерама се смањују порези на приходе и имовину, укида порез на капиталну добит, осим за исплату дивиденди. Пољопривредници с годишњим приходом мањим од 5.000 евра су ослобођени плаћања пореза. Потраживања од привредних субјеката за

неплаћене доприносе за здравствено осигурање за последње четири године се отписују уз услов да се редовно уплаћују доприноси за све запослене наредне четири године. Уводи се трогодишње замрзавање дугова за компаније које нису редовно измиривале доприносе за пензијско осигурање. Отписују се казнене камате за неплаћене порезе на приход компанија, капиталну добит и имовину, као и порез на додату вредност.

Фискално веће *Босне и Херцеговине* је крајем 2008. године усвојило програм мера за ублажавање последица глобалне економске кризе. Смањење јавне потрошње првенствено се планира остварити кроз реформу јавне управе до 2010. године, уз рационализацију броја запослених у администрацији. Активности које су усмерене на растеређење привреде односе се на смањење доприноса за пензијско и инвалидско осигурање за 1 п.п. и смањење доприноса за здравствено осигурање за 1,5 п.п., док се одређени непорески намети укидају. Финансијска подршка привреди у 2009. години, преко Развојне банке Босне и Херцеговине и комерцијалних банака, планирана је у износу од 500 милиона евра и користиће се за нове кредитне линије са каматном стопом која неће бити већа од 6%. Повећањем акциза на нафту и нафтне деривате, цигарете и алкохол планирано је повећање прихода од око 150 милиона евра. Смањење зарада у јавном сектору за 10% и ребаланс буџета су услови да Федерација преузме с рачуна централне банке 134 милиона евра прве транше стенд-бај аранжмана који је постигнут с ММФ-ом.

Крајем 2008. године у *Пољској* је усвојен пакет мера који треба да обезбеди превазилажење кризног двогодишњег периода и сигурно приближавање Европској монетарној унији. Мерама је предвиђена гаранција кредита малим и средњим предузећима, као и финансијска помоћ извозним предузећима. Део средстава је намењен за оживљавање тржишта некретнина, између осталог, и кроз пружање директне помоћи незапосленима с хипотекарним кредитима. Усвојен је и закон којим се штите радна места, тако да су предвиђена средства за суфинансирање исплата зарада радницима на принудном одмору. Ипак, буџетски дефицит за 2009. годину од 4,1 милијарде евра у потпуности је искоришћен у првих шест месеци текуће године. Ребалансом буџета планирано је смањење буџетских примања од преко шест милијарди евра и повећање дефицита до 4,5% БДП-а (6,1 милијарда евра), што је у супротности с мастрихтским захтевима, тако да се прикључивање зони евра очекује најраније 2013. године. Највећа уштеда је постигнута прерасподелом средстава, због чега ће планирана модернизација војске бити половино остварена.

Влада Естоније је одлучна у својим напорима да се прикључи зони евра у 2011. години. Упркос двоцифреном паду реалног БДП-а и дефлацији, који су директно утицали на смањење прилива средстава у буџет од преко 400 милиона евра, влада је усвојила други ребаланс буџета, којим се дефицит враћа испод 3% БДП-а. Порез на додату вредност је повећан са 18% на 20%. Акцизе на нафтне деривате су повећане у просеку за 11%, док повећање акциза на цигарете од 5% ступа на снагу 1. јануара 2010. године. Највеће уштеде, од приближно 250 милиона евра, оствариће се на трансферима фонду за пензијско осигурање и Министарству одбране.

Економски раст *Летоније* у протеклом периоду се заснивао на несразмерном расту приватне потрошње, која је била подстакнута снажним приливом прекограничних кредита, што је, у комбинацији с увозно оријентисаном привредом, резултирало експанзијом спољњег дуга, који је на крају 2008. године износио 126% БДП-а. Нагло повлачење капитала је допринело да се буџет за 2009. годину заснива на процени реалног пада БДП-а од 18%. Влада Летоније је, у сарадњи са Европском унијом и ММФ-ом, усвојила програм економске стабилизације. Циљ програма је да се избегне потенцијална неликвидност реалног сектора, осигура дугорочна стабилност кроз оздрављење банкарског сектора и развије тржишна економија са одрживим растом. Ипак, Европска унија и ММФ су даљу финансијску подршку условили ублажавањем буџетског дефицита. Влада се определила за смањење јавне потрошње путем смањења пензија за 10% и плата у јавном сектору за 20%, док је следећи корак повећање ПДВ-а.

Многи аналитичари су сматрали да се земље у развоју могу сачувати од глобалне економске кризе окретањем домаћем тржишту са фискалним стимулансом ка домаћој тражњи. Ипак, степен повезаности домаће тражње и екстерних фактора је у великој мери занемарен при давању таквих прогноза.

Заједничко за све земље централне и источне Европе је – неопходност спровођења системских реформи ради исправљања структурних грешака које нису биле приметне током кредитног бума у периоду пре наступања кризе. Посебан проблем за већину тих земаља је обавеза испуњавања у овом тренутку непопуларних мастрихтских критеријума за приступање Европској монетарној унији, што изазива додатну политичку нестабилност. Пруденцијална фискална политика и ефикасно спровођење мера представљају један од важних предуслова за успех донетих мера.

Макроекономски индикатори и пројекције

	Чешка		Хрватска		Црна Гора		Македонија		Босна и Херцеговина	
	2008.	2009.	2008.	2009.	2008.	2009.	2008.	2009.	2008.	2009.
Реални раст БДП-а у %	3,2	-3,5	2,4	-4,5	7,5	-2,7	5,0	-2,0	5,5	-3,0
Инфлација у %	6,3	1,0	6,1	3,8	9,0	4,5	8,3	1,0	7,4	2,1
Јавни дуг у % БДП-а	29,8	33,8	28,5	29,3	31,8	28,7	28,7	25,9	18,4	/
Текући рачун у % БДП-а	-3,1	-2,7	-9,4	-6,5	-31,3	-23,2	-13,1	-14,1	-14,8	-9,3
Фискални резултат у % БДП-а	-1,5	-4,5	-0,7	-3,4	1,8	2,7	-1,0	2,8	1,4	-4,4

	Пољска		Естонија		Летонија		Србија	
	2008.	2009.	2008.	2009.	2008.	2009.	2008.	2009.
Реални раст БДП-а у %	5,0	-1,5	-3,7	-10,0	-4,6	-18,0	5,6	-2,0
Инфлација у %	4,2	2,1	10,4	-1,5	15,3	3,3	8,6	10,0
Јавни дуг у % БДП-а	47,1	51,0	4,8	/	15,6	/	31,6	33,1
Текући рачун у % БДП-а	-5,5	-4,5	-9,2	-6,5	-13,2	-6,7	-16,0	-13,0
Фискални резултат у % БДП-а	-1,3	-4,6	-2,7	-2,8	-3,1	-3,9	-2,3	-3,0

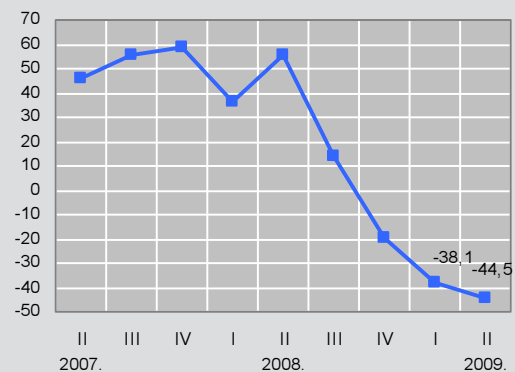
Извор: Eurostat, IMF World Economic Outlook, Emerging Europe Monitor.

Индикатори инвестиционе потрошње

У складу с падом економске активности, инвестициона потрошња у другом тромесечју бележи даљи пад. На то указује већина расположивих индикатора економске активности.

Нето дугорочно раздуживање предузећа у иностранству које је настављено у другом тромесечју представља показатељ смањења инвестиција у фиксне фондове. На то указује и податак о приливу по основу страних директних инвестиција, према коме је прилив мањи за 61,8% у односу на друго тромесечје претходне године. Такође, оштар пад увоза капиталних производа (44,5% мг.), као и пад физичког обима производње тих производа (22,3%), који је у мањој мери компензован убрзаним смањењем њихових залиха, потврђују знатно успоравање раста домаће тражње за капиталним производима. Слабењу динамике увоза капиталних производа допринео је успоренији раст кредита одобрених становништву и привреди. Подаци о висини одобрених краткорочних кредита којима предузећа финансирају залихе указују на пад инвестиција и у обртна средства у другом тромесечју. У прилог пада инвестиција говори и међугодишњи пад производње интермедијарних производа, уз знатан пад извоза и увоза.

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



У другом тромесечју је настављен пад увоза капиталних производа, што указује на пад инвестиционе активности.

Негативан допринос инвестиционој активности у другом тромесечју дала је и држава, будући да је њена инвестициона активност опала за 15,2% номинално, или 23% реално.

Табела III.5.3. Индикатори кретања инвестиција (стопе раста у %)

	I 2008.	II 2008.	III 2008.	IV 2008.	I 2009.	II 2009.
	I 2007.	II 2007.	III 2007.	IV 2007.	I 2008.	II 2008.
Реални показатељи						
Физички обим индустријске производње капиталних производа	7,8	18,4	3,6	-7,3	-29,8	-22,3
Физички обим индустријске производње интермедијарних производа	6,5	6,8	-0,2	-12,8	-34,7	-34,2
Грађевинарство	4,8	5,7	-0,2	-3,4	-14,4	-10*
Увоз интермедијарних производа	31,2	35,0	21,8	-13,6	-39,3	-41,4
Извоз интермедијарних производа	33,0	43,1	28,4	-26,6	-49,8	-53,3
Залихе интермедијарних производа	-2,4	-2,3	-1,3	-0,3	0,0	-4,2
Увоз капиталних производа	36,7	55,4	14,3	-19,8	-38,1	-44,5
Извоз капиталних производа	66,9	66,4	59,0	16,0	-21,2	-23,9
Залихе капиталних производа	-4,4	-5,3	-5,3	-8,7	-17,7	-20,5
Инвестициона потрошња државе	-46,9	23,2	-1,5	-25,8	-21,3	-23,0
	2008.			2009.		
Финансијски показатељи						
	I	II	III	IV	I	II
Средњорочно и дугорочно задуживање привреде у иностранству (нето), млрд EUR	627,9	870,6	714,2	379,0	-160,7	-195,1
Домаћи краткорочни кредити одобрени привреди, млрд динара	27,7	24,3	27,9	19,8	55,9	2,2
Домаћи дугорочни кредити одобрени становништву, млрд динара	22,5	3,5	6,3	45,7	12,8	-5,6
Домаћи дугорочни кредити одобрени привреди, млрд динара	14,1	7,2	38,3	39,7	18,6	3,4

* Процена НБС.

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

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

6. Кретања на тржишту рада

Зараде

Зараде су у другом тромесечју оствариле номинални раст, док су реално биле на нивоу из првог тромесечја. Јединични трошкови рада у индустрији и даље расту, како због даљег пада производње тако и због раста бруто плата.

Иако се продубљивање економске кризе наставило и у другом тромесечју, укупне зараде су, десезонирано посматрано¹¹, оствариле номиналан тромесечни раст од 2,3%, док су реалне зараде стагнирале. У односу на исто тромесечје претходне године, настављено је успоравање и номиналног и реалног раста зарада.

У другом тромесечју просечна нето зарада је износила 338 евра, што представља раст од 5,3% у односу на претходно. Томе је допринео како номинални раст зарада, тако и стабилизација, па и благо јачање динара према евр у јуну.

Ако посматрамо оригиналне серије података, номинални раст зарада је забележен у готово свим

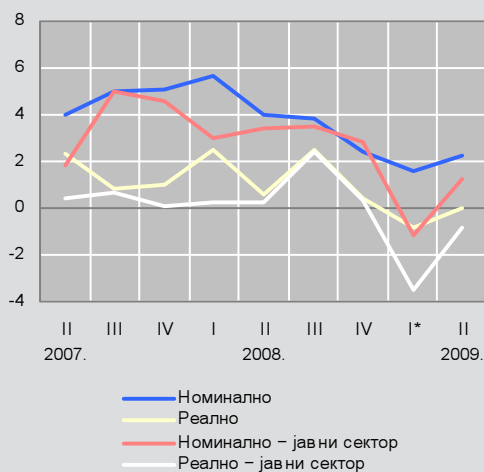
Графикон III.6.2. Кретање просечних нето зарада
(тримесечни раст, у %)



* Раст укупних номиналних и реалних зарада у 2009. години израчунат на основу нове методологије.

Зараде у већини делатности расту, а пре свега у финансијском сектору.

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



* Раст укупних номиналних и реалних зарада у 2009. години израчунат на основу нове методологије.

Десезонирани укупне зараде и зараде у јавном сектору су у другом тромесечју у односу на претходно оствариле номиналан раст.

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



Раст зарада и пад индустријске производње утицали су на раст јединичних трошкова производње.

¹¹ Подаци за 2007. годину су кориговани за ефекте промене методологије обрачуна зарада почетком 2008. године.

секторима. Највећи је био у сектору финансија, а затим у трговини.

Раст нето зарада у јавном сектору је био нешто нижи и износио је 1,2% номинално. Иако се у јавном сектору, због примене Закона о привременом смањењу плата у државној администрацији и јавном сектору, очекивало смањење зарада – то се није догодило.

Пад индустријске производње донекле је успорен у другом тромесечју, али и даље расту јединични трошкови рада. Раст бруто реалних зарада и пад броја запослених у индустрији имали су за резултат тромесечни раст јединичних трошкова рада од 2,5%. Због изразитог пада прерађивачке индустрије, раст јединичних трошкова рада је још већи и износи 4,8%.

Запосленост

Економска криза се у све већој мери одражава на тржиште рада, што је евидентно у знатном паду запослених и код правних и код физичких лица.

Неповољна економска кретања одразила су се у већој мери на физичке него на финансијске показатеље тржишта рада. Наиме, према подацима анкете РАД Републичког завода за статистику, званична запосленост у другом тромесечју је наставила да опада. Смањење запослености је забележено и код правних и код физичких лица (предузетника).

Кад је реч о правним лицима, поново је највеће смањење забележено у оквиру прерађивачке индустрије, где је број запослених смањен за око 9,5 хиљада, као и грађевинарства, за око хиљаду радних места.

Драстичан пад запослености – од око 135 хиљада лица – евидентиран је код предузетника. Узрок таквог пада није, међутим, само престанак с радом тих привредних субјеката, већ и ажурирање евиденције Републичког завода за здравствено осигурање.

Према подацима Националне службе за запошљавање, током другог тромесечја број незапослених лица се повећао за 4,6 хиљада (0,6%). Таквом кретању у великој мери је допринела смањена

Графикон III.6.4. Незапосленост (у хиљадама)



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

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

Графикон III.6.5. Запошљавање (у хиљадама)

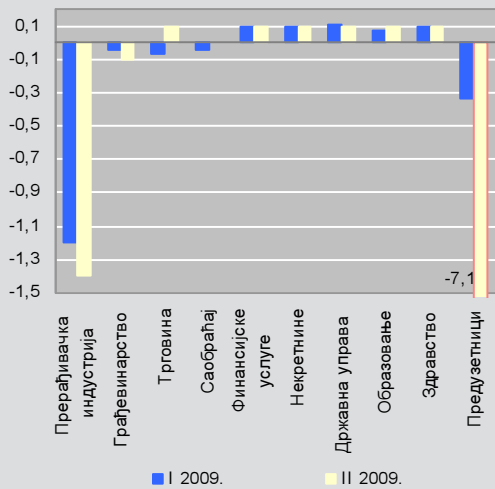


* Процена НБС.

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

Због рецесије, број заснованих радних односа изразито опада.

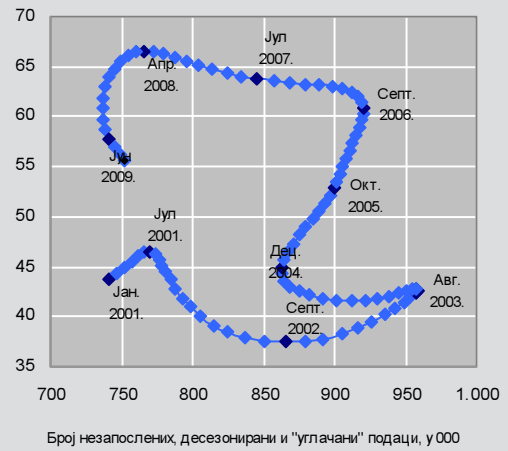
Графикон III.6.6. **Запосленост по секторима**
(допринос међугодишњем расту запослености,
у процентним поенима)



Највећи пад запослености регистрован је код физичких лица (предузетника).

Графикон III.6.7. **Беверицова крива**

Број слободних радних места, десезонирани и "углачани" подаци, у 000



Нагиб Беверицове криве потврђује продубљивање економске кризе.

активност запошљавања. Административна стопа незапослености повећана је са 22,7%, колико је износила у марту, на 23,9% у јуну.

Погоршање услова на тржишту рада потврђују такође последњи подаци Анкете о радној снази из априла 2009. године. Стопа запослености је у односу на октобар смањена за 2,5 процентних поена, а стопа

незапослености је повећана са 14,0% на 15,6%. Такви резултати су очекивани с обзиром на то да су се ефекти економске кризе осећали и у последњем тромесечју 2008. године.

На погоршање услова на тржишту рада указује и нагиб Беверицове криве¹² – број слободних радних места се смањило, а број незапослених повећао.

¹² Видети детаљније Извештај о инфлацији – мај 2009.

IV. Пројекција инфлације

Инфлација ће се у наредном периоду највероватније кретати у границама циљаног распона, изузев у случају да се повећа стопа ПДВ-а. Централна пројекција инфлације за крај 2009. године износи 9,0% (распон 7,4–11,3%), док би у већем делу 2010. требало да се креће испод централне вредности циљаног распона. Пад тражње, стабилизација девизног курса и успоравање раста регулисаних цена кључни су фактори који ће утицати на стабилизацију цена и даље снижавање референтне стопе у наредном периоду.

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

Почетни услови

Инфлација је у другом тромесечју била нижа него у првом и кретала се у границама циљаног распона, пре свега захваљујући знатно споријем расту регулисаних цена него на почетку године, али и стабилизацији девизног курса и ниској тражњи.

Ни у наредном периоду, барем до краја године, не очекују се веће корекције регулисаних цена, с

изузетком цена нафтних деривата, које су у порасту због раста светских цена нафте. И поред тога, раст регулисаних цена у целој 2009. години биће знатно виши од договорених $13\pm 2\%$.

Поред тога, раст цена пољопривредних производа – што је веома значајно у летњим месецима – неће знатније одступити од наших очекивања како због солидне године у пољопривреди, тако и због ниских цена пољопривредних производа на светском тржишту.

Табела IV.1.1. Претпоставке пројекције за 2009. и 2010. годину

	2009.	2010.
Екстерне претпоставке		
Инфлација у ЕУ (дец. на дец.)	0,6%	1,3%
Референтна каматна стопа ЕЦБ-а (на крају године)	1,0%	1,25%
Раст БДП-а у еврозони	-4,4%	0,4%
Цена уралске нафте по барелу (раст у години)	70%	10%
Интерне претпоставке		
Раст БДП-а	-3,6%	1,5%
Регулисана цене без деривата нафте (дец. на дец.)	13,9%	12,0%
Цене пољопривредних производа (дец. на дец.)	9,3%	9,0%
Дефицит републичког буџета (учешће у БДП-у)	-4,5%	2,0%
Трендови		
Апресијацијски тренд реалног курса (просек)	1,3%	2,6%
Тренд реалне камате (просек)	6,2%	5,0%

У правцу смиривања инфлаторних притисака делује и стабилност девизног курса, која траје од фебруара. Изразит пад дефицита текућег платног биланса, повратак штедње у банкарски систем и пад премије ризика – основни су разлози стабилизације девизног курса (а у јуну чак и јачања динара), и поред неколико смањења референтне стопе.

Тражња на средњи рок је и даље главни дезинфлаторни фактор. Економска активност је и у другом тромесечју била у паду, а негативан производни јаз, као мера тражње, незнатно је нижи него у првом.

Ни фискална политика у другом тромесечју није генерисала инфлаторне притиске, с обзиром на то да је дефицит републичког буџета, иако већи од планираног, у највећој мери био финансиран на неинфлаторан начин – издавањем трезорских записа. Могуће је, међутим, да држава у наредном периоду на приходној страни потражи излаз у повећању ПДВ-а, што би за последицу имало раст цена.

И поред више снижења референтне стопе, степен експанзивности монетарне политике је у другом тромесечју нешто мањи због смањења депресијацијског јаза реалног курса. Снижења референтне стопе у периоду април–јул (са 16,5% на 12%) нису била мотивисана само смиривањем инфлаторних притисака, већ и тиме што су пословне банке у претходном периоду прихватале ниже стопе приноса на двонедељне репо записе, због пада премије ризика и смиривања депресијацијских притисака.

Претпоставке пројекције

Нова пројекција заснива се на претпоставци да ће регулисане цене без деривата нафте у току 2009. године забележити раст нешто виши од планираних 13%, док би у току наредне године раст био нешто нижи. Укупан раст регулисаних цена (с дериватима нафте) свакако ће премашити планирани оквир. Такође, претпостављено је да ће година у пољопривреди бити „просечна“, с неутралним ефектом на раст цена.

Претпоставка пројекције је и да ће се у наредном периоду наставити пад премије ризика, што ће, уз пораст депресијацијског тренда реалног курса, довести до нижег тренда реалне камате.

Када су у питању екстерне претпоставке, привредна активност и инфлација у зони евра у наредној години

требало би да буду у порасту, што би створило услове да Европска централна банка повећа референтну каматну стопу. Такође, претпоставка пројекције је да ће и светска цена нафте до краја текуће и у току наредне године имати умерен пораст.

Рецесија у међународном окружењу и ниска светска тражња и у наредном периоду деловаће рецесионо на српску економију, па ће тражња и даље бити на ниском нивоу.

Пројекција инфлације

Централна пројекција инфлације за крај 2009. године износи 9,0%, с распонем пројекције од 7,4 до 11,3%, док се централна пројекција у већем делу 2010. године креће испод средње вредности циљаног распона.

Фактори који ће утицати на инфлацију у кратком року (до краја године) имају стабилно кретање: регулисане цене ће углавном мировати, цене пољопривредних производа ће највероватније имати просечан раст, а кретање девизног курса је стабилно. Ти фактори би, уз и даље ниску тражњу, требало да резултирају релативно ниским месечним стопама инфлације до краја године.

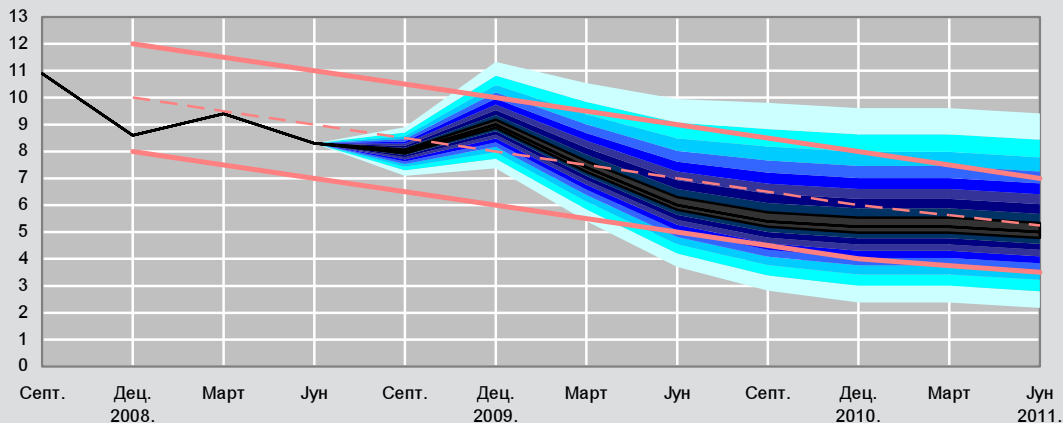
Међугодишња стопа инфлације би тако у трећем тромесечју требало да се креће око средње вредности циљаног распона, док ће се крајем године највероватније приближити горњој граници циљаног распона због ниске базе (тј. ниских месечних стопа инфлације крајем прошле године).

Средњорочно посматрано, главни фактор успоравања раста цена биће ниска тражња. Производни јаз, као мера тражње, у целом периоду пројекције требало би да остане негативан, с обзиром на рецесионе тенденције у свету. У том смислу, дезинфлаторно ће деловати и замрзавање номиналних пензија и зарада у јавном сектору до краја 2010. године.

Поред тога, депресијацијски јаз, који се у другом тромесечју смањивао, у трећем ће се, вероватно, потпуно затворити, па по том основу не очекујемо инфлаторне (ни дезинфлаторне) ефекте.

У наредном периоду, иначе, не очекујемо снажније депресијацијске притиске, с обзиром на знатан пад дефицита текућег платног биланса, повратак штедње у банкарски систем, пад премије ризика и олакшано задуживање домаћих банака и предузећа у иностранству.

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



Инфлација ће се у наредном периоду највероватније кретати у границама циљаног распона ако до краја године не дође до повећања ПДВ-а. Очекујемо да ће раст индекса потрошачких цена у 2009. години износити 9,0%, у оквиру распона од 7,4 до 11,3%. Распон пројекције је асиметричан навише због могућег повећања ПДВ-а.

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

Због свега тога, у току већег дела наредне године инфлација би се могла кретати ближе доњој граници циљаног распона (централна пројекција). Свакако, одступања од ове пројекције су могућа, на шта указује и релативно широк и благо навише асиметричан распон пројекције.

Са овом пројекцијом инфлације конзистентан је наставак снижења референтне стопе у наредном периоду. То би могло да утиче на умерено слабење динара (ако не дође до ап्रेसијацијских притисака по другим основима), али у мери која не би угрозила циљану инфлацију.

Ризици остварења пројекције

Кључни ризици пројекције везани су за исход преговора с ММФ-ом. Овде мислимо пре свега на могућност повећања ПДВ-а, али и на евентуални прекид аранжмана с ММФ-ом, мада то (ово последње) сматрамо мало вероватним.

Повећање стопе ПДВ-а би директно утицало на једнократно поскупљење производа на које се примењује повећана стопа, што би узроковало раст међугодишње стопе инфлације (у односу на основни сценарио) у периоду од годину дана након повећања ПДВ-а. Поред тога, индиректни ефекти на цене могли би се осетити и због раста инфлаторних очекивања.

Са аспекта остварења пројекције, иако би имало инфлаторне ефекте, повећање ПДВ-а је свакако далеко бољи избор од евентуалног прекида аранжмана с ММФ-ом. Прекид аранжмана би довео до пораста премије ризика и отеженог приступа капиталу из иностранства, што би поново узроковало снажне депресијацијске притиске са инфлаторним последицама.

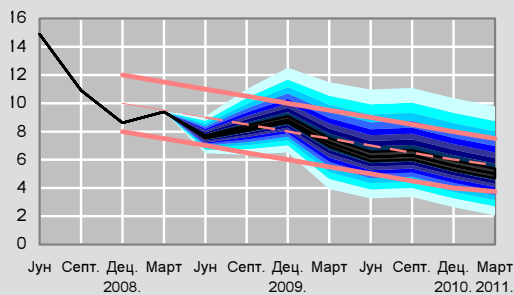
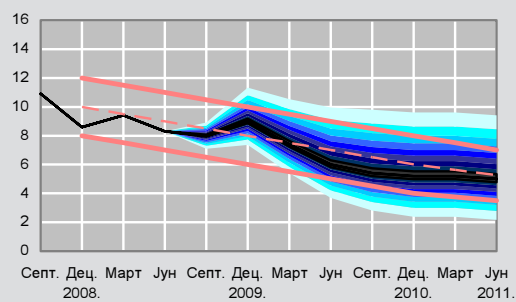
Поређење пројекција

Нова пројекција инфлације је у кратком року приближна пројекцији објављеној у мајском Извештају о инфлацији, док је у средњем року нижа.

Пројекција инфлације до краја године приближно је иста у мајском и августовском Извештају. С једне стране, раст светских цена нафте виши је у новој пројекцији, док је, с друге, динар у другом и почетком трећег тромесечја ојачао у већој мери него што смо очекивали у мају.

И на средњи рок, динар је у новој пројекцији јачи него у мајској, што представља кључни разлог што је за 2010. годину нова пројекција инфлације нижа. Разлози јачег динара у новој пројекцији су знатан пад текућег дефицита и премије ризика, као и повратак штедне у банкарски систем – све у знатно већој мери него што смо очекивали у мају.

Графикон IV.1.2. Поређење текуће с претходном пројекцијом

Мајска пројекција
(међугодишње стопе, у %)**Августовска пројекција**
(међугодишње стопе, у %)

Нова пројекција инфлације је у кратком року приближна пројекцији објављеној у мајском Извештају о инфлацији, док је у средњем року нижа. Распон нове пројекције незнатно је ужи него у мајској пројекцији, због тога што је смањен ризик у погледу цена пољопривредних производа.

Распон нове пројекције инфлације незнатно је ужи него у мајској пројекцији, због тога што је ризик у погледу цена пољопривредних производа сада мањи и све је извесније да ове године неће бити инфлаторног удара с те стране.

С обзиром на то да су инфлаторни притисци слабији него у мајској пројекцији, нова пројекција претпоставља нешто брже ублажавање монетарне политике.

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

	Мајска пројекција	Августовска пројекција
	2009.	2009.
Екстерне претпоставке		
Инфлација у ЕУ (дец. на дец.)	1,0%	0,6%
Каматна стопа у ЕУ на крају године	1,0%	1,0%
Раст БДП-а у еврозони	-4,1%	-4,4%
Цена уралске нафте по барелу (дец. на дец.)	45%	70%
Интерне претпоставке		
Раст БДП-а	-3,0%	-3,6%
Регулисана цена без деривата нафте (дец. на дец.)	13,8%	13,9%
Цене пољопривредних производа (дец. на дец.)	9,4%	9,3%
Дефицит републичког буџета (учешће у БДП-у)	-3,0%	-4,5%
Трендови		
Тренд реалног курса (просек)	0,5%	1,3%
Тренд реалне камате (просек)	6,4%	6,2%

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 референтна каматна стопа у наредном периоду бити снижена него да се неће мењати (садашњи ниво је 12%).

Простор за ублажавање монетарне политике и даље постоји с обзиром на низак ниво тражње, стабилизацију девизног курса, замрзавање зарада у јавном сектору, као и најаву државе да ће у другој

половини године раст регулисаних цена бити знатно спорији.

Снижење референтне стопе биће омогућено и захваљујући већој спремности пословних банака да прихвате нижи принос на репо записе због пада премије ризика и заустављања депресијацијских притисака.

Монетарни одбор ће, међутим, имајући у виду ризике остварења циља у 2010. години, с наставком снижења референтне стопе сачекати до дефинисања основних елемената економске политике за наредну годину.

Табела А
Индикатори екстерне позиције Србије

	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	I 2009.	II 2009.
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ ЛИКВИДНОСТИ (у %)										
Девизне резерве/увоз робе и услуга (у месецима)	2,2	2,8	3,3	2,7	4,3	6,3	5,2	5,5	7,7	8,2
Девизне резерве/краткорочни дуг	114,0	223,5	336,3	425,0	385,9	717,3	729,8	336,4	412,4	516,4
Девизне резерве/БДП	10,3	13,6	16,3	16,3	24,2	38,4	32,6	24,2	24,6	27,9
Отплата дуга/БДП	0,8	1,4	2,0	3,9	4,6	7,0	9,8	10,5	9,8	13,0
Отплата дуга/извоз робе и услуга	3,8	7,0	9,0	16,5	17,7	23,5	33,9	34,8	34,2	44,2
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)										
Спољни дуг/БДП	98,3	67,2	62,3	54,3	64,2	63,3	60,2	64,7	65,1	68,2
Краткорочни дуг/БДП	9,1	6,1	4,8	3,8	6,3	5,3	4,5	7,2	6,0	5,4
Спољни дуг/извоз робе и услуга	463,9	344,8	281,6	232,3	245,1	214,2	204,8	214,7	221,9	236,7
ИНДИКАТОРИ ИЗЛОЖЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКОМ РИЗИКУ (у %)										
Девизне резерве/М1	135,9	143,3	195,3	221,0	291,1	356,5	306,9	300,3	365,8	372,3
Девизне резерве/примарни новац	136,3	132,0	168,0	166,2	170,3	177,8	173,9	140,7	161,0	177,2
СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ)/БДП										
	60,3	59,4	63,6	73,2	73,4	80,4	82,1	83,4	77,1	73,4

	Нов.	Јул	Фебр.	Јун
КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ	Standard & Poor's: B+	Standard & Poor's и Fitch: BB-	Standard & Poor's: BB-/позитиван; Fitch: BB-/стабилан	Standard & Poor's и Fitch: BB-/стабилан
	Standard & Poor's и Fitch: BB-/негативан			

МЕМОРАНДУМ:	(у милионима евра)									
БДП	12.821	16.034	17.416	19.075	20.358	23.521	29.543	33.703	6.516	7.229
Спољни дуг	12.609	10.768	10.857	10.355	13.064	14.884	17.789	21.800	21.445	21.749
Сервисирање спољног дуга	102	218	348	736	945	1.635	2.885	3.531	637	943
Девизне резерве централне банке	1.325	2.186	2.840	3.117	4.935	9.025	9.641	8.160	8.110	8.885
Краткорочни дуг	1.163	978	844	733	1.279	1.258	1.321	2.426	1.966	1.721
Биланс текућих трансакција	312	-690	-1.356	-2.640	-1.765	-2.381	-4.615	-5.786	-818	-162

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

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

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

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

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

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

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

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

Напомене:

- У публикацији ММФ-а *International Financial Statistics* од октобра 2006. појављује се страница за Републику Србију с подацима из монетарне статистике. За потребе тог извештаја, НБС је своје статистичке извештаје ускладила с међународним статистичким стандардима и методологијом која је, на нивоу ММФ-а, усклађена за све земље. С тим у вези, ускладили смо индикаторе изложености финансијском ризику.
- Размена са Црном Гором регистрована је према припадајућим трансакцијама од 2003. године.
- Отплата спољног дуга не укључује превремену отплату дуга;
- БДП за 2008. и 2009. годину је процена Народне банке Србије.
- У складу с *ВРМ5*, део процењених дознака пребачен је из финансијског у текући биланс.

Табела Б
Основни макроекономски индикатори

	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	I 2009.	II 2009.
Реални раст БДП-а (у %)	5,6	3,9	2,4	8,3	5,6	5,2	6,9	5,4	-4,2	-4,4 ¹⁾
Потрошачке цене (у % у односу на исти месец претходне године) ²⁾	40,7	14,8	7,8	13,7	17,7	6,6	11,0	8,6	9,4	8,3
Базна инфлација (у % у односу на исти месец претходне године) ²⁾	20,5	4,4	6,1	11,0	14,5	5,9	7,9	10,3	10,2	6,9
Девизне резерве НБС (у млн евра)	1.325,1	2.186,0	2.839,5	3.117,3	4.935,1	9.024,8	9.640,7	8.160,4	8.110,2	8.884,8
Извоз (у млн евра) ³⁾	2.718	3.123	3.856	4.458	5.330	6.949	8.686	10.152	1.859	2.134
- стопа раста у % у односу на претходну годину	21,1	14,9	23,5	15,6	19,6	30,4	25,0	16,9	-21,3	-18,8
Увоз (у млн евра) ³⁾	-5.016	-6.399	-7.220	-9.500	-9.613	-11.971	-15.578	-17.956	-3.201	-3.178
- стопа раста у % у односу на претходну годину	32,3	27,6	12,8	31,6	1,2	24,5	30,1	15,3	-22,6	-31,8
Текући рачун платног биланса ⁴⁾ (у млн евра)	-318	-1.314	-1.251	-2.278	-1.804	-3.137	-4.615	-5.876	-818	-162
у % БДП-а	-2,5	-8,2	-7,2	-11,9	-8,9	-13,3	-15,6	-17,4	-12,5	-2,2
Незапосленост, званични подаци (у %) ⁵⁾	21,8	24,5	26,1	23,9	25,3	26,6	24,0	22,0	22,8	23,9
Незапосленост по анкети (у %) ⁶⁾	12,2	13,3	14,6	18,5	20,8	20,9	18,1	14	/	15,6
Зараде (просечне за период, у еврима)	89,9	151,7	176,7	194,4	210,4	260	347	403	321	338
Републички буџетски дефицит/суфицит (у % БДП-а) ⁷⁾	-0,2	-4,3	-2,6	-0,3	0,3	-1,9	-1,7	-1,8	-3,7	/
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а)										
- Методологија Министарства финансија	0,0	-1,8	-2,1	1,1	1,2	-1,1	-1,4	-2,2	-1,9	-6,6
- Методологија ММФ-а	-0,5	-2,6	-2,7	0,7	0,7	-2,0	-2,1	-2,5	-1,9	-6,6
Јавни дуг Републике Србије (спољни + унутрашњи, у % БДП-а) ⁷⁾	97,6	76,4	69,9	55,4	48,0	41,6	33,7	25,4	27,7	/
Курс динара према долару (просек у периоду)	66,68	64,46	57,56	58,39	66,70	67,10	58,44	55,76	72,12	69,09
Курс динара према долару (крај периода)	67,67	58,98	54,64	57,94	72,22	59,98	53,73	62,90	71,59	66,25
Курс динара према евра (просек у периоду)	59,78	60,68	65,05	72,57	82,92	84,16	79,98	81,44	93,93	94,15
Курс динара према евра (крај периода)	59,71	61,52	68,31	78,89	85,50	79,00	79,24	88,60	94,78	93,44
Меморандум										
БДП (у млн евра) ⁸⁾	12.821	16.034	17.416	19.075	20.358	23.521	29.543	33.703	6.516	7.229

¹⁾ Процена Народне банке Србије.

²⁾ Цене на мало до 2006.

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

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

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

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

⁷⁾ Извор: Билтен Министарства финансија РС.

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

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

Додатак 1. Промене обавезне резерве банака и пруденцијалне мере

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

А) Промене обавезне резерве банака

Правни основ	О с н о в а	Стопа	Плаћање кам. на средства издвојене о. р.	Први обрачун	Очекивани ефекат мера
39/09	<p>Динарска основца</p> <p>Део динарске основце - сужен</p> <p>Динарска основца за обрачун обавезне резерве умањује се за износ динарских кредита и кредита с девизном клаузулом који су банке после 30. априла 2009, а у складу с Програмом Владе РС, одобриле за одржавање ликвидности и финансирање трајних средстава, искључујући репрограмирани кредити, с тим да то умањење не може бити веће од износа прираста укупних кредита одобрених привреди; при обрачуну тог прираста искључују се ефекти промене курса динара.</p> <p>Девизна основца</p> <p>Део девизне основце – сужен</p> <p>Девизна основца за обрачун обавезне резерве умањује се за износ динарских кредита и кредита с девизном клаузулом који су банке после 30. априла 2009, а у складу с Програмом Владе РС, одобриле за одржавање ликвидности и финансирање трајних средстава, искључујући репрограмирани кредити, с тим да то умањење не може бити веће од износа прираста укупних кредита одобрених привреди; при обрачуну тог прираста искључују се ефекти промене курса динара.</p>	непромењена	плаћа се	17. јун 2009.	Ова тачка је преузета из Одлуке о привременим мерама за очување стабилности система у РС и пренета у Одлуку о о.р., с обзиром на то да су привремене мере престале да важе 10. јуна 2009. ("Сл. гласник РС", бр. 44/09).
44/09	<p>Динарска основца - непромењена</p> <p>Девизна основца - непромењена</p> <p>Банке ће обрачунавати обавезну резерву по стопи од 0% на пораст просечног дневног књиговодственог стања динарских и девизних обавеза по основу депозита и кредита примљених из иностранства и девизних субординираних обавеза у односу на просечно стање тих обавеза из септембра 2008, и то закључно са обрачунском ОР који ће Народной банци Србије доставити 17. јула 2010. године, а према просечном дневном књиговодственом стању средстава из јуна 2010. године.</p> <p>Изузетак од обавезе банака да 40% обрачунате ОР у вријема издвојару у динарима је обрачуната девизна ОР по основу девизних средстава која даваци лизинга држе код банке, која чини 100% обрачунате ОР у вријема по том основу.</p>	непромењена непромењена	плаћа се не плаћа се		
47/09	<p>Динарска основца</p> <p>Део динарске основце - промењен</p> <p>Продужен је рок до кога могу бити примљена средства из иностранства која не улазе у основу са 31. 12. 2009. на 31. 12. 2010, тако да банке не обрачунавају о.р. на износ обавеза у динарима по основу депозита и кредита примљених из иностранства у периоду од 1. 10. 2008. до 31. 12. 2010, до првобитно утврђеног рока доспећа тих обавеза.</p> <p>Девизна основца</p> <p>Део девизне основце - промењен</p> <p>Продужен је рок до кога могу бити примљена средства из иностранства која не улазе у основу са 31. 12. 2009. на 31. 12. 2010, тако да банке не обрачунавају о.р. на износ обавеза у динарима по основу депозита и кредита примљених из иностранства у периоду од 1. 10. 2008. до 31. 12. 2010, до првобитно утврђеног рока доспећа тих обавеза.</p>	непромењена непромењена	плаћа се не плаћа се		

Б) Пруденцијалне мере везане за кредитну активност

Правни основ	О с н о в а	О п и с	Претходно стање
43/09	Одлука о привременим мерама за очување финансијске стабилности у Републици Србији	Банка је дужна да однос између активе и пасиве одржава тако да укупна нето отворена девизна позиција банке, укључујући и апсолутну вредност нето отворене позиције у злату, на крају сваког радног дана, изузетно од одредаба одлуке којом се уређује управљање ризицима банке, не буде већа од 20% њеног капитала. Такође, изузетно од одредаба одлуке којом се уређује адекватност капитала банке, одбитне ставке допунског капитала банке чине: а) стечене сопствене приоритетне кумулативне акције и б) износ субординираних обавеза већи од 75% основног капитала банке.	Дана 6. јуна 2009. ступила на снагу.
44/09	Одлука о усклађивању стања бруто пласмана одобрених становништву са основним капиталом банака		Дана 10. јуна 2009. ступила на снагу Одлука о престанку важења Одлуке о усклађивању стања бруто пласмана одобрених становништву са основним капиталом банака.

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

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

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

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

Дана 10. јуна 2009. ступила је на снагу Одлука о престанку важења Одлуке о привременим мерама за очување стабилности банкарског система у Републици Србији („Службени гласник РС“, бр. 44/2009).

Додатак 3. Посебне мере подршке финансијској стабилности земље

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Дана 18. јула 2009. ступила је на снагу Одлука о измени Одлуке о посебним мерама подршке финансијској стабилности земље („Службени гласник РС“, бр. 51/2009). Том одлуком је банкама омогућено да 30% обрачунате обавезне резерве у еврима издвајају у динарима – уместо 40% те резерве, колико је прописано одлуком којом се уређује обавезна резерва банака код Народне банке Србије.

Списак табела и графика

Графикони

II.0.1. Кретање цена (тримесечни раст)	10
II.0.2. Кретање цена (међугодишњи раст)	10
II.0.3. Допринос месечној стопи раста потрошачких цена	10
II.0.4. Допринос стопи раста базне инфлације	10
II.0.5. Допринос појединих група производа стопи раста потрошачких цена у првом тримесечју	11
II.0.6. Краткорочна пројекција инфлације	12
II.0.7. Очекивана и циљана инфлација у 2010. години	13
III.0.1. Индекс монетарних услова	17
III.0.2. Реални девизни курс и његов тренд	17
III.0.3. Реална каматна стопа и њен тренд	18
III.1.1. Референтна каматна стопа НБС	18
III.1.2. Кретање каматне стопе и стање портфеља трезорских записа РС	19
III.1.3. Кретање каматних стопа у 2009.	19
III.1.4. Крива приноса на међубанкарском тржишту новца	20
III.1.5. Референтна каматна стопа НБС и каматне стопе пословних банака	20
III.1.6. Кретање каматне стопе EURIBOR 6М и каматне стопе на кредите банака	20
III.1.7. Индекс BELEX 15 у 2009.	21
III.1.8. Индекси BELEX 15, CROBEX и NTX	21
III.1.9. Кретање курса динара према еврџу и двонедељне репо стопе	22
III.1.10. Дневне промене курса динара према еврџу	22
III.1.11. Номинални курс динара	22
III.1.12. Показатељи премије ризика – EMBI по земљама	23
III.1.13. Кретање одређених курсева националних валута према еврџу	23
III.2.1. Међугодишњи раст увозних цена производа према степену обраде	27
III.2.2. Базна и увозна инфлација	27
III.2.2. Кретање цена нафте	28
III.3.1. Извоз и увоз робе	29
III.3.2. Структура финансијског биланса	29
III.3.3. Нето коришћење финансијских кредита	30
III.3.4. Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала	30
III.3.5. Покривеност увоза девизним резервама	30
III.4.1. Кретање монетарних агрегата дефлационирано потрошачким ценама	32
III.4.2. Активне каматне стопе на динарске кредите становништву	33
III.4.3. Реални домаћи кредити и директно задуживање предузећа у иностранству	33
III.4.4. Структура нето прилива капитала	34
III.4.5. Извори раста пласмана банака	34
III.4.6. Веза између реалних кредита приватном сектору и економске активности	34
III.5.1. Допринос међугодишњем расту БДП-а	35
III.5.2. Кретање БДП-а – процене по тримесечјима	36
III.5.3. Раст индикатора економске активности (десезониране тримесечне стопе раста, на годишњем нивоу)	36
III.5.4. Раст индикатора економске активности (међугодишње стопе раста)	36

III.5.5. Тромесечни покретни просеци индустријске производње и трговине на мало	37
III.5.6. Очекивани привредни раст у Србији у 2009.	37
III.5.7. Производни јаз	38
III.5.8. БДП и инфлација у еврозони	38
III.5.9. Раст БДП-а најважнијих спољнотрговинских партнера Србије и пројекције	39
III.5.10. Кретање тражње становништва и БДП-а	40
III.5.11. Јавни приходи и расходи (методологија ММФ-а)	41
III.5.12. Структура јавних расхода	41
III.5.13. Раст увоза капиталних добара	50
III.6.1. Кретање просечних нето зарада – укупно и јавни сектор	51
III.6.2. Кретање просечних нето зарада	51
III.6.3. Кретање продуктивности, бруто реалних плата и јединичних трошкова рада у индустрији	51
III.6.4. Незапосленост	52
III.6.5. Запошљавање	52
III.6.6. Запосленост по секторима	52
III.6.7. Беверицова крива	53
IV.1.1. Пројектована инфлација	57
IV.1.2. Поређење текуће с претходном пројекцијом	58
Табеле	
II.0.1. Показатељи раста цена	10
II.0.2. Раст потрошачких цена по компонентама	11
II.0.3. Допринос стопи раста потрошачких цена	11
II.0.4. Најзначајније очекиване промене регулисаних цена у другом тромесечју	12
III.1.1. Структура промета на МДТ-у	23
III.3.1. Платни биланс у % БДП-а	29
III.3.2. Доприноси стопи раста девизних резерви НБС	32
III.4.1. Стопе раста монетарних агрегата	32
III.5.1. Фискални резултат	41
III.5.2. Консолидовани јавни расходи	42
III.5.3. Индикатори кретања инвестиција	50
IV.1.1. Претпоставке пројекције за 2009. годину	55
IV.1.2. Промене претпоставки у текућој у односу на претходну пројекцију	58
Табела А. Индикатори екстерне позиције Србије	60
Табела Б. Основни макроекономски индикатори	61

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

Седнице Монетарног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе

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

Саопштења са седница Монетарног одбора Народне банке Србије

Саопштење са седнице Монетарног одбора, 22. мај 2009.

Монетарни одбор је, након разматрања актуелних економских кретања, одлучио да задржи референтну каматну стопу на непромењеном нивоу од 14 одсто.

На данашњој седници Монетарни одбор је усвојио Извештај о инфлацији - мај 2009. године.

Усвојена је и измена Одлуке о обавезној резерви банака код Народне банке Србије, којом је Народна банка, кроз инструмент обавезне резерве, омогућила додатну подршку Владином Програму мера за ублажавање негативних ефеката светске економске кризе у Србији.

Важећом Одлуком о обавезној резерви банака код Народне банке Србије, прописано је да се основица за обрачун обавезне резерве, између осталог, умањује за износ кредита које су банке одобриле привреди за финансирање инвестиција и сличне намене, као и за износ потрошачких кредита који су одобрени за куповину трајних потрошних добара произведених у Србији, а у складу са поменутиим Програмом Владе.

Изменом коју је данас усвојио Монетарни одбор, основица за обрачун обавезне резерве умањује се и за износ кредита који су банке, у складу са владиним програмом, одобриле за одржавање ликвидности и финансирање трајних обртних средстава после 30. априла 2009, искључујући репрограмирани кредити. При томе, то умањење основице не може бити веће од износа прираста укупних кредита одобрених привреди, у односу на стање тих кредита на дан 30. априла 2009, при чему се искључује ефекат промене курса динара.

Ова одлука примењивала би се почев од обрачуна обавезне резерве на дан 17. јуна 2009, а према стању динарске, односно девизне основице у мају.

Ова одлука примењивала би се почев од обрачуна обавезне резерве на дан 17. јуна 2009, а према стању динарске, односно девизне основице у мају.

Саопштење са седнице Монетарног одбора, 8. јун 2009.

Монетарни одбор Народне банке Србије је, након разматрања актуелних економских кретања, одлучио да референтну каматну стопу снизи за један процентни поен – са 14 на 13 одсто.

Иако је фискална политика експанзивна, пре свега због подбачаја у буџетским приходима, Монетарни одбор је имао у виду да нове рестриктивне мере фискалне политике тек треба да дају ефекте на смањење буџетског дефицита, због чега би у наредном периоду фискална политика требало да има дезинфлаторни карактер.

Пад привредне и спољнотрговинске активности већи је од очекиваног и тражња је и даље на ниском нивоу. Монетарни одбор сматра да ће овај фактор и у наредном периоду деловати дезинфлаторно.

У мају је забележено и смањење притисака на девизну ликвидност, пре свега захваљујући краткорочном задуживању банака у иностранству, обнављању девизне штедње и откупу девиза од мењача и физичких лица од стране банака. Уз пад премије ризика, сви ти фактори ће допринети да, и поред ублажавања монетарне политике, не дође до нових депресијацијских притисака.

Иако оцењује да има простора да се настави с ублажавањем монетарне политике, Монетарни одбор упозорава да и даље постоје озбиљни ризици у спровођењу овогодишње пројекције инфлације, везани пре свега за регулисане цене, након њиховог високог раста у првих пет месеци. Такође, уколико договорени критеријуми с ММФ-ом за прво полугодиште не буду испуњени, постоји вероватноћа да Србија не повуче другу траншу по основу актуелног аранжмана, као и да ће морати да предузима додатне мере ради остварења програмских циљева.

На данашњој седници, Монетарни одбор је усвојио и Одлуку о престанку важења Одлуке о усклађивању стања бруто пласмана одобрених становништву са основним капиталом банака, коју је Народна банка донела у јуну 2006. као једну од додатних мера за смањење агрегатне тражње и сузбијање инфлаторних тенденција. Будући да су у периоду примене ове одлуке, почев од септембра 2006. до краја априла 2009, банке стање основног капитала повећале са 147,2 милијарде на 391,0 милијарди динара, Монетарни одбор је, имајући у виду околности на светском финансијском тржишту и актуелна монетарна кретања, оценио да су се стекли услови да се та одлука

стави ван снаге. Такође, због знатног успоравања агрегатне тражње и рецесионих тенденција изазваних светском економском кризом, оцењено је да више не постоји потреба за ограничавањем крајњих рокова готовинских кредита које банке одобравају становништву.

Одлука о престанку важења Одлуке о усклађивању стања бруто пласмана одобрених становништву са основним капиталом банака ступиће на снагу наредног дана од дана објављивања у „Службеном гласнику РС“.

Саопштење са седнице Монетарног одбора, 25. јун 2009.

Монетарни одбор Народне банке Србије је на данашњој седници разматрао актуелна економска кретања и одлучио да референтну каматну стопу задржи на непромењеном нивоу од 13 одсто.

Наредна седница Монетарног одбора одржаће се 6. јула.

Саопштење са седнице Монетарног одбора, 10. јул 2009.

Монетарни одбор Народне банке Србије је, након разматрања економских кретања, одлучио да снизи референтну каматну стопу за један процентни поен, тако да она од данас износи 12 одсто.

Разлоге за наставак релаксације монетарне политике образложиће на данашњој конференцији за новинаре гувернер Народне банке Србије Радован Јелашић.

Ради побољшања динарске ликвидности банкарског сектора, Монетарни одбор је усвојио и измене Одлуке о посебним мерама подршке финансијској стабилности земље. Овим изменама банкама је омогућено да 30 одсто динарске противвредности обрачунате обавезне резерве у еврима убудуће издвајају у динарима, уместо 35 одсто како је прописано важећом одлуком.

Поменуте измене, које ће се примењивати од 18. јула 2009, треба да допринесу повећању динарске ликвидности банкарског сектора за око 13 милијарди динара.

Саопштење са седнице Монетарног одбора, 10. август 2009.

Монетарни одбор Народне банке Србије је на данашњој седници, након разматрања текућих економских кретања, одлучио да референтну каматну стопу задржи на непромењеном нивоу од 12 одсто.

Наредна седница Монетарног одбора одржаће се 4. септембра 2009. године.