

НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

**ИЗВЕШТАЈ
О ИНФЛАЦИЈИ**
Треће тромесечје 2006

Београд, децембар 2006.

Уводна напомена

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

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

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

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

Извештај о инфлацији за треће тромесечје 2006. године одобрен је на састанку Монетарног одбора 26. 12. 2006. године.

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

Монетарни одбор Народне банке Србије:

Радован Јелашић, *гувернер*

Ана Глигоријевић, *вицегувернер*

Диана Драгутиновић, *вицегувернер*

Мира Ерић-Јовић, *вицегувернер*

Садржај

I. Резиме	1
II. Кретање инфлације.....	3
III. Детерминанте инфлације.....	5
1. Монетарни услови.....	5
Каматне стопе	5
Кретање курса динара	10
2. Увозне цене.....	12
3. Платнобилансна кретања	14
4. Монетарна кретања и монетарна политика	20
Примарни новац.....	20
Новчана маса	21
Кредити банака приватном сектору.....	22
Ликвидност банака	23
Штедња становништва	24
Штедни записи Народне банке Србије	24
5. Кретање понуде и тражње	25
Понуда и извори раста	25
Тражња и употреба бруто домаћег производа	25
6. Кретања на тржишту рада	29
Зараде.....	29
Запосленост	29
IV. Пројекција инфлације.....	31
1. Инфлациона очекивања	31
2. Средњорочна пројекција инфлације	32

Додатак 1: Промене обавезне резерве банака

Додатак 2: Пруденцијалне мере за ограничење кредитног раста

Додатак 3: Меморандум Народне банке Србије о принципима новог оквира монетарне политике на путу ка остварењу циљева ниске инфлације

I. Резиме

У току 2006. године укупна и базна инфлација су испољиле силазни тренд. У септембру је годишња стопа раста укупне инфлације износила 11,6%, а базне 10,1%. То представља знатан пад у односу на јун, када су ове стопе износили 15,1% и 11,4%.

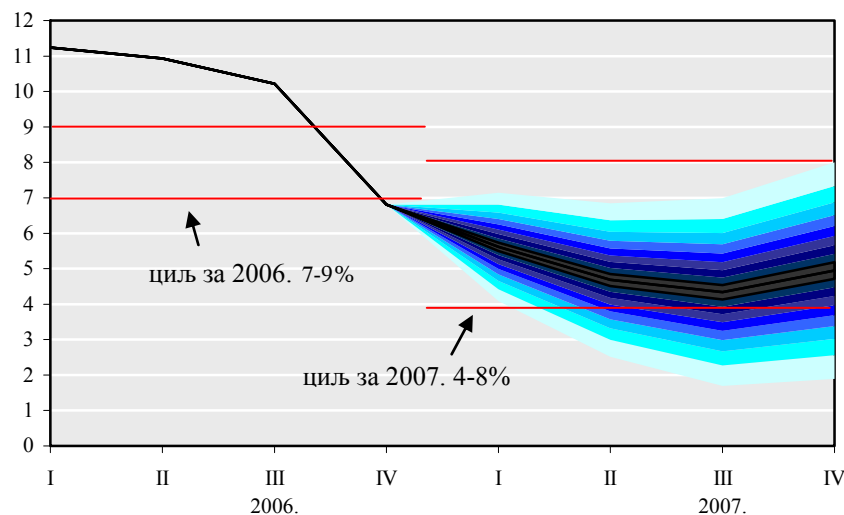
Успоравање базне инфлације резултат је предузетих мера монетарне политике у условима релативно рестриктивне фискалне политике. Према нашим оценама, најјачи утицај на инфлациона очекивања у току трећег тромесечја 2006. године остварен је по основу номиналне ап्रेसијације динара према долару и евр. Поред номиналне апресијације динара, на остварење ниже годишње стопе раста укупне инфлације пресудно су утицали сезонски неочекивано висок пад цена пољопривредних производа и пад цена деривата нафте (по основу појефтињења сирове нафте).

Базна инфлација је у трећем тромесечју износила 1,7%, што је мање него у претходном (2,1%).

Раст реалног бруто домаћег производа у трећем тромесечју у односу исти период 2005. године процењују се на око 6%. Спољнотрговински дефицит робе и услуга је на нивоу 17,4% бруто домаћег производа. То представља знатно смањење у односу на ранији период, а резултат је повећања извоза. Кључни, али опадајући допринос расту бруто домаћег производа и даље има домаћа тражња.

Агрегатна тражња је задржала високе међугодишње стопе номиналног раста и у трећем тромесечју. Оцењени номинални раст расположивог бруто домаћег производа износи око 22%. Оцењено је да је у бруто домаћем производу остварено извесно смањење учешћа личне и јавне потрошње и повећање учешћа инвестиција. Тенденција успоравања раста просечних зарада и масе зарада се наставља. Јединични трошкови рада у индустрији су у односу на треће тромесечје 2005. нижи за 0,5%.

Пројектована међугодишња базна инфлација
(у %)



На тржишту новца уочава се благи пад и смањење осцилација каматних стопа, као резултат сужавања коридора каматних стопа Народне банке Србије. Динар је у трећем тромесечју номинално апресирао за 4,9% у односу на евро и 6,3% у односу на долар. Реална апресијација динара је истовремено износила 5,7%. Апресијација динара је резултат високог прилива капитала, односа понуде и тражње девиза, веће флексибилности девизног курса у условима све мањег присуства Народне банке Србије на међубанкарском девизном тржишту и повољних макроекономских кретања. На основу изложеног, може се закључити да је монетарна политика и даље веома рестриктивна (референтна каматна стопа је смањена за 2,84 процентна поена, уз реалну апресијацију динара од 5,7%).

Према пројекцијама Народне банке Србије, укупна инфлација ће у 2006. бити у распону од 6,7 до 7,1%, а базна инфлација у распону од 6,0 до 6,4%, тј. испод пројектованог оквира (7–9%).

У току 2007. године очекује се да ће базна инфлација бити у циљаном распону (4–8%). На евентуалне измене услова на којима је пројекција базирана монетарна политика ће одговорити адекватним мерама како би се базна инфлација одржала у оквиру циљаног распона. Оцењено је да кључни ризици за одрживост пројекције инфлације могу да буду неочекивана промена карактера фискалне политике и екстерни шокови (нпр. знатне промене светских цена сирове нафте).

II. Кретање инфлације

Укупну и базну инфлацију карактерише опадајућа тенденција. **Годишња стопа раста цена на мало**¹ на крају трећег тромесечја (у септембру) износила је **11,6%**, што представља знатан пад у односу на 15,1% с краја другог тромесечја. У исто време (годишња) **базна инфлација** је опала са 11,4 на **10,1%**.

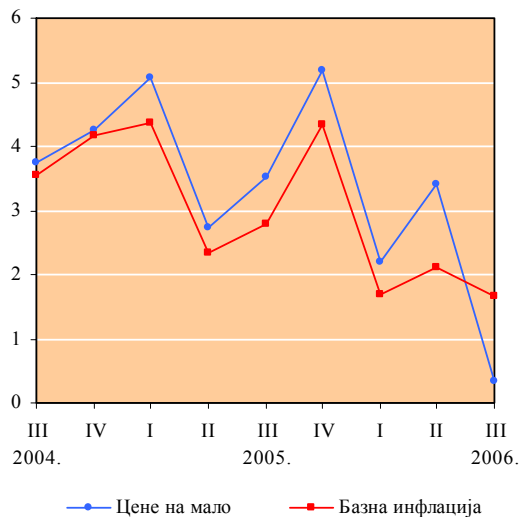
У трећем тромесечју **цене на мало** су порасле за 0,3%². Релативно ниској стопи инфлације у највећој мери, са –1,0 процентних поена³, допринео је знатан (сезонски) пад цена пољопривредних производа; допринос базне инфлације је износио 0,8, а регулисаних цена⁴ 0,5 п.п.⁵

Показатељи раста цена (стопе раста у %)

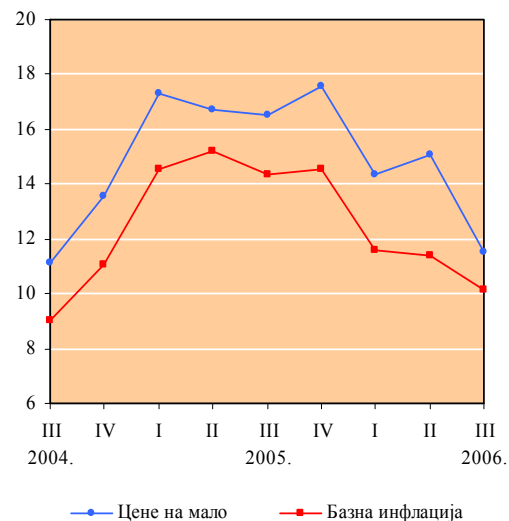
	XII 2004. XII 2003.	XII 2005. XII 2004.	IX 2006. IX 2005.
Цене на мало	13,7	17,7	11,6
Базна инфлација	11,0	14,5	10,1
Трошкови живота	13,1	17,1	10,7
Цене робе	12,9	16,3	10,6
Цене услуга	14,2	22,3	11,2
Цене произвођача у индустрији	12,0	15,4	12,9
Цене произвођача пољопривредних производа	10,4	11,8	8,7

Извор: Подаци НБС (Центар за истраживања) и Републичког завода за статистику.

Кретање цена
(тримесечни раст, у %)



Кретање цена
(међугодишњи раст, у %)



Базна инфлација се, након скока на 2,1% у другом тромесечју, вратила на ниво из првог тромесечја од 1,7%. Значајно јачање динара у другој половини године имало је скроман ефекат на базну инфлацију, пре свега услед ригидности цена на доле у кратком року. Та ригидност се, осим недовољно развијеном конкуренцијом, објашњава и чињеницом да је тренутно знатан део добара који се налазе на тржишту увезен или произведен у земљи пре остварене апresiasiје. Због тога се значајнији ефекти апresiasiје динара очекују тек у наредном тромесечју.

¹ Раст цена у последњих годину дана.

² По месецима: јул –0,1, август 0,7, септембар –0,2%.

³ Допринос није исто што и стопа раста. Допринос зависи како од процентуалног учешћа групе производа у ценама на мало, тако и од стопе раста њихових цена. Изражава се у процентним поенима. Збир доприноса по групама једнак је укупном расту цена на мало.

⁴ У НБС, у оквиру цена на мало разликујемо три основне групе производа: производи (непољопривредни) чије се цене слободно формирају (базна инфлација), производи чије цене регулише држава (електрична енергија, бензин, комуналије, градски превоз...) и пољопривредни производи (чије се цене слободно формирају, али у највећој мери зависе од шокова на страни понуде – првенствено хидрометеоролошких услова).

⁵ Процентни поени.

Мада је годишња стопа базне инфлације од 10,1% у септембру још увек изнад циљаног распона за ову годину (7–9%), у наредним месецима очекује се наставак силазне тенденције те стопе, па ће се базна инфлација до краја године кретати око доње границе циља, а вероватно чак и пасти испод те границе.

Компоненте ценовног раста за релевантне групе робе и услуга у трећем тромесечју 2006.

	Раст цена (у %)	Допринос стопи раста цена на мало (у проц. поенима)
Укупно	0,3	0,3
Производи и услуге чије су цене регулисане	1,2	0,5
Енергенти	-0,6	-0,1
Стамбено-комуналне услуге и друштв. заштита	0,6	0,1
Саобраћајне и ПТТ услуге	6,1	0,2
Основни прехранбени производи	3,3	0,1
Цигарете	4,7	0,2
Лекови	5,6	0,1
Пољопривредни производи	-26,0	-1,0
Производи и услуге чије се цене формирају слободно без пољопривредних производа	1,7	0,8

Извор: Прерачунао на бази података Републичког завода за статистику.

Од **регулисаних цена**, највећи допринос расту цена на мало дале су цене градског саобраћаја (превенствено у Београду) и цигарета, са по 0,2 п.п. Јулски раст цене бензина од 0,9% и августовски од 3,2%, до кога је дошло по основу раста акциза, више је него неутралисан септембарским смањењем од 5,2%, као последица пада светских цена нафте и јачања динара. Захваљујући томе је допринос цена бензина расту цена на мало у трећем тромесечју био негативан и износио -0,1 п.п. Преокрет у кретању светских цена нафте до кога је дошло половином августа последњих месеци је знатно допринео (и доприносиће) успоравању цена на мало како директно, кроз цене бензина, тако и индиректно, кроз пад трошкова производње. Међугодишњи раст регулисаних цена у септембру је износио 13,3%.

Пад **цена пољопривредних производа** уобичајен за треће тромесечје био је ове године знатно израженији. Повољни временски услови, у комбинацији с рестриктивним мерама Народне банке Србије, утицали су да у трећем тромесечју ове цене забележе пад од чак 26%. Њихов међугодишњи раст је у септембру износио 9,6%, а почетком године се кретао око 36%.

Узимајући у обзир главне факторе раста цена, очекује се да ће **инфлација у 2006. години** бити у оквиру следећих распона:

Процена кретања цена на мало у 2006. години

(дец. на дец.)

	стопа раста (у %)
Базна инфлација	6,0 – 6,4
Регулисане цене	7,5 – 8,0
Пољопривредни производи	5 – 7
УКУПНО	6,7 – 7,1

Процена базне инфлације базира се на очекиваном кретању увозних цена и економске активности. Фактори који би могли утицати да инфлација буде испод процењеног распона су следећи: а) утицај досадашње апресијације динара са већом доцњом у односу на доцњу у случају депресијације, будући да су цене до сада углавном биле ригидне надоле, и б) индиректни утицај појефтињења деривата нафте (преко трошкова на цене). Да ли ће се то и реализовати, зависи од степена конкуренције на појединим тржиштима⁶.

Процена укупне инфлације заснива се на процени базне инфлације, на очекивањима у погледу кретања регулисаних цена и на сезонски очекиваном кретању цена пољопривредних производа.

⁶ Апресијација динара (започета у јуну) резултирала је смањењем малопродајних цена низа производа бројних понуђача (нпр. електротехничких уређаја и одевних предмета). Оно је, међутим, знатно ниже у односу на остварену номиналну апресијацију динара.

III. Детерминанте инфлације

1. Монетарни услови

Монетарна политика у трећем тромесечју 2006. године је задржала карактер рестриктивности, упркос паду референтне каматне стопе. Реални девизни курс је знатно испод дугорочног тренда, као и реалне каматне стопе на двонедељне репо операције.

Већој монетарној рестриктивности, која се уочава од почетка 2006. године, у току трећег тромесечја додатно је допринела не само реална него и номинална апresiasiја девизног курса. Појачана монетарна рестриктивност је утицала на успоравање годишње стопе раста кредита. Успоренија кредитна активност и реална апresiasiја девизног курса утицаће на успоравање економске активности у наредном периоду.

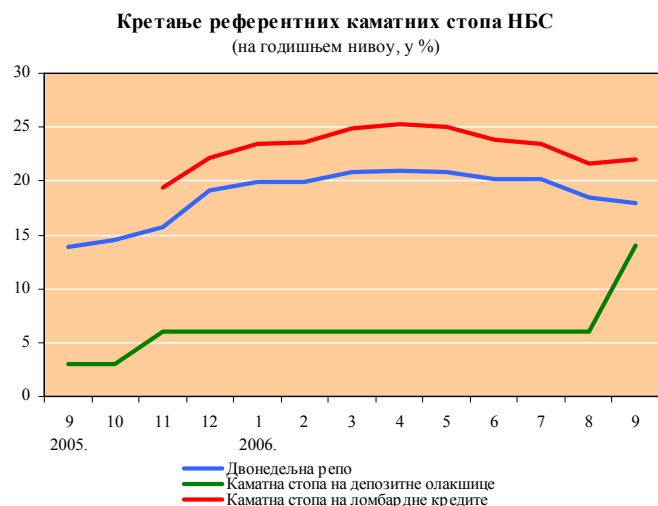
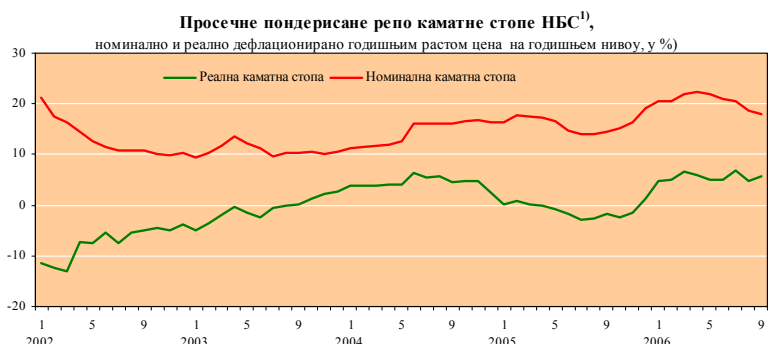
Промене номиналне двонедељне репо каматне стопе, у зависности од очекиваног кретања инфлације, одразиће се на кретање реалне каматне стопе, односно степен рестриктивности монетарне политике. Будући да се очекује пад инфлације, смањење референтне каматне стопе одражаваће непромењени карактер монетарне политике. С друге стране, кретање реалног девизног курса је много неизвесније због већ наглашене неизвесности у погледу будућег кретања номиналног девизног курса. У наредном периоду очекивани пад инфлације ће допринети ублажавању реалне апresiasiја динара.

На монетарне услове у наредном периоду утицаће одлуке Народне банке Србије које ће се доносити у складу с новим оквиром монетарне политике (видети додатак 3).

Каматне стопе

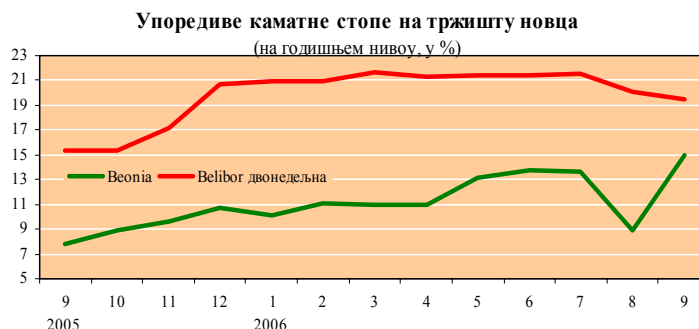
У септембру ове године Монетарни Одбор Народне банке Србије усвојио је нови оквир монетарне политике. Тим оквиром је предвиђено да каматна стопа на двонедељне репо трансакције буде референтна каматна стопа Народне банке Србије, а тиме она постаје и најважнији инструмент трансмисије монетарне политике. Одлуком Монетарног одбора је утврђено да референтна каматна стопа износи 18% на годишњем нивоу.

На основу референтне каматне стопе, према новом оквиру монетарне политике, утврђује се коридор каматних стопа Народне банке Србије при спровођењу операција на отвореном тржишту. Коридор каматних стопа одређен је у распону од ± 4 процентна поена у односу на висину референтне каматне стопе. Највиша каматна стопа Народне банке Србије је каматна стопа на кредитне олакшице (ломбардни кредит), тј. преконоћне позајмице до седам радних дана. Најнижа каматна стопа Народне банке Србије је каматна стопа на

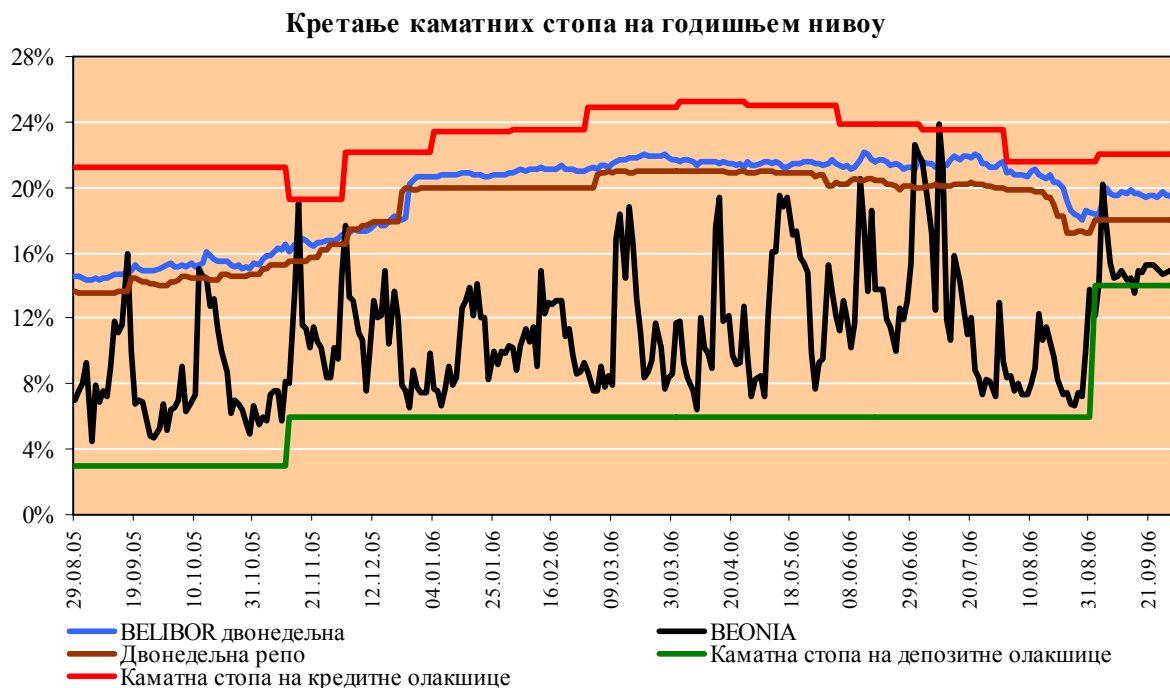


депозитне олакшице – преконоћна средства банака депонована код Народне банке Србије.

У односу на јуни, када је стање репо продатих хартија од вредности износило 56 милијарди динара, у септембру је то стање повећано за 24 милијарде динара, тако да је на крају септембра износило 80 милијарди динара. У трећем тромесечју, структура стања хартија од вредности са роковима доспећа трансакција од 60 и 14 дана износила је 26% и 74%, респективно, што у односу на крај другог тромесечја представља значајну промену, будући да је тада учешће са дужим роковима доспећа било веће, 64% и 36%. Повећање куповине хартија од вредности са роком доспећа до 14 дана резултат је високе ликвидности и одлуке Народне банке Србије да ограничи понуду хартија од вредности са роком доспећа од 60 дана.

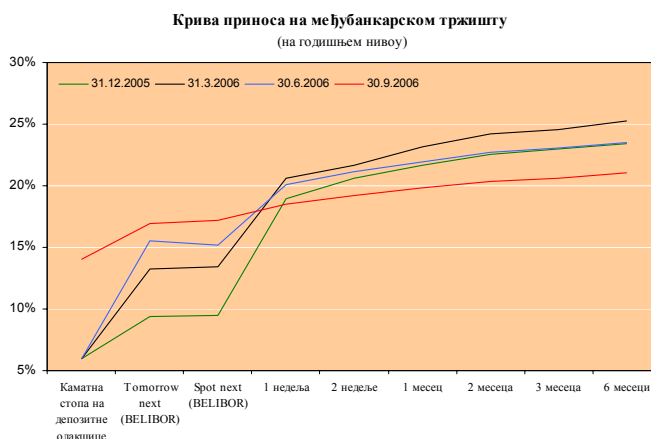


Коридор каматних стопа Народне банке Србије се у септембру кретао у распону од 14% (на депозитне олакшице) до 22% (на ломбардне кредите који су коришћени до седам радних дана). У односу на друго тромесечје, евидентно је знатно смањење овог распона, за 9,9 п.п.



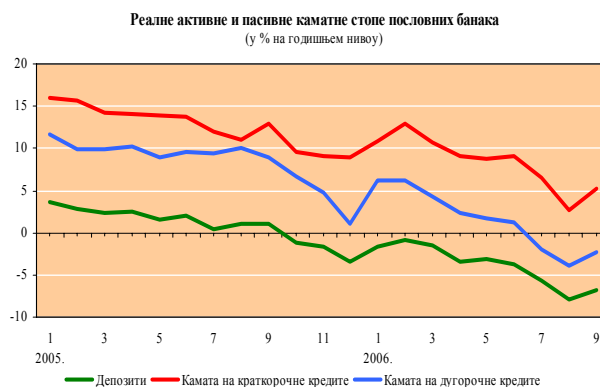
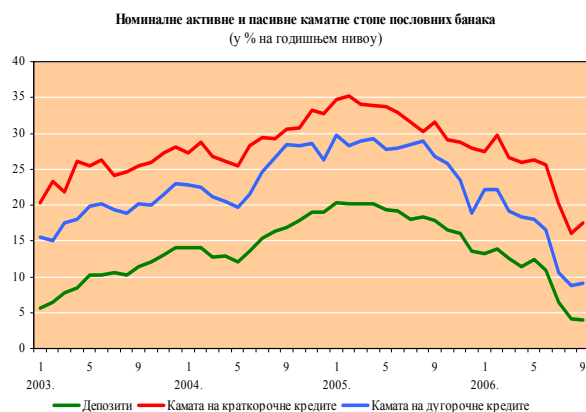
Референтне каматне стопе на међубанкарском тржишту новца (Beonia и Belibor) забележиле су у септембру раст. Просечна вредност каматне стопе **Beonia** је у том месецу износила 15,02% (у односу на јун више за 124 базна поена). Просечан дневни износ депозита износио је 1.861 милион динара, што у односу на јун представља смањење од 164 милиона динара.

Каматне стопе на тржишту новца **Belibor**, Tommorrow Next и Spot Next, у септембру су достигле просечан ниво од 16,68% и 17,07%, респективно. Просечне каматне стопе Belibor кретале су се у распону од 18,87%, за рочност од једне недеље, до 21,45%, за рочност од шест месеци.



Крива приноса на тржишту новца у првих девет месеци 2006. године има позитиван нагиб, који се смањује са повећањем рочности. На крају трећег у односу на претходна два тромесечја забележено је смањење приноса на све рокове доспећа.

Пасивне каматне стопе пословних банака знатно су ниже од активних. Њихове промене су синхронизоване, тако да су каматне марже банака стабилне.



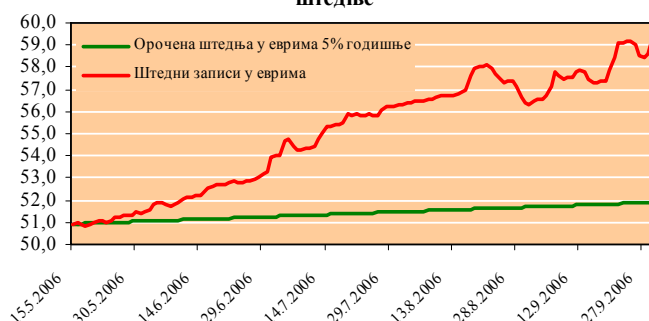
Месечна пондерисана каматна стопа банака на укупне динарске депозите током трећег тромесечја била је у константном порасту и у септембру је достигла вредност од 5,87% на годишњем нивоу⁷. У односу на крај другог тромесечја каматне стопе на укупне динарске депозите порасле су за 64 базна поена на годишњем нивоу.

У намери, прво, да утиче на висину каматних стопа на динарске депозите и подстакне банке да прикупљају динарску штедњу, и да, друго, додатно повуче динарску ликвидност, Народна банка Србије је у 2005. години емитовала и почела да продаје своје **штедне записе** по камати знатно вишој од камата које су пословне банке плаћале на динарске и девизне штедне улоге. У 2006. години Народна банка Србије је емитовала у три наврата своје штедне записе. Каматна стопа за прве две емисије је износила 24%, а на трећу 19% на годишњем нивоу.

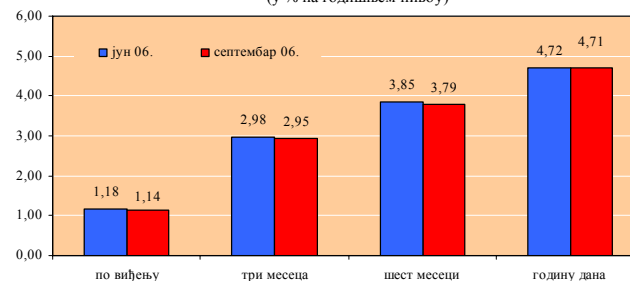
Ако се приход који се остварује куповином записа упореди са приходом који се остварује на орочени девизни штедни улог са каматом од најчешће 5% годишње у досадашњем периоду, јасно је да је принос на штедне записе Народне банке Србије далеко већи него на орочену девизну штедњу.

На основу података осам водећих банака по висини девизне штедне, утврдили смо да је у септембру дошло до смањења просечних пондерисаних каматних стопа на штедне улоге по виђењу и на орочене девизне штедне улоге на три месеца, шест месеци и годину дана.

Упоредни преглед цене штедних записа и орочене штедне



Просечна пондерисана каматна стопа на девизне штедне улоге*



* Обухваћено осам пословних банака са највишим обимом девизне штедне.

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

Активне каматне стопе пословних банака⁸ на готово све врсте кредита су у септембру у односу на јун порасле. Пораст стопа је израженији код краткорочних него код дугорочних кредита.

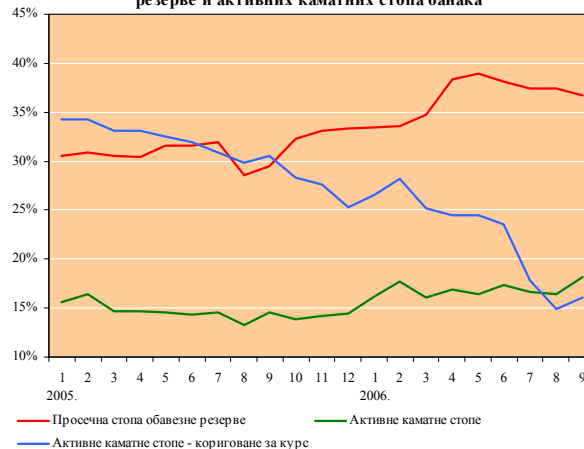
Иако је током трећег тромесечја дошло до смањења репо стопа, активне каматне стопе пословних банака су расле. То указује на слабу реакцију пословних банака на промене у политици каматних стопа Народне банке Србије.

Бржи пораст активних у односу на пасивне каматне стопе банака за резултат је имао незнатно повећање каматне марже: она је у септембру износила 12,28%, или 21 базни поен више него на крају другог тромесечја. У наредном периоду се очекује смањење каматне марже због повећане конкуренције банака у погледу домаће штедње као јефтинијег извора финансирања и повећања пасивних каматних стопа банака по том основу.

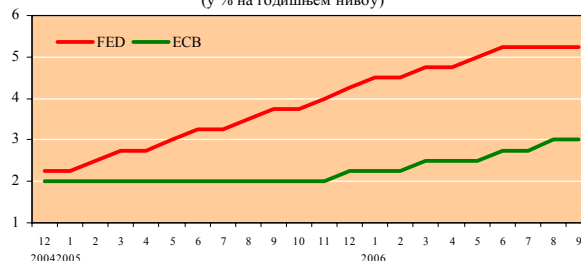
Каматне стопе на финансијском тржишту Србије знатно су веће од каматних стопа у Европској унији и САД упркос извесном повећању референтних стопа у тим земљама. Та чињеница утиче на прилив капитала који је осетљив на промене каматних стопа (инострани кредити).⁹

Полазећи од ефеката мера Народне банке Србије предузетих у претходном периоду и смањеног обима кредитне тражње, у наредном периоду се очекује смањење активних каматних стопа пословних банака. Очекује се да смањење репо стопа Народне банке Србије банке мотивише да нижим активним каматним стопама придобију што више клијената. Супротно томе, на повећање активних каматних стопа може утицати релативно споро реструктурирање привреде и ограничен

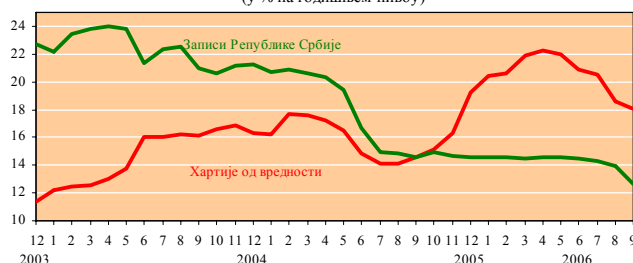
Кретање просечне стопе динарске и девизне обавезне резерве и активних каматних стопа банака



Кретање репо стопа ECB-a и FED-a (у % на годишњем нивоу)



Пондерисане каматне стопе на хартије од вредности (у % на годишњем нивоу)



⁸ Методологија монетарне статистике не исказује посебно кредите са валутном клаузулом, већ их укључује у динарске кредите. То директно утиче на статистику каматних стопа, те се каматне стопе на динарске кредите израчунавају као пондерисани просек уговорених камата независно од тога да ли је предвиђена валутна клаузула. Будући да су готово сви кредити одобрени са валутном клаузулом, на графиконима су приказане (номиналне) каматне стопе кориговане за износ месечне промене курса динара према евр (чиме добијамо коректније обрачунате каматне стопе на одобрене динарске кредите под претпоставком да нема девизне клаузуле). Тако обрачунате каматне стопе, дефлациониране ценама на мало на годишњем нивоу, поуздана су мера нивоа реалних каматних стопа. Номинална каматна стопа на годишњем нивоу = $(1 + \text{уговорена каматна стопа на годишњем нивоу}) \cdot (\text{индекс курса динара према евр у текућем у односу на исти месец претходне године}/100) - 1$. Реалне каматне стопе су обрачунате на начин дефинисан у фусноти 3.

⁹ Референтне каматне стопе се повећавају и у САД и у ЕУ, што утиче на кретања каматних стопа на светским финансијским тржиштима. Раст каматних стопа у САД последица је процене ФЕД-а да је ризик од појаве инфлаторних притисака (изазваних високим нивоом цена нафте, као и ниском стопом незапослености) већи од ризика успоравања привредног раста (услед прекорачења нивоа неутралне каматне стопе). Већина аналитичара сматра да ће се инфлација и привредни раст успорити у довољној мери да ФЕД у августу ове године донесе одлуку о заустављању циклуса раста основне каматне стопе на садашњем нивоу од 5,25%. С мотивом јачања ценовне стабилности, повећавају се и каматне стопе ЕЦБ. Почетком јуна, трећи пут од децембра, ЕЦБ је своју референтну каматну стопу подигла за 0,25 процентних поена и она сада износи 2,75%. Очекује се да ће до краја 2006. бити још два повећања те каматне стопе за по 0,25 процентних поена. Она би тиме достигла 3,25% до краја године, а до краја 2007. и 3,75%. Та стопа би представљала процењену неутралну каматну стопу.

директан приступ привредних субјеката иностраним изворима финансирања.

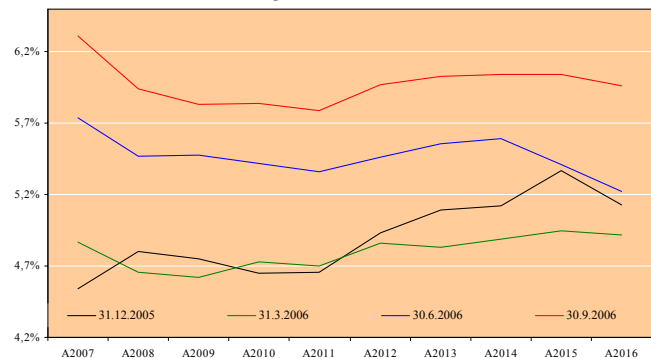
Током трећег тромесечја 2006, Министарство финансија Републике Србије је одржало осам аукција на којима су продавани **државни записи Републике Србије** са роком доспећа од 91 дана. Просечна пондерисана стопа приноса на ове хартије од вредности има опадајући тренд и у септембру је имала вредност од 12,61% на годишњем нивоу. У односу на друго тромесечје, она је смањена за 186 базних поена. Укупан промет државним записима био је релативно скроман и износио је 4,9 милијарди динара. Таквом промету допринела је релативно неповољнија каматна стопа на државне записе у односу на репо стопе Народне банке Србије.

Обим промета обвезницама Републике Србије на Београдској берзи има тенденцију смањења. То је било изражено нарочито у септембру, када је обим тог промета износио 711 милиона динара, односно 8,6 милиона евра. У односу на август промет је смањен за 54%. Разлог за пад промета обвезница био је повећано интересовање инвеститора за трговину акцијама. Преусмеравање средстава са тржишта обвезница на тржиште акција утицало је на пад промета обвезницама старе девизне штедње, што је резултирало растом приноса на ове хартије од вредности. Стопа приноса на обвезнице Републике Србије кретала се у распону од 5,79% (за обвезнице серије А2011) до 6,31% (за обвезнице серије А2007).

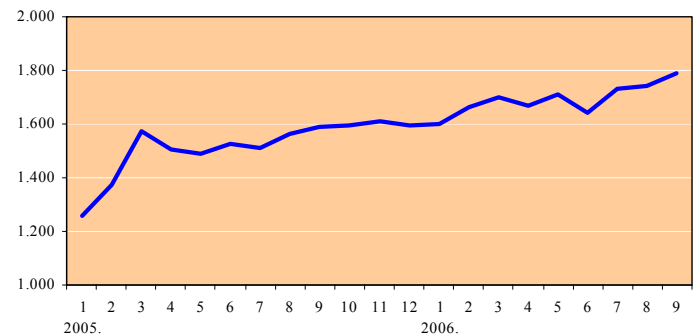
Као и у претходним месецима ове године, и у септембру је највећи део промета на Београдској берзи остварен акцијама (92% укупног промета). Највише се трговало по методу континуираног трговања (1,2 милијарде динара). Трговина акцијама пословних банака и даље је на првом месту по обиму.

Промене цена акција којима се тргује на Београдској берзи изражавају се кроз вредност *Belexfm* индекса. Овај индекс мери промене цена акција, пондерисаних тржишном капитализацијом, свих издавалаца којима се трговало на слободном берзанском тржишту. Кретање овог индекса током трећег тромесечја карактерише узлазни тренд. Он је у септембру достигао вредност од 1.789,90 индексних поена, што у односу на друго тромесечје представља повећање од 146,21 индексни поен. Вредности овог индекса током септембра кретале су се у распону од 1.746,29 до 1.792,55 индексних поена, што представља његову највећу досад забележену вредност.

Кретање приноса на државне записе Републике Србије и обвезнице старе девизне штедње



Кретање вредности belexfm индекса



Кретање курса динара

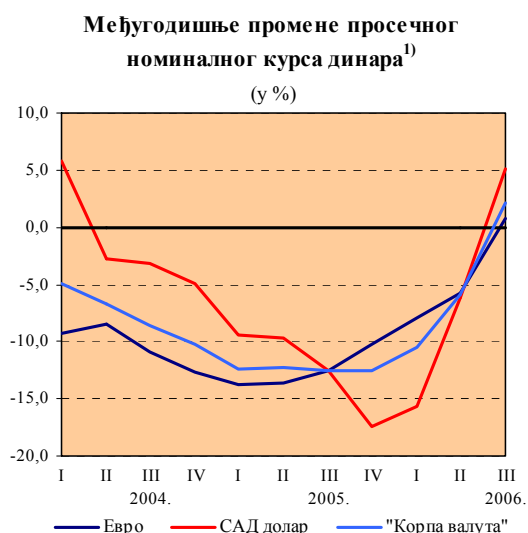
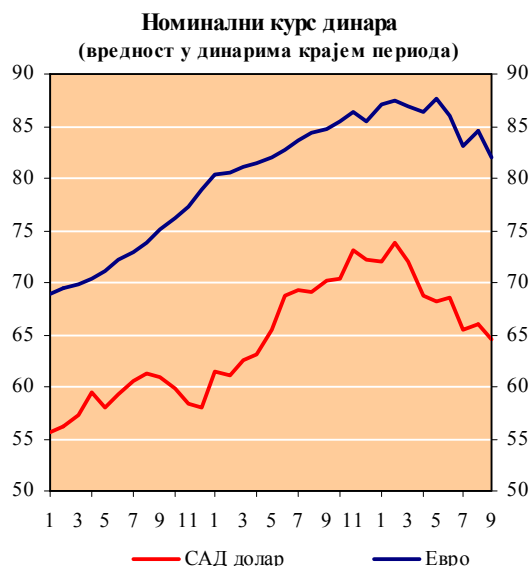
Вредност динара је у трећем тромесечју порасла за 4,9% у односу на евро. Евро је 30. јуна вредео 86 динара, да би 30. септембра његова вредност опала на 82 динара. Просечан номинални курс евра¹⁰ у току трећег тромесечја износио је 83,3 динара, што је на приближно истом нивоу као у трећем тромесечју прошле године (83,8 RSD/EUR) тако да је посматрано на међугодишњем нивоу по први пут остварен незнатан степен апresiasiје, 0,7%. Апresiasiјски притисци посебно су били изражени у току јула и септембра када је динар у односу на евро и долар ојачао 3,6% и 3,2%, респективно.

Одражавајући кретање курса долара према евр у светском девизном тржишту, које је у току трећег тромесечја било релативно стабилно, курс динара према америчкој валути је од краја јуна до краја септембра апresiasiрао за 6,3%. Просечан курс долара у трећем тромесечју износио је 65,3 RSD/USD. Имајући у виду да је у истом периоду прошле године просечан курс долара износио 68,6 динара, то представља међугодишњу апresiasiју од 5,1%.

С обзиром на то да је динар у трећем тромесечју номинално ојачао у односу на обе валуте које чине структуру “корпе валута” која улази у обрачун индекса номиналног ефективног курса (у коме је пондер за евро 70%, а за долар 30%), то је резултирало апresiasiјом овог индекса од 5,3%. На међугодишњем нивоу, овај индекс је у трећем тромесечју апresiasiрао за 2,1%.

Номинална апresiasiја курса динара према евр у, посебно изражена од половине године, може се објаснити суфицитом капиталног биланса који је знатно премашао потребе финансирања дефицита текућих трансакција. Раст капиталног прилива резултат је пре свега повољнијих услова задуживања и прибављања средстава у иностранству, како банака тако и предузећа (по основу бољег кредитног рејтинга, смањења премије ризика), као и високих каматних стопа на домаћем тржишту, које улагања у динарске инструменте чине веома атрактивним, посебно имајући у виду кретање девизног курса.

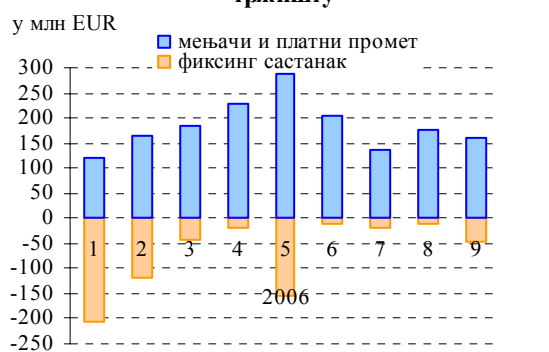
На високу понуду у току трећег тромесечја Народна банка Србије је на састанку Међубанкарског девизног тржишта неколико пута одговорила знатном куповином девиза како би ублажила јачање динара. Међутим, јачање дневних осцилација курса динара резултат је решености Народне банке да се са девизног тржишта постепено повуче и тиме створи услове за тржишно формирање курса динара, засновано пре свега на односу понуде и тражње девиза. У складу с новим оквиром монетарне политике, Народна банка Србије ће и у будуће на девизном тржишту интервенисати с циљем спречавања превеликих дневних осцилација курса, као и у случају угрожавања финансијске и ценовне стабилности.



¹⁾ Негативне стопе указују на депresiasiју, а позитивне на апresiasiју динара.

¹⁰⁾ Девизни курс се може изражавати на два начина: као просечан курс у периоду и као курс на крају периода. Курс који се односи на крај периода представља курс који је важио последњег дана периода (месеца или тромесечја). Овај вид исказивања девизног курса погодан је када желимо да сагледамо динамику курса у периоду, пошто узима у обзир почетак и крај периода, али му је недостатак што је подложен дневним флукутацијама (нагли скок/пад девизног курса последњег дана периода може знатно да промени слику кретања курса у том периоду). Из тих разлога паралелно се користи и просечан курс, који је мање подложен дневним флукутацијама. Међутим, његов недостатак је у томе што потпуно анулира флукутације унутар периода па се не може сагледати правац кретања у току периода.

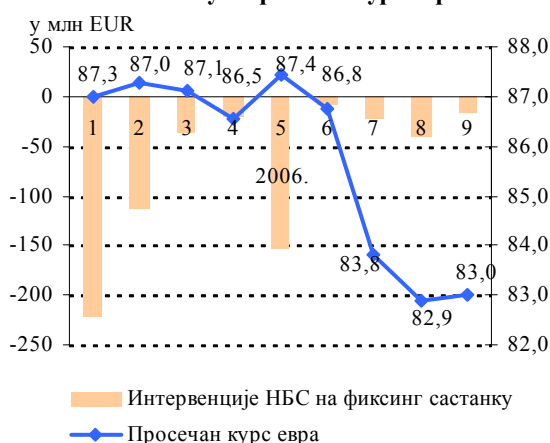
Интервенције НБС на девизном тржишту*



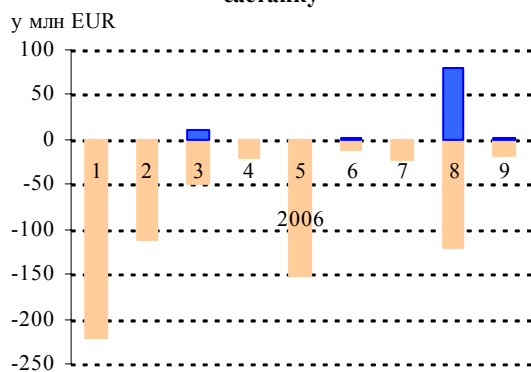
* Позитивне вредности указују на куповину, а негативне вредности на продају девиза.

Извор: НБС.

Нето интервенције НБС на фиксинг састанку и просечан курс евра



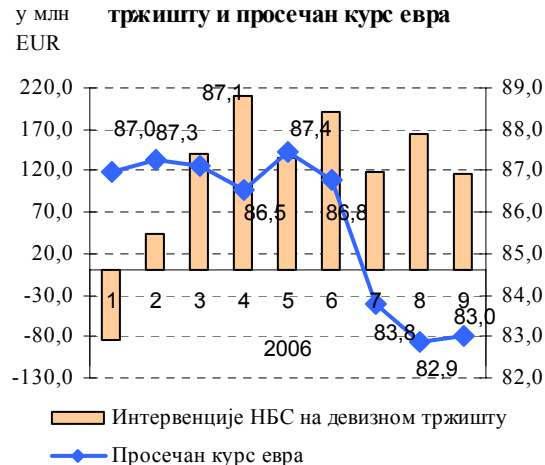
Интервенције НБС на фиксинг састанку*



Извор: НБС.

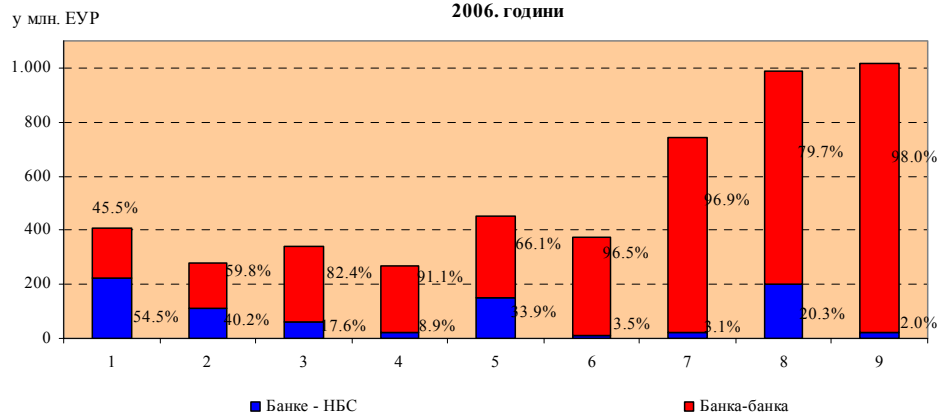
* Позитивне вредности указују на куповину, а негативне вредности на продају девиза.

Нето интервенције НБС на девизном тржишту и просечан курс евра



Намера Народне банке да допринесе слободном формирању курса динара огледа се и у чињеници што се њен удео у укупном промету на међубанкарском тржишту од почетка године знатно смањео (са 54,5% у јануару на 2,0% у септембру). Истовремено, обим промета између банака се повећао, и то како на састанку Међубанкарског девизног тржишта, тако још више ван њега. Тражња за девизама у току трећег тромесечја се у највећој мери задовољавала у директној међубанкарској трговини.

Структура укупног промета девиза банкарског сектора на састанку и ван састанка МДТ-а у 2006. години



Промет девиза на међубанкарском девизном тржишту био је у просеку скоро три пута већи у трећем у односу на друго тромесечје. Таква кретања одражавају смањење утицаја Народне банке Србије на формирање курса динара.

Остварена апresiasiја динара према евр у изненадила је многе учеснике на девизном тржишту. Чињеница да су дневне флукуације курса могуће у оба смера, зависно од понуде и тражње, требало би да подстакне банке и друге привредне субјекте да убудуће своју ликвидност и дневне потребе за девизама дугорочно планирају. Такође, Народна банка Србије стално подсећа и привреду и грађане да се оријентишу ка динару како би избегли излагање ризицима курса који се не могу предвидети.

Наставак снажних апresiasiјских притисака на динар по основу високог капиталног прилива може се очекивати и у наредном периоду. Народна банка ће на такве будуће притиске реаговати у складу с новим оквиром монетарне политике – смањењем своје референтне каматне стопе. У ситуацији када се очекује да би апresiasiја номиналног курса могла угрозити циљану инфлацију, Народна банка ће реаговати смањењем референтне каматне стопе, а у обрнутом случају њеним повећањем.

Уз регистровану апresiasiју номиналног ефективног курса и однос раста домаћих цена на мало и раста иностраних цена, реални ефективни курс динара је у посматраном периоду ојачао за 5,7%. У односу на валуте појединачно, динар је реално апresiasiрао и према према евр у (5,2%) и према долару (6,7%).

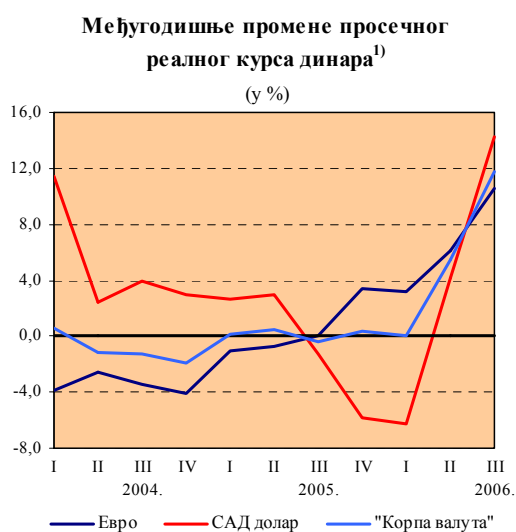
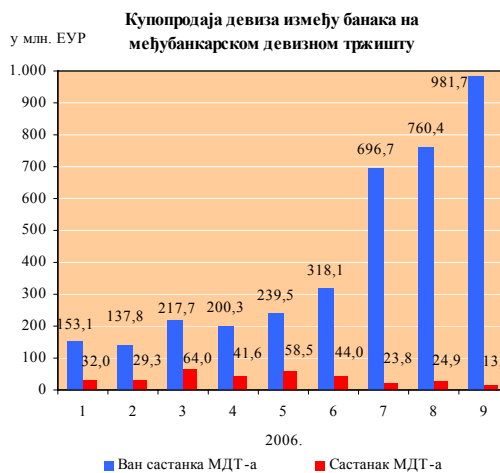
На међугодишњем нивоу, реални ефективни курс је у трећем тромесечју апresiasiрао за 11,8%, док су реални курсеви евра и долара ојачали за 10,6% и 14,2%, респективно.

2. Увозне цене

У трећем тромесечју дошло је до наглог преокрета тенденције кретања цена сирове нафте у поређењу с првим полугодиштем. Цене нафте су у трећем тромесечју опале и то представља у последњих 15 година најбржи пад. У августу и септембру цена је опала за читавих 24%.

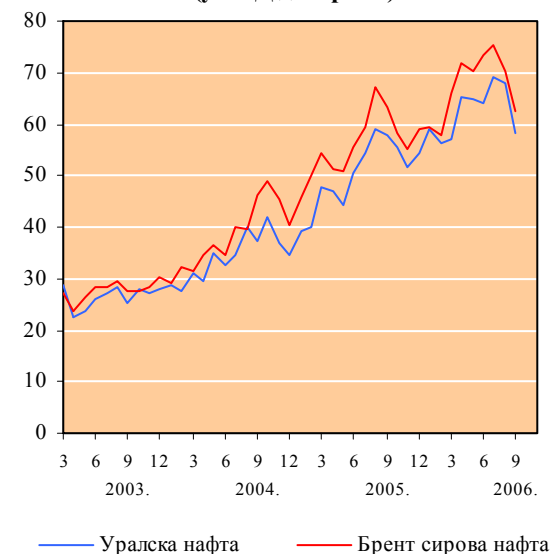
Јасно је да је такав пад цене повољан са становишта перспектива светске привреде (као и увозника), али је зато он изазвао забринутост земаља чланица ОПЕК-а које производе једну трећину дневних потреба за нафтом у свету. Због тога су те земље реаговале саопштењем да ће, ради успостављања стабилности на тржишту нафте, смањити дневну производњу за 1,2 милиона барела, и то када се цена нафте спустила испод 60 долара.

У наредном периоду очекује се стабилизација прилика на тржишту нафте и вероватно остварење прогнозе да ће се цена северноморске нафте брент



¹⁾ Негативне стопе указују на депresiasiју, а позитивне на апresiasiју динара.

Кретање цена нафте у периоду 2003-2006. (у САД доларима)



кретати у распону од 55 до 60 долара у четвртном тромесечју 2006, као и током 2007. године. Та прогноза заснива се на процени да ће раст привреде у САД, а самим тим и тражња за нафтом, у 2007. години бити мањи него у 2006, да се очекује даља стабилизација политичких прилика на Блиском истоку, као и да земље ОПЕК-а неће имати пресудан утицај на даље кретање цене нафте. Ситуација на тржишту најважније стратешке сировине у 2007. години ће бити знатно повољнија него у 2006. и неће вршити притисак на инфлацију у земљама увозницама.

Цене примарних производа су у трећем тромесечју такође опале. Индекс цена ових производа забележио је раст од 5% у јулу у односу на јуни, али је затим знатно опао: на крају трећег тромесечја његова вредност била је за око 10% мања него на крају јула.

Јединичне вредности увоза појединих категорија које су најзначајније у увозу Србије

Класификација	Учешће у укупном увозу (у%) I-VIII 06.	Индекс јединичне вредности увоза I-VIII 06.
НАМЕНЕ	100,0	101,6
– репроматеријал	63,6	105,8
– потрошна роба	21,0	95,0
– опрема	15,4	94,4
СМТК	100,0	101,6
укупно одсеци са највећим учешћем	98,5	
– машине и транспортни уређаји (индустријске, специјалне, електричне, канцеларијске, телекомуникационе и друмска возила)	25,3	94,6
– минерална горива и мазива (нафта и гас)	20,6	118,0
– производи сврстани по материјалу (гвожђе и челик; обојени метали; хартија и производи од целулозе; предива, тканине и текстилни произв; метални производи)	20,2	102,8
– хемијски производи (пластичне материје у примарним облицима; медицински и фармацеутски производи; етерична уља и парфеми; остали хемијски производи)	14,3	99,2
– разни готови производи (одећа, обућа, научни и контролни инструменти)	8,1	96,4
– храна и живе животиње (поврће и воће; кафа, чај, какао и зачини)	5,0	99,0
– сирове материје, осим горива (руде)	5,0	106,2
КЛАСИФИКАЦИЈА ДЕЛАТНОСТИ	100,0	101,6
укупно области са највећим учешћем	72,2	
– вађење сирове нафте, гаса, услуге	14,8	130,8
– хемикалије и хемијски производи	14,0	99,6
– остале машине и уређаји	10,3	88,7
– основни метали	7,7	112,2
– моторна возила и приколице	7,3	96,1
– кокс и деривати нафте	5,1	91,6
– прехранбени производи и пиће	3,7	94,5
– текстилна предива и тканине	3,3	92,5
– целулоза, папир и прерада папира	3,1	103,3
– вађење руда метала	2,9	107,4

Извор: Републички завод за статистику.

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

У периоду јануар-август према истом периоду претходне године јединична вредност увоза робе повећана је за 1,6%, као резултат раста јединичне вредности увоза робе за репродукцију и пада јединичних вредности увоза остале две намене – опреме и широке потрошње. Појединачне категорије индекса увозних цена имале су различита кретања, с различитим утицајем на одређене произвођачке и потрошачке цене. Висок раст забележиле су само увозне цене енергената и метала, у складу с кретањем цена ових сировина на светском тржишту, док су цене већине осталих категорија смањене, делујући антиинфлаторно на домаће цене. Када се говори о утицају увозних цена на малопродајне, он је директан преко увозне робе коју садржи потрошачка корпа, док је индиректан преко вредности увозне компоненте у трошковима производње. Овај други је теже сагледати, имајући у виду да предузећа одлуке о формирању цена својих производа доносе у складу с инфлаторним очекивањима, конкуренцијом и сл. Слично се десило на глобалном плану, где раст цена сировина, присутан већ дуже време, није резултирао значајнијим растом цена готових производа, делом и због јачања конкуренције услед све већег присуства нових земаља (првенствено Кине), омогућене либерализацијом светске трговине и убрзавањем процеса глобализације. Иако су растом производње, и тиме тражње, ове земље допринеле расту цена сировина, оне су својом јефтинијом понудом смањиле, односно успориле раст цена готових производа. Томе у прилог говори и податак да су јединичне вредности увоза робе у Србију из

Европске уније и Кине (већа заступљеност опреме и потрошне робе) смањене, док су истовремено за робу из Русије, из које је увезен највећи део енергената, повећане.

3. Платнобилансна кретања

Према прелиминарним подацима Народне банке Србије¹¹, дефицит текућих трансакција у трећем тромесечју већи је за 27,5% (без званичне помоћи 35,2%) у односу на исто тромесечје 2005. године, упркос готово непромењеном робном дефициту. До повећања дефицита дошло је услед смањења нето прилива по основу текућих трансфера, пре свега нето прилива од мењача.

Дефицит текућих трансакција већи је и у односу на претходно тромесечје, за 37,1% (без званичне помоћи 33,0%), док је робни дефицит смањен за 4,8%. На пораст текућег дефицита искључиво је утицало смањење текућих трансфера под утицајем сезонских фактора и апresiasi курса динара, која се одразила на смањење нето прилива од мењача.

Укупан текући биланс за девет месеци ове године био је у дефициту од 2.211 милиона долара и повећан је за 28,1%, док је дефицит робне размене одржан на готово истом нивоу у односу на исти период 2005. године (искључујући оцењене ефекте ПДВ-а).

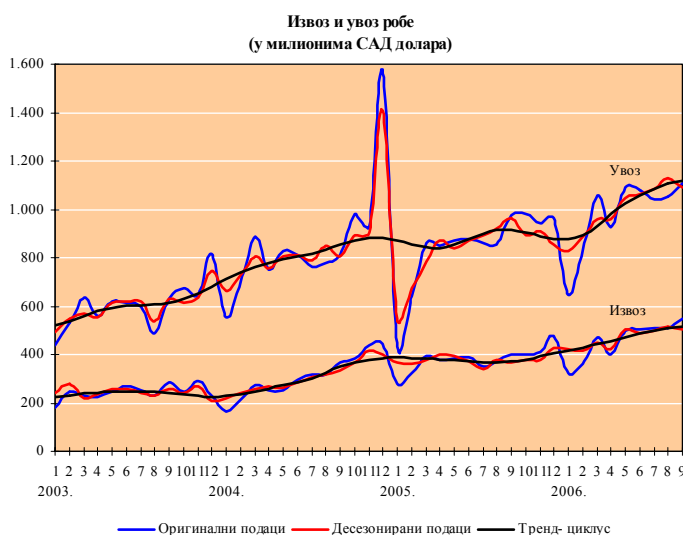
Прелиминарни подаци о робној размени у трећем тромесечју указују на наставак тренда снажног раста извоза робе, уз умерене стопе раста увоза робе. Захваљујући томе, дефицит робне размене је незнатно повећан у односу на исти период претходне године (0,7%). Уколико се посматра робни дефицит у првих девет месеци ове године у односу на исти период претходне и искључе оцењени ефекти увођења ПДВ-а, дефицит је такође одржан на готово истом нивоу. Смањење робног дефицита забележено је у односу на друго тромесечје, за 4,8%, што је последица рекордног пораста извоза робе у трећем тромесечју (међугодишњи раст од 40,1% према 10,1% у другом тромесечју, искључујући ефекте увођења ПДВ-а у 2005). У трећем тромесечју забележена је и

Платни биланс
(у млн САД долара)

	2006.		Промена (у %)
	II тр.	III тр.	
I. ТЕКУЋИ БИЛАНС	-588	-806	37,1
Робна размена, нето	-1.570	-1.494	-4,8
Извоз, f.o.b.	1.564	1.744	11,5
Увоз, f.o.b.	-3.134	-3.238	3,3
Услуге, нето	5	20	300,0
Приходи	491	626	27,5
Расходи	-486	-606	24,7
Кamate, нето	-119	-106	-10,9
Текући трансфери, нето	1.039	721	-30,6
Званична помоћ	57	53	-7,0
II. КАПИТАЛНИ И ФИНАНСИЈСКИ БИЛАНС	1966	2.865	45,7
Капитални трансфери		413	
Директне инвестиције, нето	691	1.725	149,5
Сред. и дугор. кредити из иностранства, нето	1347	730	-45,8
Кредити дати иностранству, нето	-2	-2	0,0
Краткорочни кредити и депозити, нето	-40	-204	-400,1
Одложена плаћања по основу нафте и гаса	-59	-42	28,8
Комерцијалне банке, нето ¹⁾ (повећање -)	1	-220	
Остали капитал, нето ¹⁾	28	465	
III. ГРЕШКЕ И ПРОПУСТИ	-27	-91	
IV. УКУПАН ПЛАТНИ БИЛАНС (I + II + III)	1.351	1.968	145,7
V. ДЕВИЗНЕ РЕЗЕРВЕ НБС¹⁾ (повећање -)	-1.351	-1.968	145,7

¹⁾ Без међувалутних промена.

Извор: Народна банка Србије.



Напомена: Због упоредивости са претходним периодом, подаци за 2005. и 2006. не укључују робну размену са Црном Гором.

¹¹ Сходно Одлуци Владе Републике Србије од 15. јуна 2006. године о признавању Републике Црне Горе, економска размена са Црном Гором у платном билансу Републике Србије је регистрована према припадајућим трансакцијама.

рекордна вредност извоза робе од 1.744 милиона долара, што је за 11,5% више у односу на претходно тромесечје. Будући да је повећање вредности увоза мање (3,3%), покривеност увоза робе извозом повећана је у односу на друго тромесечје за 4,0 процентна поена (са 49,9% на 53,9%).

На раст робног извоза посебно су утицали пораст конјунктуре у Европској унији и раст светских цена примарних производа, као и ефекти приватизације и реструктурирања (посебно у индустрији). На раст робног увоза пресудно је утицао раст домаће репродукционе и инвестиционе тражње, као и благи пораст потрошачке тражње. На вредност робног извоза и увоза утицало је кретање цена примарних производа.

Апресијација девизног курса динара, краткорочно посматрано, није се знатно одразила на кретање извоза и увоза.

Према економској намени, највећи пораст извоза у трећем у односу на друго тромесечје остварен је код основних средстава, 24,4%, и репродукције, 12,8%. По одсечима Стандардне међународне трговинске класификације (СМТК), највеће учешће у извозу и даље остварују гвожђе и челик и обојени метали. Највећи раст у односу на претходно тромесечје остварен у извозу поврћа и воћа 96,6%, одеће, 19,7%, и гвожђа и челика, 19%.

Највеће повећање вредности увоза у трећем у односу на друго тромесечје имали су гвожђе и челик, 36,1%, и електричне машине и апарати, 10,2%.

Посматрано по економским групацијама, Србија је за девет месеци највише извоз повећала у Европску унију, док је увоз највише повећан из земаља централне и источне Европе.

Биланс услуга у трећем тромесечју побољшан је у односу на претходно: приходи су повећани за 27,5%, а расходи за 24,7%. За разлику од претходног тромесечја, приходи су на међугодишњем нивоу расли брже од расхода, за 43,7% и 39,0%, респективно. Међутим, суфицит у другом и трећем тромесечју од 25 милиона долара није био довољан да надокнади дефицит у првом тромесечју, тако да је биланс услуга у првих девет месеци био у дефициту од 13 милиона долара, за разлику од суфицита од 20 милиона долара у истом периоду претходне године.

У првих девет месеци раст прихода од 24% још увек је нижи од раста расхода, који је у односу на исти период 2005. године износио 27,2%. Посматрано по појединачним ставкама, највише су повећани приходи

Робна размена по економској намени

(у млн САД долара)

	2006, по тромесечјима		Индекс
	II	III	
ИЗВОЗ	1.544	1.730	112,0
основна средства	86	107	124,4
репродукција	1.034	1.166	112,8
широка потрошња	424	457	107,8
УВОЗ	3.248	3.357	103,4
основна средства	526	549	104,4
репродукција	2.046	2.131	104,2
широка потрошња	676	677	100,3

Извор: РЗС.

Напомена: Подаци укључују робну размену са Црном Гором.

Највеће учешће у извозу и увозу по одсечима СМТК

(у млн САД долара)

	2006, по тромесечјим				Индекс
	II		III		
	Износ	Учешће у %	Износ	Учешће у %	
ИЗВОЗ					
Гвожђе и челик	216	14,0	257	14,9	119,0
Обојени метали	137	8,9	148	8,6	108,0
Поврће и воће	59	3,8	116	6,7	196,6
Одећа	71	4,6	85	4,9	119,7
Разни готови производи, непоменути произв.	68	4,4	75	4,3	110,3
УВОЗ					
Нафта и нафтни деривати	441	13,6	450	13,4	102,0
Друмска возила	247	7,6	238	7,1	96,4
Гас, природни и индустријски	140	4,3	105	3,1	75,0
Индустријске машине за општу употребу	179	5,5	159	4,7	88,8
Гвожђе и челик	119	3,7	162	4,8	136,1
Електричне машине, апарати и уређаји	118	3,6	130	3,9	110,2

Извор: РЗС.

Робна размена по економским групацијама

(у млн USD)

	2005. Јан.-септ.	2006. Јан.-септ.	Индекс
ИЗВОЗ	3.534	4.515	127,7
EU 25	1.743	2.362	135,5
CEEC	1.346	1.620	120,4
CIS	225	317	140,9
EFTA	28	38	135,7
	7.593	9.267	122,0
УВОЗ			
EU 25	3.688	4.508	122,2
CEEC	944	1.311	138,9
CIS	1.639	1.848	112,8
EFTA	102	101	99,0

Извор: Републички завод за статистику.

по основу осталих пословних услуга (за 209 милиона долара) и туризма (за 56 милиона долара), док је највеће повећање расхода забележено код осталих пословних услуга (за 188 милиона долара) и саобраћаја (за 43 милиона долара).

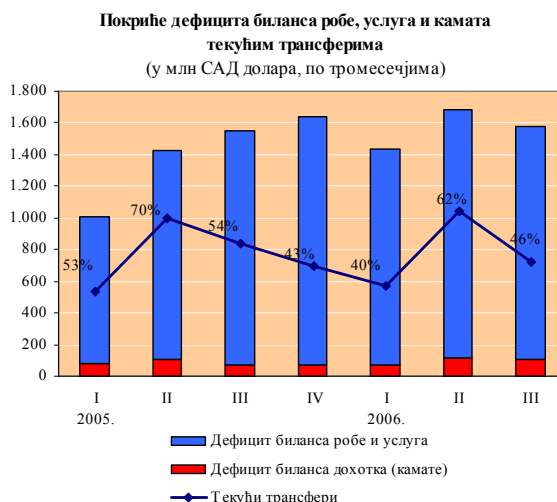
Дефицит биланса робе и услуга смањен је за 5,9% у односу на претходно тромесечје. Покривеност увоза извозом робе и услуга побољшана је са 56,8% у другом тромесечју на 61,6% у трећем. У првих девет месеци у односу на исти период 2005. године, дефицит робе и услуга је незнатно повећан, за 1,6%, док је покривеност извоза увозом повећана са 52,4% на 57,9%. Учешће дефицита робе и услуга у процењеном годишњем

БДП-у смањено је са 16,4% у првих девет месеци 2005. на 13,9% у истом периоду ове године.

Камате према иностраним повериоцима уредно се сервисирају. По том основу, у трећем тромесечју забележен је одлив у износу од 155 милиона долара, што је за седам милиона долара мање у односу на друго тромесечје. При томе, сервисирање камата од стране јавног сектора је повећано за 15 милиона долара (са 78 на 93 милиона долара), док је сервисирање камата од стране приватног сектора смањено са 84 на 62 милиона долара, у складу са смањењем задуживања тог сектора у иностранству. Прилив по основу камата био је за шест милиона долара већи у односу на друго тромесечје, па је дефицит на рачуну камата за 13 милиона долара мањи него у другом тромесечју.

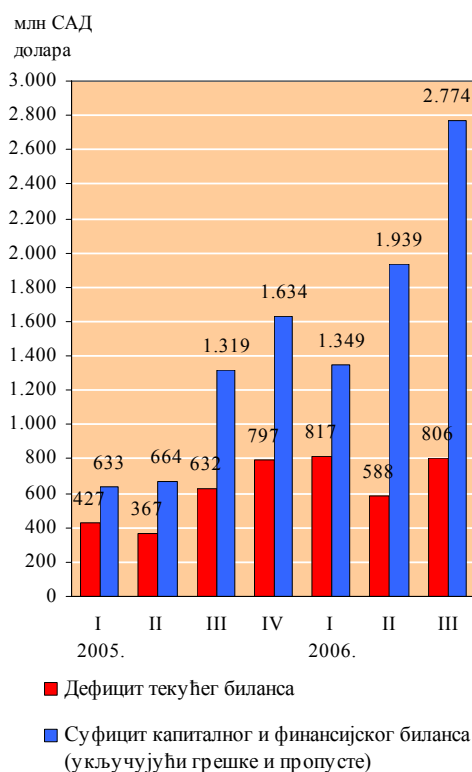
Дефицит робе, услуга и камата смањен је за 105 милиона долара у односу на друго тромесечје, али је његова **покривеност текућим трансферима** смањена са 61,7% на 45,6%, тако да је **дефицит текућих трансакција** (без званичне помоћи) већи за 213 милиона долара. Наиме, нето прилив по основу текућих трансфера у трећем тромесечју је смањен у односу на друго за 318 милиона долара, услед сезонски нижег нето прилива по основу **дознака** и нарочито мањег **нето откупа девиза по мењачким пословима**. У трећем тромесечју, сезонски, становништво више подиже дознаке и купује девизе (због годишњих одмора, потрошње у иностранству и сл.). Међутим, нето прилив по основу мењача у трећем тромесечју мањи је за 383 милиона долара у односу на претходно, што није само последица сезонског фактора. Процењује се да је утицај сезонског фактора на смањење нето прилива од дознака и мењача износио око 200 милиона долара, док је ефекат повећане куповине девиза од стране становништва, услед апresiasiје девизног курса динара у овом периоду, износио око 230 милиона долара. Ова средства углавном су трансферисана у девизну штедњу, која је у односу на претходно тромесечје повећана за 197 милиона долара.

Нето прилив на депозитима страних лица повећан је



Значај текућих трансфера (у милионима САД долара)

	2006, по тромесечјима	
	II	III
ДЕФИЦИТ РОБЕ, УСЛУГА И КАМАТА	-1.685	-1.580
ТЕКУЋИ ТРАНСФЕРИ, НЕТО	1.039	721
Салдо дознака и ефективне на девизним рачунима грађана	140	39
Девизни рачуни страних лица, нето	115	278
Откуп девиза по мењачким пословима, нето	745	362
Прилив по основу Закона о пл. промету на терит. СРЈ (Косово и Метохија), нето	39	42
Покривеност дефицита робе, услуга и камата текућим трансферима	61,7%	45,6%
ДЕФИЦИТ ТЕКУЋИХ ТРАНСАКЦИЈА (без званичне помоћи)	-646	-859



у односу на друго тромесечје за 163 милиона долара, искључиво као последица септембарског пораста. У јулу и августу је настављено са трансформисањем тих средстава у страна улагања, како путем приватизације, тако и наставка докапитализације банака услед предузетих мера Народне банке Србије ради усклађивања капитала банака са њиховим пласманима до септембра 2006. године.

Рекордан нето прилив капитала у трећем тромесечју у износу од 2.865 милиона долара премашао је дотадашњи рекорд забележен у претходном тромесечју (1.965 милиона долара). Суфицит капиталног и финансијског биланса био је већи за преко две милијарде долара од потреба екстерног финансирања у трећем тромесечју, са становишта дефицита текућих трансакција.

За разлику од претходног тромесечја, када је задуживање у иностранству било најзначајнији фактор повећања нето прилива капитала, у трећем тромесечју томе су пресудно допринеле **стране директне инвестиције**, које су забележиле историјски највиши ниво, у нето износу од 1.725 милиона долара (углавном од продаје предузећа Моби 63). Поред тога, остварен је значајан прилив од капиталних трансфера, у износу од 413 милиона долара (по основу продаје лиценце). Повећана понуда капитала свакако се одразила на смањење нето задуживања у иностранству.

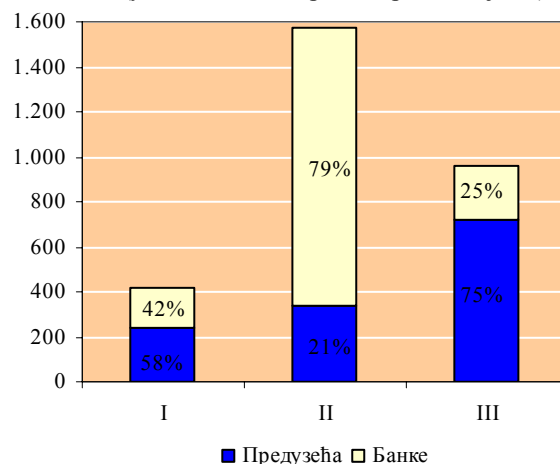
Нето задуживање у трећем тромесечју смањено је за 61,3% у односу на друго (са 1.246 на 482 милиона долара). **Коришћење средњорочних и дугорочних кредита** смањено је са 1.856 на 1.324 милиона долара, док је **отплата главнице** по тим кредитима повећана са 509 на 594 милиона долара (240 милиона долара се односи на превремену отплату друге четвртине дуга према ММФ-у).

По основу **нето краткорочних кредита и депозита** настављено је смањење обавеза у износу од 204 милиона долара, преоријентацијом банака на средњорочно и дугорочно задуживање, услед предузетих мера Народне банке Србије у погледу висине обавезне резерве на краткорочне девизне обавезе банака.

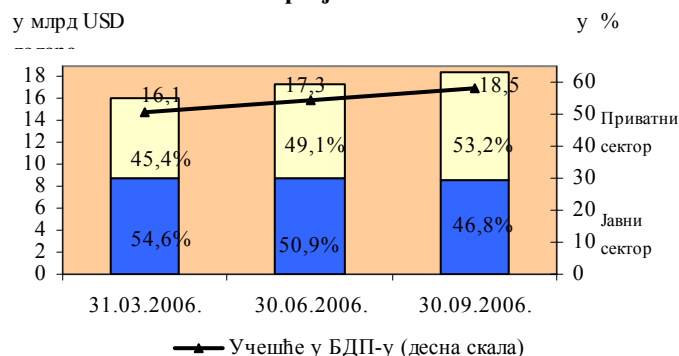
Нето средњорочно и дугорочно задуживање приватног сектора у трећем тромесечју износило је 959 милиона долара, што је знатно мање у односу на високих 1.575 милиона долара у претходном. Мање нето задуживање приватног сектора резултат је смањења нето задуживања банака за 81% (са 1.241 на 237 милиона долара) и повећања нето задужења предузећа са 334 милиона долара у другом на 722 милиона долара у трећем тромесечју. За разлику од приватног сектора, јавни сектор је наставио да отплаћује кредите у знатно већој мери него што их користи. Захваљујући томе, спољни дуг јавног сектора је смањен у односу на

Нето коришћење средњорочних и дугорочних кредита од стране приватног сектора у 2006.

(у млн САД долара, по тромесечјима)



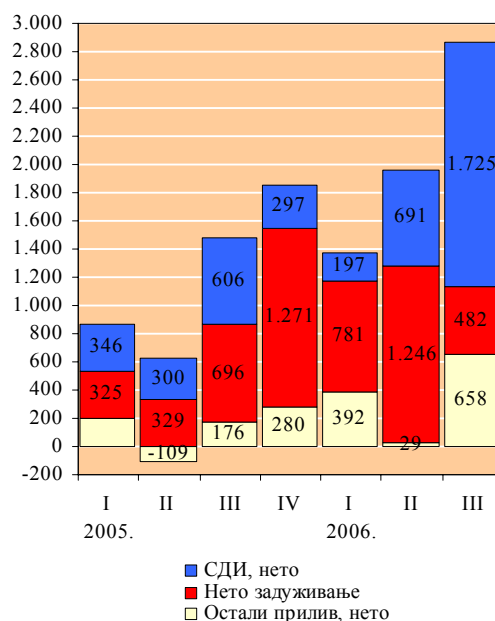
Ниво и структура спољног дуга Републике Србије



Извор: Народна банка Србије.

Структура прилива капитала

(у млн САД долара, по тромесечјима)



претходно тромесечје, а његов удео је у укупном спољном дугу опао на 46,8%. Укупан спољни дуг земље на крају трећег тромесечја износио је 18,5 милијарди долара, што је за 7,2% више у односу на крај другог тромесечја.

Знатно повећање прилива у трећем тромесечју, за 66,3% у односу на претходно, остварено је по основу **нове девизне штедње**.

Рекордно висок нето прилив капитала у посматраном периоду, у највећој мери по основу страних директних инвестиција, резултирао је знатним повећањем девизних резерви земље. Висок суфицит укупног платног биланса, 1.968 милиона долара искључујући међувалутне промене, увећао је **девизне резерве** којима рукује Народна банка Србије. Њихово повећање са међувалутним променама износило је 2.038 милиона долара.

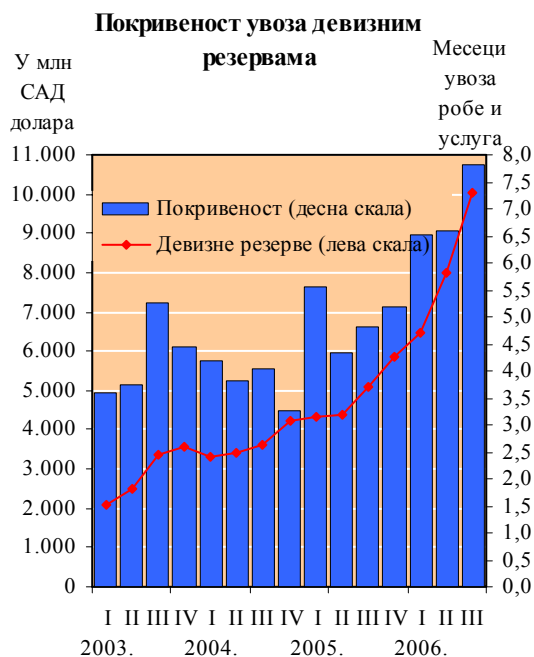
На крају трећег тромесечја **девизне резерве Народне банке Србије** достигле су ниво од 10.015 милиона долара, односно 7.881,6 милиона евра. У односу на крај другог тромесечја то представља раст од 25,6%, а у односу на крај 2005. раст од 71,4%. Захваљујући том повећању девизних резерви, покривеност увоза робе и услуга девизним резервама Народне банке Србије повећана је у другом у односу на прво тромесечје са 6,6 на 7,8 месеци)¹².

На **порастан девизних резерви** Народне банке Србије најзначајнији утицај имао је прилив по основу продаје мобилне мреже “Моби 63”, која је у августу норвешком “Теленору” продата за 1.936,9 милиона долара.

Прилив у девизне резерве Народне банке Србије у току трећег тромесечја остварен је и по основу укупних нето интервенција Народне банке на девизном тржишту. То је расту девизних резерви допринело са 6,4 процентна поена.

Одлив средстава из девизних резерви у току трећег тромесечја остварен је пре свега по основу исплате у септембру групи аустријских инвеститора једног дела средстава (458,5 милиона долара) добијених од продаје компаније “Моби 63”. На смањење девизних резерви утицала је и септембарска превремена отплата друге четвртине дуга према ММФ-у (240,1 милион долара). Поред тога, одлив средстава из девизних резерви остварен је по основу исплата обавеза према инокредиторима, као и исплата по основу старе девизне штедње и Зајма за привредни препород (57,2 милиона долара).

Иако су укупне промене девизних резерви у трећем тромесечју знатно веће у односу на претходно, промене девизних резерви које имају монетарни ефекат мање су за 12,5 милијарди динара. Наставак либерализације девизног тржишта и даље смањење нето интервенција Народне банке Србије на том тржишту, као и мањи нето прилив по основу мењачких послова, утицали су на



Напомена: Подаци о увозу у 2005. и 2006. укључују и увоз из Црне Горе.

Доприноси стопи раста девизних резерви Народне банке Србије (у процентним поенима)

	2006, по тромесечјима			
	I	II	III	I+II+III
Девизне резерве НБС (раст у %)	10,5	23,6	25,6	71,4
Девизно тржиште	2,0	10,4	6,4	22,2
Мењачки послови	7,3	11,0	7,0	29,0
Директне интервенције НБС на девизном тржишту	-7,6	-3,6	-1,2	-13,2
Платни промет са Црном Гором	2,3	3,0	0,6	6,4
Обавезна резерва на девизне депозите и кредите, као и на нову девизну штедњу	5,6	16,9	4,4	30,2
Инострани кредити држави	0,8	0,3	0,6	1,9
Донације	0,3	0,3	0,2	0,9
Стара девизна штедња и зајам за привредни препород	-0,1	-3,1	-0,7	-4,5
Остало ¹⁾	1,9	-1,2	14,7	20,7

¹⁾ Обухвата приходе од приватизације, кредите ММФ-а итд.

¹² Покривеност увоза девизним резервама рачуната је као однос девизних резерви Народне банке Србије и просечне тромесечне вредности увоза робе и услуга.

повећање динарског примарног новца за 32,9 милијарди динара у трећем тромесечју, за разлику од 45,3 милијарде динара у другом.

Монетарни ефекти девизних трансакција у 2006. години

	Укупна промена девизних резерви (1)	Промене девизних резерви које имају монетарни ефекат у милионима				Остале промене девизних резерви 6 (1-5)
		Нето интервенције НБС на девизном тржишту (2)	Мењачки послови (3)	Привремени платни промет на територији СЦГ (4)	Укупно 5 (2+3+4)	
I тромесечје						
USD	611,34	-443,74	429,11	133,84	119,21	492,13
Динара	44.118,91	-32.001,00	31.099,52	9.686,07	8.784,55	35.334,36
II тромесечје						
USD	1.522,40	-230,52	709,28	193,78	672,54	849,86
Динара	100.493,81	-15.358,92	47.570,76	13.101,58	45.313,42	55.180,39
III тромесечје						
USD	2.038,53	-96,62	555,49	49,00	507,87	1.530,66
Динара	132.052,73	-6.605,77	36.262,86	3.198,57	32.855,66	99.197,07
Укупно						
USD	4.172,27	-770,88	1.693,88	376,71	1.299,71	2.872,56
Динара	276.665,46	-53.965,72	114.933,14	25.992,44	86.959,86	189.705,60

4. Монетарна кретања и монетарна политика

Примарни новац

Годишња стопа раста примарног новца је висока, и то у условима рестриктивне монетарне политике. Међугодишња стопа раста примарног новца на крају септембра била је на истом нивоу као и крајем 2005. године и износила је 22,3%, док је реална, захваљујући паду међугодишње инфлације, на знатно вишем нивоу. Узроци раста примарног новца били су раст нето девизних резерви Народне банке Србије и креирање новца по том основу. При том су у првих шест месеци, у условима сезонског смањења примарног новца, остварени знатнији вишкови ликвидних средстава, које су банке искористиле за куповину хартија од вредности у репо трансакцијама са Народном банком Србије. У трећем тромесечју настављено је са повлачењем креираног новца у репо хартије, али је забележен и релативно висок раст примарног новца.

Допринос **нето девизне aktive** креирању примарног новца у току трећег тромесечја, када се из ове категорије искључе депозити државе, износи 21,1 процентни поен¹³. Нето домаћа актива је утицала у правцу повлачења примарног новца за 10,8 процентних поена. Међутим, у оквиру нето домаће aktive остварено је креирање новца по основу смањења динарских депозита државе код Народне банке Србије и раста остале нето aktive, док је по основу репо трансакција банака остварено повлачење новца. Раст остале нето aktive углавном се везује за губитке Народне банке Србије по основу курсних разлика.

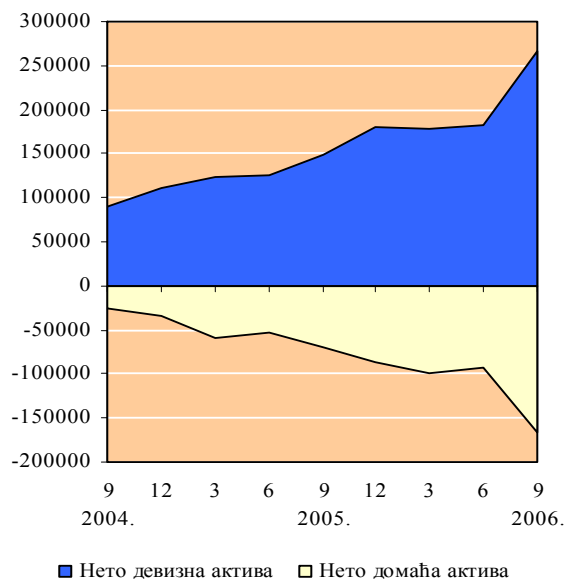
Доприноси делова aktive стопи раста примарног новца (у процентним поенима)*

	2006. по тромесечјима			
	I	II	III	I+II+III
Нето девизне резерве	9,7	51,8	21,1	72,6
Нето домаћа актива	-26,8	-38,0	-10,8	-68,5
Домаћи кредити	-22,7	-45,1	-24,5	-83,2
Нето потраживања од државе	-6,7	-12,6	4,1	-13,3
Нето потраживања од банака	-15,2	-30,4	-28,7	-67,4
Нето потраживања од осталих сектора	-0,8	-2,1	0,1	-2,7
Остала актива (нето)	-4,1	7,1	13,7	14,7
Примарни новац	-17,1	13,8	10,3	4,1

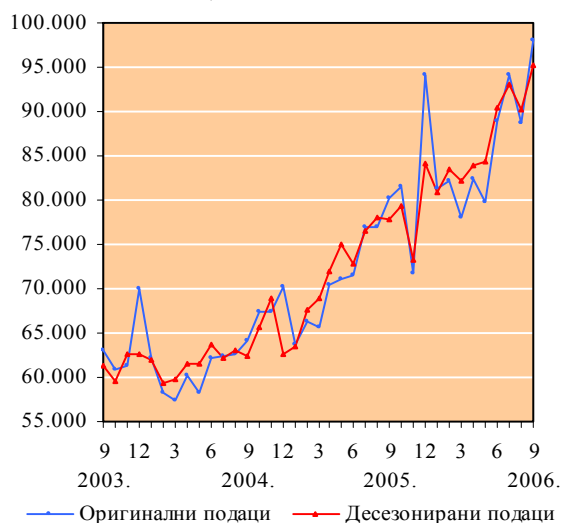
* Искључени девизни депозити државе код НБС.

¹³ У току трећег тромесечја, девизни депозити државе код Народне банке Србије повећани су за 89 милијарди динара. Средства која је држава добила по основу приватизације нису искоришћена у реализацији најављеног Националног инвестиционог плана, већ су положена код Народне банке. Будући да ова средства немају монетарни ефекат, искључили смо их и из нето девизне и нето домаће aktive. Евентуално трошење ових депозита би, свакако, имало монетарни ефекат и негативан утицај на инфлацију, јер би то за последицу имало експанзивнију фискалну политику.

Креирање примарног новца
(кумулативне промене у милионима динара)



Примарни новац
(у милионима динара)



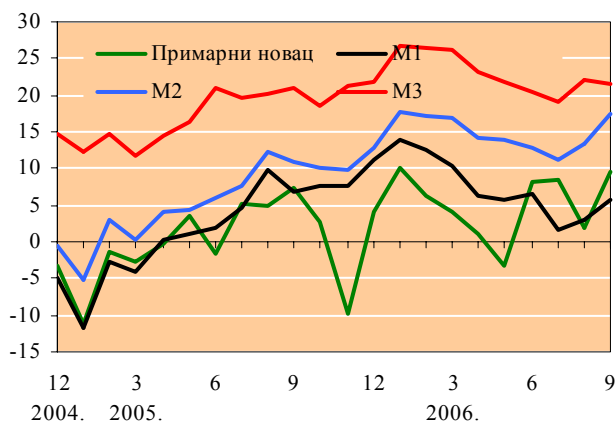
Бруто девизне резерве Народне банке Србије настављају да расту и на крају септембра су достигле износ од преко 10 милијарди долара. Тиме је обезбеђена покривеност примарног новца са приближно 556,7%.

У структури примарног новца, у току трећег тромесечја највећи пораст забележили су готов новац у оптицају и слободне резерве банака. Раст готовог новца у оптицају углавном има сезонски карактер. Раст слободних резерви банака на преко 12 милијарди динара је логична последица високог креирања новца по основу девизних трансакција Народне банке Србије. Већи део тих средстава банке су преконоћно депоновале код Народне банке, а мањи део задржале на жиро-рачунима и у благајнама.

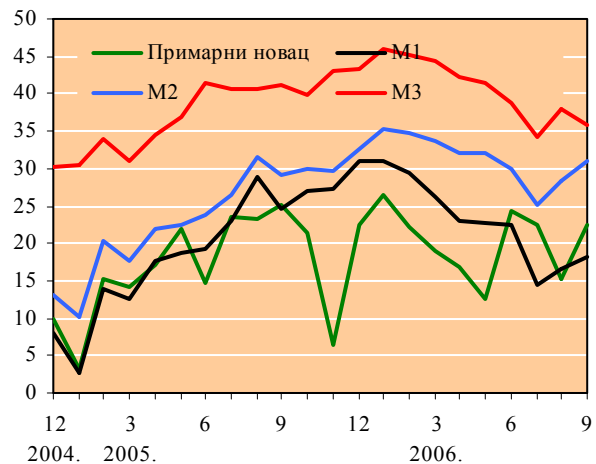
Новчана маса

Међугодишње стопе раста монетарних агрегата на крају септембра, иако мање у односу на јунске, биле су и даље релативно високе. Стопе раста готовог новца у оптицају, М1 и М3 су у трећем тромесечју смањене, што није случај са примарним новцем и М2. Убрзање међугодишње стопе раста новчане масе М2 условљено је бржим растом орочене динарске штедње, што наводи на закључак да, и поред ниских каматних стопа на орочене депозите, опортунитетни трошкови држања готовине расту, а номинална апresiasiја динара утиче да динарски инструменти постају атрактивнији, самим тим и орочена штедња у динарима.

Кретање монетарних агрегата дефлационираних цена на мало (међугодишње стопе раста, у%)



Кретање монетарних агрегата (међугодишњи раст, у %)



Успоравање годишње стопе раста М3 може се довести у везу у највећој мери с променом девизног курса динара. Наиме, девизна штедња изражена у еврима и даље бележи знатан раст (у трећем тромесечју око 520 милиона), али је изражено у динарима тај раст знатно мањи.

Токови креирања новца показују да се раст новчаних агрегата може објаснити растом нето иностране активе и, у мањој мери, растом кредитне активности банака приватном сектору.

Нето инострана позиција банака је видно побољшана у трећем тромесечју. Банке су смањиле краткорочна и дугорочна задуживања у иностранству, а повећале девизне резерве.

Расту укупне новчане масе М3 у трећем тромесечју кредити банака привреди и становништву допринели су са 2,5 процентних поена, што је било знатно мање у односу на друго (8,5 процентних поена) и прво тромесечје (10,5 процентних поена).

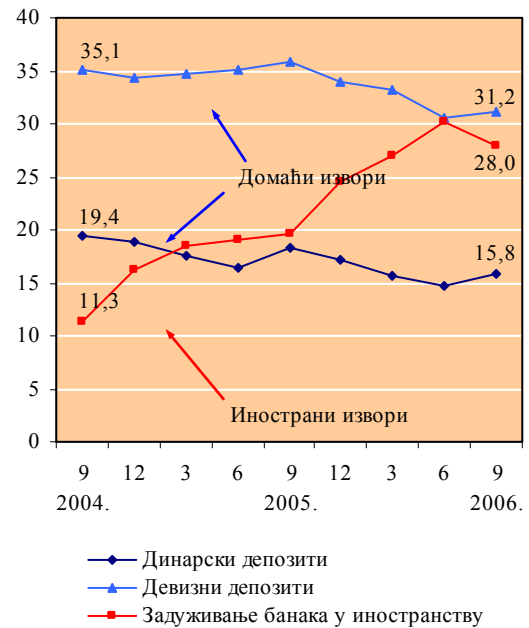
На умерен раст кредита приватном сектору у трећем тромесечју утицале су у знатној мери јунске мере Народне банке Србије о усклађивању стања бруто динарских пласмана становништву са основним капиталом. У септембру су у односу на претходни месец кредити чак смањени. Повлачењу новца допринели су докапитализација банака, смањена куповина обвезница старе девизне штедње и курсне разлике.

Допринос делова aktive стопи раста МЗ*

(у процентним поенима)

	2006, по тромесечјима			
	I	II	III	I+II +III
Нето девизна актива	0,4	26,8	11,4	40,3
Нето домаћа актива	1,2	-18,1	-0,7	-17,9
Домаћи кредити	8,7	4,6	2,6	16,3
Нето потраживања од државе	-2,4	-3,8	0,8	-5,4
Кредити осталим секторима	10,5	8,5	2,5	21,9
Становништву	3,7	4,6	3,3	12,0
Привреди у динарима	5,3	4,1	1,2	10,7
Привреди у девизама	1,4	-0,2	-1,8	-0,8
Остало	0,1	0,0	-0,2	-0,1
Купљене обвезнице старе девизне штедње	0,6	-0,1	-1,0	-0,5
Краткорочни дин. кредити државе банкама	0,0	0,0	0,3	0,3
Остала актива, нето	-7,5	-22,5	-3,3	-34,2
Новчана маса (МЗ)	1,7	8,9	10,8	22,4

* Искључени девизни депозити државе код НБС.

Извори раста пласмана банака
(у % билансне суме банака)

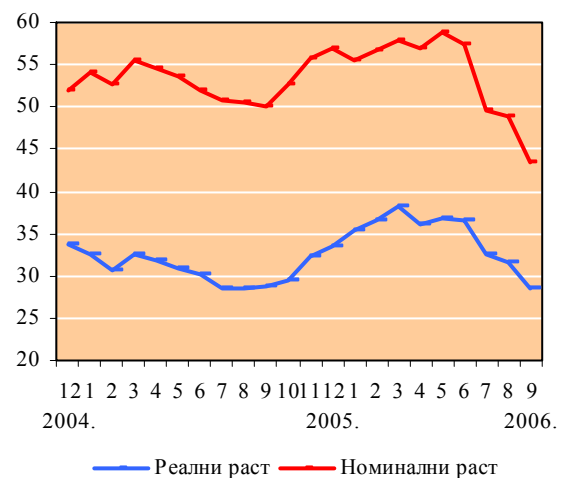
Кредити банака приватном сектору

Први пут након скоро три године, у септембру је у односу на претходни месец забележено смањење стања кредита. Годишња стопа раста кредита у септембру (43,3%) показује да се кредитна експанзија успорава (у јуну је износила 57,6%). Успоравању годишње стопе раста кредита допринело је смањење задуживања у иностранству, као реакција банака на мере Народне банке Србије предузете током маја и јуна. Смањење међугодишње стопе раста кредита последица је и номиналне апресијације динара, имајући у виду да је највећи део одобрених кредита индексиран у страној валути.

У структури укупних кредита недржавном сектору, крајем трећег тромесечја доминирају кредити привреди (64,2%). Настављен је бржи раст кредита становништву у поређењу с кредитима привреди, тако да је у укупним кредитима изражена тенденција раста учешћа кредита становништву.

Кредити привреди на крају трећег тромесечја бележе исподпросечан међугодишњи раст (31,2%), што представља смањење у односу на крај претходног тромесечја (43,4%). Такво кретање је пре свега последица номиналне апресијације динара у трећем тромесечју, будући да је највећи део тих кредита индексиран страном валутом. Девизни кредити привреди истовремено бележе негативне међугодишње стопе раста, као последица њиховог неодобравања у последњих неколико година и међувалутних промена.

Што се тиче рочне структуре пласмана привреди, доминирају краткорочни пласмани (53%), при чему се њихово учешће смањује након спровођења мера Народне банке Србије које су за циљ имале смањење краткорочног задуживања у иностранству. Дугорочне кредите предузећа користе углавном за финансирање дугорочних улагања, док краткорочно задуживање користе услед

Међугодишњи раст кредита привреди
и становништву (у %)

немогућности да своје обавезе у потпуности сервисирају. Предузећа се у односу на банке налазе у позицији нето дужника, при чему однос кредита и депозита предузећа опада.

Насупрот предузећима, становништво се у односу на банке налази у позицији нето повериоца. Будући да је тражња становништва за кредитима углавном нееластична и да становништво нема могућност да се директно задужује у иностранству, услови под којима се становништву кредити одобравају су неповољнији.

У структури кредита становништву, у трећем тромесечју доминирају дугорочни кредити (око 81%). Највише је одобрено кредита за стамбену изградњу (око 12 милијарди динара, или 76% укупно одобрених кредита) и потрошачких кредита (око 8 милијарди динара).

Највећи допринос повећању кредита пословних банака, од 1,3% (укључујући и кредите држави), дало је повећање девизних и динарских депозита (6,7 и 2,7 процентних поена, респективно), као и повећање капитала (3,8 процентних поена). За разлику од претходног тромесечја, нето инострано задуживање банака није допринело укупном порасту одобрених кредита. Народна банка је својим инструментима (обавезном резервом и репо операцијама) у овом тромесечју имобилисала око 35 милијарди динара и на тај начин спречила додатну кредитну експанзију.

Учешће укупних кредита пословних банака у процењеном бруто домаћем производу је са 25,7%, колико је износило крајем претходног тромесечја, у трећем тромесечју смањено на 25,1% (учешће прираста кредита у процењеном бруто домаћем производу у трећем тромесечју износи 2,2%). Овај показатељ је низак у поређењу са земљама у окружењу (Хрватска 68%, Бугарска 49%).

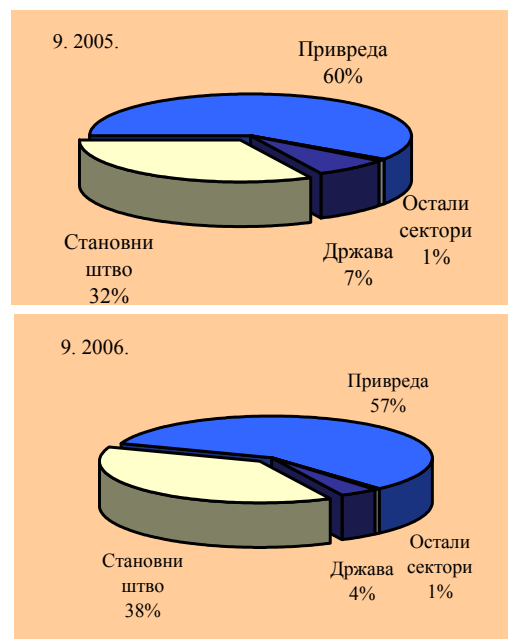
Ликвидност банака

У трећем тромесечју је настављен тренд повећања ликвидности банака. Просечна стопа ликвидности у односу на претходно тромесечје повећана је за 1,7 процентних поена и износи 9,6%.

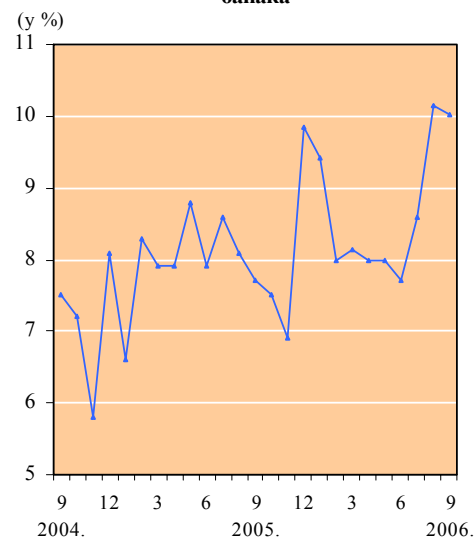
Просечно дневно стање слободних резерви банака¹⁴ износило је 14,4 милијарде динара и у односу на претходно тромесечје повећано је за 2,9 милијарди динара (24,7%), а у односу на исто тромесечје претходне године за 53,1%.

Повећана ликвидна средства (опозиви депозити и готовина у благајни) банке су користиле за куповину репо хартија од вредности Народне банке Србије и пласирање у депозитне олакшице Народне банке Србије (у које је просечно депоновано око 4,3 милијарде динара

Секторски распоред динарских кредита банака



Просечна стопа ликвидности банака



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

	2006, по тромесечјима			
	I	II	III	I+II+III
Слободна динарска средства	-19,1	10,4	56,1	39,4
Средства на жиро-рачунима (нето)	-10,7	-3,1	6,7	-7,2
Благајна	6,9	4,3	13,2	22,18
Опозиви депозити банака у динарима	-15,4	9,2	36,2	24,4

¹⁴ Слободне резерве банака чине готовина у благајни, опозиви депозити и средстава на жиро-рачунима банака умањена за обрачунату обавезну резерву.

дневно).

У посматраном периоду, банке су користиле краткорочне ломбардне кредите за одржавање ликвидности код Народне банке Србије. Њихов просечан износ у трећем тромесечју је износио 74,7 милиона динара, што је за 47,3 милиона динара више него у претходном.

Штедња становништва

У трећем тромесечју у односу на крај другог укупна штедња становништва порасла је за 23,1 милијарду динара. У оквиру тога, динарска штедња је повећана за 1,8 милијарди динара, а девизна штедња за 21,3 милијарде динара.

Стање динарске штедње последњег дана у септембру износило је 6,8 милијарди динара. Највеће интересовање становништво је исказало за штедњу по виђењу, затим за штедњу орочену преко годину дана, а потом за штедњу орочену до три месеца и годину дана.

Током трећег тромесечја и динарска и девизна штедња бележе континуиран раст. Исказано у еврима, девизна штедња је на крају септембра достигла износ од 3 милијарде евра. Штедња у еврима чини 91,73% укупне штедње, 5,44% штедње је у доларима, а 2,01% у швајцарским францима.

Према рачуности девизних штедних улога, највећи удео чини штедња по виђењу (42,21%), на другом месту су штедни улози орочени преко годину дана (17,12), док је штедња орочена до годину дана (16,90%) на трећем месту.

Штедња становништва
(у милионима динара)

	2005.		2006.	
	Дец.	Март	Јун	Септ.
Динарска	3.267	3.755	5.000	6.828
Девизна	190.136	207.609	222.105	243.422
Укупно	193.403	211.364	227.105	250.250

Штедни записи Народне банке Србије

Покушавајући да пословне банке подстакне да у сегменту прикупљања динарских штедних улога буду активније, Народна банка Србије је у 2005. години емитовала и почела да продаје своје штедне записе по атрактивној каматној стопи.

У 2006. години Народна банка је емитовала штедне записе у три наврата. Прва емисија је била 15. маја, са роком доспећа 13. новембра 2006. и обимом од милијарду динара. Укупна номинална вредност продатих записа износи 991 милион динара. Закључно са 30. септембром, стање штедње по основу ове емисије записа износи 814,4 милиона динара.

Друга емисија је била 26. јуна 2006. године, са роком доспећа 25. децембра 2006. године и обимом од милијарду динара. Укупна номинална вредност продатих записа износи 998,2 милиона динара. Закључно са 30. септембром штедња по основу ове емисије записа износи 844,8 милиона динара.

Трећа емисија је остварена 21. августа 2006. године, са роком доспећа 16. августа 2007. и обимом од милијарду динара. Закључно са 30. септембром, штедња по основу ове емисије износи 677,6 милиона динара.

Закључно са 30. септембром, у оквиру динарске штедње од 6.828 милиона динара штедња у записима Народне банке Србије износи 2.337 милиона динара, или 34,2%.

5. Кретање понуде и тражње

Понуда и извори раста

Домаћа понуда

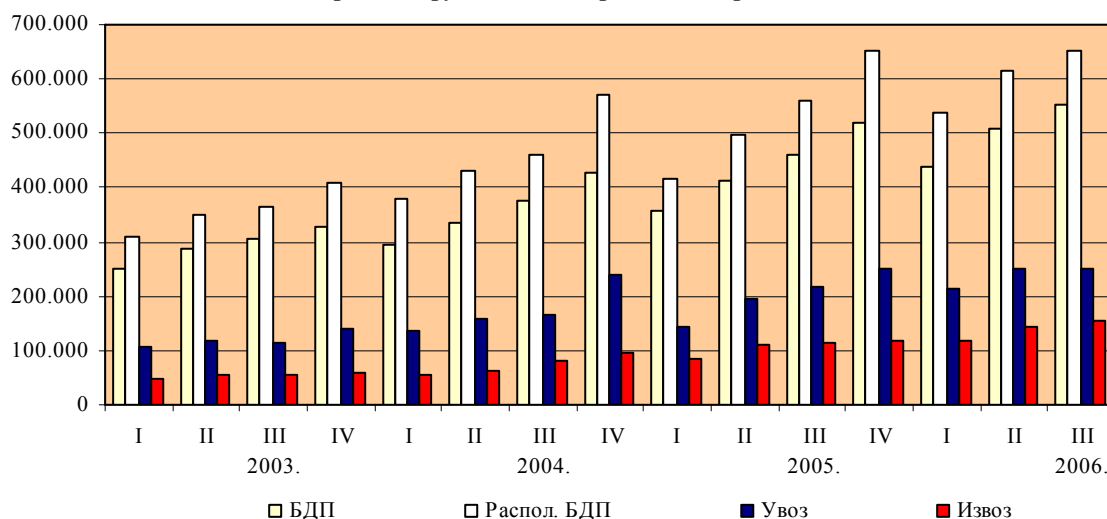
На основу расположивих података за друго тромесечје, међугодишња реална стопа раста БДП-а је износила 6,6%. Бруто додата вредност међугодишњем расту БДП-а је допринела за шест процентних поена, а порези (умањени за субвенције) са 0,6 процентних поена. Највећи допринос међугодишњем расту БДП-а у другом тромесечју имао је сектор услуга: саобраћајна активност (2,7 процентних поена) и финансијско посредовање (1,3 процентна поена). Релативно висок допринос имала је и индустријска производња (1,2 процентна поена).

Тренутно не располажемо подацима о кретању БДП-а за треће тромесечје, али на основу делимично расположивих података, процењујемо да је домаћа понуда, изражена бруто домаћим производом, имала успоренији међугодишњи раст, 6%. Оцена је донета на основу расположивих статистичких података о међугодишњим стопама раста следећих сектора у трећем тромесечју:

- повећања физичког обима индустријске производње за 3,9%, пре свега захваљујући остварењу у прерађивачкој индустрији (4,4%);
- повећања промета робе у трговини на мало за 8,2%;
- повећања туристичке активности мерене бројем ноћења за 5,3%.

За остале секторе још увек нема расположивих података. На задржавање високих стопа раста саобраћајне активности указује растући тренд први пут регистрованих моторних возила. Успоравање међугодишњег раста индустријске производње у трећем тромесечју у односу на претходно (6,1% и 3,9%, респективно) биће делимично компензовано очекиваним благим растом пољопривредне производње.

Кретање бруто домаћег производа - процене



Полазећи од оцењеног раста реалног бруто домаћег производа и цена, бруто домаћи производ у трећем тромесечју се процењује на око 550 милијарди динара. На бази платнобилансних података, расположиви бруто домаћи производ износи око 650 милијарди динара. Процењује се да је у односу на исти период прошле године бруто домаћи производ номинално повећан за 20,3%. Извоз робе и услуга у односу на бруто домаћи производ чини 28%, а увоз 38,7%, па је расположиви БДП већи од оствареног за 17,4%.

Тражња и употреба бруто домаћег производа

Монетарна политика на номиналну тражњу за робом и услугама утиче преко количине новца који креира, и то првенствено путем канала каматне стопе и канала девизног курса. У којој ће мери раст номиналне тражње утицати на цене зависи и од могућности привреде да обим производње (понуде) прилагоди захтевима домаћег и светског тржишта.

Индикатори потрошње становништва

На основу изабраних показатеља, оцењује се да је реална стопа раста **тражње становништва** знатно смањена, са 11,7% у првом на 5,2% у другом и 0,5% у трећем тромесечју 2006. у односу на упоредиви период 2005. године. Ниска реална стопа раста тражње становништва у трећем тромесечју последица је смањивања продаје (и пораста куповине) девиза становништва кроз мењачке послове. Номинална међугодишња стопа раста тражње становништва у трећем тромесечју у односу на 2005. годину износи 13%, а искључујући прилив и одлив по основу мењачких послова 21,8%.

Номинална стопа раста оцењене тражње становништва снижена је са 21,4% у другом тромесечју на 13% у трећем тромесечју. Кредитирање становништва са 0,7% објашњава смањивање међугодишње номиналне стопе раста тражње становништва¹⁵. Ако се из рачуна становништва искључи нето штедња, укупна тражња овог сектора имала је номиналну стопу раста од 13,7%, а реалну од 1,2% у односу на исто тромесечје прошле године. Сходно очекивањима изнетим у претходном Извештају, рестриктивне мере Народне банке Србије у другој половини 2006. године утицале су на смањивање стопе раста тражње становништва управо кроз раст штедње овог сектора.

Евидентирани извори раста потрошачке тражње су следећи:

- Зараде

Удео нето зарада из статистичког узорка у трећем тромесечју 2006. године у БДП-у износи 12,1%, што је за 0,8 структурних поена ниже него у упоредивом периоду претходне године. Под претпоставком да узорком необухваћени радници имају у просеку исте зараде са обухваћеним, учешће нето зарада у оцењеном бруто домаћем производу износи 30,7%, или за 1,1 структурни поен мање у односу на упоредиви прошлогодишњи период;

- Социјални трансфери

У трећем тромесечју они су чинили 14,6% оцењеног бруто домаћег производа, што је 0,2 структурна поена мање него у истом периоду претходне године;

- Дознаке

Регистроване дознаке у трећем тромесечју, прерачунате у динарске износе по просечном дневном курсу долара, чиниле су 4,4% процењеног бруто домаћег производа или за 0,3 структурна поена мање него у истом периоду прошле године;

- Мењачи

Прилив становништва исказан кроз мењачке послове у трећем тромесечју чинио је 4,3% оцењеног бруто домаћег производа, што представља смањење за 3,8 структурних поена у односу на исто тромесечје прошле године;

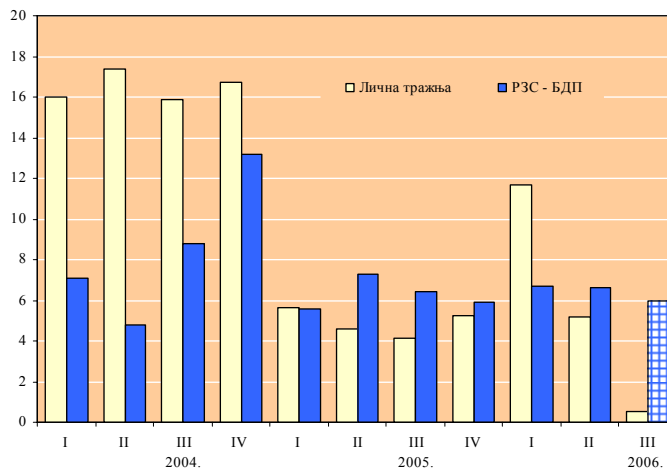
- Кредити

По основу задуживања, становништво је обезбедило додатне изворе средстава за потрошњу у износу од 2,9% оцењеног бруто домаћег производа, што је за 1,5 структурних поена мање него у истом тромесечју прошле године.

У истом периоду, становништво је повећало штедњу за 3,9% оцењеног бруто домаћег производа.

У структури бруто домаћег производа, приходи становништва, умањени за прираст штедње и увећани за прираст кредита, смањили су учешће за 6,1 структурни поен (на 53,1%). Полазећи од

Кретање тражње становништва и БДП-а,
међугодишње реалне стопе раста у %



¹⁵ У трећем тромесечју 2005. године штедња становништва је била већа од кредита овом сектору за 2,1 милијарду динара, а у истом тромесечју ове године за 4,6 милијарди динара.

тога, може се закључити да тражња становништва у току трећег тромесечја није битније доприносила генерисању инфлационих притисака.

Јавна потрошња

Консолидовани јавни приходи (укључујући донације) у трећем тромесечју већи су за 28,8% (реално за 14,6%) у односу на исто тромесечје претходне године и износе 226,7 милијарди динара (40,7% процењеног БДП-а). Приходи по основу ПДВ-а износе 56,9 милијарди динара (10,2% процењеног БДП-а) и већи су за 4,8% (реално смањење за 6,8%) у поређењу с трећим тромесечјем 2005. године. Најдинамичнији раст остварили су приходи по основу капиталне добити. Они су у односу на исто тромесечје 2005. године већи за 88,0% (реално за 67,3%). Приходи по основу пореза на доходак повећани су у односу на исти период претходне године за 21,5% (реално за 8,1%), што је последица номиналног и реалног повећања зарада, док су приходи по основу царина мањи за 5,2% (реално за 15,6%).

Консолидовани јавни расходи (укључујући отплату дуга) у трећем тромесечју већи су за 17,6% (реално за 4,6%) у односу на исто тромесечје претходне године и износе 216,2 милијарде динара (38,8% пројектованог БДП-а). У структури консолидованих јавних расхода, доминантно је учешће трансфера становништву, али са умањеним значајем у односу на треће тромесечје 2005. године. Трансфери становништву у трећем тромесечју 2006. износили су 23,0% процењеног БДП-а, што представља повећање за 17,5% (реално за 4,6) у односу на исто тромесечје претходне године. Социјални трансфери становништву већи су у односу на друго тромесечје претходне године за 19,1% (реално за 5,9%) и износе 14,1% процењеног БДП-а. Расходи по основу нето зарада запослених у јавном сектору релативно су смањени и износе 8,9% процењеног БДП-а. Расходи по основу субвенција смањени су за 7,3% (реално за 17,5%) и износе 2,3% процењеног БДП-а. Финална потрошња државе је забележила благи пад у поређењу са истим тромесечјем 2005. године: материјална је износила 6,2%, а инвестициона 2,9% процењеног БДП-а.

	2005.				2006.			Индекс III 2006.	Индекс реално III 2006.
	I	II	III	IV	I	II	III		
	квартал	квартал	квартал	квартал	квартал	квартал	квартал		
	млрд. динара							III 2005.	III 2005.
Укупни приливи и донације	142,6	165,7	176,0	205,6	175,7	200,1	226,7	128,8	114,6
Изворни приливи нето	110,8	128,3	135,8	155,9	133,2	152,7	179,4	132,2	117,6
Изворни приливи	147,5	170,7	181,2	209,0	182,1	207,1	235,5	130,0	115,6
Доприноси на терет послодавца	36,6	42,5	45,4	53,1	48,9	54,4	56,0	123,4	109,8
Продаја имовине	1,6	1,8	2,0	2,5	0,5	0,7	-0,1	-5,9	-5,2
Донације	0,3	0,2	0,3	2,3	0,5	0,4	0,3	100,7	89,6
Укупни одливи и нето задуживање	138,3	179,7	183,8	200,7	175,9	204,8	216,2	117,6	104,6
Инвестиције	5,8	11,9	14,5	13,5	8,1	12,9	16,0	109,9	97,8
Материјални трошкови	18,5	25,0	29,4	31,3	23,3	27,8	34,5	117,0	104,1
Плаћања становништву:	96,5	108,8	109,1	124,3	117,3	120,0	128,3	117,5	104,6
Нето зараде	36,8	41,9	43,0	49,2	43,7	44,7	49,6	115,2	102,5
Доприноси и порези на терет запослених	12,0	13,3	13,7	15,4	13,6	14,3	15,9	115,5	102,8
Социјални трансфери становништву	59,7	67,0	66,1	75,1	73,5	75,3	78,7	119,1	105,9
Пензије и исплате незапосленима	48,0	52,0	51,6	59,2	57,8	60,0	62,7	121,5	108,1
Социјална помоћ	9,4	12,3	12,2	12,5	13,1	12,7	13,3	108,7	96,7
Остали трансфери становништву	2,3	2,6	2,3	3,4	2,6	2,5	2,8	119,4	106,3
Субвенције	11,1	13,7	14,1	16,0	10,1	13,4	13,1	92,7	82,5
Остало	6,4	20,2	16,6	15,6	17,2	30,7	24,4	146,7	130,6
БДП	359,2	412,9	459,1	518,8	439,4	508,4	557,4	121,4	108,0

У трећем тромесечју остварен је суфицит консолидованог биланса јавних финансија у износу од 10,5 милијарди динара, или 1,9% пројектованог БДП-а. Поређења ради, у истом тромесечју 2005. године забележен је дефицит од 7,8 милијарди динара. Остварени суфицит резултат је пре свега повећаних непореских прихода. У оквиру ове ставке, у августу је остварен прилив по основу издавања лиценце за другог оператера мобилне телефоније у износу од 27

милијарди динара. Суфицит и спорији раст расхода од бруто домаћег производа указују да је фискална политика имала карактеристике рестриктивности, односно да није доприносила повећању инфлационих притисака.

Индикатори инвестиционе потрошње

Инвестициона активност у трећем тромесечју има позитивну стопу раста у односу на исти период претходне године. То потврђују подаци о укупном увозу опреме и резервних делова (робни дефицит је повећан за 19,3%), мада домаћа производња бележи смањење (за 21,6%). Према претходним подацима званичне статистике, увоз опреме и резервних делова (капиталних производа) у трећем тромесечју је износио 797,1 милион долара (21,1% више у односу на исти период прошле године).

Подаци о вредности изведених радова, изражени у сталним ценама, у трећем тромесечју у односу на исти период претходне указују на пораст активности у грађевинарству на територији Републике Србије (7,2%), као и код домаћих извођача (6,3%)¹⁶, док подаци о ефективним часовима рада указују на њен благи пад (за 1,6%)

Са становишта екстерних извора, евидентан је брзи раст дугорочних кредита (81,5% код привреде). Код страних директних инвестиција, остварен је рекордан прилив (нето 1,7 милијарди долара) по основу приватизације, што се не може повезати са текућом инвестиционом активношћу.

Индикатори кретања инвестиција

	I 2005.	II 2005.	III 2005.	IV 2005.	I 2006.	II 2006.	III 2006.	I 2006. I 2005.	II 2006. II 2006.	III 2006. III 2007.
Реални показатељи										
Грађевинарство, ефективни часови рада	13.744	19.975	23.388	23.480	15.132	20.055	23.014	110,1	100,4	98,4
Физички обим индустријске производње капиталних производа, међ.стопе раста	66	61	89	85	107,2	87,9	78,4	107,2	87,9	78,4
Број завршених станова	403	405	741	875	708	432	746	175,7	106,6	100,7
Број незавршених станова	10.339	10.539	10.693	10.241	8.437	8.378	8052	81,6	79,5	75,3
Увоз капиталних производа, млн УСД	310	637	658	792	550	761,4	797,1	177,4	119,5	121,1
Извоз капиталних производа, млн УСД	81	102	133	169	116,6	146,1	169,7	144,0	143,2	127,6
Нето извоз капиталних производа, млн УСД	229	536	526	624	433,4	615,3	627,4	189,3	114,8	119,3
Финансијски показатељи										
Дугорочни кредити дати становништву, млрд динара	54	66	85	104	116	132	144	214,8	200,0	169,4
Дугорочни кредити дати привреди, млрд динара	50	59	65	87	97	109	118	194,0	184,7	181,5
Инвестициона потрошња државе, млрд динара	6	12	14,5	13,5	8,1	12,9	16	135,0	107,5	110,3

¹⁶ Израчунато на бази дефлатора индекса вредности изведених радова на територији Републике Србије.

6. Кретања на тржишту рада

Зараде

Раст просечних **зарада** у трећем тромесечју спорији је у односу на претходна два. Просечна септембарска нето зарада износила је 22.259 динара. Међугодишњи номинални раст нето зарада износио је 22,4%, што је ниже од раста у првом и другом тромесечју (27,4% и 23,4%, респективно).

Десезонирани подаци такође указују на успоравање раста номиналних нето зарада. У трећем тромесечју десезониране нето зараде су у односу на претходно биле више за 3,5%, док је у првом и другом тромесечју раст износио 7,7% и 4,3%. Реални раст нето зарада се наставља, са 7,9% у другом на 9,8% у трећем тромесечју, што је последица пада трошкова живота.

Просечне зараде у **јавном сектору** имале су умеренији раст (номинално 17,8%, а реално 5,6%). Након негативног реалног раста зарада у **локалној самоуправи** од 3,4% у првом тромесечју ове године у односу на исти период претходне, тај раст се постепено опоравља, да бу у трећем тромесечју достигао стопу од 2,7%.

С обзиром на пад броја запослених у јавном сектору, **маса зарада** је имала скромнији раст. У оквиру јавног сектора, међугодишњи реални раст масе зарада у локалној самоуправи у трећем тромесечју био је већи у односу на реални раст масе зарада на републичком нивоу (1,0% и 0,4%, респективно).

Јединични трошкови рада у индустрији су у трећем тромесечју за 0,5% нижи у односу на исти период претходне године, што је последица бржег раста продуктивности у односу на раст реалних бруто зарада (12,4% и 11,9%, респективно). У прерађивачкој индустрији јединични трошкови су опали за 1%.

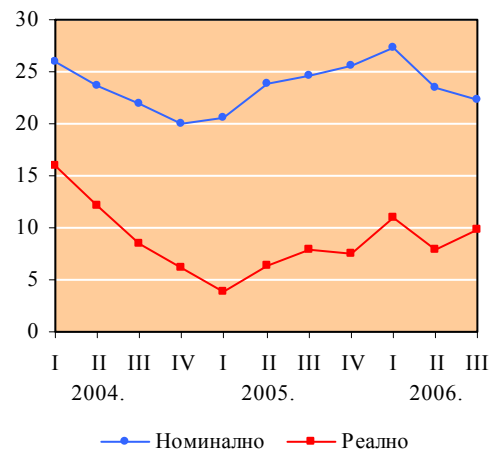
Зараде, као ни тражња становништва, нису утицали на повећање агрегатне тражње, а смањење јединичних трошкова рада је допринело повећању ценовне конкурентности домаће индустрије.

Запосленост

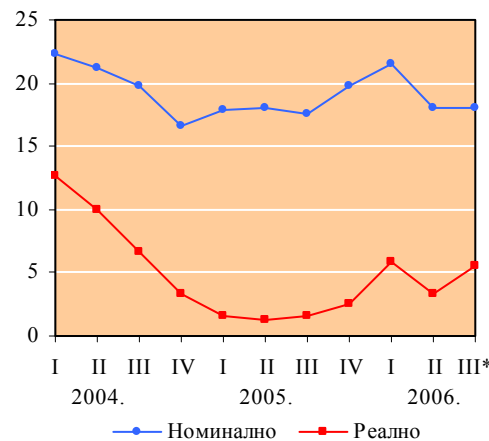
Према званичним подацима, у септембру је било 1.007,6 хиљада **незапослених** лица, што је за 0,7% више у односу на исти месец претходне године. Према делимичним подацима о запослености којима тренутно располажемо, процењујемо да се **стопа незапослености** креће око 28%, што представља пораст у односу на 27,4% из септембра 2005. године. Број незапослених који исључује лица привремено неспособна или неспремна за рад¹⁷ износи 915 хиљада у септембру, а

¹⁷ РЗС од ове године стопу незапослености рачуна на бази броја незапослених лица, а не тражилаца запослења као раније.

Кретање просечних нето зарада
(међугодишњи раст, у %)

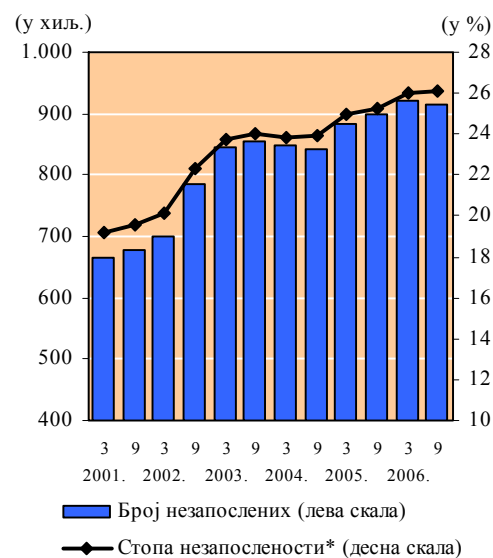


Кретање просечних нето зарада у
јавном сектору
(међугодишњи раст, у %)



* Јул и август.

Незапосленост у Р. Србији



* Процена за III квартал.

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

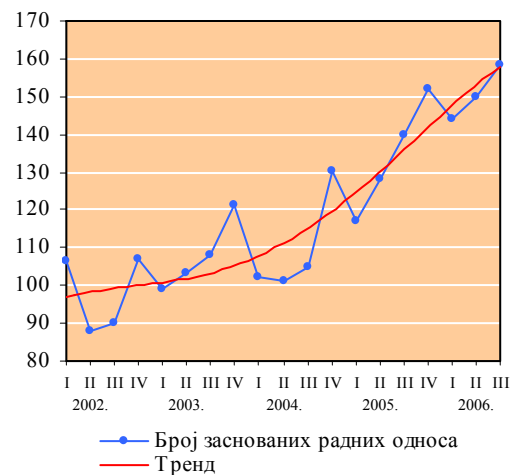
процењена стопа незапослености, рачуната према овом податку, износи око 26,1%. То је за 0,8 процентних поена више него у септембру претходне године.

Кретање броја запослених и даље је у великој мери одређено отпуштањем вишка запослених, које није резултат пада производње него реструктурирања предузећа и државне администрације.

Међутим, број заснованих радних односа показује повољније кретање. У трећем тромесечју засновано је за 13,4% више радних односа у поређењу с истим периодом 2005. године. Овај показатељ има знатно већу корелисаност са БДП-ом.

Структурне неусклађености на тржишту рада су и даље евидентне, те, и поред константно високог вишка радне снаге, њена цена не бележи битније смањење. Флексибилност овог тржишта је стабилно ниска, али растућа. На средњи рок, повећање флексибилности обезбеђује да мере монетарне политике ефикасније утичу на агрегатну тражњу.

Запошљавање
(у хиљадама)



Извор: Национална служба за запошљавање.

IV. Пројекција инфлације

1. Инфлациона очекивања

Резултати анкете о инфлационим очекивањима сва четири сектора која су обухваћена Галуповим истраживањем указују да се не очекују велике промене у кретању инфлације. Другим речима, у току трећег тромесечја њихова очекивања су била релативно стабилна.

У поређењу са августовским, септембарска очекивања су код свих сектора мање-више остала непромењена, осим код финансијског сектора, где су она на нешто вишем нивоу.

У односу на остварена кретања, предузећа имају најпоузданија предвиђања у трећем тромесечју. Такође, висок степен поузданости у својим предвиђањима има и финансијски сектор.

С друге стране, знатно су мање поуздана очекивања синдиката и становништва. Висок ниво инфлаторних очекивања је посебно присутан код становништва.

Очекивања финансијског сектора у погледу кретања просечне пондерисане репо каматне стопе Народне банке Србије од средине 2006. године имају силазни тренд, што је у складу са стварним кретањима.

Иако је тренд ап्रेसијације номиналног девизног курса динара према еврџу присутан од половине године, очекивања сва четири сектора и даље су усмерена у правцу депресијације домаће валуте.

У табели су приказана очекивања појединих сектора у погледу степена депресијације/апресијације курса динара у наредна два месеца.

Уочавамо да све већи степен неповерења у могућност даљег јачања вредности динара у наредном периоду има финансијски сектор.

Према резултатима анкете, грађани су своја очекивања највише кориговали на основу кретања курса динара, с обзиром на то да се очекивани степен депресијације динара у посматраном периоду смањује. Најреалније процене кретања курса динара дали су представници синдиката.

Просечна очекивања у погледу кретања месечне инфлације у 2006. години

	Јул	Авг.	Септ.
Остварена инфлација	-0,1	0,7	-0,2
Предузећа	0,7	0,8	0,8
Становништво	1,9	1,7	1,5
Финансијски сектор	0,8	0,7	1,0
Синдикати	1,3	1,3	1,3

Очекивана депресијација (-) / апресијација (+) у току наредна два месеца у кретању просечног курса динара према еврџу (у %)

	Јул	Авг.	Септ.
Предузећа	-1,1	-1,5	-1,6
Становништво	-2,1	-2,3	-1,9
Финансијски сектор	-1,2	-1,9	-1,9
Синдикати	-1,8	1,6	-1,0

2. Средњорочна пројекција инфлације

Прогнозирање инфлације Народна банка Србије базира на комбинованом коришћењу резултата економетријских модела и експертских процена. У основи економетријског модела који се користи је трансмисиони механизам девизног курса. Модел укључује и реакције монетарне политике на прогнозирано одступање инфлације од централног циља базне инфлације (6% на крају 2007)¹⁸.

Могућа су два типа пројекције. Први тип полази од очекиваног кретања девизног курса (без реакције Народне банке Србије) и стопу инфлације пројектује у зависности од курса. Други тип полази од претпоставке да Народна банка Србије утиче на кретање девизног курса (директно или променом референтне каматне стопе) тако да се у наредном периоду инфлација креће у циљаном распону (4–8%). У том случају, као резултат се добија путања девизног курса која је конзистентна са остварењем циљане (базне) инфлације.

У Народној банци Србије ради се други тип пројекције. Пројекција се заснива на претпоставкама о очекиваним средњорочним трендовима реалне економске активности, реалног девизног курса и реалних каматних стопа, као и на оценама будућих кретања у међународном окружењу.

Према основној пројекцији, базна инфлација у 2007. години износиће око 5%. Ова пројекција садржи и моделски конзистентно дефинисан оквир кретања курса динара и референтне каматне стопе.

Ово представља централну пројекцију, ка чијем остваривању ће се фокусирати мере монетарне политике. Од централне пројекције могућа су одступања. Тренутно, најјачи ризик тиче се курса динара, с обзиром на то да се у наредном периоду курс неће директно контролисати, већ ће се на њега утицати преко промене референтне каматне стопе. Евентуални поремећаји могући су у оба правца: први, наставак апресијацијских притисака на дужи рок, и други, депресијација курса динара, узрокована, нпр., евентуалном фискалном експанзијом. Наравно, уколико ови притисци не би могли да се неутрализују мерама монетарне политике, дошло би до одступања инфлације од централне пројекције.

Ризици остварења пројекције су неантиципирани или непоуздано антиципирани шокови. Тако, на пример, смањење пореза на доходак, које ступа на снагу почетком 2007. године, није ризик из угла Народне банке Србије зато што је та информација уграђена у пројекције, па самим тим и у одлуке о позицији монетарне политике. Међутим, нагли неочекивани раст фискалних расхода или, нпр., зарада у јавном сектору могао би угрозити остварење циља, зато што Народна банка Србије у том случају не би стигла да правовремено реагује.

Кретање светских цена нафте, које пресудно утиче на цене домаћих деривата нафте, и даље представља велики ризик. Мада деривати нафте не улазе директно у базну инфлацију¹⁹, они код нас (више него у развијеним земљама) чине значајну трошковну ставку производа чије се цене формирају слободно, на тржишту. Улога Народне банке Србије у овом контексту и даље ће бити усмерена на спречавање директног преношења поскупљења нафте на цене остале потрошне робе.

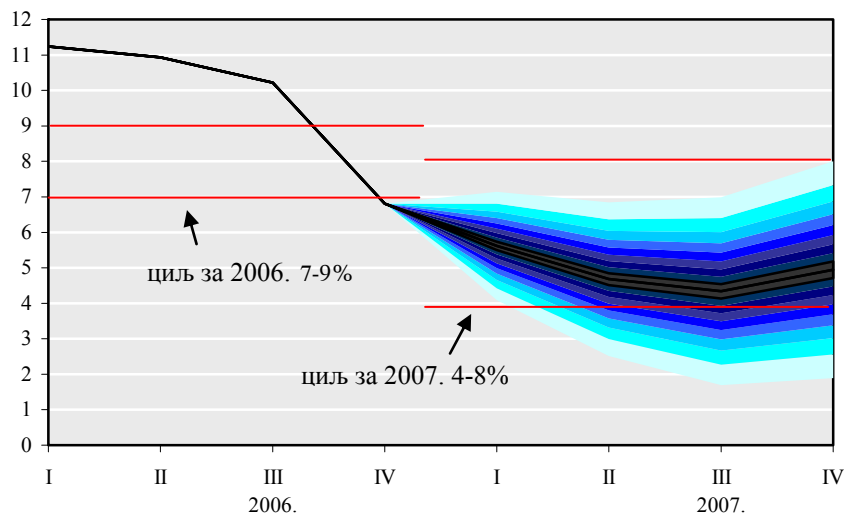
Полазећи од тога, на следећем графикону пројекција инфлације приказана је у виду *fan chart*-а²⁰. Циљ је да се прикаже ниво ризика у остварењу пројекција. Централна пројекција налази се у најтамнијем делу на графикону. Ипак, вероватноћа да ће базна инфлација следеће године пасти у овај распон износи само 10%. Додајући једну по једну нијансу, расте вероватноћа остварења базне инфлације. Вероватноћа да ће се базна инфлација у 2007. години налазити унутар распона (2–8%) износи 90%. Другим речима, постоји само 10% вероватноће да ће базна инфлација у 2007. години бити испод 2% или изнад 8%.

¹⁸ НБС ће на одступање прогнозиране инфлације од централног циља реаговати првенствено променом референтне каматне стопе и (у све мањој мери) директним интервенцијама на девизном тржишту. Могу се користити и други инструменти, као нпр. обавезна резерва. Уколико је, нпр., прогнозирана базна инфлација испод циљане, НБС ће реаговати снижавањем референтне каматне стопе, што би требало да смањи потражњу за динарима и, последично, депресира динар. То би на крају требало да доведе до пораста базне инфлације приближније циљаном нивоу.

¹⁹ Цене деривата нафте, посебном уредбом, регулише држава и везане су за кретање цена уралске нафте, девизног курса и акциза.

²⁰ Fan chart за приказивање неизвесности својих пројекција прва је почела до користи Bank of England.

Пројектована међугодишња базна инфлација (у %)



Примарни циљ Народне банке Србије је остварење базне инфлације. На укупну стопу инфлације, поред базне инфлације, утичу и остале две групе цена на мало – пољопривредних производа и регулисаних цена.

Кретање цена пољопривредних производа је у већој мери одређено њиховом понудом, у зависности од хидрометеоролошких прилика, а у знатно мањој мери инструментима Народне банке Србије. Поред тога, цене ових производа показују високу волатилност, па и поред релативно скромног учешћа у ценама на мало могу значајно утицати на укупан индекс цена.

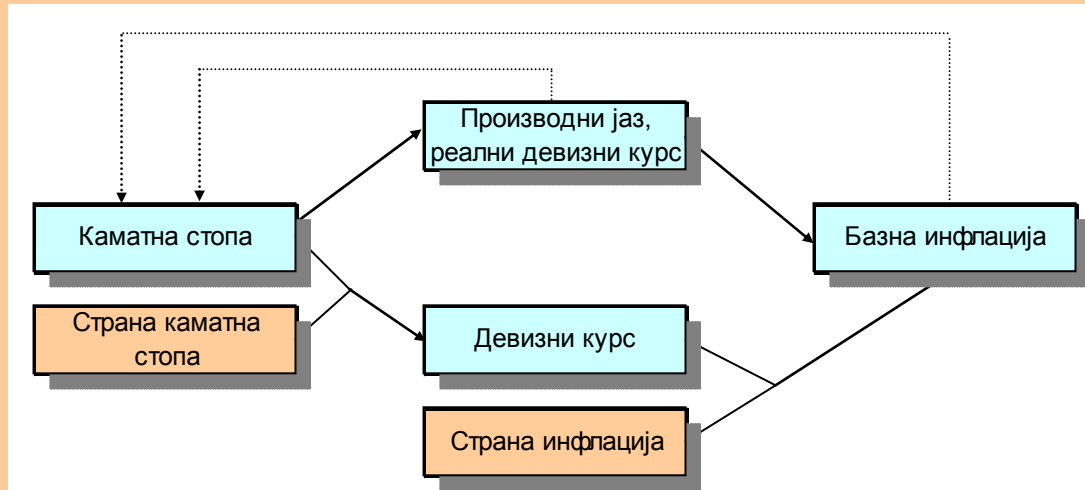
И цене које регулише држава имају одређени степен непредвидивости, па самим тим носе одређени ризик. Тако, нпр., још увек није познато да ли ће цена електричне енергије бити коригована следеће године или да ли ће, и за колико, цене комуналних услуга бити кориговане до краја ове или почетком наредне године. Код регулисаних цена, највећу волатилност (па самим тим и ризик) имају цене деривата нафте, које са релативно високим пондером учествују у ценама на мало.

Одлука Народне банке Србије да у новембру снизи референтну каматну стопу и обавезну резерву на динарска средства била је мотивисана сазнањем да би даља апресијација динара могла довести до знатног одступања (надоле) инфлације од постављеног циља за 2007. годину. И убудуће ће одлуке Народне банке Србије зависити од кретања девизног курса и његовог утицаја на пројектовани раст цена. Овде је битно нагласити да неопходна депресијација курса како би се остварила циљана инфлација не значи нужно и да ће Народна банка Србије реаговати лабавијим мерама монетарне политике (снижавање референтне каматне стопе или обавезне резерве). Промене монетарне политике могле би изостати уколико, на пример, Народна банка Србије оцени да ће у наредном периоду доћи до жељене депресијације динара и без њене реакције – нпр. због избора или евентуалне фискалне експанзије.

Примењени модел за пројекцију инфлације

Економетријско моделирање представља важно средство које користимо при пројектовању инфлације. У том циљу користимо бројне економетријске технике.

Суштину основног економетријског модела који користимо чини трансмисиони механизам монетарне политике Народне банке Србије. Он се базира како на номиналном каналу (преко номиналног девизног курса), тако и на реалном каналу трансмисионог механизма (преко производног јаз и реалног девизног курса). У досадашњим истраживањима, номинални канал се показао значајнијим. Поред тога, модел садржи егзогене варијабле, као што су иностране каматне стопе, инострана инфлација, небазна инфлација итд.



Основне везе моделских варијабли

Три основне једначине у моделу су једначине инфлације, девизног курса и каматне стопе:

$$\text{базна инфлација}_t = f(\text{базна инфлација}_{t-1}, \text{курс}_{t-1}, \text{производни јаз}_{t-1})$$

$$\text{курс}_t = f(\text{очекивано кретање домаће и стране каматне стопе})$$

$$\text{каматна стопа}_t = f(\text{каматна стопа}_{t-1}, \text{неутрална каматна стопа}, \text{производни јаз, очекивано одступање инфлације од циља})$$

Поред ове три једначине, модел садржи и већи број идентитета.

У трећу једначину уграђена је реакција монетарне политике – каматна стопа мења се у складу са очекиваним (пројектованим) одступањем инфлације од циља, с тим што на њу делују и други фактори. Као крајње резултате овог модела добијамо путању девизног курса и каматне стопе, које су конзистентне са остварењем циљане инфлације.

Индикатори екстерне позиције Србије

	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006. (септ.)
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ ЛИКВИДНОСТИ (у %)						
Девизне резерве/увоз робе и услуга (у месецима)	3,1	4,5	5,3	4,5	5,6	8,6
Девизне резерве/краткорочни дуг	114,1	223,5	336,3	424,9	385,9	672,8
Девизне резерве/БДП	11,0	14,4	17,5	17,3	22,2	31,5
Отплата дуга/БДП	0,9	1,3	2,0	3,8	4,5	...
Отплата дуга/извоз робе и услуга	3,7	7,1	10,0	16,8	17,8	27,3
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)						
Спољни дуг/БДП	104,8	70,9	66,7	57,5	58,7	58,3
Краткорочни дуг/БДП	9,7	6,4	5,2	4,1	5,7	4,7
Спољни дуг/извоз робе и услуга	456,9	379,2	343,0	253,6	234,1	235,5
ИНДИКАТОРИ ИЗЛОЖЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКОМ РИЗИКУ (у %)						
Девизне резерве/М1	135,7	142,1	180,4	221,1	291,2	408,0
Девизне резерве/примарни новац	190,9	194,7	277	319,5	448,0	658,0
СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ)/БДП	65,3	56,9	59,1	68,6	70,2	68,3
КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ				Новембар В+, Standard & Poor's	Јул ВВ-, Standard & Poor's и Fitch	Фебруар ВВ- (дугор.), В (краткор.), В позитивно Standard & Poor's, ВВ- по Fitch -у
МЕМОРАНДУМ: (у милионима долара)						
БДП	10.619	15.840	20.340	24.509	26.355	31.760
Спољи дуг	11.125	11.230	13.575	14.099	15.467	18.518
Сервисирање спољног дуга	91	211	397	935	1.179	1.648
Девизне резерве централне банке	1.169	2.280	3.550	4.245	5.843	10.015
Краткорочни дуг	1.026	1.020	1.056	999	1.514	1.489
Биланс текућих трансакција	-285	-1.247	-1.470	-2.869	-2.223	-2.211

Методолошка објашњења:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

БДП за 2005: процена Републичког завода за статистику; БДП за 2006: процена Центра за истраживања НБС.

Напомена: размена са Црном Гором регистрована је према припадајућим трансакцијама од 2004. године.

Република Србија: Основни макроекономски индикатори

	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.
						Септ. 2006.
Реални раст БДП-а (у %)	5,1	4,5	2,4	9,3	6,3	6,4 ¹⁾
Цене на мало (у % у односу на исти месец претходне године)	40,7	14,8	7,8	13,7	17,7	11,6
Базна инфлација (у % у односу на исти месец претходне године)	18,1	5,1	6,2	11,5	14,5	10,1

						Септ. 2006.
Девизне резерве НБС (у млн USD)	1.169,1	2.280,1	3.550,1	4.244,5	5.842,8	10.015,1

						Јануар-септ. 2006.
Извоз (у млн USD)	2.435	2.961	3.959	5.559	6.607	6.042
- стопа раста у % у односу на претходну годину	17,9	21,6	33,7	40,4	18,9	26,3
Увоз (у млн USD)	-4.499	-6.059	-8.058	-11.253	-12.509	-10.443
- стопа раста у % у односу на претходну годину	28,3	34,7	33,0	49,7	11,2	22,6
Текући рачун платног биланса (у млн USD)	-285	-1.247	-1.470	-2.869	-2.223	-2.211
у % БДП-а	-2,7	-7,9	-7,2	-11,7	-8,4	-10,4 ²⁾

						Јануар-септ. 2006.
Незапосленост, званични подаци (у %) ³⁾	21,8	24,5	26,1	23,9	24,9	26,0
Незапосленост по Анкети (у %) ⁴⁾	12,2	13,3	14,6	18,5	20,8	...
Зараде (просечне за период, у EUR)	89,9	151,7	176,7	194,4	210,4	242,9

						Јануар-септ. 2006.
Републички буџетски дефицит/суфицит (у % БДП-а)	-0,2	-4,3	-1,4	-0,1	1,5	2,0
Јавни дуг Републике Србије (спољни + унутрашњи, у % БДП-а) ⁵⁾	106,5	73,7	67,9	53,7	46,2	38,1

						Септ. 2006.
Курс динара према USD (просек, у периоду)	66,68	64,49	57,58	58,39	66,72	65,11
Курс динара према USD (крај периода)	67,67	58,98	54,64	57,94	72,22	64,53
Курс динара према EUR (просек, у периоду)	59,77	60,68	65,07	72,58	82,91	83,02
Курс динара према EUR (крај периода)	59,71	61,52	68,31	78,89	85,50	82,00

Меморандум

Бруто домаћи производ (у млн USD) ⁶⁾	10.619	15.840	20.340	24.509	26.355	31.760
---	--------	--------	--------	--------	--------	--------

¹⁾ Процена (првих девет месеци ове према првих девет месеци прошле године).

²⁾ Процена за 2006. годину.

³⁾ Извор: Републички завод за статистику, подаци се односе на септембар, осим за 2006, где је дат податак за март; од 2004. РЗС стопу незапослености рачуна на бази броја незапослених лица, а до 2003. на бази броја лица која траже запослење.

⁴⁾ Извор: Анкета о радној снази за 2004. годину, Републички завод за статистику.

⁵⁾ Извор: Билтен Министарства финансија Републике Србије.

⁶⁾ БДП за 2005: Процена Републичког завода за статистику; БДП за 2006: процена Центра за истраживања НБС.

Напомена: Размена са Црном Гором регистрована је према припадајућим трансакцијама од 2004. године.

ДОДАТАК 1: ПРОМЕНЕ ОБАВЕЗНЕ РЕЗЕРВЕ БАНАКА

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

Ред. бр.	Правни основ	Основа	Стопа	Плаћање кам. на средства издвојене о. р.	Први обрачун	Очекивани ефекат мера
6.	80/05	Динарска – сужена, тј. умањена за износ дугорочних стамбених кредита ако су осигурани код Националне корпорације за осигурање стамбених кредита Девизна – сужена на исти начин	20%	Плаћа се		
	86/05	Девизна – проширена за инообавезе по пословима које банка обавља у име и за рачун трећих лица	Непромењена, осим на проширени део претходном одлуком (повећана са 7% на 18%) Минимална девизна ликвидност на девизну штедњу смањена са 43% на 42%	Не плаћа се	10. 10. 2005.	Повлачење 7,3 млрд динара Ослобађање 0,6 млрд динара
7.	91/05	Динарска – умањена за орочену динарску штедњу прикупљену у периоду од 31. 10. до 6. 11. 2005. Девизна – непромењена	20% Непромењена, осим на проширени део (повећана са 18% на 29%, дакле изједначена) Минимална девизна ликвидност на девизну штедњу смањена са 42% на 41%	Плаћа се Не плаћа се	10. 11. 2005.	Ослобађање 0,9 млрд дин.
	95/05	Динарска – непромењена Девизна – непромењена	Смањена са 20% на 18% Повећана са 29% на 35%	Плаћа се Не плаћа се		Смањење издвајања за 1,7 млрд динара Повлачење 20,4 млрд динара
8.	102/05	Динарска – непромењена Динарска са девизном клаузулом уведена Девизна непромењена	18% 35%	Плаћа се Плаћа се		Повлачење 2,0 млрд динара
	109/05	Динарска непромењена Динарска са девизном клаузулом Девизна – проширена девизном штедњом положеном код банака после 30. 6. 2001, која је имала другачији третман, а истовремено укинута минимална девизна ликвидност и умањена за девизне штедне улоге положене код банке у периоду од 1. до 7. 11. 2004. и од 31. 10. до 6. 11. 2005.	Повећана са 35% на 38% 38%	Не плаћа се	10. 12. 2005.	Повлачење 14,9 млрд динара

Ред. бр.	Правни основ	Основа	Стопа	Плаћање кам. на средства издвојене о. р.	Први обрачун	Очекивани ефекат мера
9.	28/06	Динарска – непромењена Динарска са девизном клаузулом – промењена Девизна – проширена за износ субординираних девизних обавеза	18% Повећана са 38% на 40% Повећана са 38% на 40%, осим за субординиране обавезе (20%), и са 38% на 100% на средства која даваоци лизинга држе код банке	Плаћа се Плаћа се Не плаћа се	 10. 04. 2006.	Повлачење 1,2 млрд динара Повлачење 18,7 млрд динара
10.	39/06	Динарска – непромењена Девизна – непромењена	18% 40% За инозадуж. с роком отпл. до две године повећана са 40% на 60%	Плаћа се Не плаћа се	 10. 05. 2006.	 Повлачење 35,5 млрд динара
11.	49/06	Динарска – непромењена Девизна – непромењена	18% На обавезе у дин. по основу депоз. и кредита из иностр. с роком отпл. до две године повећана са 18% на 40% и на 60%, а на обавезе са роком отпл. преко две год. са 18% на 40% 40%	Плаћа се Не плаћа се	10. 06. 2006.	Повлачење 5 млрд динара
12.	73/06	Динарска – непромењена Девизна – непромењена Обавеза банке да дневно стање издвојене динарске, односно девизне обавезне резерве држи на нивоу не мањем од 80% обрачунате динарске, односно девизне обавезне резерве, овом изменом се смањује на 50%.	Непромењена Непромењена	Плаћа се Не плаћа се	11. 09. 2006.	Циљ је да банке лакше управљају својом ликвидношћу

ДОДАТАК 2: ПРУДЕНЦИЈАЛНЕ МЕРЕ ЗА ОГРАНИЧЕЊЕ КРЕДИТНОГ РАСТА

Ред. бр.	Правни основ	О с н о в а	О п и с	Претходно стање
1.	37/04 86/04 129/04	Одлука о критеријумима за класификацију билансне активе и ванбилансних ставки према степену наплативости и висини посебне резерве банака и других финансијских организација	Свако потраживање по кредиту одобреном физичком лицу (изузев стамбених кредита) – у случају да је месечна отплатна рата, укључујући и обавезе по већ коришћеним кредитима, већа од 30% месечних примања дужника, а његово учешће или положени депозит мањи од 20% одобрене позајмице – банка сврстава у најризичнију категорију пласмана, Д, и врши стопроцентно резервисање.	Пре измене Одлуке, пласмани који не задовољавају услове сврставали су се у категорију Б, а посебна резерва износила је 25%
2.	97/05	Одлука о критеријумима за класификацију билансне активе и ванбилансних ставки према степену наплативости и висини посебне резерве банака и других финансијских организација	Уколико документација клијента банке – физичког лица не садржи извештај Кредитног бироа, банка такав пласман класификује у категорију Д и врши стопроцентно резервисање.	Пре измене Одлуке, пласмани који нису задовољавали услове сврставали су се у категорију Б, а посебна резерва износила је 25%
3.	51/05	Одлука о критеријумима за класификацију билансне активе и ванбилансних ставки према степену наплативости и висини посебне резерве банака и других финансијских организација	Прописује да кредитни досије дужника који је правно лице треба да садржи и анализу његове изложности ризику од промене курса динара, као и случајеве када се потраживања од тог дужника класификују у једну категорију неповољнију од оне у коју би била класификована (почело да се примењује 18. 6. 2005).	
4.	16/06	Одлука о критеријумима за класификацију билансне активе и ванбилансних ставки према степену наплативости и висини посебне резерве банака и других финансијских организација	Уколико се хипотеком обезбеђује кредит одобрен физичком лицу, без обзира на рочност, не умањује се основица на коју се обрачунава стопа резервисања (изузетак су стамбени кредити одобрени физичком лицу, као и кредити одобрени правном лицу, за које се, по основу хипотеке, основица и даље умањује за 50%, при чему вредност хипотеке мора бити најмање једнака вредности кредита).	Изменом банке више неће моћи да избегну повећано резервисање уколико одобравају становништву готовинске, ненаменске, потрошачке кредите на дужи рок, обезбеђене хипотеком
5.	49/06	Одлука о критеријумима за класификацију билансне активе и ванбилансних ставки према степену наплативости и висини посебне резерве банака и других финансијских организација	Одредба по којој се потраживања од физичких лица, осим стамбених кредита, сврставају у категорију Д ако је месечна обавеза за отплату одобреног кредита, укључујући и месечне обавезе по већ коришћеним кредитима, већа од 30% нето месечних прихода тог физичког лица, или ако су депозит или учешће мањи од 20% износа одобреног кредита, допуњена је овом изменом Одлуке. Наиме, приликом израчунавања месечне обавезе, поред већ коришћених кредита, укључују се и обавезе по основу револвинг кредитних картица, по основу активираних јемстава по кредитима, по основу 50% износа датих јемстава по кредитима и по основу обавеза из уговора о финансијском лизингу. Ова одредба се примењује од 1. јула 2006. године.	

Ред. бр.	Правни основ	О с н о в а	О п и с	Претходно стање
6.	11/05 28/05 108/05	Одлука о јединственом начину обрачуна и исказивања ефективне каматне стопе на кредите и депозите	Прописује јединствени начин обрачуна и исказивања ефективне каматне стопе. Приказује укупну цену кредита које банке одобравају, односно депозита које примају. <i>Примена почела 15. 3. 2005.</i> Ова одлука се неколико пута мењала с циљем обезбеђења веће транспарентности. Тако је, нпр., уведен корективни фактор у обрачуну ефективне каматне стопе уколико банке одобравају кредите код којих уговорени депозит износи преко 50% укупног кредита. <i>Примена почела 30. 3. 2005.</i> Такође, банке достављају пондерисану ефективну каматну стопу (водећи рачуна о томе да се кредити одобравају у: а) динарима индексираним валутном клаузулом, при чему је битна и валута којом се индексира кредит, као и други критеријум за индексацију, б) динарима и в) девизама). <i>Примена почела 7. 12. 2005.</i>	
7.	57/06	Одлука о јединственом начину обрачуна и објављивања ефективне каматне стопе на депозите и кредите	Циљ доношења ове одлуке и пратећег упутства јесте јединствен начин обрачуна и исказивања свих трошкова приликом добијања кредита, односно полагања депозита, чиме се обезбеђује да грађани располажу упоредивим и релевантним информацијама. Упутством је предвиђена и обавеза банака да састављају и клијентима уручују Преглед основних података о депозиту/кредиту, као и података који се не укључују у обрачун ефективне каматне стопе (критеријуми за ревалоризацију и индексирање, трошкови Кредитног бироа итд.). Поред тромесечног, предвиђено је да банке и месечно извештавају Народну банку Србије о пондерисаним номиналним и ефективним каматним стопама на примљене депозите и одобрене кредите. <i>Примена од 1. 10. 2006.</i>	Ова одлука је донета на основу новог Закона о банкама («Сл. гласник РС», бр. 107/05) Почетком примене 1. октобра 2006. престаје да важи претходна (под редним бр. 6) Одлука о јединственом начину обрачуна и исказивања ефективне каматне стопе на кредите и депозите
8.	51/05	Одлука о основним елементима поступака одобравања и наплате потраживања банака и других финансијских организација	Прописује обавезу банака да имају методологију за оцену финансијског стања (кредитне способности) дужника, а нарочито за анализу изложености дужника ризику од промене девизног курса. Такође, банке методологију примењују за оцену финансијског стања (кредитне способности) дужника, тј. утицаја промене девизног курса од 5, 10, 15% на финансијско стање и класификацију потраживања дужника чије укупне обавезе износе најмање 10 милиона динара. Банке методологију примењују и за оцену своје изложености кредитном ризику од промене девизног курса и исказују износ потребне резерве за обезбеђење од потенцијалних губитака. <i>Примена почела 18. 6. 2005. године.</i>	

Ред. бр.	Правни основ	О с н о в а	О п и с	Претходно стање
9.	88/05	Одлука о изменама и допунама Одлуке о ближим условима и начину вршења контролне функције Народне банке Србије	Измене се односе на примену корективних мера ако се билансне и ванбилансне ставке класификују другачије од налаза контроле. <i>Примена почела 1. 1. 2006. године.</i>	Престаје да важи 1. 10. 2006. године
10.	51/06	Одлука о ближим условима и начину вршења контроле Народне банке Србије над банкама	Овом одлуком се прецизирају услови и начин вршења контроле, нарочито у погледу налога и мера које стоје на располагању Народној банци Србије, увођења принудне управе у банци, као и обавезе банке да у случају неправилности у класификацији потраживања билансну активу и ванбилансне ставке класификује у складу с налазом контроле и то књигоовствено евидентира и искаже износ резерви за процењене губитке. <i>Одлука се примењује од 1. 10. 2006.</i>	
11.	16/06	Одлука о изменама Одлуке о ближим условима примене чл. 26. и 27. Закона о банкама и другим финансијским организацијама	Укинута су два изузећа у обрачуну девизне позиције банке: а) потраживања по дугорочним девизним кредитима који су одобрени по основу иностраних кредита, а које је преузела држава и конвертовала у капитал; б) потраживања у страној валути/динарима са девизном клаузулом – до висине акционарског капитала уплаћеног у страној валути. Банка је дужна да се прилагоди до 31. 12. 2006. и оствари показатељ девизног ризика од 30%. При обрачуну ризичне билансне активе, банка примењује пондер од 50% на потраживања која су обезбеђена хипотеком (чија је вредност најмање једнака вредности потраживања) само од правних лица и по основу стамбених кредита.	
12.	49/06	Одлука о изменама Одлуке о ближим условима примене чл. 26. и 27. Закона о банкама и другим финансијским организацијама	Банке су у обавези да приликом израчунавања ризичне билансне активе примењују нов пондер од 125% „на потраживања у страној валути или у динарима индексирана девизном клаузулом или другом основом индексирања и која износе најмање 10.000.000 евра у динарској противвредности, а дужник их није заштитио од промене курса динара у односу на страну валуту или промене вредности другог основа индексирања (обезбеђењем потраживања од тог дужника под истим условима под којима се банка обезбедила, тј. иста страна валута, односно иста девизна клаузула или други основ индексирања, исти рок доспећа и плаћања и најмање исти износ)“.	
13.	39/06	Одлука о усклађивању стања бруто динарских пласмана одобрених становништву са основним капиталом банака	Прописује се обавеза банака да стање бруто динарских пласмана одобрених становништву (краткорочних и дугорочних, без исправки вредности, са обрачунатим каматама и накнадама) усклади са стањем основног капитала, тако да стање тих пласмана, почев од 30. 9. 2006. године на крају сваког календарског месеца буде мање од 200% или једнако 200% вредности основног капитала банке на дан 30. 9. 2006. године.	Нова одлука, мај 2006. године

Ред. бр.	Правни основ	О с н о в а	О п и с	Претходно стање
14.	49/06	Одлука о усклађивању стања бруто динарских пласмана одобрених становништву са основним капиталом банака	Банке су дужне да стање бруто динарских пласмана одобрених становништву ускладе са основним капиталом тако да стање тих пласмана на крају сваког месеца буде мање од 200% или једнако 200% вредности основног капитала банке на крају тог месеца, уместо са стањем основног капитала на дан 30. 9. 2006. године.	С циљем константног повећања основног капитала банака, као и ограничења раста кредитне активности банака, предложена је нова одредба Одлуке којом се стање пласмана одобрених становништву усклађује са вредношћу капитала на крају сваког месеца.
15.	64/06	Одлука о усклађивању стања бруто динарских пласмана одобрених становништву са основним капиталом банака	Овом изменом у пласмане који се усклађују са основним капиталом банака треба, поред динарских, укључити и девизне пласмане (нови Закон о девизном пословању који предвиђа да банка може резиденту – правном лицу и предузетнику одобрити кредит у девизама за увоз робе и услуга, као и физичком лицу ради куповине непокретности у земљи). Усвојеном Одлуком изузети су кредити одобрени становништву за непосредно улагање у пољопривредну производњу, као и делови кредита за стамбену изградњу под условом да их је својим програмом подржала Влада Републике Србије. Такође, из бруто пласмана изузети су кредити одобрени физичким лицима која самостално обављају привредну делатност ради стицања добити (предузетници) за непосредна улагања у производне, односно услужне намене из њихове делатности. Ова измена <i>се примењује од 31. 7. 2006.</i>	

ДОДАТАК 3: Меморандум Народне банке Србије о принципима новог оквира монетарне политике на путу ка остварењу циљева ниске инфлације

На седници одржаној 30. августа 2006. године, Монетарни одбор Народне банке Србије усвојио је нове мере и одобрио нове принципе спровођења монетарне политике усмерене на остварење циљева у погледу инфлације. Овај текст представља сажети приказ тих мера. Сврха му је да јавности објасни нови оквир монетарне политике.

А. Основни елементи новог оквира

Од септембра 2006. године, Народна банка Србије (НБС) свој основни уставни мандат – одржавање ценовне стабилности – испуњаваће у оквирима дефинисаног инфлаторног коридора уз коришћење референтне каматне стопе као основног инструмента и осталих мера монетарне политике као помоћног инструментаријума. Ове циљеве НБС утврђиваће након консултација са Владом Републике Србије. Први циљ односи се на «базну инфлацију» (тј. раст цена на мало које су под утицајем инструмената НБС) и дефинисан је у следећем интервалу:

- децембар 2006: 7–9%, међугодишњи раст,
- децембар 2007: 4–8%, међугодишњи раст.

Циљана стопа инфлације представља нумеричке смернице за монетарну политику коју спроводи НБС. Монетарна политика ће, такође, настојати да оствари и друге циљеве под условом да то не угрожава остварење циљане стопе инфлације.²¹

НБС ће циљану стопу инфлације постизати корекцијама каматне стопе која се примењује на двонедељне репо операције (2W), која је главна референтна стопа и кључни монетарни инструмент. Остали инструменти монетарне политике имаће помоћну улогу – доприносиће несметаној трансмисији утицаја референтне каматне стопе на тржиште и уравнотежењу развоја финансијских тржишта без угрожавања стабилности финансијског система.

Одлуке о променама главне референтне стопе по унапред најављеном распореду седница, Монетарни одбор НБС (МО) доносиће на основу анализа и прогноза макроекономских и инфлаторних кретања. Резултати и садржај одлука МО биће одмах објављивани и образложени јавности.

НБС је чврсто опредељена да спроводи режим флексибилног девизног курса. НБС ће се постепено повлачити из мењачких послова, смањити своје присуство на девизном тржишту и применити нови систем повремених девизних интервенција, и то преко других учесника на девизном тржишту.

НБС ће редовно обавештавати јавност о испуњењу својих циљева и о корацима које предузима ради њиховог остварења у будућности. О свему томе НБС ће јавност директно информисати путем тромесечног *Извештаја о инфлацији* и редовних конференција за новинаре после седница МО на којима се доносе одлуке.

НБС ради на успостављању техничких предуслова усмерених на јачање услова за остварење циљане стопе инфлације у областима монетарних и девизних операција и система доношења одлука о каматним стопама. Те промене ће бити уведене у неколико фаза током 2006. и 2007. године.

Предвиђено је да НБС режим таргетирања инфлације званично усвоји чим буду испуњени предуслови и успостављени кључни елементи за то.

Б. Мотиви за усвајање новог монетарног оквира

Нови монетарни оквир се усваја као део програма који за циљ има:

- да створи окружење које карактерише ниска и стабилна стопа инфлације, усклађена са критеријумима предвиђеним за процес приступања ЕУ,
- да подстакне употребу домаће валуте и поверење у домаћу валуту

²¹ То јест, уколико то не угрожава институционални мандат очувања финансијске стабилности, који је неопходно остварити истовремено са мандатом стабилности цена.

- да повећа флексибилност и прилагодљивост на привремене домаће и спољне шокове, као и промене амбијента које се очекују у току процеса приступања Србије ЕУ.

Стабилност цена подразумева монетарну политику која активно реагује на шокове који би могли да угрозе остварење циљане инфлације. Флукутирање номиналног девизног курса појачава прилагодљивост и ублажава ефекте могућих шокова. Извесно је да ће српска привреда, у наредних неколико година, доживети значајне структуралне промене, од којих би неке могле да утичу и на раст цена. Поред тога, прогресивно отварање српске привреде (које ће све више јачати у процесу придруживања ЕУ) и висок ниво евроизације доприносе изузетно брзој трансмисији инфлаторних шокова. Процењује се да режим одржавања фиксног девизног курса или таргетирања монетарних агрегата (који су примењивани у прошлости) у оваквим условима не може да обезбеде стабилну и ниску инфлацију.

Другим речима, НБС гради окружење у коме:

- инфлација више неће бити главна брига грађана и привредних субјеката, тј. престаће страх за очување реалне вредности прихода и новчане имовине;
- штедња у динарима ће бити исплативија од штедње у девизама,
- грађани и привредни субјекти ће морати да се припреме за потенцијално велико флукутирање девизног курса, па, према томе, и за промене вредности своје девизне штедње и дугова.

Ове године је већ уведен флексибилнији режим девизног курса, што представља први корак у спровођењу новог оквира. Флексибилни девизни курс је, у исто време, и одговор на проблеме који се јављају у условима високог прилива капитала. Прилив капитала је скренуо пажњу на тешкоће које настају приликом истовременог «циљања» ниске стопе инфлације и одржавања платнобилансне позиције, односно отежано спровођење независне монетарне политике у условима режима фиксног или чврсто руковођеног девизног курса, који је спровођен до тада.

Први резултат новог приступа види се у томе што кретање девизног курса већ сада зависи од мера монетарне политике (а не обротно). Стопа инфлација почиње да опада, што представља резултат мера монетарне политике спроведених у току ове године.

НБС очекује да ће мере садржане у новом монетарном оквиру допринети смањењу инфлације у складу са објављеним циљевима. То ће помоћи да се инфлаторна очекивања јавности «усидре» на нивоу објављених циљева у погледу инфлације, чиме би се пружила додатна подршка изградњи окружења са ниском инфлацијом.

В. Принципи новог оквира

Утврђивање циљева у погледу стопе инфлације

Успостављање окружења које карактерише ниска и стабилна инфлација представља постепен процес, који захтева координисане напоре НБС и Владе, будући да је брига о инфлацији у Србији њихова заједничка одговорност. У окружењу у коме постоји висок удео регулисаних цена, НБС може делотворно да контролише само инфлацију на конкурентним тржиштима. С друге стране, Влада је одговорна за део инфлације који настаје као резултат корекција регулисаних цена.

За почетак, НБС ће објавити краткорочне циљеве у погледу инфлације за крај 2006. и 2007. године дефинисане у облику »базне инфлације«, тј. промена индекса цена на мало које не представљају резултат корекција регулисаних цена и тарифа – видети преглед у прилогу²². Израчунавање »базне инфлације« ће бити поверено Заводу за статистику, а НБС ће обавити консултације са Владом како би се објавили циљеви у погледу »регулисаних« инфлације, која је резултат корекција регулисаних цена, или цена пољопривредних производа, након чега ће бити објављен обједињени циљ у погледу укупне инфлације као последица раста цена на мало.

²² Пољопривредни производи, који чине малу, али веома променљиву компоненту која утиче на раст цена на мало, не могу бити ефикасно контролисани инструментима којима располаже НБС. Такође, ова компонента је делимично под утицајем политике интервенција Владе на тржишту пољопривредних производа.

Објављени циљеви у погледу стопа инфлације неће се мењати, док ће циљеви за крај 2008. и 2009. године бити објављени у 2007. години. Предвиђа се да ће касније тај временски хоризонт бити продужен и да ће НБС и Влада утврђивати средњорочне циљеве у погледу стопа инфлације.

Први циљеви за крај 2006. и 2007. године, иако краткорочни, представљају одраз намере НБС да постепено смањи инфлацију у Србији, што је правац деловања који ће бити настављен и у будућности све док се не оствари стабилност цена.

Остварење циљева инфлације

НБС ће циљеве инфлације остваривати корекцијама главне референтне каматне стопе, док ће други монетарни инструменти, као и девизне интервенције, имати само помоћну улогу.

Корекције главне референтне каматне стопе биће засноване на оцени тренутне економске ситуације, оцени кретања инфлације и њиховим пројекцијама. Референтна стопа биће коригована навише уколико остварење циљева инфлације буде знатно и трајно угрожено, и обратно. Размере и време таквих корекција пратиће ток монетарне трансмисије, узимајући у обзир временске помаке које трансмисија подразумева и тренутно доминантну улогу канала девизног курса.

На пример, тренутне пројекције инфлације НБС у складу су са објављеним циљевима и предвиђају да ће укупна инфлација постепено током 2006. и 2007. године опасти на стопу испод 10% (Графикон 1). То значи да је тренутно благо рестриктивна монетарна политика, која представља основ тих кретања, у складу са остварењем циљане стопе инфлације, утичући на апresiasiју девизног курса и истовремено смањујући инфлаторне притиске економске активности.

Пројекције ће с времена на време бити ажуриране, у складу с новим подацима. Главна референтна стопа биће коригована уколико пројекција одступи од објављених циљева и уколико се буде сматрало да став монетарне политике није у складу са остварењем циљане стопе инфлације.

Други инструменти монетарне политике, као што су емисија хартија од вредности дуже рочности или обавезна резерва, имаће тек помоћну улогу у остварењу циљева у погледу инфлације.

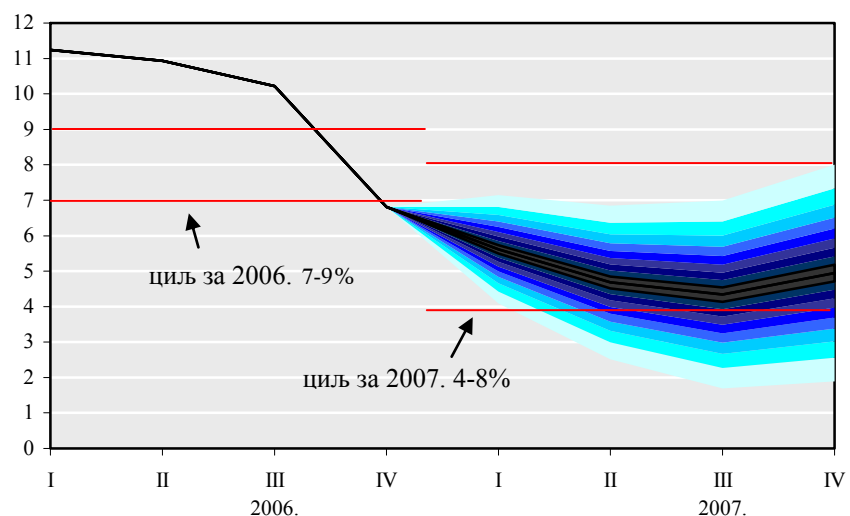
Они би требало да допринесу

несметаној трансмисији главне референтне стопе на тржиште и уравнотеженом развоју финансијских тржишта, при чему стабилност финансијског система не би била угрожена. Неки од ових инструмената могу да олакшају трансмисију монетарне политике преко кредитног канала и платни биланс (посебно уколико фискална политика не пружа подршку у том погледу), а неки од њих (као што је обавезна резерва) имају и важну пруденцијалну улогу.

Слично томе, девизне интервенције ће представљати само ретко коришћени секундарни инструмент, који потпомаже трансмисију главне референтне стопе уколико је то неопходно (тј. након што се исцрпи потенцијал за делотворни утицај на инфлацију кориговањем главне референтне стопе). У новом оквиру монетарне политике девизни курс мења своју улогу, тако да више не представља инструмент, већ постаје индикатор трансмисије монетарне политике. Праћење девизних кретања ће и даље бити важно за утврђивање главних референтних стопа, будући да девизни канал сада представља апсолутно најјачи канал кроз који се утиче на инфлацију. Међутим, у том смислу неће се утврђивати никакви нумерички циљеви или циљне вредности за девизни курс, тј. стопу његове промене.

У оквиру остварења циљане инфлације НБС ће своју политику спроводити на одржив, доследан и транспарентан начин, како би избегла непотребне флукуације у активности, каматама

Пројектована међугодишња базна инфлација
(у %)



и курсу. Када је реч о променама референтне стопе, НБС ће настојати да се оне врше на предвидив начин, тако што ће доследно реаговати на велике поремећаје и занемаривати мање поремећаје.

Извештавање о остварењу циљева у погледу инфлације

У вези са остварењем циљане инфлације, НБС ће деловати на транспарентан начин и наставити са одговорним односом према јавности. То конкретно значи да ће јавност редовно обавештавати о остварењу циљева инфлације, образлажући разлоге који се налазе у основи тих кретања, као и мера монетарне политике предузетих како би се обезбедило остварење циљева у погледу инфлације у будућности.

Комуникацију са јавношћу и посебним интересним групама НБС ће остваривати посредством својих редовних публикација, конференција за новинаре и саопштења након доношења одлука о мерама монетарне политике, као и преко ванредних аналитичких семинара, конференција и публикација посвећених одређеним темама.

Извештај о инфлацији треба да буде најважније средство комуникације НБС са јавношћу. Он ће се припремати у тромесечној динамици и садржаће оцене тренутне економске ситуације и монетарне политике, као и предвиђања њихових будућих кретања. Посебна пажња ће се посвећивати пројекцијама инфлације и анализи главних ризика на путу ка остварењу циљане инфлације, као и утицају будућих кретања и ризика на монетарну политику.

Конференције за новинаре одржаваће се после сваке седнице Монетарног одбора на којој се доносе одлуке о каматној стопи. Корекције референтне каматне стопе вршиће се на унапред најављеним седницама Монетарног одбора, а одлуке са образложењем биће објављиване.

НБС ће, такође, редовно објашњавати нови оквир и своје мере политике посебним интересним групама, као што су економски стручњаци, синдикати или пословна удружења. Конкретно, НБС ће настојати да утиче на процес формирања цена тако што ће учествовати у расправама на основу којих се формирају инфлаторна очекивања тих група.

Г. Технички аранжмани као подршка новом оквиру: I фаза

Тренутно се успостављају технички предуслови за јачање капацитета неопходних за остварење циљане инфлације, и то у области монетарних и девизних операција и система доношења одлука о каматним стопама. Ове промене ће бити уведене у неколико фаза током 2006. и 2007. године.

НБС очекује да ће комерцијалне банке под утицајем тих промена користити двонедељну репо стопу као референтну стопу за послове са другим банкама и клијентима. Те мере требало би да омогуће либералнију алокацију ликвидних средстава комерцијалних банака, што би могло да се манифестује тако што ће се банке мање ослањати на преконоћну депозитну олакшицу, а више користити ломбардну олакшицу НБС. Ове мере ће, такође, вероватно подстаћи банке да активније тргују на дуже рокове, што би допринело развоју делотворности криве приноса на тржишту новца на основу очекивања о кретањима двонедељне репо стопе. Коначно, нове мере би требало да помогну банкама да буду активније у прикупљању и вођењу динарских депозита грађана и привреде.

Утврђивање главне референтне стопе

НБС спроводи своју монетарну политику тако што «циља» одређени ниво краткорочних каматних стопа на међубанкарском тржишту. Утврђивање референтне каматне стопе и коридора каматних стопа око ње довело би краткорочне стопе на међубанкарском тржишту отприлике на ниво референтне каматне стопе, што би делотворно ограничило њихову флукуацију.

Каматна стопа на двонедељне репо/реверзне репо трансакције НБС (2W репо стопа) јесте главна референтна стопа НБС. Другим речима, она је главни инструмент трансмисије монетарне политике и представља сигнал у погледу монетарне политике за тржишта.

Референтну каматну стопу подржава коридор преконоћних трајних олакшица везаних за референтну стопу:

- најнижа преконоћна ломбардна стопа: $2W + 4$ процентна поена,
- преконоћна депозитна стопа: $2W - 4$ процентна поена.

Истовремено се предузимају одређене друге техничке мере с циљем да се ојача улога двонедељне стопе у сигнализирању кретања монетарне политике, чиме би се умањила постојећа

асиметрија на тржишту и промовисали активност и развој тржишта. Те мере укључују двонедељне репо аукције, на којима се унапред утврђује цена, и двомесечне репо аукције, у ком случају се прихвата тржишна цена, што заједно доводи до умањивања потребе за обавезном резервом и, коначно, укидања обавезне резерве. Такође, предвиђене мере укључују и издавање дугорочних записа уместо двомесечних репо операција уз истовремене промене периода одржавања.

Повлачење НБС са девизног тржишта

У новом оквиру монетарне политике девизни курс више неће представљати инструмент већ индикатор трансмисије монетарне политике. У складу с тим, редовно присуство НБС на девизном тржишту се постепено смањује. Конкретно, то значи да НБС не врши честе интервенције с циљем постизања одређеног нивоа или правца кретања девизног курса. НБС, такође, умањује своју улогу у мењачким пословима и у том смислу је отпочела продаја на фиксинг састанку 20% ефективе откупљене од мењача. НБС је спремна да тај проценат постепено подигне на 100%, уз истовремено смањење стопе стимулације мењачима.

Након тог прелазног периода, биће прихваћен пливајући девизни курс, на чије формирање ће утицати основна економска кретања, инфлациона кретања, као и краткорочна кретања понуде и тражње и сигнали о кретањима на тржишту.

По окончању прелазног периода, НБС ће играти секундарну улогу на девизном тржишту. НБС ће установити нови систем ретких девизних интервенција, које ће се вршити преко учесника на тржишту како би се: 1) ограничила дневна волатилност амортизовањем, тј. онемогућавањем претеране дневне осцилације, али не и кумулативни притисци у дужем временском периоду, 2) ограничиле опасности по финансијску и ценовну стабилност, и 3) одржао адекватан ниво девизних резерви.

НБС ће подржати комерцијалне банке у развоју система «маркет мејкера», који би преузели послове НБС са мењачима и представљали главне канале у новом систему девизних интервенција.

Е. Даљи развој

У скорој будућности, предвиђено је да НБС формално усвоји режим циљане инфлације као оквир за одржавање ниске и стабилне стопе инфлације. У прелазном периоду, НБС ће сарађивати са Министарством финансија и другим институцијама на изградњи одговарајућих институционалних услова за делотворно таргетирање инфлације.

У оквиру стварања услова за постизање циљева у погледу инфлације у наредном периоду, НБС ће промовисати јачање улоге каматних стопа као главног инструмента трансмисије монетарне политике. Такође ће повећати флексибилност девизног курса и спроводити политику систематских интервенција, постепено смањујући своје учешће на девизном тржишту. Надаље, НБС ће активно јачати улогу макроекономске анализе и прогнозирања инфлације у процесу утврђивања главних референтних стопа и прилагођавати своје комуникационе стратегије у складу са новим принципима.

НБС овај нови оквир види као улагање у најсавременију праксу спровођења монетарне политике у условима флексибилног девизног курса, која је током последње деценије прихваћена широм света. Ова инвестиција је исплатива, јер ће њоме бити обезбеђен флексибилан и одржив оквир за период приступања ЕУ, а допринеће и враћању поверења у домаћу валуту.

Додатак: Обрачун базне инфлације

Укупна инфлација (цене на мало)		Искључења из базне инфлације
Група производа	Обухват	
Робе		
Пољопривредни производи	Свеже поврће, воће, јаја и риба	Сви производи
Индустријски производи		
Индустријски прехранбени производи	Жито и производи од жита, тестенине	Хлеб
	Прерађено и конзервисано воће и поврће	
	Месо и производи од меса, масноћа (уље, маргарин...)	
	Млеко и производи од млека	Млеко
	Шећер и кондиторски производи	
	Мед, кафа, чај, зачини	
Пића	Алкохолна и безалкохолна пића	
Дуван	Цигарете	Сви производи
Индустријски непрехрамбени производи		
Текстилни производи	Одећа, предива, тканине, прекривачи...	
Производи од коже	Обућа и галантерија	
Осветлење	Електрична енергија, електроматеријал	Електрична енергија
Огрев	Угаљ, дрва и уље за ложење...	Угаљ, уље за ложење
Опрема стана	Намештај, посуђе и прибор, електрични апарати и предмети за домаћинство	
Средства за хигијену и негу здравља	Сапун, паста за зубе, детерџент, лекови...	Лекови
Средства за образовање и разоноду	Књиге, школски прибор, новине и часописи...	
Саобраћајна средства и делови	Аутомобили, бицикли, делови...	
Течна горива и мазива	Деривати нафте, моторна уља	Деривати нафте
Средства рада и материјал за репродукцију	Пољопривредни алате и справе, хемијска средства за заштиту биља	
Грађевински материјал	Цигла, цемент, ексер...	
Услуге		
Занатске и личне услуге	Шивење, оправке, прање, шишање....	
Комунално-стамбене услуге	Вода, изношење смећа, грејање, отпадна вода	Све услуге
Услуге за образовање и културу	Биоскоп, позориште, претплата за ТВ, возачки испит...	ТВ претплата
Услуге друштвене заштите	Уплате за обданиште, дом ученика, студентски дом	Све услуге
Саобраћајне услуге	Градски и међумесни превоз, железница, авион	Градски превоз, железница, авион
ПТТ услуге	Телефон - фиксни и мобилни, писма, пошилке...	Све услуге