

НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

**ИЗВЕШТАЈ
О ИНФЛАЦИЈИ
Новембар 2007.**

Београд, новембар 2007.

Уводна напомена

У складу с Меморандумом о новом оквиру монетарне политике, који је усвојен у августу 2006. године, Народна банка Србије се обавезала да остварује циљану стопу базне инфлације у утврђеном распону, уз коришћење референтне каматне стопе као основног инструмента и осталих мера монетарне политике као помоћног инструментаријума.

Пошто Народна банка Србије предвиђа да у скорој будућности формално усвоји режим циљане инфлације, у чијој је основи јачање транспарентности монетарне политике и ефикасна комуникација с јавношћу, определила се да, у складу с тим, тромесечно припрема и објављује Извештај о инфлацији као најважније средство информисања јавности. Овим извештајем ће се јавности пружити на увид дешавања у економији која опредељују одлуке Монетарног одбора и активности централне банке.

Извештај о инфлацији садржи информације о садашњој и очекиваној инфлацији, анализу макроекономских кретања која је детерминишу, објашњење разлога за доношење конкретних одлука Монетарног одбора, као и оцену ефикасности монетарне политике која је спровођена у протеклом тромесечју. Саставни део Извештаја је и пројекција инфлације за најмање четири наредна тромесечја, приказ претпоставки на којима се та пројекција заснива, као и анализа главних ризика 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 допринети сузбијању инфлаторних очекивања и постизању и одржавању стабилности цена, што и јесте основни циљ Народне банке Србије утврђен законом.

Новембарски Извештај о инфлацији размотрен је и усвојен на седници Монетарног одбора 12. новембра 2007. године.

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

Монетарни одбор Народне банке Србије:

Радован Јелашић, *гувернер*

Ана Глигоријевић, *вицегувернер*

Диана Драгутиновић, *вицегувернер*

Мира Ерић-Јовић, *вицегувернер*

Садржај

I. Резиме.....	3
II. Кретање инфлације.....	5
<i>Текст бокс:</i> Индекс потрошачких цена.....	7
<i>Текст бокс:</i> Распоред промена цена у оквиру базне инфлације у септембру.....	8
<i>Текст бокс:</i> Ефекти суше у региону.....	10
III. Детерминанте инфлације.....	11
1. Монетарни услови.....	11
<i>Текст бокс:</i> Дезинфлација и оптимална флексибилност монетарне политике.....	13
Каматне стопе.....	16
Кретање курса динара.....	21
2. Увозне цене.....	23
<i>Текст бокс:</i> Светска финансијска криза и њене последице.....	25
3. Платнобилансна кретања.....	26
4. Монетарна кретања и монетарна политика.....	30
Монетарни агрегати.....	30
Пласмани банака.....	32
<i>Текст бокс:</i> Утицај пруденцијалних мера на заустављање кредита становништву у септембру.....	34
5. Кретање понуде и тражње.....	35
Понуда и извори раста.....	35
Индикатори потрошње становништва.....	37
Јавна потрошња.....	38
Индикатори инвестиционе потрошње.....	40
6. Кретања на тржишту рада.....	41
Зараде.....	41
Запосленост.....	43
<i>Текст бокс:</i> Зашто је забележен пад незапослености?.....	44
7. Инфлациона очекивања.....	45
IV. Пројекција инфлације.....	46
Додатак 1: Промене обавезне резерве банака и пруденцијалне мере за ограничење кредитног раста.....	52
Списак табела и графикона.....	53
Седнице Монетарног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе у 2007.....	55
Саопштења са седница Монетарног одбора Народне банке Србије.....	56

I. Резиме

Народна банка Србије ће, готово извесно, остварити циљ у погледу базне инфлације за ову годину (4–8%). Монетарна политика је била успешна, упркос бројним инфлаторним шоковима, као што су: експанзивнија фискална политика, значајно повећање плата, пољопривредни шок и висок раст цена нафте. Такву оцену је дао и Међународни монетарни фонд у свом саопштењу на крају недавне посете Србији.

Кретање цена у трећем тромесечју определила је чињеница да су ефекти сезонски неочекивано ниске понуде (и високог раста цена) пољопривредних производа и раста цена нафте на светском тржишту надјачали дезинфлаторне ефекте номиналне апресијације динара и апресијацијског јаза реалног девизног курса. Као последица тога, базна инфлација је у односу на друго тромесечје повећана више него двоструко, а међугодишња је, након две године континуираног пада, достигла 3,3%, што одговара нашим очекивањима из претходног Извештаја о инфлацији (распон 3,0–3,5%).

Међугодишњи раст цена на мало на крају трећег тромесечја је износио 7,4% и такође је био у складу с нашим очекивањима (распон 7,3–7,6%). Тромесечни раст цена износио је 2,6% и подједнако је био одређен кретањем базних и регулисаних цена. Ефекти пољопривредног шока на базну инфлацију процењују се на око 1,2 п.п, а на укупну инфлацију око 1,5 п.п.

Монетарна политика је задржала рестриктиван карактер, пре свега због реалне апресијације динара. Очекујући убрзање инфлације, Монетарни одбор је у августу референтну каматну стопу повећао за 25 базних поена уз најаву могућег даљег заоштравања. Прекид тренда смањења референтне каматне стопе одразио се на пораст већине каматних стопа на тржишту новца. Висока понуда девиза на тржишту, праћена деловањем бројних других фактора и применом одлуке о повећању референтне каматне стопе, за последицу је имала номиналну апресијацију динара.

Табела 1.0.1.

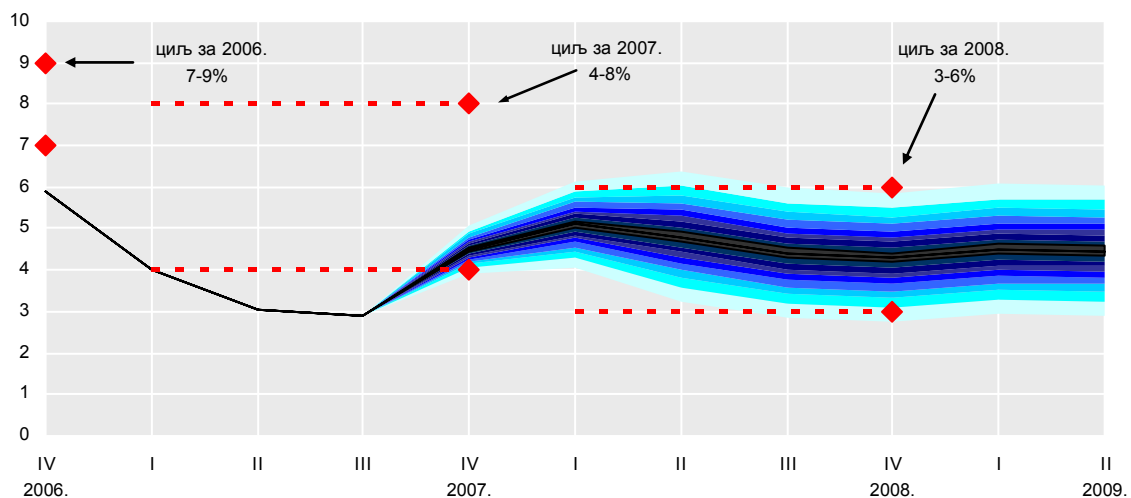
Основни макроекономски индикатори

	2006.		2007.	
	Дец.	Март	Јун	Септ.
Цене на мало (међугодишњи раст, у %)	6,6	5,6	5,1	7,4
Базна инфлација (међугодишњи раст, у %)	5,9	4,0	2,8	3,3
Velibor (90 дана, месечни просек на годишњем ниову)	16,5	12,3	10,1	10,3
МЗ (међугодишњи раст, у %)	38,9	41,2	38,4	36,6
БДП (међугодишњи раст) ¹⁾	5,0	8,7	7,0	6,1
Консолидовани фискални резултат (% БДП-а) ¹⁾				
Методологија Министарства финансија	-7,5	2,3	3,5	-1,9
Методологија ММФ-а	-7,2	0,4	2,8	-2,1
Салдо робе и услуга (% БДП-а) ¹⁾	-19,8	-22,9	-21,3	-18,5

¹⁾ Тромесечни подаци.

Пројектована базна инфлација

(међу годишње стопе, у %)



И поред успоравања, економска и спољнотрговинска активност и даље бележе релативно високе стопе раста. Успоравање економске активности у трећем тромесечју је последица неповољних временских прилика, које су условиле пад пољопривредне и, последично, индустријске производње, а не јачања степена рестриктивности монетарне политике.

У четвртом тромесечју се очекује да ће базна инфлација бити нижа у поређењу с трећим, кретаће се од 1,3% до 1,5%. Према томе, централна пројекција базне инфлације за крај године ближа је доњој граници циљаног распона и износи 4,5%. Кључни фактори који ће имати инфлаторне утицаје биће слични као и у претходном тромесечју (ефекти суше и поскупљења сирове нафте), с тим што ће постепено смањење утицаја пољопривредног шока бити праћено релативно већим утицајем инфлаторних очекивања. С друге стране, номинална ап्रेसијација остварена у трећем тромесечју, која је за последицу имала пад увозних цена и повећање јаза реалног девизног курса, деловаће дезинфлаторно.

Укупна инфлација у 2007. кретаће се око 8,9%, а у четвртом тромесечју око 1,9%. У оквиру регулисаних цена у четвртом тромесечју очекује се раст цена нафтних деривата, комуналних услуга, цигарета, млека, брашна и хлеба. Раст регулисаних цена, као и цена пољопривредних производа, у четвртом биће успорен у поређењу с трећим тромесечјем.

Базна инфлација ће се крајем 2008. године кретати у распону 2,7–5,9%, док централна пројекција износи 4,3%. Очекујемо да ће се међугодишње стопе базне инфлације у току целе 2008. године кретати у циљаном распону (3–6%). Са овом пројекцијом конзистентно је умерено ублажавање монетарне политике у наредном периоду, које је већ започето у новембру снижавањем референтне каматне стопе за 25 базних поена. То је неопходно како би се ублажили дезинфлаторни притисци номиналне апресијације динара и апресијацијског јаза реалног девизног курса. Ублажавање монетарне политике би могло изостати уколико се процени да ће фискална кретања имати осетније инфлаторне ефекте.

Централна пројекција укупне инфлације у 2008. години креће се око 6% при расту регулисаних цена од 7,8% (пројекција Министарства финансија). Највећи ризик остварења пројекције може представљати прекомерна тражња по основу фискалне експанзије, као и кретање цена нафте и пољопривредних производа.

У односу на августовску пројекцију, нема битнијих разлика када је реч о базној инфлацији, осим што су, због пољопривредног шока, виших инфлаторних очекивања и раста светских цена нафте, инфлаторни притисци нешто јачи у првој половини 2008. године. Разлике су израженије када је у питању карактер монетарне политике. Док је са прошлом пројекцијом било конзистентно умерено заштравање монетарне политике, најновија пројекција подразумева њено умерено ублажавање, у највећој мери због дезинфлаторних притисака по основу номиналне и реалне апресијације динара, који су у новој пројекцији знатно јачи.

II. Кретање инфлације

Међугодишњи раст цена на мало на крају трећег тромесечја је износио 7,4%, а очекујемо да ће на крају године износити око 8,9%. Тромесечни раст цена на мало (2,6%) био је подједнако одређен кретањем базних и регулисаних цена. Високом расту укупне и базне инфлације највише су допринели неповољни временски услови. Међугодишња базна инфлација је крајем тромесечја износила 3,3%, од чега се ефекат суше процењује на око 1,2 п.п. Предвиђамо да ће се до краја године кретати око 4,5%, тако да ће циљ за ову годину бити остварен.

Основна карактеристика кретања цена у трећем тромесечју јесте неочекивани раст цена пољопривредних производа и производа чије се цене формирају слободно, на тржишту. Иако је за треће тромесечје карактеристичан сезонски пад цена пољопривредних производа од 10 до 20%, ове године је због смањеног рода пољопривредних култура, изазваног дуготрајном сушом, забележен њихов раст од 6,6%.

Неповољна кретања на тржишту пољопривредних производа одразила су се на раст цена индустријских прехранбених производа (месних и млечних прерађевина) у оквиру базне и укупне инфлације. Ипак, ти ефекти су привремени и у четвртном тромесечју ће бити знатно слабији. Раст цена по том основу није забележен само код нас већ и у земљама у окружењу (видети текст бокс на страни 10).

За разлику од претходна два тромесечја, када је доминантан фактор кретања укупне инфлације било повећање регулисаних цена, у трећем тромесечју инфлаторно су деловале све три компоненте ценовног раста: цене регулисаних производа (10,8% међугодишњи раст у септембру), цене које се формирају слободно – базна инфлација (3,3%) и цене пољопривредних производа (24,9%).

Табела II.0.1.

Показатељи раста цена

(стопе раста у %)

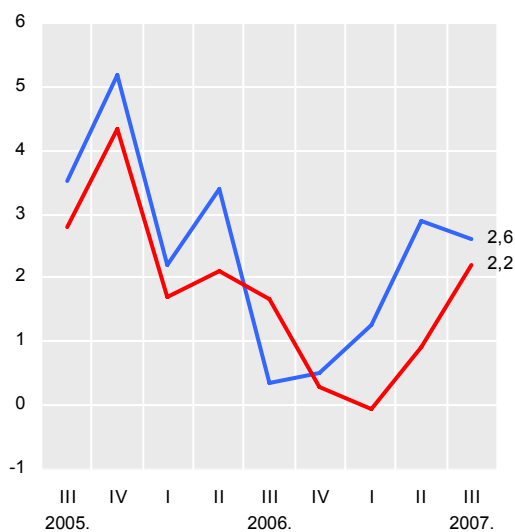
	XII 2006. XII 2005.	III 2007. III 2006.	VI 2007. VI 2006.	IX 2007. IX 2006.
Цене на мало	6,6	5,6	5,1	7,4
Базна инфлација	5,9	4,0	2,8	3,3
Потрошачке цене	...	4,1	4,0	8,0
Трошкови живота	6,0	4,2	3,5	8,9
Цене робе	6,1	3,7	3,0	9,4
Цене услуга	5,2	7,0	6,1	5,5
Цене произвођача у индустрији	7,3	5,1	4,9	6,1
Цене произвођача пољопривредних произв.	7,3	3,4	4,8	18,0 ¹⁾

¹⁾ Август на август

Графикон II.0.1.

Кретање цена

(тромесечни раст, у %)

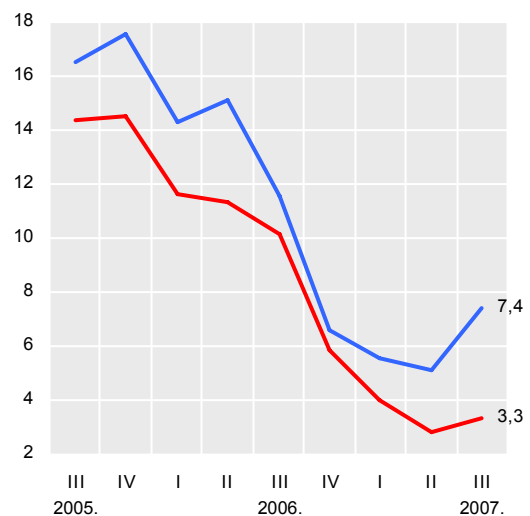


— Цене на мало
— Базна инфлација

Графикон II.0.2.

Кретање цена

(међугодишњи раст, у %)



— Цене на мало
— Базна инфлација

Међугодишњи раст цена на мало на крају трећег тромесечја износио је 7,4% и био је у складу с нашим очекивањима изнетим у претходном Извештају о инфлацији (распон 7,3–7,6%). Тромесечни раст цена на мало износио је 2,6%¹, а био је одређен како кретањем регулисаних цена (допринос 1,2 п.п.), тако и кретањем цена које се тржишно формирају (допринос 1,1 п.п.). Процењујемо да се преко половине укупног ценовног раста може приписати пољопривредном шоку. У оквиру регулисаних цена, расту цена на мало су допринели и нафтни деривати (0,3 п.п.), као и саобраћајне услуге и услуге друштвене заштите (по 0,2 п.п.).

Базна инфлација је у трећем тромесечју забележила пораст од 2,2%, што представља више него двоструко повећање у односу на раст остварен у другом тромесечју (0,9%). Основни узрок пораста базне инфлације је раст цена индустријских прехранбених производа (укупан допринос раста цена уља, свежег меса, месних и млечних прерађевина износи 1,4 п.п.). Ефекат пољопривредног шока на базну инфлацију процењује се на око 1,2 п.п. Тај фактор, уз пораст светских цена нафте, надјачао је дезинфлаторне ефекте номиналне апресијације динара и апресијацијског јаза реалног курса. Након скоро две године пада, међугодишња базна инфлација је регистровала пораст на 3,3%, што је, као и у случају укупне инфлације, било у складу с нашим очекивањима из претходног Извештаја о инфлацији (распон 3,0–3,5%).

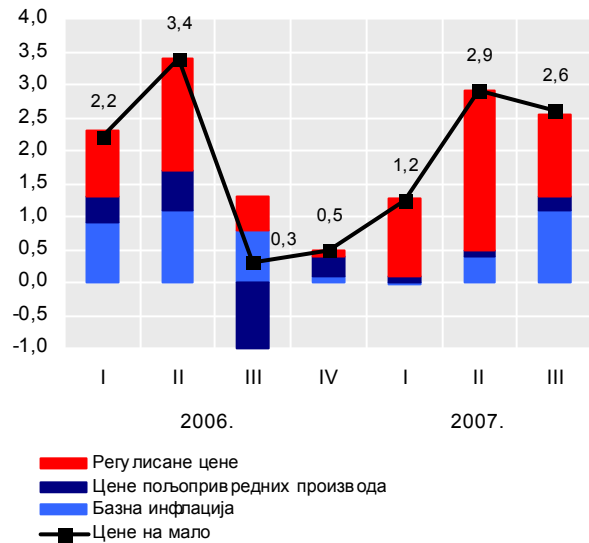
Посматрано на месечном нивоу, базна инфлација је највиши раст имала у августу (1,1%), који је био највећи од децембра 2005. године, а нешто нижи у септембру (1,0%). Ако се искључе најважнији прехранбени производи (месо, месне и млечне прерађевине, уље и пецива), базна инфлација у трећем тромесечју имала је знатно нижи ниво од укупне – износила је 0,8%, што је ниже и од упоредиве базне инфлације из другог тромесечја (1,1%). То одражава дезинфлаторне тенденције у кретању цена осталих производа обухваћених базном инфлацијом.

Табела II.0.2.

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

	2006.		2007.		
	III	IV	I	II	III
Цене на мало	0,3	0,5	1,2	2,9	2,6
Базна инфлација	1,7	0,3	-0,1	0,9	2,2
Цене пољопривредних производа	-26,0	10,5	2,9	3,0	6,6
Регулисане цене	1,2	0,1	2,6	5,1	2,7
Електрична енергија	0,0	0,0	0,0	15,0	0,0
Нафтни деривати	-1,6	-8,2	-1,3	7,2	3,5
Комунално-стамбене услуге	0,6	1,4	7,7	0,7	0,9
Услуге друштвене заштите	0,1	9,1	0,6	13,9	9,4
Саобраћајне услуге (регулисане)	6,1	1,0	0,0	0,7	4,5
ПТТ услуге	0,0	4,2	1,2	-0,1	-1,7
Хлеб и брашно	2,1	1,2	1,7	0,1	17,9
Млеко	5,7	0,8	3,2	0,8	12,2
Цигарете	4,7	7,7	11,8	5,6	0,4
Лекови	5,6	2,4	0,3	3,9	1,6
Остало	2,6	0,5	2,4	0,7	0,6

Графикон II.0.3.

Допринос стопи раста цена на мало
(у процентним поенима)


Табела II.0.3.

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

	2006.		2007.		
	III	IV	I	II	III
Цене на мало	0,3	0,5	1,2	2,9	2,6
Базна инфлација	0,8	0,1	0,0	0,4	1,1
Цене пољопривредних производа	-1,0	0,3	0,1	0,1	0,2
Регулисане цене	0,5	0,1	1,2	2,4	1,3
Електрична енергија	0,0	0,0	0,0	1,1	0,0
Нафтни деривати	-0,2	-0,8	-0,1	0,6	0,3
Комунално-стамбене услуге	0,1	0,1	0,6	0,1	0,1
Услуге друштвене заштите	0,0	0,1	0,0	0,2	0,2
Саобраћајне услуге (регулисане)	0,2	0,0	0,0	0,0	0,2
ПТТ услуге	0,0	0,2	0,1	0,0	-0,1
Хлеб и брашно	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4
Млеко	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1
Цигарете	0,2	0,3	0,4	0,2	0,0
Лекови	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0
Остало	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

¹ По месецима: јул 0,6; август 1,2; септембар 0,8.

Индекс потрошачких цена

Индекс потрошачких цена у већини земаља је општепризнато мерило инфлације. У плану је да се и код нас у наредном периоду пређе на тај индекс као званично мерило инфлације. Због тога ћемо у наредном периоду наставити да пратимо кретање овог индекса.

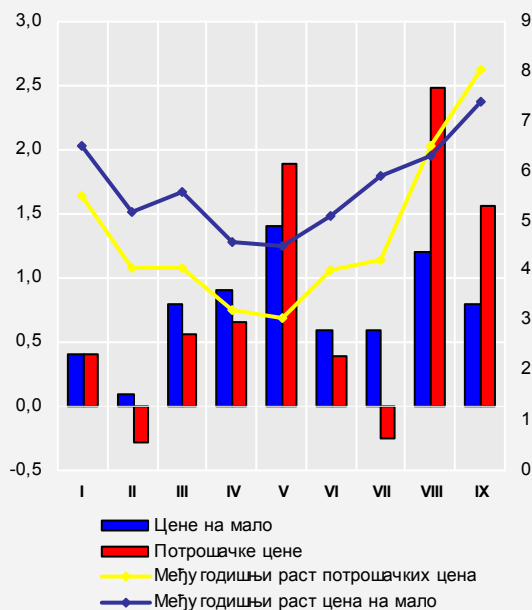
Укупан раст потрошачких цена у трећем тромесечју (3,8%) доминантно је био одређен кретањем базних цена (допринос 2,1 п.п.), док су регулисане цене томе допринеле са 1,3 п.п. Пораст цена пољопривредних производа допринео је укупном ценовном расту са 0,4 п.п.

Базна инфлација мерена индексом потрошачких цена, након пада у првом (-0,4%) и умереног раста у другом (0,8%), у трећем тромесечју је остварила раст од 3,8%.¹ На пораст базне инфлације утицали су исти фактори као и на раст базне инфлације мерене ценама на мало. Посматрано на месечном нивоу, највиши раст базне инфлације мерене индексом потрошачких цена остварен је у августу (2,6%), када је забележен и највећи јаз у односу на базну инфлацију мерену индексом цена на мало (1,1%). Августовски јаз базне инфлације последица је великог раста цена свежег меса², које у индексу потрошачких цена имају скоро двоструко веће учешће него што је то случај код цена на мало. Међугодишња базна инфлација мерена потрошачким ценама на крају трећег тромесечја је износила 4,0%.

Бржи пораст укупног и базног индекса потрошачких цена у поређењу са индексом цена на мало резултат је већег учешћа пољопривредних и индустријских прехранбених производа у корпи индекса потрошачких цена.

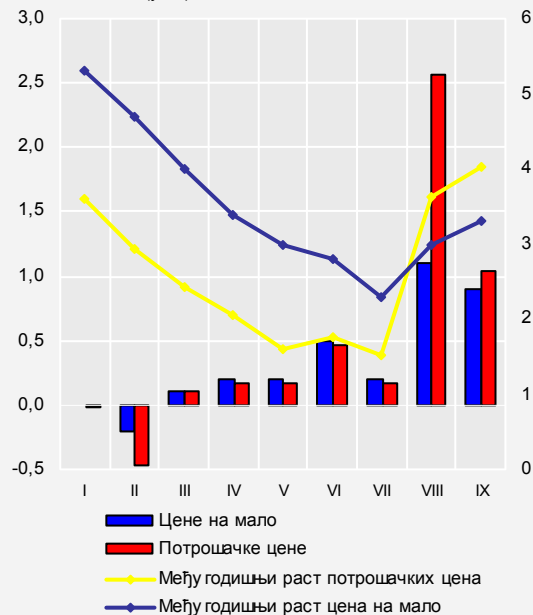
Кретање укупне инфлације у 2007. години

месечне стопе (у %)



Кретање базне инфлације у 2007. години

месечне стопе (у %)



1

¹ По месецима: јул 0,2, август 2,6, септембар 1,0.

² Допринос 1,0 п.п. укупној и 1,8 п.п. базној инфлацији.

Распоред промена цена у оквиру базне инфлације у септембру



У стабилним условима, промене цена имају нормалан распоред (симетричан, облик звона), тј. цене највећег броја производа бележе стопе раста приближне просеку. Међутим, распоред промена цена обухваћених базном инфлацијом у септембру знатно одступа од нормалног, будући да је највеће учешће у њој оних производа чија промена цена највише одступа од просека. Наиме, просечан раст цена у септембру је износио 0,95% и он се односи на само око 3% производа.

Одступање у септембру је узроковано деловањем два основна фактора. С једне стране, неповољни временски услови су условили раст цена прехранбених производа, а, с друге, дезинфлаторни притисци по основу номиналне апресијације су утицали на пад цена разменљивих производа (пре свега индустријских непрехрамбених производа). Ефекти апресијације на инфлацију се већ осећају, будући да је велики проценат учешћа оних производа који су исказали пад цена у септембру. Ипак, ефекти пољопривредног шока су надјачали дезинфлаторне ефекте номиналне апресијације динара, пошто су прехранбени производи, и поред мањег учешћа, забележили веће стопе раста цена.

Очекивано кретање инфлације у четвртом тромесечју

Према нашим проценама, све компоненте ценовног раста у четвртом тромесечју имаће силазну тенденцију.

Када је реч о регулисаним ценама, очекујемо да ће њихов раст бити нижи него у претходним тромесечјима ове године. Раст цена електричне енергије је одложен највероватније за почетак следеће године, пошто је Влада проценила да би то, с обзиром на висок раст цена основних животних намирница у протеклим месецима, био велики удар на стандард грађана.

Будући да је у трећем тромесечју дошло до новог, неочекиваног раста цене нафте, прогнозе у погледу кретања цена нафте до краја године су неизвесне. Цена уралске нафте је први пут у историји премашила 80 долара по барелу, што се у октобру одразило на пораст цене нафтних деривата за око 1%. Уколико у међувремену не дође до значајнијег пада цена нафте на светском тржишту, у новембру се очекује још један пораст од око 3,5% (допринос око 0,4 п.п.).

У оквиру регулисаних цена очекујемо и раст цена комуналних услуга за око 2,1%, што би укупном ценовном расту у четвртом тромесечју допринело са 0,2 п.п. Такође, очекујемо раст цена хлеба и брашна, са доприносом укупном расту од 0,3 п.п., а цигарета и млека од по 0,1 п.п. Процењујемо да ће укупан тромесечни раст регулисаних цена износити око 2,3% (9,5% на годишњем нивоу)

Кретање базне инфлације у четвртом тромесечју биће под утицајем више фактора:

- 1) поскупљења индустријских прехранбених производа, услед пренетог ефекта неповољних временских прилика из претходног тромесечја;
- 2) повећања ап्रेसијацијског јаза реалног курса, који ће и у наредном периоду деловати дезинфлаторно;
- 3) номиналне апресијације динара из претходног тромесечја, кроз пад увозних цена.

Имајући у виду наведене факторе, процењујемо да ће се тромесечна стопа базне инфлације кретати у распону од 1,3 до 1,5%, при чему ће пренети ефекат повећања цена услед суше износити око 0,6 п.п. Међугодишња базна инфлација кретаће се око 4,5%, тако да ће циљ за ову годину бити остварен.

Цене пољопривредних производа ће у четвртом тромесечју имати раст нешто нижи у поређењу с растом оствареним у трећем тромесечју. Тај раст би се могао кретати око 2%, па би допринос цена пољопривредних производа расту цена на мало износио око 0,1 п.п.

Узимајући у обзир све наведено, процењујемо да ће се раст цена на мало у четвртом тромесечју кретати око 1,9%, а њихов међугодишњи раст око 8,9%.

Табела II.0.4.

Најзначајније очекиване промене регулисаних цена у четвртом тромесечју 2007.

	Стопа раста (у %)	Допринеси расту цена на мало (п.п.)
Комунално-стамбене услуге	2,1	0,2
Нафтни деривати	4,5	0,4
Цигарете	2,2	0,1
Млеко	3,5	0,1
Хлеб и брашно	13,1	0,3

Ефекти суше у региону

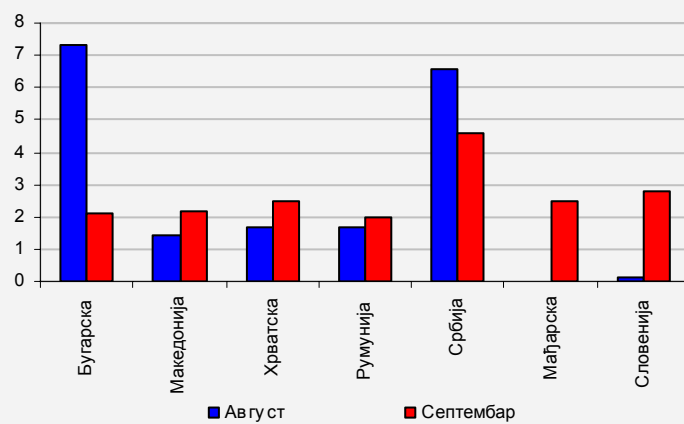
Овогодишња суша проузроковала је раст цена пољопривредних и индустријско-прехранбених производа у целом региону. Наиме, цене пољопривредних производа су знатан раст оствариле у летњим месецима, када је за већину њих карактеристичан пад. Цене свежег меса и млека су такође знатно порасле. То је даље имало за последицу знатно повећање цена индустријско-прехранбених производа, будући да поменути производи чине сировине у производном процесу. У таквим околностима у Србији је остварен раст цена хране и безалкохолних пића (у оквиру индекса потрошачких цена) од 6,6% у августу и 4,6% у септембру. У претходној години је у августу забележен пад цена од 0,8%, док у септембру није било промене цена.

На графикону су дате стопе раста цена посматране групе производа у одабраним земљама у региону. Можемо уочити да је раст остварен код већине земаља био карактеристичан за оба посматрана месеца, и август и септембар, док је у Мађарској и Словенији забележен само у септембру. Што се тиче доприноса укупном ценовном расту,

постоје разлике не само због регистрованих стопа раста већ и услед разлика у пондерационим листама индекса потрошачких цена. Наиме, прехранбени производи имају највеће пондере у Македонији, Румунији и Србији јер су и издаци за ову групу производа у овим земљама највећи. До сада су сушу прогласиле елементарном непогодом владе Мађарске и Хрватске. При том су значајно интервенисале на робним тржиштима и субвенционисале пољопривредне произвођаче. То су неки од разлога зашто се у тим земљама лоше временске прилике нису у већој мери одразиле на раст цена.

Међу свим посматраним земљама у окружењу, Србија је највише погођена сушом. Поред чињенице да је учешће хране и безалкохолних пића у индексу потрошачких цена високо, на релативно веће стопе раста цена ових производа утицало је то што Србија нема развијене системе за наводњавање, што није правовремено интервенисано на робном тржишту, као и недовољна конкуренција у прехранбеној индустрији и трговини.

Цене хране и безалкохолних пића
(месечне стопе раста, у %)



Компоненте индекса	ЕУ	Бугарска	Румунија	Македонија	Мађарска	Хрватска	Словенија	Србија
Укупно	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Храна и безалкохолна пића	15%	23%	36%	37%	20%	30%	17%	34%
Остало	85%	77%	64%	63%	80%	70%	83%	66%

III. Детерминанте инфлације

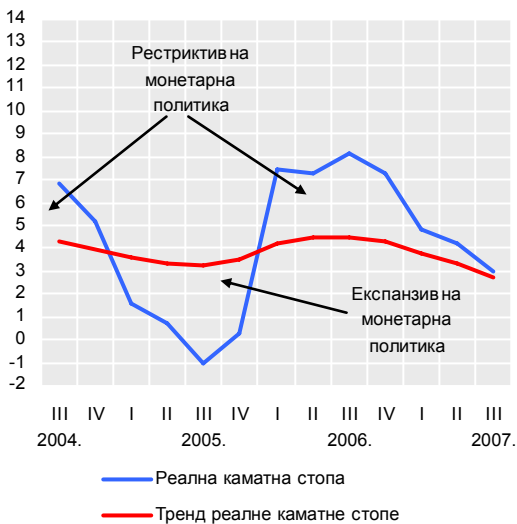
1. Монетарни услови

Монетарна политика је и у трећем тромесечју задржала рестриктиван карактер, али је због поновног отварања јаза реалног девизног курса степен њене рестриктивности повећан у односу на прву половину године. Процењујући да ће у наредном периоду доћи до убрзања међугодишње инфлације, Монетарни одбор је у августу референтну каматну стопу повећао за 25 базних поена.

Судећи према реалној каматној стопи на репо операције и јазу реалног девизног курса, може се закључити да је монетарна политика и у трећем тромесечју задржала рестриктиван карактер и да је, због повећања јаза реалног девизног курса, степен њене рестриктивности повећан у односу на прву половину године. Повећање апресијацијског јаза је последица, с једне стране, осетне номиналне апресијације динара, а, с друге, убрзања инфлације. Номиналној апресијацији динара допринело је и повећање референтне каматне стопе.

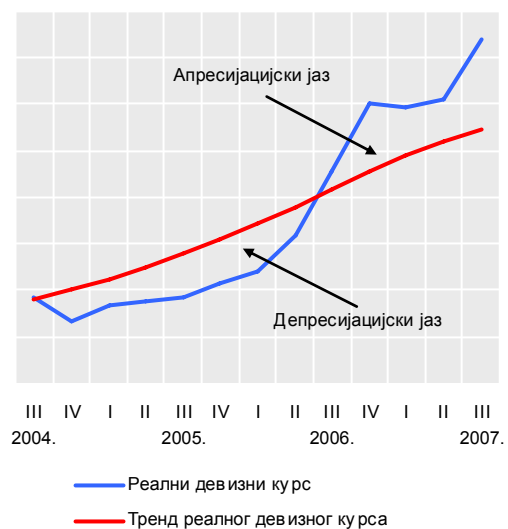
Графикон III.0.1.

Реална каматна стопа на репо операције и њен тренд



Графикон III.0.2.

Реални девизни курс и његов тренд



Процењујући да ће фискална експанзија и убрзање кредитне активности, као и бројни други фактори, у кратком року подстицати инфлаторне притиске и допринети убрзању инфлације у наредном периоду, Монетарни одбор је у августу референтну каматну стопу повећао за 25 базних поена. Међутим, упркос томе, због знатнијег раста инфлаторних очекивања у августу, реална каматна стопа је у односу на претходно тромесечје била мања за око 120 базних поена (у просеку је износила 3,0%). Будући да се реална каматна стопа кретала незнатно изнад тренда, према овом показатељу се закључује да монетарни услови попуштају и поред тога што је монетарна политика задржала рестриктиван карактер.

У ситуацији када реалну каматну стопу и реални девизни курс карактеришу дивергентна кретања као што је то био случај у трећем тромесечју, посебно је корисно пратити кретање индекса монетарних услова, који представља комбиновани показатељ њиховог дејства на ценовну стабилност и/или агрегатну тражњу. Тај показатељ такође упућује на рестриктиван карактер монетарне политике, и то знатно израженији него у првом полугођу.²

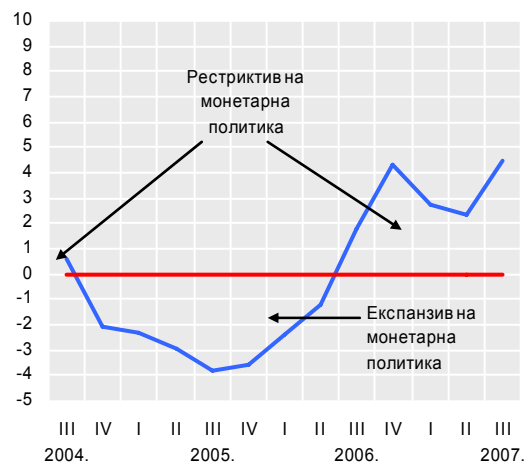
² При конструкцији индекса монетарних услова коришћена је следећа једначина:

Оцењује се да ће отворени ап्रेसијацијски јаз и у наредном периоду деловати дезинфлаторно. Такође, није искључено ни његово деловање на успоравање економске активности, тим пре што расположиви индикатори економске активности указују на њено извесно успоравање, као и чињеница да је у току трећег тромесечја промет на финансијском тржишту смањен и да су берзански индекси BELEXline BELEX15 забележили пад вредности.

Убрзање базне инфлације и номинална апресијација динара у трећем тромесечју кључни су фактори који ће опредељивати карактер монетарне политике у наредном периоду.

Графикон III.0.3.

Индекс монетарних услова



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

Дезинфлација и оптимална флексибилност монетарне политике

Монетарна политика у режиму циљане инфлације обухвата избор циља за инфлацију и дискрециону реакцију на привремене шокове, полазећи од свог основног задатка – постизања ниске и стабилне инфлације. При томе, као што је истакао Марвин Кинг, гувернер Банке Енглеске, централна банка у режиму циљања инфлације није «залуђена» инфлацијом (*inflation «nutter»*). Разматрање економске активности (и запослености) незаобилазни је део процеса одлучивања о монетарној политици. У условима прелаза од иницијално високе или умерене ка ниској и стабилној инфлацији, монетарна политика садржи два питања¹:

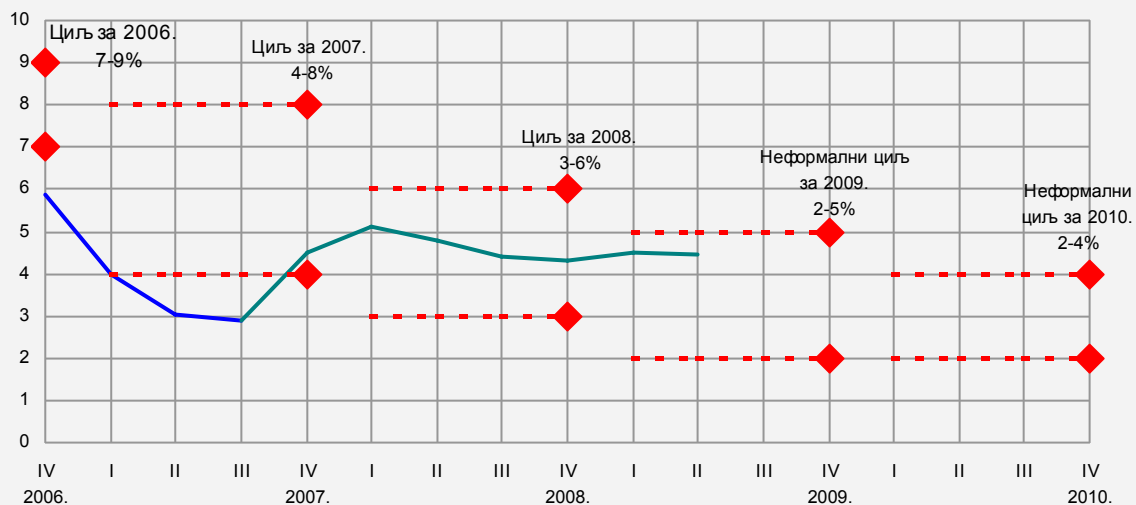
- 1) којом брзином треба да се одвија дезинфлациони процес, и
- 2) колико флексибилна треба да буде монетарна политика, тј. колики треба да буде степен прилагођавања привременим шоковима како би се избегли високи трошкови услед волатилности економске активности.

Зашто централна банка одмах не постигне ниску инфлацију? Одговор је зато што ће се суочити са увећавањем трошкова дезинфлације више него пропорционално стопи дезинфлације. Ти трошкови су резултат процеса «учења» јавности – што је дужи био период високе инфлације, у принципу, дужи ће бити и период пре него што јавност буде убеђена да је начин вођења монетарне политике промењен и да је централна банка одлучна да постигне ниску и стабилну инфлацију.

По правилу, најмање трошкове током прелаза ка ценовној стабилности садржи «градуалистички» приступ, тј. ни сувише брза, али ни сувише спора дезинфлација. Такав приступ карактерише остваривање циљане инфлације која постепено опада (из периода у период) и увек је испод очекиване стопе. Прелазак на режим циљања инфлације у свим земљама (осим Аустралије) одликовала је нижа стопа циљане инфлације од актуелне стопе, а транзиција ка ценовној стабилности била је постепена². Водећи рачуна да трошкови дезинфлације буду минимални, Народна банка Србије се такође определила за «градуалистички приступ». Постепено смањујући циљеве за базну инфлацију (види графикон), Народна банка планира да постигне и одржава ценовну стабилност (укупну инфлацију од око 2%) од 2010. године.

Средњорочни циљеви за базну инфлацију

(међу годишње стопе раста, у %)



¹ У условима ниске и стабилне инфлације (око 2%) релевантно је само друго питање.

² Као пример често се наводи Канада, која је планирала да стопу инфлације са 6,2% сведе у распон 1–3% током четири године.

У основи режима циљања инфлације налази се «срећна коинциденција» да на дуги рок не постоји конфликт између два циља: стабилизације инфлације и стабилизације реалне економије. Постизање ценовне стабилности води стабилизацији економске активности око потенцијалног нивоа, тј. оптимални ниво економске активности може бити постигнут елиминисањем дисперзије у релативним ценама. Конфликт не постоји ни на кратак рок када је реч о шокovima на страни тражње (инфлација тражње). Тада је стабилизација економске активности споредни ефекат стабилизације инфлације, јер се инфлација и економска активност крећу у истом правцу. Међутим, у случају шокова на страни понуде (трошкова инфлација), апсолутна стабилизација цена неће бити оптимална јер се цене и економска активност крећу у супротном правцу. Централна банка је суочена са *trade-off*-ом између ценовне стабилности и стабилности реалне економије, који је релевантан за одређивање транзиционе путање којом се инфлација након шока враћа назад на циљ.

Будући да постизање оба циља истовремено није увек могуће, оптимална монетарна политика се конвенционално одређује минимизирањем очекиване вредности тзв. функције губитка, тј. минимизирањем одступања инфлације од циљане и економске активности од потенцијалне³:

$$E_t \sum_{\tau=0}^{\infty} \delta^{\tau} \left[(\pi_{t+\tau} - \pi^*)^2 + \lambda (y_{t+\tau} - y_{t+\tau}^*)^2 \right]$$

δ је дисконтни фактор ($0 < \delta \leq 1$);

$(\pi_{t+\tau} - \pi^*)$ је одступање инфлације од циљане (инфлациони јаз);

$(y_{t+\tau} - y_{t+\tau}^*)$ је одступање економске активности од потенцијалне (производни јаз)⁴.

Параметар λ ($\lambda > 0$) означава релативан значај стабилизације производног јаза у односу на стабилизацију инфлације и зависи од преференција креатора монетарне политике. Што је вредност λ већа, већа је спремност креатора политике да варијабилност инфлације толеришу како би се постигла већа стабилност реалне економије. Суочена са шоком на страни агрегатне понуде, централна банка «губитак» може да минимизира тако што ће дозволити да се инфлација привремено повећа, пре него да је спречи уз трошкове оштрог смањења економске активности. Брзина достизања циљане инфлације након шока указује на значај који креатори монетарне политике дају стабилизацији реалне економије – што је временски простор дужи, већи је и нагласак на стабилности реалне економије, тј. мање су варијације у производњи и запослености.

Оптимално прилагођавање инфлационим шокovima знатно је комплексније у условима дезинфлације. У току прелаза ка ценовној стабилности постоји *trade-off* између кредибилитета и флексибилности. Када «учење» јавности зависи од остварене инфлације, прилагођавање шокovima који повећавају инфлацију, мада привремено, утиче на пораст инфлационих очекивања. Отуда, посебно у раним фазама прелаза ка ценовној стабилности, прилагођавање инфлационим шокovima је мање него што би било у условима ниске и стабилне инфлације са стабилним инфлационим очекивањима. Због тога је оптимална флексибилност централне банке која је започела прелаз од високе или умерене ка ниској и стабилној инфлацији мања од флексибилности централне банке која има «историју» ценовне стабилности.

³ Тзв. функцију губитка, као и термине „стриктно“ и „флексибилно“ таргетирање инфлације, у употребу је увео Свенсон, професор Универзитета Принцетон, желећи да истакне чињеницу да је таргетирање инфлације у пракси увек „флексибилно“, тј. да креатори монетарне политике воде рачуна не само о инфлацији већ и о стабилности реалне економије. Насупрот томе, стриктно таргетирање инфлације означава искључиво фокусирање на контролу инфлације, без обзира на волатилност економске активности. Флексибилно таргетирање инфлације повезује дугорочни циљ монетарне политике – остваривање циљане инфлације, како би се обезбедило „сидро“ за инфлациона очекивања и краткорочни циљ – стабилност реалне економије.

⁴ Одступања су симетрична (у оба правца подједнако непожељна) и подигнута на квадрат (већа одступања представљају значајнији „губитак“ од мањих).

Након радова за које су Фридман, Фелпс и Лукас добили Нобелову награду, познато је да краткорочни *trade-off* између инфлације и реалне активности, који представља основу за ефекте монетарне политике на реалну активност, пресудно зависи од инфлационих очекивања. Ако очекивања нису чврсто «усидрена», краткорочне варијације у стопи инфлације неће произвести знатну разлику између текуће и очекиване инфлације и отуда ће имати само мали (или никакав) ефекат на реалну активност. Супротно томе, ако приватни сектор верује да ће се привремено удаљена стопа инфлације увек вратити довољно брзо на ниску и стабилну дугорочну стопу, тј. ако привремено удаљавање стопе инфлације не утиче значајно на инфлациона очекивања, краткорочни *trade-off* Филипсове криве између инфлације и незапослености је много повољнији, јер омогућава монетарној политици већи краткорочни ефекат на реалну активност. Отуда је и са становишта веће стабилности реалне економије важно наћи начин да се инфлациона очекивања стабилизују.

Након дуге историје високе инфлације, изградња поверења јавности и кредибилитета централне банке је задатак који има посебну тежину. Свесна *trade-off-a* између кредибилитета и флексибилности, Народна банка Србије је одлучна у остваривању циљане (базне) инфлације. С друге стране, интерес за стабилизацију економске активности одражава ширина утврђеног распона циљане инфлације, која обезбеђује простор за неопходну флексибилност монетарне политике без нарушавања кредибилитета. Конкретни нумерички циљ или пак ужи распон циљане инфлације, посебно у почетним фазама прелаза ка ценовној стабилности када су инфлациона очекивања нестабилна, захтевао би претерани степен активизма, што би проузроковало високе трошкове услед волатилности економске активности. Поред тога, опредељењем да на подбацивање доње границе циљаног распона, у случају шокова на страни тражње, реагује релаксацијом монетарне политике, Народна банка Србије изражава своју бригу за стабилност реалне економије.

Каматне стопе

Прекид тренда смањења референтне каматне стопе одразио се на пораст већине каматних стопа на тржишту новца. Оба индекса Београдске берзе бележе пад вредности.

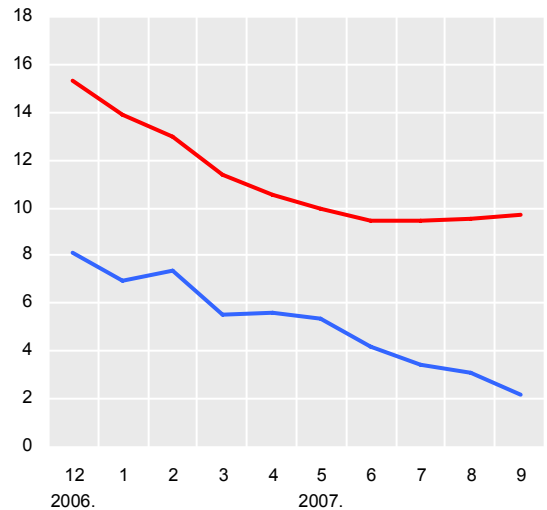
Референтна каматна стопа Народне банке Србије је у трећем тромесечју прекинула свој тренд опадања, и то августовским повећањем са 9,5% на 9,75% на годишњем нивоу. У исто време, остварен је пораст каматне стопе на шестомесечне трајно продате хартије од вредности Народне банке Србије, чиме је очуван тренд њеног кретања изнад нивоа референтне каматне стопе, започет у првом тромесечју³. Каматна стопа на те хартије од вредности на септембарској аукцији је износила 9,88% на годишњем нивоу, што представља повећање за 13 базних поена у односу на јунску аукцију.

Просечна пондерисана каматна стопа на хартије од вредности којима Народна банка Србије обавља операције на отвореном тржишту у септембру је достигла вредност од 9,75% на годишњем нивоу, или за 25 базних поена више у односу на јун.

Графикон III.1.1.

Просечна пондерисана каматна стопа на репо операције

(на годишњем нивоу, у %)

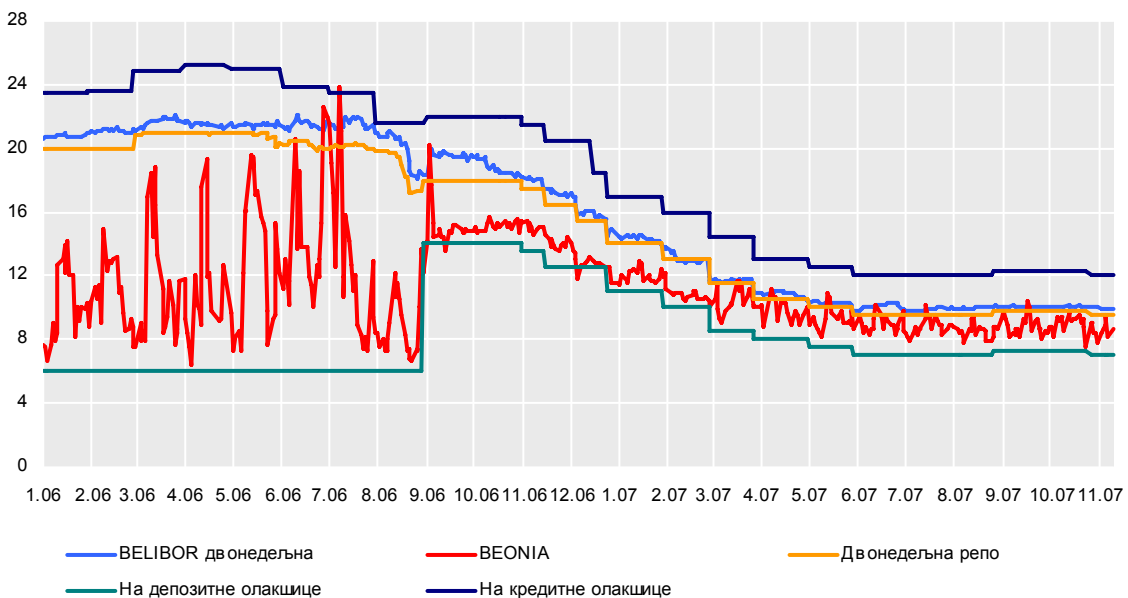


— Реална каматна стопа — Номинална каматна стопа

Графикон III.1.2.

Кретање каматних стопа

(дневни подаци, на годишњем нивоу, у %)



Извор: Народна банка Србије и Reuters.

³ Уобичајено је да каматна стопа на хартије од вредности с дужином доспећа буде виша од каматних стопа на хартије од вредности с краћим роковима доспећа, будући да одрицање од ликвидних средстава на дужи рок носи премију. На ниво каматне стопе могу утицати и други фактори: неизвесност у погледу ризика (ризик ликвидности, кредитни ризик, тржишни ризик – валутни и каматни, ризик земље итд.), тренутне потребе инвеститора за ликвидношћу, евентуалне пореске олакшице при њиховој куповини, односно продаји итд. Под претпоставком да је ризик ликвидности Народне банке Србије (у овом случају кредитни ризик банака) занемарљив, валутни ризик и ризик земље у кратком року непроменљив, разлоге за промену каматне стопе на хартије од вредности доспећа од шест месеци треба тражити у

Повећање референтне каматне стопе утицало је на повећање продаје хартија од вредности Народне банке Србије путем операција на отвореном тржишту. На тај начин је Народна банка у трећем тромесечју повлачила ликвидна средства (око 34 милијарде динара), за разлику од претходног тромесечја, када су овим инструментом ликвидна средства креирана. Нето стање продатих хартија од вредности Народне банке Србије последњег дана септембра је износило око 188,5 милијарди динара. Од тога се око 89,7% односи на двонедељне, а 10,3% на шестомесечне хартије од вредности.

Коридор каматних стопа Народне банке Србије је у трећем тромесечју остао непромењен. Будући да банке нису имале већих проблема са ликвидношћу, оне у том периоду нису прибегавале коришћењу ломбардних кредита.

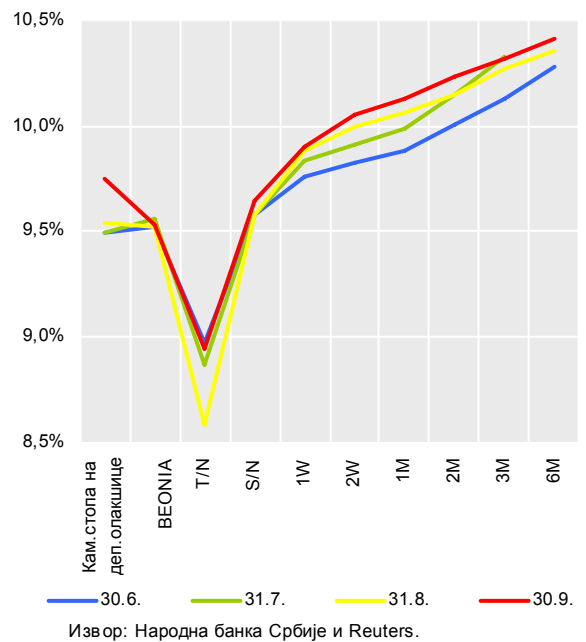
Повећање референтне каматне стопе утицало је на раст већине каматних стопа на тржишту новца. Каматне стопе **Belibor** су у септембру у просеку биле на нивоу од 9,54%, за рочност од једне недеље, до 10,41%, за рочност од шест месеци. У односу на крај претходног тромесечја, каматне стопе на ову врсту међубанкарских позајмица повећане су за све рочности, при чему највише за средњу доспелост, једномесечне, двонедељне и двомесечне позајмице, а најмање за позајмице са најкраћим роком доспећа (Т/Н). Таква кретања у структури рочности повећала су нагиб криве приноса на овом тржишту, што може указивати да банке очекују пораст каматних стопа у будућности. Каматна стопа на преконоћне међубанкарске позајмице **Beonia** опадала је у јулу и августу, а потом знатније повећана у септембру, па је треће тромесечје окончала на незнатно нижем нивоу у односу на друго (у септембру је износила 8,94% на годишњем нивоу). По основу ове врсте позајмица банке су у просеку одобриле 2,1 милијарду динара, што је за 46 милиона динара више него у јуну.

У складу с кретањем референтне каматне стопе и каматних стопа на тржишту новца, банке су у септембру повећале своје **активне каматне стопе**, прекидајући њихов опадајући тренд забележен у овој години. Просечна пондерисана активна каматна стопа је у септембру износила 11,79% на годишњем нивоу, што је ипак за 54 базна поена ниже од њеног нивоа у јуну. Банке су истовремено повећале и своје **пасивне каматне стопе**. Оне су у септембру на износе положених депозита плаћале камату у просеку од 3,96%, што је за 37 базних поена више од јунског нивоа.

Будући да су у трећем тромесечју активне каматне стопе банака смањене, а пасивне каматне стопе

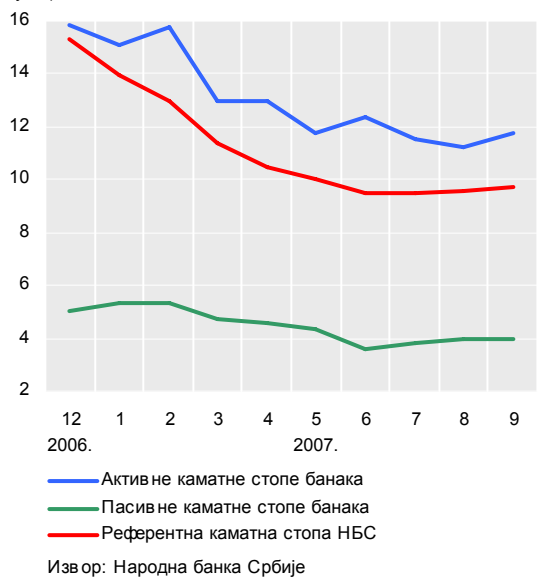
Графикон III.1.3.

Крива приноса на међубанкарском тржишту новца
(на годишњем нивоу)



Графикон III.1.4.

Референтна каматна стопа НБС и каматне стопе пословних банака
(пондерисани просек, на годишњем нивоу, у %)



очекивањима инвеститора у погледу будућег кретања каматне стопе (инфлације) и дневних потреба инвеститора (банака) за ликвидним средствима (у којима се огледају ризици који се тичу пословања купца ове хартије од вредности, тј. банке).

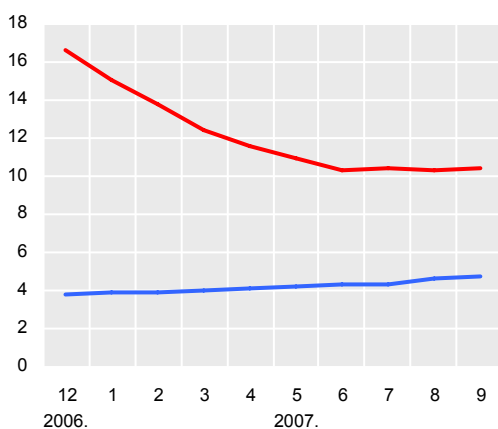
повећане, каматна маржа банака је у септембру износила 7,83% и у односу на јун је смањена за 91 базни поен. У наредном периоду треба очекивати даље смањење каматне марже, пре свега по основу повећања конкуренције банака.

Разлика у погледу висине каматних стопа на финансијском тржишту Србије и у Европској унији и САД је повећана пошто су каматне стопе Народне банке Србије у трећем тромесечју повећане, док су каматне стопе централних банака у Европској унији остале непромењене или су као у случају САД смањене⁴. Разлика је и даље релативно велика, што доприноси приливу иностраног капитала.

Графикон III.1.5.

Кретање каматних стопа на тржишту новца ЕУ и Србије

(месечни просек, на годишњем нивоу, у %)



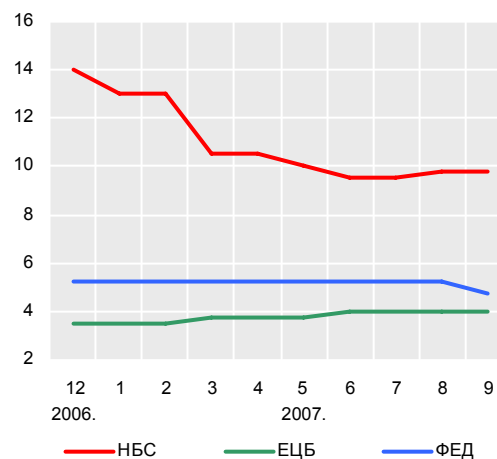
— Шестомесечни депозити - EURIBOR
 — Шестомесечни депозити - Belibor

Извор: Reuters и ЕЦБ, *Monthly Bulletin*.

Графикон III.1.6.

Кретање репо стопа НБС, ЕЦБ и ФЕД

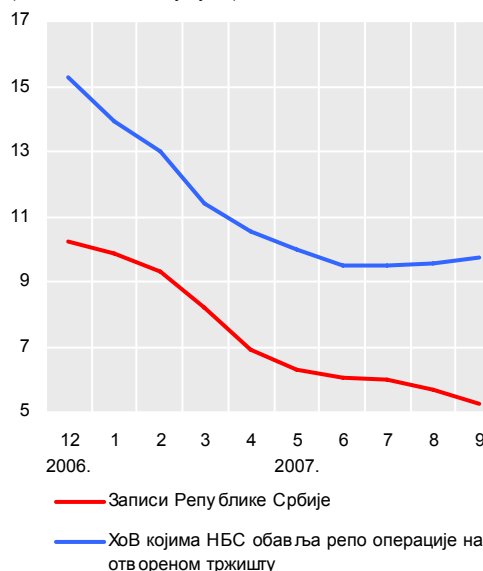
(крајем месеца, на годишњем нивоу, у %)

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

Графикон III.1.7.

Пондерисане каматне стопе на хартије од вредности

(на годишњем нивоу, у %)



Извор: НБС и Министарство финансија Републике Србије.

Каматне стопе на трезорске записе Министарства финансија Републике Србије наставиле су да се смањују. На пет аукција одржаних у трећем тромесечју држава је продавала трезорске записе доспећа од 91 дан, са просечном дисконтном стопом од 6,0% на јулској до 5,2% на последњој септембарској аукцији. Будући да је износ доспелих премашио износ продатих трезорских записа, држава је у нето износу креирала око 682 милиона динара. То представља релативно скроман износ у поређењу с износом који је Народна банка повукла путем операција на отвореном тржишту.

⁴ ЕЦБ је своју референтну каматну стопу последњи пут повећала у јуну (на 4,00%, тј. за 25 базних поена). Кретање инфлације, привредни раст и великвидност на финансијском тржишту изнудили су одлуку ФЕД-а да у септембру основну каматну стопу смањи за 50 базних поена, чиме је она достигла 5,25% на годишњем нивоу.

Београдска берза

На Београдској берзи је у трећем тромесечју настављено смањење обима промета и поред пораста тржишне капитализације. Вредност оба индекса Београдске берзе је незнатно смањена.

Тржишна капитализација и даље исказује тренд раста, што је највећим делом узроковано законски прописаном обавезом друштвених предузећа да се на Берзи региструју. Укупна тржишна капитализација је крајем септембра износила 1.541 милијарду динара, или за 89 милијарди динара (6,2%) више у односу на крај јула. Повећању тржишне капитализације допринеле су све хартије којима се тргује на Берзи, а нарочито акције којима се тргује по методу преовлађујуће цене. Акције које улазе у корпе оба индекса Београдске берзе позитивно су допринеле порасту укупне капитализације.

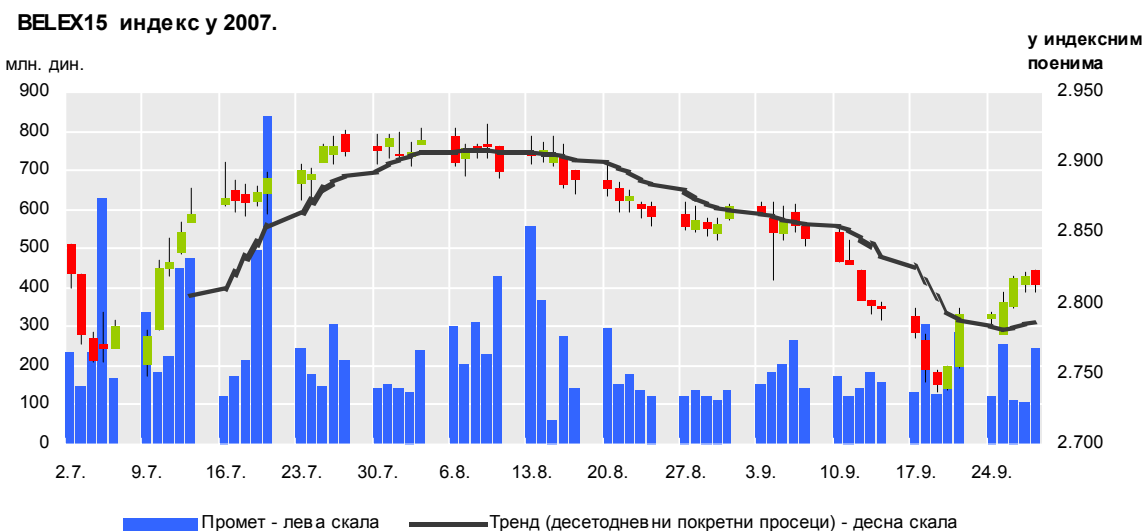
И поред раста укупне тржишне капитализације, обим трговине на Београдској берзи је знатно смањен. Укупан обим трговине је у трећем тромесечју износио око 32 милијарде динара, што је за око 21,6 милијарди динара (око 40%) мање у односу на друго. Највећи допринос смањењу обима укупне трговине дале су акције којима се тргује методом континуираног трговања (22 п.п.), будући да се њима трговало за око 40% мање у поређењу с другим тромесечјем. Негативан допринос расту дале су и све остале хартије од вредности којима се тргује на Београдској берзи.

Смањење укупног обима трговања праћено је релативно мањим смањењем броја трансакција (29% у односу на друго тромесечје). Та чињеница говори да се заинтересованост малих инвеститора за улагање на тржишту капитала релативно повећава.

На нивоу тромесечја, оба индекса Београдске берзе су забележила незнатно смањење.

Након корекције цене акција наниже регистроване у другом тромесечју, оба индекса су карактерисала нестабилна кретања. Наиме, после пораста та два индекса у јулу, уследила је њихова корекција наниже у августу, која је делимично била производ неизвесности која се међу инвеститорима појавила због кризе на међународном финансијском тржишту. Такође, након њиховог пораста на крају августа и почетком септембра забележена је нова корекција наниже, великим делом као реакција на одлив капитала из земље ради куповине акција у процесу приватизације хрватског Телекома. Таква кретања била су праћена растом вредности пондерисаног тржишног П/Е индекса⁵ предузећа којима се тргује методом континуираног трговања, а која остварују највећи удео у укупном трговању. Све то је допринело да **Belex15** крајем трећег тромесечја забележи ниво од 2.184,25 индексних поена, што је представљало смањење од 0,75% у

Графикон III.1.8.

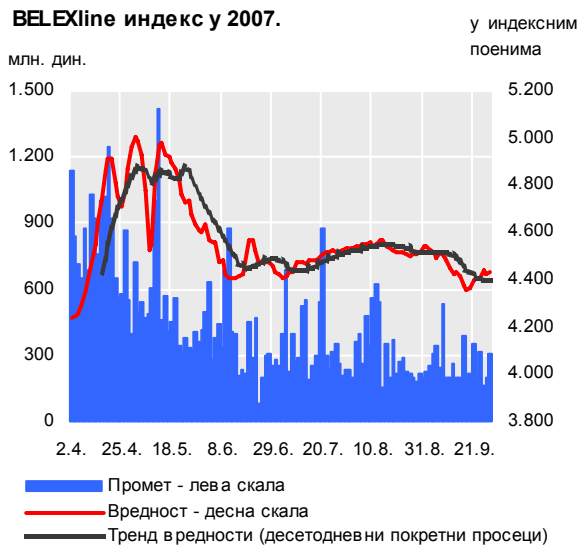


Извор: Београдска берза

⁵ Вредност поменутог П/Е индекса достигла је у септембру ниво од 79,59, што представља други највиши ниво у 2007. Његова вредност показује цену коју инвеститор треба да плати да би куповином акција одређеног предузећа остварио један динар добити.

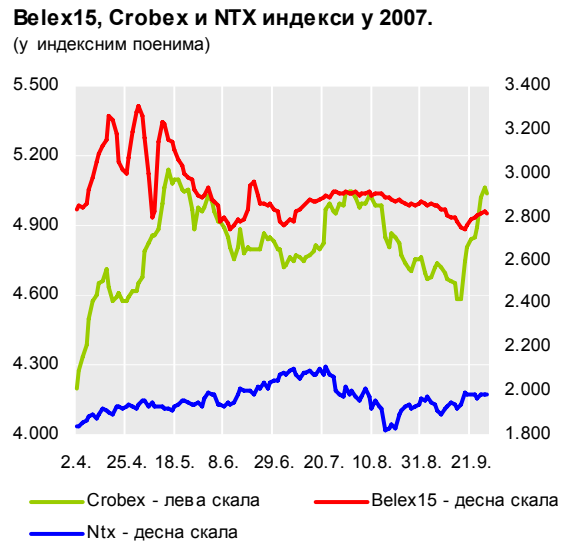
односу на крај другог. Други индекс Београдске берзе, **Belexline**, последњег дана септембра имао је вредност од 4.430,94 индексна поена, или за око 0,38% мање у односу на крај јуна. Очекује се да ће до краја године оба индекса наставити да осцилирају како због ишчекивања да се објаве финансијски извештаји котираних предузећа, тако и због растућег ризика земље.

Графикон III.1.9.



Извор: Београдска берза.

Графикон III.1.10.



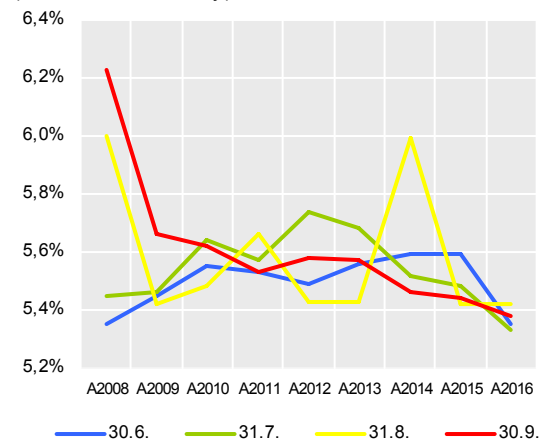
Извор: Београдска берза, Загребачка берза, Bloomberg.

Кретања на Београдској берзи у великој мери су у складу с кретањима на берзама у региону⁶. Динамика индекса Belex15 је у највећој мери корелисана с кретањем индекса Crobex (уколико се занемари крај септембра 2007 – ефекат докапитализације хрватског Телекома), док је корелација са индексом NTX веома ниска⁷.

Промет обвезницама Републике Србије на Београдској берзи је у трећем тромесечју достигао обим од 41 милијарду динара, што у односу на претходно тромесечје представља смањење од 2,3 милијарде динара (35,7%). Највише се трговало серијама А2016 (33% укупног промета) и А2015 (17% укупног промета), а најмање серијом А2008 (4% укупног промета). Повећање тражње, односно обима трговине обвезницама које доспевају најкасније утицало је на пораст њихове цене и смањење њиховог приноса. С друге стране, смањена тражња и смањени обим трговине обвезницама серије А2008 проузроковало је смањење њихове цене и повећање приноса. Таква кретања утицала су на промену нагиба криве (од хоризонталног ка негативном), што је уобичајено за криву приноса ових обвезница, будући да су оне основ за пореске олакшице и олакшице при куповини државне имовине.

Графикон III.1.11.

Кретање приноса на обвезнице старе девизне штедње РС у 2007.
(на годишњем нивоу)



Извор: Београдска берза.

⁶ Разлике у кретањима индекса делимично су последица различите методологије обрачуна индекса. Индексу Belex15 методолошки је најсличнији индекс Crobex, који обухвата кретање вредности 30 најликвиднијих free float акција на Загребачкој берзи. NTX је индекс Бечке берзе, који изражава кретање вредности (у еврима) акција 30 blue chip компанија из Аустрије, Бугарске, Мађарске, Пољске, Румуније, Словачке, Словеније, Хрватске и Републике Чешке.

⁷ Кофицијент корелације индекса Crobex и Belex15 у трећем тромесечју је износио 0,6, при чему је у јулу и августу износио 0,75, док је у септембру имао негативан предзнак (-0,57). Кофицијент корелације индекса NTX и Belex15 у трећем тромесечју је износио 0,12.

Кретање курса динара

За разлику од прва два тромесечја ове године, када је динар номинално депресирао према еврџу, у трећем тромесечју је просечан номинални курс динара апресирао за 1,3%. Највеће осцилације курса остварене су у јулу, да би се затим његово кретање стабилизовало све до пред крај септембра, када су изразити ап्रेसијацијски притисци резултирали у највећој вредности динара од децембра 2004. године.

У трећем тромесечју је прекинуто опадање вредности динара према еврџу из прва два тромесечја и просечан номинални курс динара остварио је ап्रेसијацију од 1,3%. Просечан курс динара у посматраном периоду кретао се на нивоу од око 80,0 RSD/EUR. Ап्रेसијација динара резултат је прилива по основу задуживања предузећа у иностранству, страних директних инвестиција, повећања референтне каматне стопе за 25 базних поена крајем августа, као и деловања сезонских фактора (прилив дознака, долазак исељеника из иностранства, туристичка сезона итд.).

С обзиром на то да је у посматраном периоду ЕЦБ каматну стопу задржала непромењеном, док је ФЕД своју снизио, долар је према еврџу знатно депресирао, пробијајући у последњој декади септембра психолошку границу од 1,40 долара за еврџу; последично, динар је номинално апресирао и према долару, и то за 3,23%.

Курс динара према еврџу кретао се у релативно широком распону, од 78,1896 до 81,8181 RSD/EUR, уз знатне дневне осцилације у јулу. Најнижој вредности динара, забележеној почетком јула, допринело је окончање докапитализације АИК банке, док је његово изразитије јачање крајем септембра резултат веће понуде девиза на домаћем тржишту.

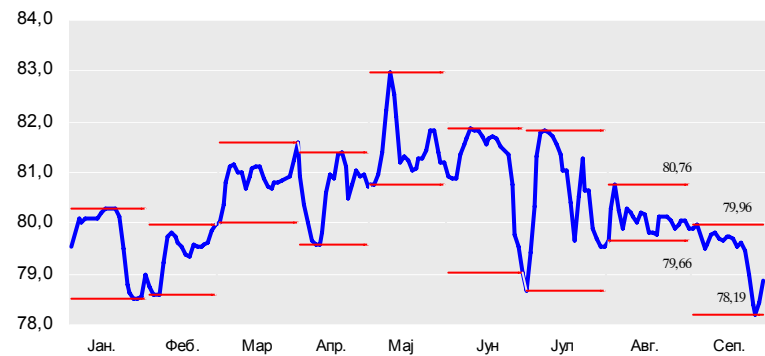
Уколико се посматра курс крајем периода, динар је апресирао према еврџу 0,2%, а према долару 5,6%. Будући да обе валуте улазе у корпу за обрачун ефективног курса, номинални ефективни курс динара крајем периода је апресирао 1,8%.

Уз ап्रेसијацију номиналног ефективног курса и бржи раст домаћих цена од иностраних, реални ефективни курс је на крају трећег тромесечја ојачао за 4,3%. Ако посматрамо валуте појединачно, динар је према еврџу реално апресирао 2,5%, а према долару чак 8,2%.

Графикон III.1.12.

Кретање курса динара према еврџу у 2007.

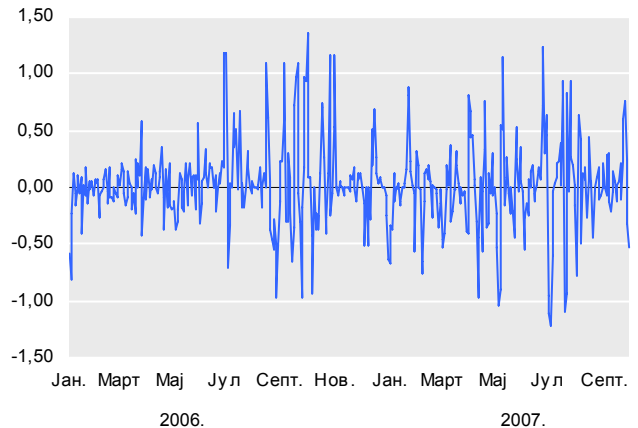
RSD/EUR



Графикон III.1.13.

Дневне промене курса динара према еврџу¹⁾

(у %)

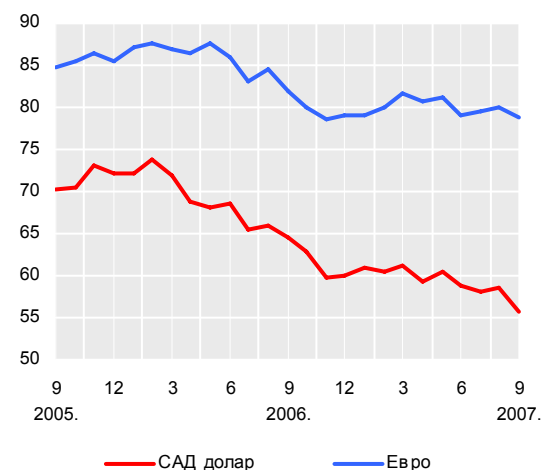


¹⁾ Негативне стопе укажују на депресијацију, а позитивне на апресијацију динара.

Графикон III.1.14.

Номинални курс динара

(вредност у динарима крајем периода)



У току трећег тромесечја, купопродаја девиза на међубанкарском девизном тржишту наставила је тенденцију раста и у потпуности се одвијала ван састанка међубанкарског девизног тржишта. Највећи месечни обим промета забележен је у јулу (3,2 милијарде евра), што је више од промета оствареног у току првог тромесечја. У августу и септембру је дошло до смиривања трговине на том тржишту, а смањене су и осцилације курса динара у односу на јул.

Табела III.1.1.

Структура промета на МДТ-у у 2007.

(укупан промет)

у еврима

	I тромесечје	II тромесечје	III тромесечје	Укупно 2007.
МДТ	3.141.784.788	5.087.608.152	7.537.068.646	15.766.461.586
Банке - НБС	481.250.000	94.400.000	65.000.000	640.650.000
Банка - банка	2.660.534.788	4.993.208.152	7.472.068.646	15.125.811.586

	I тромесечје	II тромесечје	III тромесечје	Укупно 2007.
МДТ	100,00	100,00	100,00	100,00
Банке - НБС	15,32	1,86	0,86	4,06
Банка - банка	84,68	98,14	99,14	95,94

(у % укупног промета)

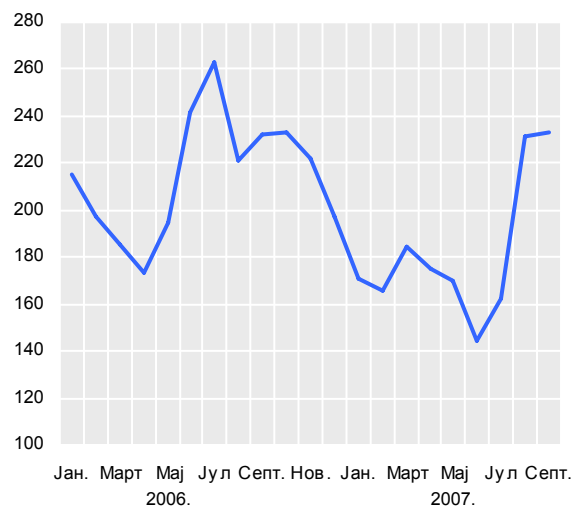
У трећем тромесечју, Народна банка је на међубанкарском девизном тржишту свакодневно продавала по милион евра прибављених по основу нето откупа девиза од овлашћених мењача, придржавајући се на тај начин свог опредељења да се постепено повуче из мењачких послова. Међутим, имајући у виду да је просечан дневни промет на међубанкарском девизном тржишту, у посматраном периоду, износио око 115 милиона евра (дакле, учешће Народне банке било је мање од 1%), као и то да Народна банка на тржишту прихвата понуђену цену (јавља се у улози „price taker“), неспорно је да се курс динара у потпуности формирао под утицајем тржишних фактора.

Након што се половином јуна спустио на свој најнижи ниво од 135 базних поена изнад обвезница америчког Трезора (US Treasuries), индекс ЕМВИ⁸ је током јула испољио благи пораст. Крајем јула и током августа кулминирала је финансијска криза на међународним тржиштима и њени ефекти, мада у знатно мањој мери него у ранијим кризама, осетили су се и на тржиштима у успону. Због тога је порастао „spread“⁹ на обвезнице издате на тим тржиштима, што је случај и са Србијом, где је средином августа, у јеку финансијске кризе, ЕМВИ „spread“ достигао рекордан ниво за ову годину од 266 базних поена изнад обвезница америчког Трезора. Током септембра, финансијска криза је показала тенденцију смиривања, тако да је и индекс ЕМВИ забележио благи пад. Највећи пад тог индекса, од 40 базних поена у року од два дана, забележен је непосредно после интервенције ФЕД-а. Крајем септембра „spread“ ЕМВИ за Србију је износио 210 базних поена.

Графикон III.1.15.

Показатељ премије ризика - ЕМВИ

(месечни просеци, у базним поенима)



Извор: JP Morgan.

⁸ Индекс обвезница тржишта у успону (енгл. *Emerging Markets Bond Index*).⁹ Енгл. *spread* – разлика између приноса обвезница које емитује *US Treasuries* и сличних обвезница земаља које припадају тржиштима у успону (енгл. *emerging markets*).

2. Увозне цене

Светска цена нафте и цене појединих примарних производа бележе висок раст, али је и поред тога, као последица номиналне апресијације динара, увозна инфлација у трећем тромесечју била негативна. Међутим, због високог раста цена прехранбених производа и ригидности цена надоле, пад увозне инфлације није био праћен падом него растом домаће инфлације, што је довело до повећања апресијацијског јаза реалног курса.

Након раста увозне инфлације у првој половини године, у трећем тромесечју је забележен пад увозних цена од 4,8% (просечно годишње¹⁰), као резултат номиналне апресијације динара према еврџу (5,3%) и инфлације у зони евра (0,5%). У трећем тромесечју раст базне инфлације (6,6%) био је први пут од почетка године виши од увозне инфлације.

Бржи раст домаћих цена у поређењу с увозним (изражених у динарима) утицао је на повећање апресијацијског јаза реалног курса динара. У будућем периоду очекујемо јачање његових дезинфлаторних ефеката и по том основу пад базне инфлације.

У трећем тромесечју је остварен даљи, неочекиван раст цене нафте, са историјским рекордом крајем септембра. Цена северноморске нафте типа брент достигла је 79,40, а нафте типа урал 76,89 америчких долара.

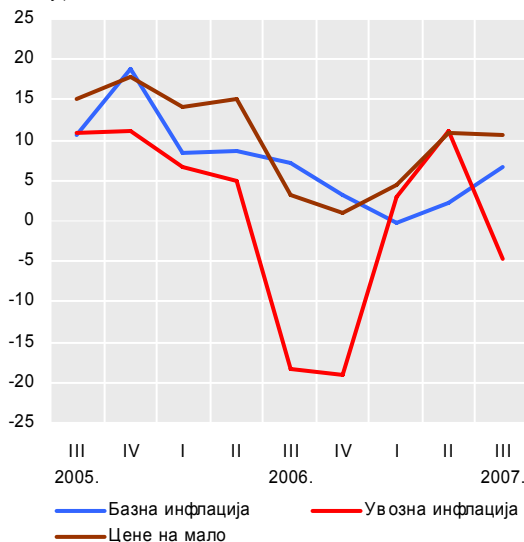
Основни узрок новог раста цене нафте на светском тржишту био је оклевање земаља ОПЕК-а, које обезбеђују око 35% нафте на светском тржишту, да повећају производњу у условима изразито велике тражње током летње сезоне. Након састанка министара земаља ОПЕК-а у септембру, ипак је постигнут договор о повећању производње нафте, али тек од 1. новембра, и то за свега пола милиона барела дневно. Тржиште је ову одлуку ОПЕК-а оценило као закаснелу, а повећање дневне производње нафте као недовољно, па је након тог састанка забележен раст цена.

Расту цене нафте значајно је допринео и податак о паду америчких залиха нафте, за који се испоставило да је знатно већи од очекиваног, затим финансијска криза на светским тржиштима, која је проузроковала смањење основне каматне стопе ФЕД-а и знатан пад америчког долара, као и наставак неизвесности око даљег ширења иранског нуклеарног програма и могућег сукоба на иранском тлу.

Прогнозе до краја године су неизвесне и зависе највише од тога колико ће се повећавати тражња у зимским месецима, пошто нема простора за значајније повећање понуде нафте. Земље

Графикон III.2.1.

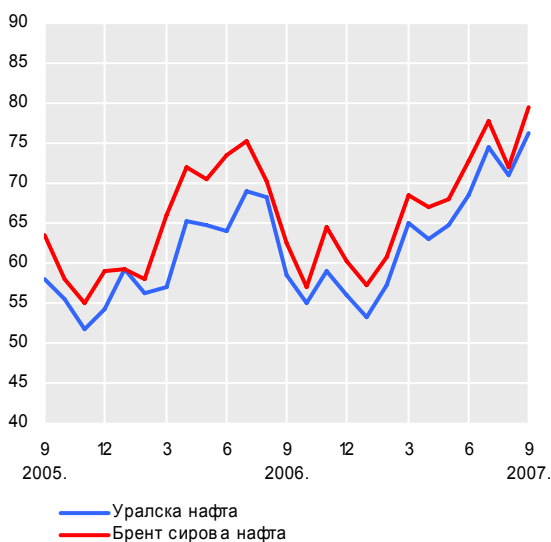
Базна и увозна инфлација
(просечне тромесечне стопе раста на годишњем нивоу)



Извор: НБС и Eurostat.

Графикон III.2.2.

Кретање цена нафте
(у САД доларима)



Извор: Reuters.

¹⁰ Однос просека два узастопна тромесечја подигнут на годишњи ниво.

које нису чланице ОПЕК-а а производе нафту такође нису у могућности да повећају своју понуду на тржишту, тако да је услов за задржавање нивоа цена нафте у распону од 70 до 75 америчких долара за тип урал до краја 2007. године да не дође ни до каквог поремећаја у снабдевању нафтом, као и да се по основу климатских прилика тражња додатно не повећа.

Да климатске прилике могу неповољно да утичу на кретање цена сировина показује и пораст цене житарица на продуктној берзи у Чикагу, где је цена кукуруза почетком септембра достигла 8,86 америчких долара за један бушел или око 355 америчких долара за једну тону. Значајан раст цене бележе и обојени метали, међу којима се истиче бакар. Он је почетком октобра поново пробио психолошку границу од 8.000 америчких долара по тони и његов укупан раст цене од почетка 2007. године до краја трећег тромесечја износи око 36%. Подсетимо, цена бакра је достигла рекордни ниво од 8.800 америчких долара у мају 2006. године, а потом је у преосталом делу године била у паду. Очекује се даљи раст цене овог најважнијег обојеног метала, највише захваљујући несмањеном расту тражње из Кине, који ће се наставити и током 2008. године.

Због ослабљеног долара, као и због бега инвеститора у тзв. сигурносна уточишта, на тржишту је дошло и до знатног раста цене злата. Она је средином септембра достигла ниво од 745 америчких долара за тројунцу, што представља пораст од око 20% од почетка године. Крајем септембра цена злата је исказала благи пад и кретала се око 725 америчких долара за тројунцу.

Светска финансијска криза и њене последице

Средином трећег тромесечја 2007. године, на светским финансијским тржиштима избила је криза великих размера. Финансијске кризе у свету дешавају се периодично, сваких неколико година, и никада се са сигурношћу не може предвидети када ће избити и где ће бити њихов извор.

Последња велика финансијска криза забележена је на тржиштима Азије и Русије, крајем прошле деценије. Овога пута криза је кренула са америчког тржишта хипотекарних кредита, где су зајмопримци са сумњивом кредитном историјом, услед пораста каматних стопа, дошли у ситуацију да не могу да враћају своје редовне обавезе. Савремени финансијски инструменти омогућили су банкама зајмодавцима да, путем секјуритизације, своја потраживања претварају у друге облике активе и трговањем тим новим хартијама од вредности остварују замашне профите.

Када се, због немогућности редовног извршавања обавеза дужника, тај ланац прекинуо, на кредитном тржишту у САД дошло је до кризе ликвидности, пораста каматних стопа у међубанкарском кредитирању, као и општег неповерења између учесника на кредитном тржишту.

Због глобалне финансијске међузависности, криза ликвидности се брзо пренела и на тржишта развијених земаља западне Европе и Азије чије су банке куповале хартије од вредности емитоване са америчког хипотекарног тржишта. Уследило је повећање цене међубанкарског кредитирања и нагли пад берзанских индекса у Европи и Америци услед распродаје акција. На финансијским тржиштима развијених земаља наступила је нека врста панике.

Да би се ситуација на тржиштима колико-толико нормализовала, било је неопходно да интервенишу централне банке, највише ЕЦБ и ФЕД. При томе, ЕЦБ своју референтну стопу није мењала, али је вишедневним интервенцијама у високим износима на новчаном тржишту допринела стабилизацији прилика, смањењу каматних стопа и повратку поверења.

Кључну улогу у смиривању ситуације на кредитним тржиштима ипак је одиграо ФЕД, знатним попуштањем монетарне политике, тј. смањењем основне каматне стопе за 0,5 процентних поена, као и саопштењем да ће учинити све што је неопходно да се криза са финансијског сектора не одрази на реални сектор и изазове рецесију. Од тог тренутка финансијска тржишта су почела да се опорављају, берзански индекси да расту и успостављају се нормални токови кредитирања.

Ова криза на финансијским тржиштима показала је колико су она рањива, али и то да централне банке нису свемоћне. Додуше, оне увек могу својим интервенцијама да ублаже ефекте кризе и поврате поверење учесника на тржишту. Оне могу, међутим, да допринесу и избијању кризе, као што је то, како многи економски аналитичари сматрају, случај са ФЕД-ом, који је својом изузетно експанзивном монетарном политиком од пре неколико година ударио темеље садашњој кризи.

Поремећајима који су се овога лета дешавали на светским финансијским тржиштима успешно су одолела тржишта у успону, за разлику од ранијих криза, када су управо та тржишта била највише погођена. Та чињеница се објашњава знатно побољшаним макроекономским перформансама земаља са таквим тржиштима, пре свега високим девизним резервама и суфицитом у текућем платном билансу. Сматра се да су тржишта у успону сада много отпорнија на утицај финансијске кризе него пре једне деценије.

Земље, као што је на пример Србија, чији се привредни раст ослања на увоз капитала из иностранства и које бележе висок дефицит у текућем платном билансу, у овом тренутку не осећају последице финансијске кризе. Међутим, у средњорочном периоду оне би могле да се суоче са отежаним приступом иностраним изворима средстава због повећаних трошкова кредитирања. Заправо, кредити ће и даље бити доступни, али под неповољнијим условима. То може да се одрази на даље погоршање платнобилансне позиције под условом да се увоз капитала настави истим интензитетом. У том случају, релативно висок привредни раст Србије биће праћен све већим дефицитом у текућим плаћањима. Друга варијанта је смањење привредног раста услед неповољнијих услова задуживања. Она се чини вероватнијом, а уз то је и мање ризична.

3. Платнобилансна кретања

И поред бржег раста извоза у односу на увоз, текући дефицит је у трећем тромесечју имао висок ниво због смањења прилива по основу текућих трансфера. Нето прилив капитала од око 21% процењеног тромесечног БДП-а, остварен по основу страних директних инвестиција и задуживања предузећа у иностранству, утицао је на знатну апресијацију динара у трећем тромесечју.

Текући дефицит је у трећем тромесечју знатно повећан у односу на друго. Његово учешће у процењеном тромесечном БДП-у је повећано са око 11,2% у другом на око 16,6%. Робни дефицит је незнатно смањен (за 3,3%), као последица бржег раста извоза у односу на увоз.

Смањени прилив по основу текућих трансфера у поређењу с претходним тромесечјем последица је сезонског смањења нето прилива по основу регистрованих дознака, као и двоструко нижег прилива по основу мењачких послова услед повећане куповине девиза за полагање на штедњу. Прилив на депозитима нерезидената је смањен за 183 милиона долара, по основу преусмеравања средстава са рачуна нерезидената на портфолио улагања (у инвестиционе фондове и банке) и директна улагања (докапитализацију банака и предузећа).

Подаци о робној размени указују на наставак тренда бржег раста извоза од увоза. У односу на друго тромесечје, извоз је повећан за 11,2%, а увоз за 5,6%. Покривеност увоза робе извозом је повећана за 2,7 процентних поена (са 51,4% на 54,1%).

На кретање робног извоза пресудно су утицали ефекти нових инвестиција из претходне године и с почетка ове, активирање споразума ЦЕФТА, односи размене (за осам месеци 2007. према истом периоду претходне године су побољшани за 5,1% при чему су јединичне вредности у извозу повећане за 13,5%, а у увозу за 8,0%). Кретање увоза робе било је највише под утицајем пораста инвестиционе и потрошачке тражње, али и израженије апресијације девизног курса динара.

Према економској намени, пораст извоза у трећем у односу на друго тромесечје остварен је код производа широке потрошње, за 15,7%, и производа за репродукцију, за 10,6%, док је код основних средстава смањен за 3,8%. Кад је реч о

Табела III.3.1.

Платни биланс Републике Србије

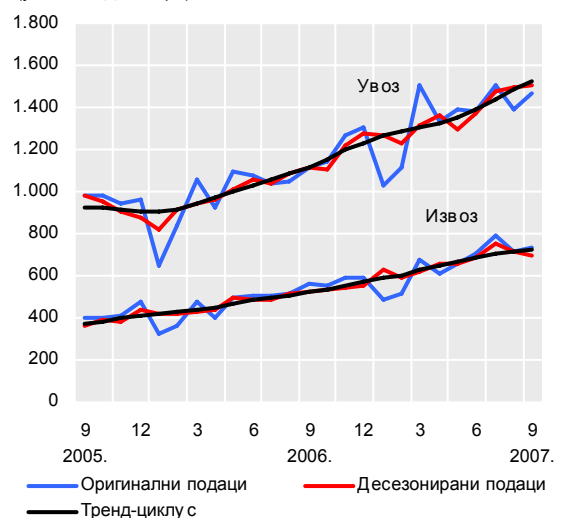
(у млн САД долара)

	2007.		Промена (у %)
	II тр.	III тр.	
I. ТЕКУЋИ БИЛАНС	-1.082	-1.790	65,4
Робна размена, нето	-2.028	-2.019	-3,3
Извоз, f.o.b.	2.143	2.384	11,2
Увоз, f.o.b.	-4.170	-4.403	5,6
Услуге, нето	-8	23	
Приходи	676	788	16,6
Расходи	-684	-765	11,8
Камате, нето	-144	-187	29,9
Текући трансфери, нето	1.046	322	-69,2
Званична помоћ	51	70	37,3
II. КАПИТАЛНИ И ФИНАНСИЈСКИ БИЛАНС	1.677	2.312	37,9
Капитални трансфери	1	8	
Директне инвестиције, нето	-253	575	
Портфолио инвестиције, нето	250	156	-37,6
Сред. и дугор. кредити из иностранства, нето	1.353	885	-34,6
од тога: превремена отплата дуга	61	0	
Кредити дати иностранству, нето	3	-8	
Краткорочни кредити и депозити, нето	134	169	26,1
Одложена плаћања по основу нафте и гаса	-136	62	
Комерцијалне банке, нето			
(повећање -)	50	-14	
Остали капитал, нето	275	478	73,8
III. ГРЕШКЕ И ПРОПУСТИ	-59	103	
IV. УКУПАН ПЛАТНИ БИЛАНС (I + II + III)	536	625	
V. ДЕВИЗНЕ РЕЗЕРВЕ НБС (повећање -)	-536	-625	

Графикон III.3.1.

Извоз и увоз робе

(у млн САД долара)



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

увозу, највише је повећан увоз опреме, за 9,7%, производа широке потрошње, за 5,2%, и производа за репродукцију, за 4,5%.

По одсесима стандардне међународне трговинске класификације (СМТК), највећи допринос порасту извоза у трећем у односу на друго тромесечје имали су: поврће и воће, житарице, производи од метала, гвожђе и челик, обојени метали и одећа. Код увоза, највећи допринос расту је имао увоз нафте, друмских возила, гвожђа и обојених метала.

Посматрано по економским групацијама, Србија је у трећем у односу на друго тромесечје остварила највећи раст извоза у Русију и земље Европске уније. Најзначајнији раст увоза остварен је из земаља Европске уније.

Биланс услуга је у односу на претходно тромесечје побољшан. При том су приходи повећани за 16,6%, са највишим доприносом саобраћаја и туризма, а расходи за 11,8%.

По основу редовних камата према иностраним повериоцима забележен је пораст одлива за 39 милиона долара, док је прилив смањен за 4 милиона долара, тако да је по основу камата нето одлив повећан за 43 милиона долара. Дефицит робе, услуга и камата је одржан на готово истом нивоу као и у претходном тромесечју. Његова покривеност текућим трансферима смањена је са 48% на 15%, што је утицало на повећање дефицита текућих трансакција (без званичне помоћи) за 726 милиона долара.

Нето прилив капитала од 2.312 милиона долара био је за 37,9% већи у односу на претходно тромесечје.

Стране директне инвестиције од 559 милиона долара су на сличном нивоу као и у претходном тромесечју. При томе, близу 70% износа односи се на докапитализацију банака, која је у трећем тромесечју интензивиранија као последица мере Народне банке Србије о усклађивању пласмана банака са њиховим основним капиталом. По основу улагања (скромних) домаћих инвеститора у иностранство, више је средстава повучено него што је инвестирано (нето 16 милиона долара). Као резултат тога, нето директне инвестиције у трећем тромесечју су износиле 575 милиона долара.

С друге стране, портфолио улагање из иностранства је у трећем тромесечју било мање због смањења улагања у инвестиционе фондове.

Нето коришћење дугорочних кредита из иностранства је повећано за 338 милиона долара, или

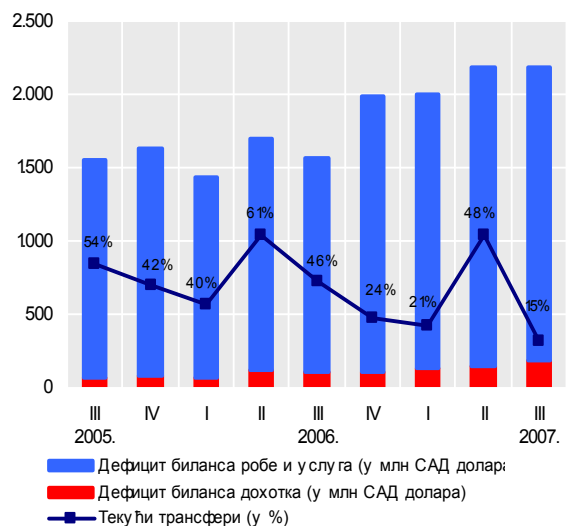
Табела III.3.2.

Робна размена по економској намени
(у млн САД долара)

	2007.		Индекс
	по тромесечјима		
	II	III	
ИЗВОЗ	2.139	2.372	110,9
основна средства	157	151	96,2
репродукција	1.409	1.558	110,6
широка потрошња	573	663	115,7
УВОЗ	4.328	4.568	105,5
основна средства	754	827	109,7
репродукција	2.657	2.776	104,5
широка потрошња	918	966	105,2

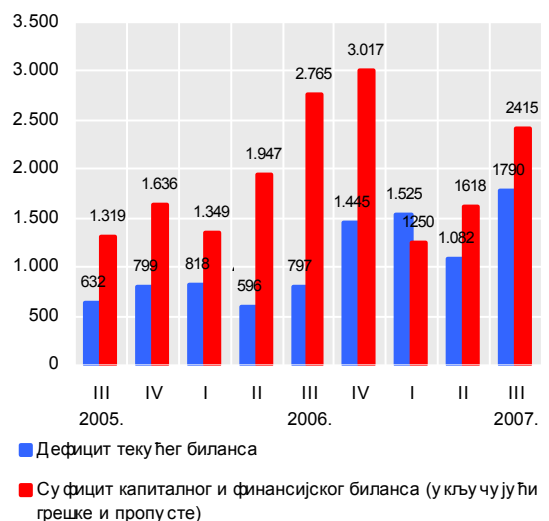
Графикон III.3.2.

Покриће дефицита биланса робе, услуга и камата текућим трансферима



Графикон III.3.3.

Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала
(у млн САД долара)



61,8%, у односу на друго тромесечје уколико се изузме инострани кредит за куповину Телекома Републике Српске у другом тромесечју, који је износио 806 милиона долара. При том су банке кредитне обавезе према иностранству смањиле за 154 милиона долара, док је задуживање предузећа повећано на 996 милиона долара (за 205 милиона долара више у односу на претходно тромесечје).

По основу нето краткорочних кредита и депозита обавезе су повећане за 169 милиона долара. Нова девизна штедња је остварила рекордан тромесечни раст од 608 милиона долара и у односу на претходно тромесечје је повећана за 55,6%.

Будући да је капитални и финансијски биланс у трећем тромесечју био за 522 милиона долара већи од текућег дефицита, девизне резерве Народне банке Србије без међувалутних промена су повећане за 625 милиона долара, док је њихово повећање са међувалутним променама износило 990 милиона долара.

На крају трећег тромесечја, **девизне резерве Народне банке Србије** су достигле ниво од 13.465,7 милиона долара (9.507,0 милиона евра), или више за 9,1% у односу на друго тромесечје. Покривеност увоза робе и услуга девизним резервама крајем трећег тромесечја износила је приближно осам месеци.

Раст девизних резерви Народне банке Србије остварен је захваљујући приходима по основу иностраних хартија од вредности и међувалутним променама (допринос од око 5,5 п.п.), нето откупу девиза по основу мењачких послова (допринос од 2,9 п.п.) и издвајању обавезне резерве банака (допринос од 1,2 п.п.).

Из девизних резерви Народне банке у току трећег тромесечја је регистрован одлив средстава по основу старе девизне штедње и зајма за привредни препород, као и по основу учешћа Народне банке на међубанкарском девизном тржишту (допринос паду девизних резерви од по 0,7 п.п.).

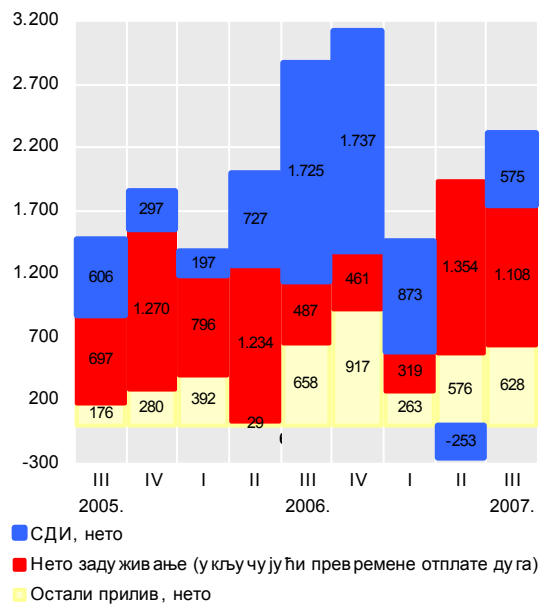
Укупне девизне резерве Републике Србије су на крају трећег тромесечја достигле ниво од 14.211,2 милиона долара (10.033,3 милиона евра), од чега се на девизне резерве овлашћених банака односи 745,5 милиона долара (526,3 милиона евра).

Нето девизним трансакцијама Народне банке креирано је 290,5 милиона евра примарног новца. Расту примарног новца допринели су откуп девиза по основу мењачких послова и директне девизне трансакције Народне банке (259,5 и 96,0 милиона евра, респективно). Међутим, по основу учешћа Народне

Графикон III.3.4.

Структура прилива капитала

(у млн САД долара)



Графикон III.3.5.

Средњорочни и дугорочни кредити из иностранства

(у млн САД долара)

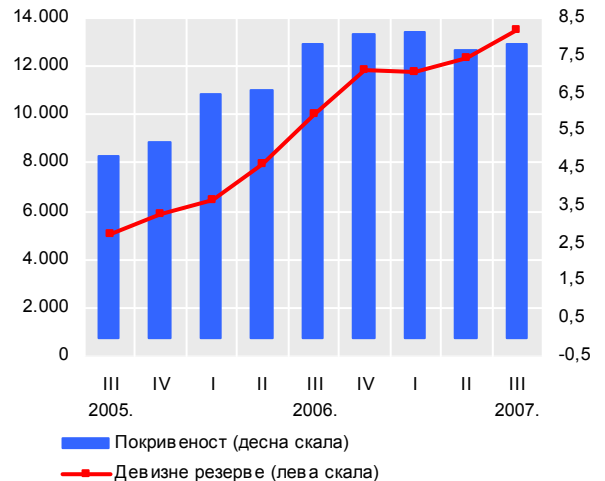


Графикон III.3.6.

Покривеност увоза девизним резервама

(у млн САД долара)

(у месецима)



банке на међубанкарском девизном тржишту, тј. продаје дела девиза добијених откупом од овлашћених мењача, примарни новац је смањен за 65 милиона евра. У оквиру директних девизних трансакција држави је продато 67,7 милиона евра, док је по основу осталих директних трансакција и привременог платног промета са Косовом и Метохијом остварен прилив девиза којим је примарни новац повећан за 116,0 и 47,7 милиона евра, респективно.

Табела III.3.3.

Доприноси стопи раста девизних резерви Народне банке Србије

(у процентним поенима)

	2006.				2007.		
	I	II	III	IV	I	II	III
Девизне резерве НБС (раст у %)	10,5	23,6	25,6	18,7	-1,3	5,2	9,1
Девизно тржиште	2,0	10,4	6,4	10,0	-2,2	3,8	2,7
<i>Мењачки послови</i>	7,3	11,0	7,0	4,8	2,7	4,4	2,9
<i>Нето продаја девиза НБС на МДТ-у</i>	-7,6	-3,6	-1,2	5,3	-5,3	-1,1	-0,7
<i>Привремени платни промет¹⁾</i>	2,3	3,0	0,6	0,7	0,4	0,5	0,5
Обавезна резерва на девизне депозите и кредите, као и на нову девизну штедњу	5,6	16,9	4,4	1,1	1,5	1,5	1,2
Инострани кредити држави	0,8	0,3	0,6	0,3	0,4	0,2	0,3
Донације	0,3	0,3	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2
Стара девизна штедња и зајам за привредни препород	-0,1	-3,1	-0,8	-0,2	-0,1	-1,8	-0,7
Остало ²⁾	1,9	-1,2	14,8	6,6	-1,2	1,4	5,5

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

Табела III.3.4.

Нето девизне трансакције НБС са монетарним ефектом у 2007. години

(у милионима)

	Девизно тржиште ¹⁾	Директне трансакције ²⁾	Мењачи ¹⁾	Укупне нето девизне трансакције
I тромесечје				
EUR	-481,2	430,8	242,9	192,4
Динара	-38.628,4	34.347,1	17.687,6	13.406,3
II тромесечје				
EUR	-92,4	75,6	382,9	366,1
Динара	-7.620,8	6.037,6	32.548,3	30.965,1
III тромесечје				
EUR	-65,0	96,0	259,5	290,5
Динара	-5.202,9	7.588,7	20.827,8	23.213,6
Укупно				
EUR	-638,6	602,4	885,2	849,0
Динара	-51.452,1	47.973,4	71.063,7	67.585,0

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

4. Монетарна кретања и монетарна политика

У трећем тромесечју је настављена тенденција убрзања монетарне мултипликације. Услед тога су стопе раста монетарних агрегата знатно повећане, нарочито у јулу и августу. То је за последицу имало пораст кредитне активности, која је рекордан раст достигла у августу. Кредитна активност у септембру је успорена, али се сектор привреде појачано директно задуживао у иностранству. Будући да монетарни агрегати већ дуже време бележе високе стопе раста, то у средњем року ипак може изазвати извесне инфлаторне притиске.

Монетарни агрегати

Примарни новац је у трећем тромесечју минимално смањен. Неуобичајено висок износ ликвидних средстава банака који је забележен крајем јуна, у јулу и августу је смањен, делимично под утицајем сезонских фактора, а делом операцијама на отвореном тржишту Народне банке Србије (око 33 милијарде динара). У септембру је, као последица докапитализације појединих банака и смањења депозита државе, поново уследило његово повећање и враћање на јунски ниво. И годишња стопа раста примарног новца је у септембру била висока (номинално посматрано износила је 24,2%).

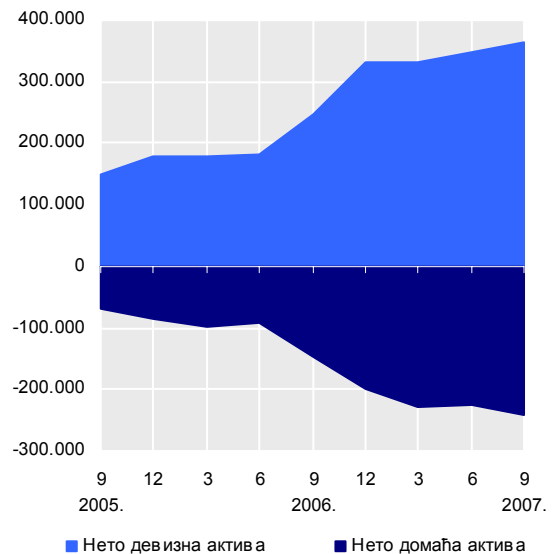
Ефекти креирања примарног новца нето девизним трансакцијама током трећег тромесечја су неутралисани операцијама на отвореном тржишту. Такође, операцијама на отвореном тржишту неутралисан је и ефекат креирања новца по основу експанзивнијег карактера фискалне политике, који се огледао и у повлачењу депозита државе с рачуна код Народне банке Србије. Банке су, у очекивању раста референтне каматне стопе (за 25 базних поена), пре него што је оно уследило тражњу повећале и слободна средства пласирале у хартије од вредности Народне банке.

У структури примарног новца, готов новац у оптицају, који представља један од индикатора потрошње становништва, остао је у односу на крај јуна готово непромењен, док су слободне резерве банака смањене, будући да банке на жиро-рачунима нису имале довољно средстава за покриће повећане обрачунате динарске обавезне резерве. По основу неусклађености бруто пласмана становништву са основним капиталом, банке су у септембру морале да издвоје депозит код Народне банке у износу од 4 милијарде динара.

Графикон III.4.1.

Креирање примарног новца

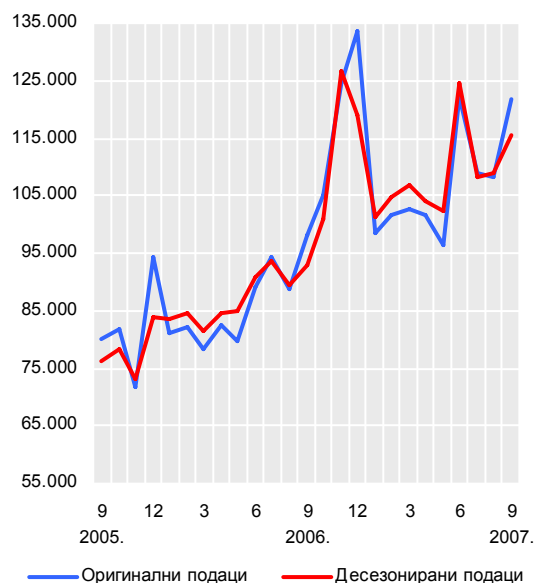
(у мулативне промене у милионима динара)



Графикон III.4.2.

Примарни новац

(у милионима динара)



Стопе раста монетарних агрегата М1, М2 и М3 су у септембру у поређењу с јуном повећане. Истовремено, због убрзања инфлације у трећем тромесечју, те стопе су реално посматрано било ниже, али и даље имају релативно висок ниво. У структури новчане масе највећи раст су остварили орочени динарски депозити, делимично због ниске почетне базе, а делимично и захваљујући атрактивним каматним стопама на динарску штедњу, али и високом расту прихода грађана. И поред виших стопа раста квазиновца, у највећој мери депозита са краћим роком доспећа (до једне године), у новчаној маси М3 и даље доминирају девизни депозити, који у 2007. години бележе тромесечни раст од просечно око 9%. Девизна штедња грађана у септембру је достигла ниво од око 4,2 милијарде евра и у новчаној маси М3 учествује са 44,3%. Раст бележе и депозити привреде и других финансијских институција, као и локалних органа управе, што је допринело повећању кредитне активности банака. И поред тога, банке су се у току трећег тромесечја додатно у иностранству задужиле, краткорочно, за око 4 милијарде динара, а средства за обезбеђивање пласмана у августу и септембру прибављале су и докапитализацијом.

Креирање новчане масе М3 остварено је по готово свим основама, али у највећој мери по основу кредита привреди и становништву (са 7,2 п.п.). Нето девизне трансакције банкарског сектора су расту новчане масе допринеле са 2,9 процентних поена, што је пре свега резултат нето куповине девиза коју је вршила Народна банка. Услед изразито високе тражње за динарима, која је за последицу имала номиналну апресијацију динара, ефекат креирања новца путем нето девизних трансакција је скромнији у поређењу с претходним тромесечјима. Нето потраживања од државе су такође повећана, као последица трошења динарских депозита државе. Смањење бележи и даље једино куповина обвезница старе девизне штедње од стране банака, будући да су банке слободна ликвидна средства пласирале углавном у куповину хартија од вредности у репо трансакцијама и у виду кредита приватном сектору.

Табела III.4.1.

Допринос делова aktive стопи раста примарног новца¹⁾

(у процентним поенима)

	2006.				2007.		
	I	II	III	IV	I	II	III
Нето девизне резерве	9,7	51,8	21,1	86,7	0,0	17,3	13,6
Нето домаћа актива	-26,8	-38,0	-10,8	-50,6	-23,2	1,6	-13,8
Домаћи кредити	-22,7	-45,1	-24,5	-42,1	-35,7	-11,3	-15,9
Нето потраживања од државе	-6,7	-12,6	4,1	28,6	-23,7	-25,1	9,6
Нето потраживања од банака	-15,2	-30,4	-28,7	-70,3	-12,2	14,3	-26,4
Нето потраживања од осталих сектора	-0,8	-2,1	0,1	-0,3	0,3	-0,5	0,9
Остала актива (нето)	-4,1	7,1	13,7	-8,5	12,5	12,9	2,1
Примарни новац	-17,1	13,8	10,3	36,1	-23,2	18,9	-0,2

¹⁾ Искључени девизни депозити државе код НБС.

Табела III.4.2.

Допринос делова aktive стопи раста М3¹⁾

(у процентним поенима)

	2006.				2007.		
	I	II	III	IV	I	II	III
Нето девизна актива	0,4	26,8	11,4	13,2	3,5	3,2	2,9
Нето домаћа актива	1,2	-18,1	-0,7	1	1,3	2,1	9,7
Домаћи кредити	8,7	4,6	2,6	7,8	3,1	5,6	8,3
Нето потраживања од државе	-2,4	-3,8	0,8	6,1	-5,1	-3,8	1,2
Кредити осталим секторима	10,5	8,5	2,5	1,6	8,8	9,9	7,2
Становништву	3,7	4,6	3,3	3,1	4,3	3,6	4,5
Привреди у динарима	5,3	4,1	1,2	0,2	4,3	6,8	3,1
Привреди у девизама	1,4	-0,2	-1,8	-1,9	0,2	-0,5	-0,4
Остало	0,1	0	-0,2	0,2	0,0	0	0
Купљене обвезнице старе девизне штедње	0,6	-0,1	-1	0,1	-0,6	-0,5	-0,1
Краткорочни динарски кредити државе банкама	0	0	0,3	0	0	0	0
Остала актива, нето	-7,5	-22,5	-3,3	-6,8	-1,8	-3,4	1,4
Новчана маса (М3)	1,7	8,9	10,8	14,2	4,7	5,3	12,6

¹⁾ Искључени девизни депозити државе код НБС.

Табела III.4.3.

Структура монетарних агрегата

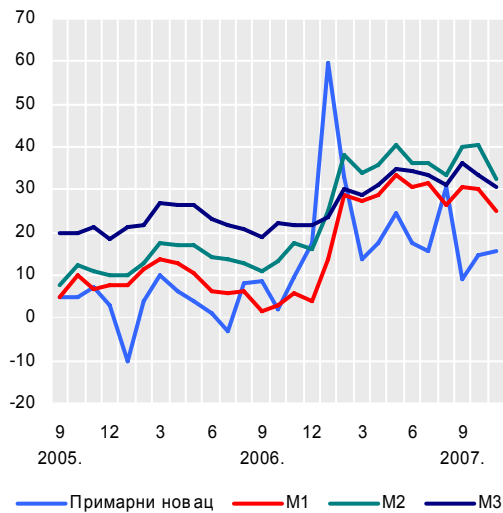
(у процентним поенима)

	2006.		2007.		Учешће у М3 (септ.)
	IV	I	II	III	
М3	13,5	4,3	5,3	12,3	100,0
Девизни депозити	10,1	7,3	10,2	10,9	61,5
М2	25,7	-4,5	9,8	15,1	38,5
Орочени динарски депозити	15,8	2,9	18,1	33,6	12,5
М1	29,7	-7,1	6,6	7,9	25,9
Депозити по виђењу	28,8	-3,1	5,6	12,0	17,3
Готов новац у оптицају	31,4	-14,3	8,5	0,5	8,6

Иако понуда новца (мерена монетарним агрегатима), како у номиналном тако и у реалном изразу, већ дуже време исказује изразито високе стопе раста, до краја године по овом основу не очекујемо знатније инфлаторне притиске. Међутим, будући да те стопе премашују и стопе раста номиналног БДП-а, у средњем року инфлаторни притисци по овом основу нису искључени.

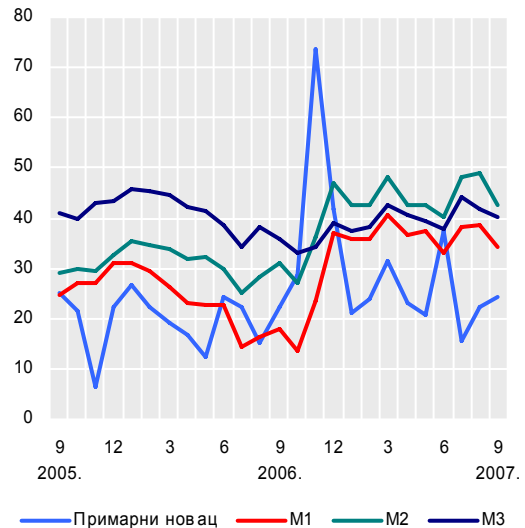
Графикон III.4.3.

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



Графикон III.4.4.

Кретање монетарних агрегата
(међу годишњи раст, у %)



Пласмани банака

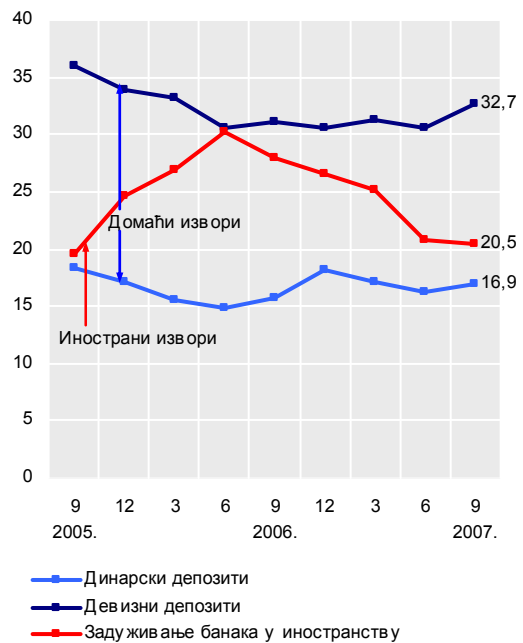
Пласмани банака приватном сектору у току девет месеци 2007. забележили су раст од преко 166 милијарди динара, од чега се на кредите становништву односи око 80 милијарди динара. Годишња стопа раста кредита привреди и становништву у трећем тромесечју је додатно повећана и у септембру је износила 36% (реално преко 26%). Бржи кредитни раст био је у сагласности с даљим падом активних каматних стопа банака. Просечна каматна стопа на нове кредите у септембру је износила 13,1%.

Кредитни раст остварен у трећем тромесечју износио је скоро 50 милијарди динара, од чега је само у августу реализована половина. Након предузетих пруденцијалних мера за ограничавање кредитне активности, раст кредита становништву у септембру је готово заустављен. С друге стране, раст кредита предузећима је убрзан, нарочито ако се има у виду чињеница да су се предузећа у овом периоду веома интензивно директно задуживала у иностранству.

Учешће домаћих кредита у БДП-у је у трећем тромесечју повећано за 2 п.п. и износило је близу 30%. Међутим, оно је и даље знатно ниже у поређењу с другим транзиционим земљама, а нарочито са земљама ЕУ. Уколико се томе дода спољни дуг предузећа, који је закључно са септембром достигао 9,4 милијарде долара, процењује се да учешће укупних кредита у БДП-у тренутно износи око 50%.

Графикон III.4.5.

Извори раста пласмана банака
(у % билансне суме банака)



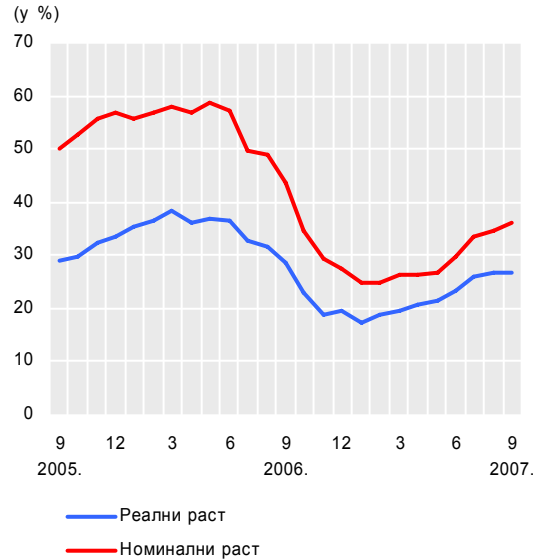
Основни извори пораста пласмана банака у посматраном тромесечју били су девизни и динарски депозити домаћих небанкарских сектора, као и повећање основног капитала банака. У септембру су банке у односу на јун краткорочно задуживање у иностранству повећале, док су дугорочно задуживање чак смањиле.

За разлику од пласмана приватном сектору, пласмани Републици Србији и локалним нивоима власти су у односу на крај претходне године задржали готово исти ниво, док су пласмани јавним предузећима наставили да бележе благи раст.

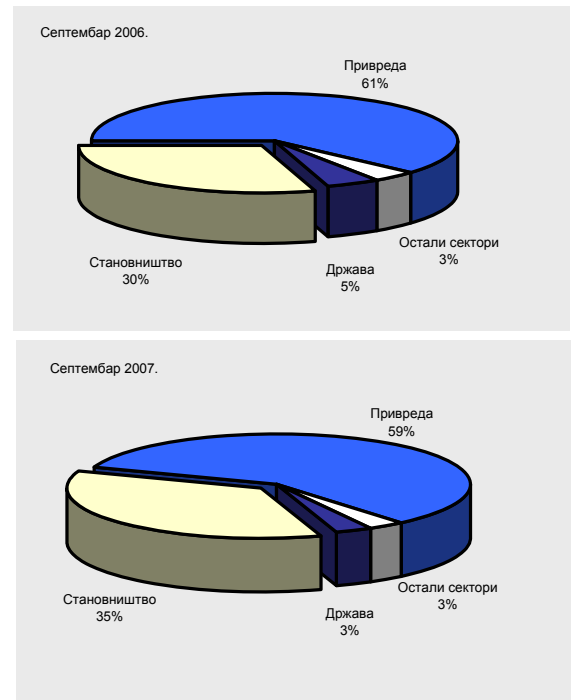
Стопа раста кредита привреди је у септембру износила око 25% и показује тенденцију убрзања. У односу на крај јуна, већи раст бележе дугорочни кредити, који се углавном користе за финансирање инвестиционих улагања (нпр. у опрему), у поређењу с растом краткорочних кредита. Потраживања банака од предузећа по основу издатих хартија од вредности нису знатније повећана, тако да се може закључити да у трећем тромесечју предузећа нису имала већих проблема с ликвидношћу, чиме се објашњава и релативно скроман раст краткорочних кредита.

Годишња стопа раста кредита одобрених становништву и даље прелази 50%, али се у трећем тромесечју уочава њено благо успоравање. Од почетка године највише су порасли стамбени кредити, тако да њихово учешће у укупним кредитима одобреним становништву тренутно износи 26%. У трећем тромесечју већи раст бележи и дуг становништва по кредитним картицама, док потрошачки кредити исказују умеренији раст. Иако је инфлација у току трећег тромесечја убрзана и тражња становништва, судећи према осталим индикаторима, повећана, потрошачки кредити бележе релативно скроман раст као последица донетих мера у погледу ограничавања ненаменског раста кредита становништву и њиховог усклађивања са основним капиталом банака. Умеренијем расту потрошачких кредита допринело је и повећање каматне стопе на ову врсту кредита за 5 п.п. на годишњем нивоу.

Графикон III.4.6.

Међугодишњи раст кредита привреди и становништву

Графикон III.4.7.

Секторски распоред кредита банака

Утицај пруденцијалних мера на заустављање кредита становништву у септембру

Кредитна експанзија, нарочито ако је праћена притисцима растуће агрегатне тражње, намеће потребу за реакцијом носилаца економске политике како би се успорила и, у крајњој мери, зауставила. То је могуће постићи мерама монетарне и фискалне политике, а у ситуацијама када се те мере не покажу довољно ефикасним, примењују се и пруденцијалне мере, као и мере административног карактера.

Уколико се оцени да бржи кредитни раст може нарушити основни циљ – ценовну стабилност, уобичајена реакција монетарних власти је повећање референтне каматне стопе, а носилаца фискалне политике њен рестриктивнији карактер. Административне мере обично представљају допунску меру предузетих мера монетарне и фискалне политике и подразумевају увођење привремене контроле капитала. Централна банка на кредитну експанзију може реаговати и пруденцијалним мерама супервизије банака (повећањем рација адекватности капитала, стопом обавезне резерве и сл.). За разлику од административних мера, којима се директно ограничава кредитни раст и које за последицу могу имати пад профитабилности, пруденцијалне мере омогућавају јачање банкарског сектора.

Референтна каматна стопа у мањој мери утиче на кредитну активност због чињенице да су кредити намењени становништву углавном индексирани у инострану валути. Имајући то у виду, а истовремено процењујући да би убрзање кредита становништву могло деловати инфлаторно, Народна банка Србије је у току августа донела низ мера пруденцијалног карактера. Од њих свакако најзначајније представљају ограничавање временског рока ненаменских готовинских кредита становништву на две године и смањење лимита за бруто пласмане становништву са 200% на 150% основног капитала банака.

Будући да је, након рекордно високог раста у августу, раст кредита намењених становништву у септембру заустављен, чини се да су пруденцијалне мере у великој мери томе допринеле. Уколико се изврши анализа новоодобрених кредита у септембру, уочава се да највећи пад бележе дугорочни кредити, а ако се анализира стање по врстама, уочава се пад готовинских дугорочних кредита, што упућује на закључак да је на то деловала мера ограничавања временског рока ненаменских готовинских кредита. Готовински кредити, иначе, имају и највеће учешће у укупним кредитима одобреним становништву и од априла су бележили континуирани раст.

Бруто пласмани становништву (у млн динара)

	30. 6. 2007.	31. 7. 2007.	31. 8. 2007.	30. 9. 2007.
Готовински кредити	95.056	100.183	107.463	104.351
Кредитне картице	23.712	24.734	25.502	26.517
Минусни салдо по текућим рачунима	13.640	14.336	14.436	14.649
Потрошачки кредити	20.546	21.815	22.904	22.737
Пољопривредна делатност	6.289	6.545	6.819	7.015
Обављање других делатности	707	747	758	743
Стамбена изградња	63.673	68.325	72.993	75.507
Укупно	223.624	236.685	250.875	251.519

Истовремено, као последица донетих мера у погледу усклађивања основног капитала банака са бруто пласманима становништва, неколико банака је интензивирало процес докапитализације у августу и септембру. При томе, према подацима за септембар, три банке нису ускладиле однос бруто пласмана са основним капиталом ни у рацију од 200%, а две су веома близу да тај праг пређу. Уколико би се применио критеријум усклађивања од 150%, девет банака, углавном оних са највећим учешћем у укупној кредитној активности банкарског система, не би било у стању да задовољи тај критеријум.

Након прошлогодишњег увођења мере о усклађивању бруто пласмана банака становништву са основним капиталом од 200%, раст кредита становништву, пре свега потрошачких, био је заустављен. Како је поред готовинских у септембру преокренут и тренд потрошачких кредита, чини се да, без обзира на то што мера усклађивања стања бруто пласмана с капиталом ступа на снагу тек крајем године, она такође доприноси успоравању кредитне активности према становништву. Оцењује се да тренутно преовлађују ефекти мере ограничавања временског рока ненаменских готовинских кредита, а да ће у наредном периоду бити доминантнији ефекти смањења лимита за бруто пласмане становништву.

5. Кретање понуде и тражње

Понуда и извори раста

Сви релевантни показатељи указују на успоравање економске активности у трећем тромесечју. Због пада пољопривредне производње, успоравање је најизраженије било код бруто домаћег производа, док је код непољопривредне бруто додате вредности знатно блаже.

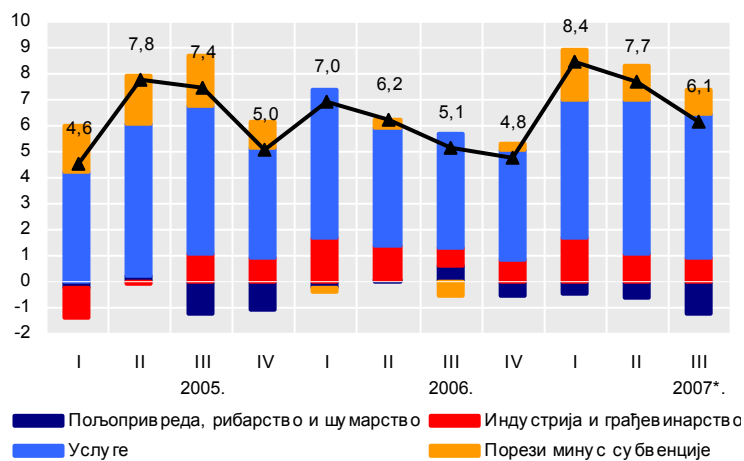
Друго тромесечје

Међугодишњи раст БДП-а¹¹ у другом тромесечју је био успорен, што је у складу с нашим очекивањима објављеним у претходном Извештају о инфлацији. Ипак, остварена стопа раста је била већа од очекиване (износила је 7,7%), највећим делом као резултат неочекивано добре наплате пореза и убрзања кредитне активности, али и, мањим делом, нашег потцењеног раста саобраћајне активности. Успоравање раста БДП-а у другом тромесечју углавном је узроковано неповољним временским условима и његовим неубичајено високим растом у првом тромесечју, заснованим на ванредним околностима – изузетно топлој зими. Бруто додата вредност је у другом тромесечју међугодишњем расту БДП-а допринела са 6,4 п.п., а порези (умањени за субвенције) са 1,3 п.п. У структури бруто додате вредности, највећи допринос међугодишњем расту БДП-а имао је сектор услуга: саобраћајна активност (2,4 п.п.), трговина на мало и велико (1,9 п.п.) и финансијско посредовање (1,3 п.п.). Пољопривредна производња је истовремено забележила пад од 6,6% и тиме дала негативан допринос расту БДП-а од 0,6 п.п.

Непољопривредна бруто додата вредност (НДВ)¹², која одражава фундаменталне промене економске активности будући да искључује утицај нетржишних фактора, указује на међугодишњи раст економске активности од 9,3% у другом тромесечју, што представља убрзање од 0,3 п.п. у односу на прво. Нижи остварени БДП у односу на НДВ последица је егзогених фактора који су негативно утицали на пољопривредну производњу.

Графикон III.5.1.

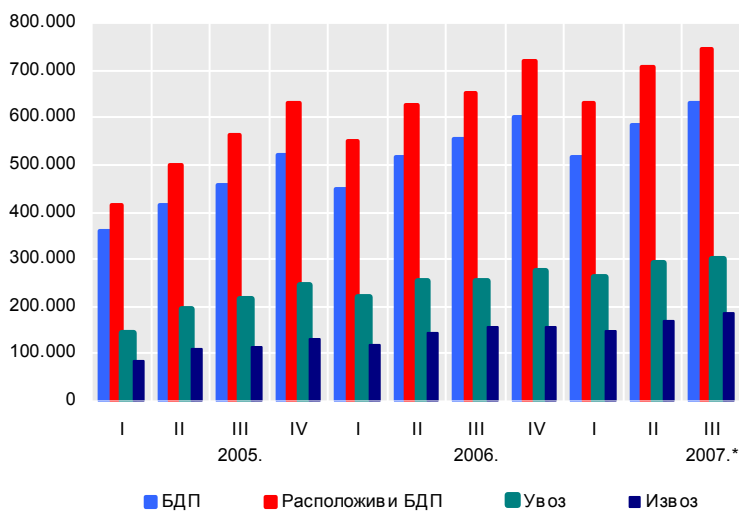
Допринос међугодишњем расту БДП-а (у процентним поенима)



*Процена НБС.

Графикон III.5.2.

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



*Процена НБС.

¹¹ Према најновијем саопштењу РЗС-а, подаци о кретању БДП-а су кориговани уназад, нпр. његов раст у првом тромесечју је са 8,7 смањен на 8,4%.

¹² БДП без пореза умањених за субвенције и пољопривреде.

Треће тромесечје

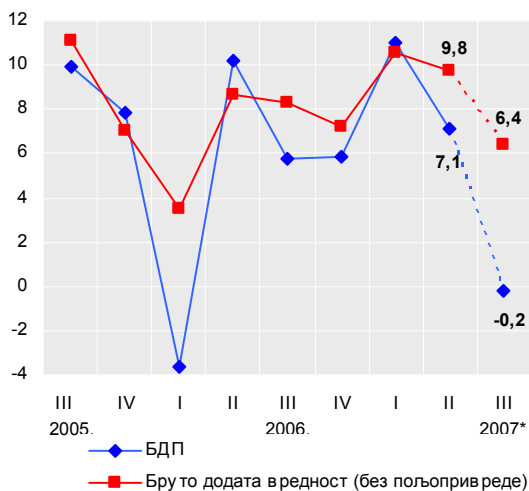
Подаци о кретању БДП-а за треће тромесечје нису расположиви. Ипак, на основу делимично расположивих података процењујемо да ће тренд успоравања раста БДП-а бити настављен и да ће његов међугодишњи раст износити око 6,1%.

Према десезонираним подацима, евидентирани пад БДП-а у трећем тромесечју је износио 0,2% на годишњем нивоу. У односу на претходно тромесечје, то представља смањење од 7,3 п.п. Истовремено, НДВ бележи успоренији раст (6,4%).

Графикон 3.5.3.

Раст индикатора економске активности

(десезониране тромесечне стопе раста, на годишњем нивоу)

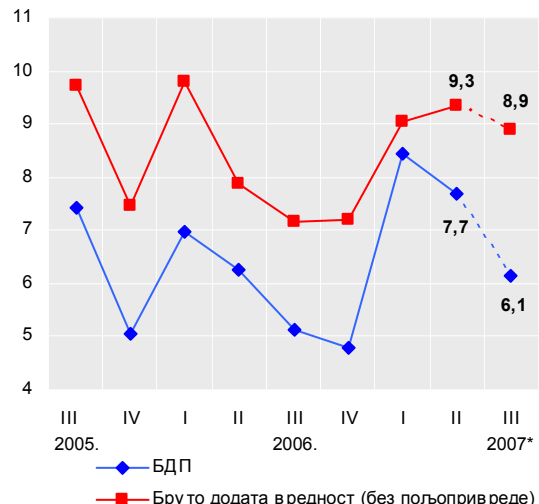


* Процена НБС.

Графикон 3.5.4.

Раст индикатора економске активности

(међугодишње стопе раста)



* Процена НБС.

На основу података РЗС, индустријска производња је у трећем тромесечју успорила раст за 1,8 п.п. у односу на претходно и он износи 3,5% међугодишње. Томе је допринело успоравање раста у секторима прерађивачке индустрије и производње и дистрибуције електричне енергије, као и пад производње у сектору вађење руда и камена (0,8%), први пут забележено након другог тромесечја 2005. године. Пад производње у сектору вађења руда и камена није битније утицао на смањење производње у каснијим фазама њихове прераде, будући да је тражња за њима подмиривана повећаним увозом и трошењем залиха. Прерађивачка индустрија је и поред повећања домаће тражње забележила спорији раст. Производња електричне енергије је такође успорила раст (са 8,7% на 6,5% међугодишње), што је последица њеног високог нивоа у другом тромесечју.

Процењујемо да су највећи допринос расту БДП-а дали саобраћајна активност (2,2 п.п.) и трговина на мало и велико (2,0 п.п.). Трговина на мало је исказала благо убрзан раст (0,4 п.п.), достижући тиме реалну међугодишњу стопу раста од 24,4%.

Грађевинска активност је, према нашој процени, регистровала благо успоравање (међугодишњи раст око 9%). На такав закључак указују основни индикатори: пад производње неметалних минерала и успоравање раста инвестиционе потрошње државе.

Успоравање раста БДП-а било је под великим утицајем неповољних временских прилика, због чега у трећем тромесечју очекујемо наставак пада пољопривредне производње (износиће око 10% међугодишње), те ће њен допринос међугодишњем расту БДП-а бити негативан (око 1,2 п.п.).

Полазећи од оцењеног раста реалног БДП-а и остварене инфлације, номинални БДП би у трећем тромесечју могао износити око 628 милијарди динара, што представља пораст од око 13,1%. На бази платнобилансних података, расположиви БДП би износио око 745 милијарди динара (118,5% БДП-а). Учешће извоза робе и услуга чинило би 29,4%, а увоза 47,9% БДП-а. Међугодишњи пораст агрегатне тражње могао би износити око 14%, што је у односу на претходно тромесечје више за око 1,4 п.п.

Индикатори потрошње становништва

Потрошњу становништва у трећем тромесечју оцењујемо као експанзивну. Основни фактори њеног раста биле су зараде, социјални трансфери и кредити.

На основу изабраних показатеља, оцењујемо да је реална међугодишња стопа раста тражње становништва у трећем тромесечју износила око 8%. Висока реална стопа раста те тражње доминантно је последица пораста фонда зарада, али је значајан допринос томе дао и пораст кредитирања становништва. Номинална међугодишња стопа раста тражње становништва је у трећем тромесечју износила око 15%.

Евидентирани извори раста потрошачке тражње су следећи:

Зараде. Удео нето зарада из статистичког узорка у оцењеном БДП-у у трећем тромесечју износи 12,8%, што је за 0,8 структурних поена више него у упоредивом периоду претходне године. Под претпоставком да узорком необухваћени радници имају у просеку исте зараде као и они који су обухваћени узорком, учешће нето зарада у оцењеном БДП-у би износило 34,7%, или за 3,5 структурних поена више у односу на упоредиви период претходне године;

Социјални трансфери. У трећем тромесечју чинили су 15,3% оцењеног БДП-а, што је 0,7 структурних поена више него у истом периоду 2006. године;

Дознаке. Регистроване дознаке у трећем тромесечју нису промениле учешће у односу на исти период претходне године и чиниле су 4,4% процењеног БДП-а;

Мењачи. Прилив становништва, исказан кроз мењачке послове, у трећем тромесечју је чинио 2,5% оцењеног БДП-а, што представља смањење за 1,8 структурних поена у односу на исто тромесечје 2006. године;

Кредити. По основу задуживања, становништво је обезбедило за потрошњу додатна средства у износу од 4,9% оцењеног БДП-а, што представља повећање за 1,6 структурних поена у односу на исто тромесечје 2006. године. Након рекордног раста у августу, кредити су у септембру готово зауставили раст. Ипак, њихов раст остварен на нивоу посматраног тромесечја је био висок.

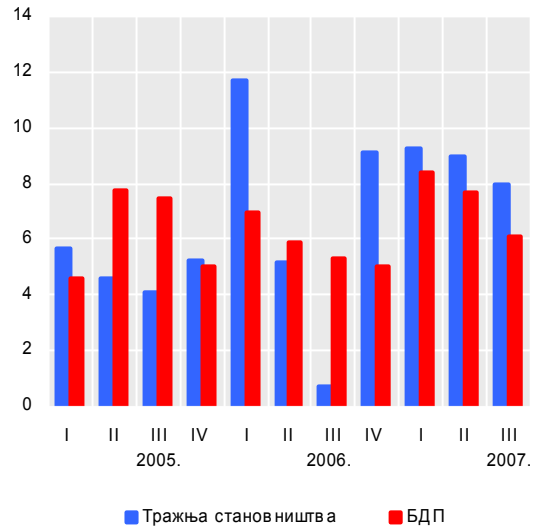
У истом периоду, становништво је повећало штедњу за 4,7% оцењеног БДП-а, што је за 0,9 структурних поена више него у истом периоду претходне године.

Приходи становништва, умањени за прираст штедње и увећани за прираст кредита, у структури БДП-а су повећали учешће за 3,1 структурни поен (на 57,1%). Полазећи од тога, може се закључити да је тражња становништва у току трећег тромесечја утицала на генерисање инфлационих притисака.

Графикон III.5.5.

Кретање тражње становништва и БДП-а

(међугодишње реалне стопе раста, у %)



Јавна потрошња

Треће тромесечје је обележило дефицитарно финансирање буџета, при чему је, према методологији ММФ-а, дефицит износио 13,5 милијарди динара. Ефекат таквог финансирања буџета било је креирање новца у износу од 12,8 милијарди динара.

Укупни консолидовани приходи без донација буџета Републике Србије износили су у трећем тромесечју 240,5 милијарди динара (што је 15,1% номинално, или 8,0% реално више него у истом периоду претходне године), док су укупни консолидовани расходи износили 254,0 милијарди динара (што је 21,6% номинално, или 14,1% реално више него у истом периоду претходне године), услед чега је, у том периоду, забележен дефицит буџета од 13,5 милијарди динара.

У трећем тромесечју смањено је учешће прихода и повећано учешће расхода у БДП-у, што је пре свега последица убрзане реализације буџета за 2007. годину.

Међу приходима, најзначајнији процентуални раст остварили су приходи по основу царина (47,8% номинално, 38,7% реално) и порез на добит (33,5% номинално, 25,2% реално). Остале категорије прихода расле су у складу са очекивањима (око 15% реално), са изузетком прихода по основу пореза на зараде, који су исказали пад, али такође у складу са очекивањима (услед смањења пореске стопе).

Цело треће тромесечје карактерисало је осетно увећање готово свих категорија расхода. Расходи за зараде запослених су у односу на исти период претходне године номинално порасли за 31,8% (23,7% реално), расходи за социјална давања за 19,0% (11,7% реално), расходи за субвенције за 53,3% (43,9% реално), а расходи за капиталне инвестиције за 42,5% (33,7% реално). Незнатан пад су забележили само отплата дуга и камате, те категорија осталих расхода, која у принципу има низак ниво.

Буџетски расходи, дакле, и даље не исказују заокрет у правцу инвестиционог, тј. развојног буџета, већ су превасходно социјалног карактера.

До краја године, јавни расходи ће наставити даље да расту услед убрзане реализације буџета за 2007. годину, те се, у складу с тим, очекује и дефицитарно финансирање буџета, при чему годишњи дефицит неће прећи 2% БДП-а.

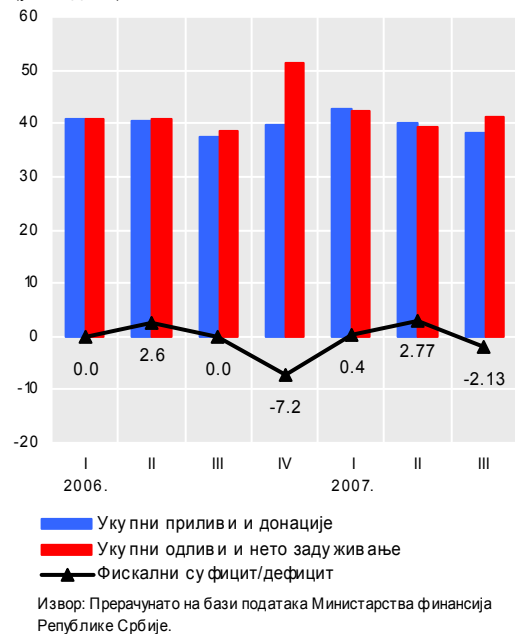
У 2008. години такође се очекује блага експанзивност фискалне политике. То се доводи у везу пре свега са трошковима за запослене, будући да се предвиђа њихов виши раст од раста БДП-а и поред одлуке о реалном замрзавању зарада на нивоу из новембра 2007. године. Такође се очекује висок ниво капиталних инвестиција, услед великих потреба привреде за изградњом инфраструктурних објеката.

Меморандум о средњорочној фискалној политици најављује повратак у суфицитарно финансирање буџета од 2009. године, као и постепено смањивање учешћа јавних расхода у БДП-у.

Графикон III.5.6.

Јавни приходи и расходи (методологија ММФ-а)

(у % БДП-а)

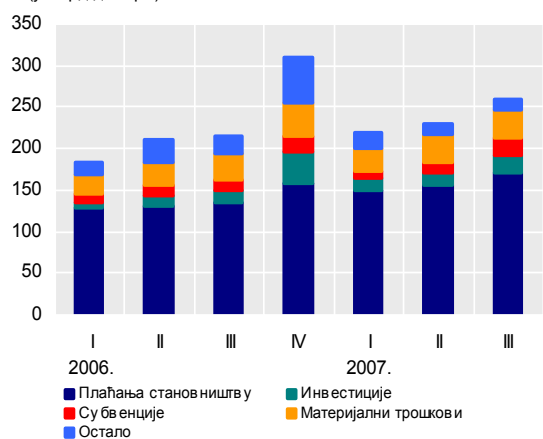


Извор: Прерачунато на бази података Министарства финансија Републике Србије.

Графикон III.5.7.

Структура јавних расхода

(у млрд динара)



Извор: Прерачунато на бази података Министарства финансија Републике Србије.

Постоје и најаве повећања иностраног задуживања, будући да је без нових задуживања пројектован пад нивоа задужености на 20% БДП-а до 2010. године. Планира се да та средства буду употребљена за изградњу инфраструктурних објеката.

Табела III.5.1.

Фискални резултат

(по тромесечјима, у млрд динара)

	2006.				2007.			Индекс	Индекс
	I	II	III	IV	I	II	III	III 2007.	реално III 2006.
I. Укупан прилив и донације	183,23	209,01	209,26	239,19	220,36	232,88	241,89	1,16	1,08
од тога донације	0,54	0,39	0,31	0,21	0,13	0,27	1,38	4,42	4,15
II. Укупан одлив и отплата дуга	184,27	210,37	214,67	309,90	219,90	230,10	259,82	1,21	1,14
Отплата страног дуга	1,27	1,25	1,61	12,49	1,32	0,50	2,07	1,29	1,21
Отплата старе девизне штедње	0,48	14,03	4,09	1,12	0,59	13,30	3,75	0,92	0,86
Превремена отплата дуга	0,00	0,00	0,00	13,80	0,00	0,00	0,00		0,00
III. Укупан прилив без донација	182,68	208,62	208,95	238,98	220,23	232,61	240,51	1,15	1,08
IV. Укупан одлив без отплате страног дуга, старе девизне штедње и превремене отплате дуга	182,52	195,09	208,97	282,49	218,00	216,30	254,00	1,22	1,14
Салдо - методологија ММФ-а (III - IV)	0,16	13,53	-0,02	-43,51	2,24	16,31	-13,49	-	-
БДП	450,48	516,30	555,95	603,07	517,23	582,56	628,63	1,13	1,06
Салдо - методологија ММФ-а у % од БДП	0,04	2,62	0,00	-7,22	0,43	2,80	-2,15	-	-

Извор: Прерачунато на бази података Министарства финансија Републике Србије.

Табела III.5.2.

Консолидовани јавни расходи

(по тромесечјима, у млрд динара)

	2006.				2007.			Индекс	Индекс
	I	II	III	IV	I	II	III	III 2007.	реално III 2006.
Укупно расходи и отплата дуга	184.2	210.4	214.7	309.9	219.9	230.1	259.9	1.21	1.14
Плаћања становништву:	127.9	129.7	134.6	158.4	150.5	156.5	167.1	1.24	1.16
Нето зараде	43.9	43.7	45.1	57.8	53.1	57.5	59.4	1.32	1.24
Доприноси за запослене	7.5	7.9	8.2	9.8	9.4	10.5	10.8	1.32	1.24
Социјални трансфери	76.5	78.2	81.4	90.8	88.0	88.5	96.9	1.19	1.12
Пензије и исплате незапосленима	60.7	62.9	65.6	69.8	70.2	72.1	74.6	1.14	1.07
Социјална помоћ	13.1	12.7	13.1	17.9	15.1	13.7	19.4	1.49	1.40
Остали трансфери становништву	2.6	2.5	2.8	3.1	2.7	2.7	2.8	1.02	0.96
Субвенције	10.1	13.4	13.1	19.0	9.5	11.8	20.0	1.53	1.44
Материјални трошкови	23.4	26.6	30.4	39.6	27.1	32.8	36.4	1.20	1.12
Инвестиције	8.1	12.7	15.6	37.6	13.6	15.3	22.2	1.42	1.34
Трошкови камата	5.7	4.9	5.8	18.2	5.7	3.1	4.2	0.73	0.68
Отплата дуга	1.8	15.3	9.7	26.5	15.3	13.8	5.8	0.60	0.57
Исплате по основу старе девизне штедње и дуга пензионерима	0.5	14.0	8.1	14.0	9.6	13.2	3.8	0.47	0.44
Отплата спољног дуга	1.3	1.2	1.6	12.5	1.3	0.5	2.1	1.29	1.21
Отплата осталог унутрашњег дуга	0.0	0.0	0.0	0.0	4.5	0.1	0.0		
Остало ¹⁾	14.7	15.6	13.7	20.4	12.3	7.3	14.9	1.09	1.02

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

Извор: Прерачунато на бази података Министарства финансија Републике Србије.

Индикатори инвестиционе потрошње

Упркос успоравању економске активности у трећем тромесечју, готово сви расположиви индикатори инвестиционе активности указују да ће економска активност бележити високе стопе раста на средњи и дуги рок.

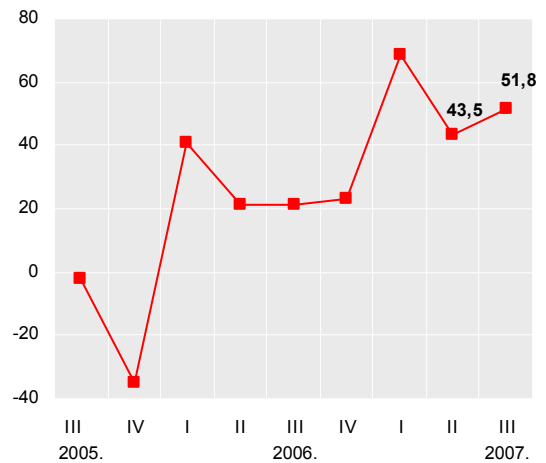
Као главни показатељи инвестиција у фиксне фондове, одобрени дугорочни нето кредити домаћих банака привреди, становништву и малој привреди су убрзали раст у трећем тромесечју у односу на претходно. Средњорочно и дугорочно задуживање предузећа у иностранству такође бележи високе стопе раста (56,5% међугодишње), што говори у прилог расту инвестиција. Раст инвестиција огледа се и у знатном расту нето извоза капиталних производа (са 35,9% у другом на 50,2% у трећем тромесечју). Раст кредита и раст нето извоза капиталних производа, уз истовремено очигледан опоравак домаће производње капиталних производа (међугодишњи раст од 17,8% у трећем наспрам пада од 0,9% у другом тромесечју), указују на стабилан раст економске активности на дуги рок.

Упркос успоравању, инвестициона потрошња државе и даље бележи високе стопе раста. Наиме, држава је у трећем тромесечју инвестирала за 42,4% више у односу на исто тромесечје претходне године. У односу на друго тромесечје, међугодишњи раст инвестиција државе је мањи за 11,4 п.п.

Инвестиције у обртна средства су такође у порасту, о чему сведочи већина индикатора. Наиме, нето извоз интермедијарних производа је остварио значајно повећање раста у трећем тромесечју од 67,6%, што представља убрзање од 18,1 п.п. у односу на претходно. Раст инвестиција у обртна средства потврђују и подаци о стању краткорочних нето кредита банака привреди, које је свој међугодишњи раст убрзало у односу на друго тромесечје (14,3% наспрам 7,3%).

Графикон III.5.8.

Раст увоза капиталних добара (међугодишње стопе раста)



Табела III.5.3.

Индикатори кретања инвестиција

	I 2006.	II 2006.	III 2006.	IV 2006.	I 2007.	II 2007.	III 2007.	I 2007.	II 2007.	III 2007.
								I 2006.	II 2006.	III 2006.
Реални показатељи										
Физички обим индустријске производње капиталних производа, м.г. индекси	107,2	89,4	78,0	89,7	97,8	99,1	117,8	98,8	97,9	117,8
Увоз интермедијарних производа, млн USD	912,3	1.164,3	1.266,4	1.418,2	1.343,3	1.658,7	1.761,9	147,2	142,5	139,1
Извоз интермедијарних производа, млн USD	636,6	806,3	914,5	957,5	965,3	1.123,6	1.172,1	151,6	139,4	128,2
Залихе интермедијарних производа, м.г. индекси	101,2	102,0	104,7	104,4	100,8	98,4	102,1	100,8	98,4	102,1
Увоз капиталних производа, млн USD	551,5	776,6	806,0	925,3	929,9	1.114,2	1.223,3	168,6	143,5	151,8
Извоз капиталних производа, млн USD	130,3	163,2	183,0	214,6	223,6	280,7	287,6	171,6	172,0	157,2
Залихе капиталних производа, м.г. индекси	101,7	115,1	112,7	107,2	95,7	91,5	88,3	95,7	91,5	88,3
Финансијски показатељи										
Краткорочни кредити дати привреди, млрд динара	201,7	214,0	203,2	188,1	200,4	229,7	232,2	99,4	107,3	114,3
Средњорочно и дугорочно задуживање привреде у иностранству (нето), млн USD	257,0	324,0	637,0	662,0	578,0	791,4*	997,0	224,9	244,3	156,5
Дугорочни кредити дати становништву, млрд динара	121,5	138,6	152,0	163,7	187,7	206,6	234,0	154,5	149,0	154,0
Дугорочни кредити дати привреди, млрд динара	162,8	172,3	177,9	174,0	189,4	198,3	217,7	116,3	115,1	122,4
Инвестициона потрошња државе, млрд динара	8,1	12,7	15,6	37,6	13,6	14,1	22,2	168,0	110,9	142,4

* Кредит у износу од 806 млн USD који је у јуну одобрен Телекому Србије а.д. од стране Citygroup био је намењен за куповину Телекома Републике Српске и није утицао на повећање инвестиционе активности у земљи, те је због тога искључен из калкулације дугорочног задуживања предузећа у иностранству.

6. Кретања на тржишту рада

Успоравање економске активности у трећем тромесечју праћено је успоравањем зарада. Кретање реалних зарада у индустрији усклађено је с кретањем продуктивности, али веома висок реални раст зарада у јавном сектору и даље производи инфлаторне ефекте.

Зараде

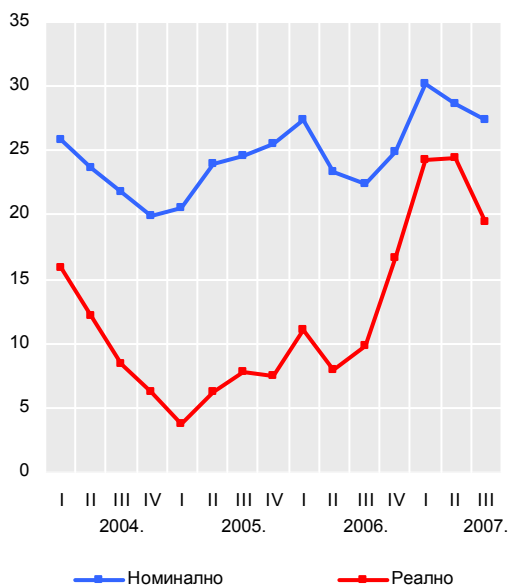
Просечне зараде у трећем тромесечју имале су успоренији раст у односу на друго за 1,1 п.п. Међутим, и поред тога њихов међугодишњи номинални раст је био висок и износио је 27,4%. На основу десезонираних података, убрзање раста номиналних нето зарада је било незнатно. Тако су у трећем тромесечју десезониране нето зараде више за 4,9% у односу на претходно тромесечје. Њихов реални међугодишњи раст је задржан на релативно високом нивоу, од 19,5%, и поред убрзања инфлације.

Нето зараде у јавном сектору и даље бележе веома високе стопе раста (29,6% номинално, или 21,5% реално). С обзиром на то да је учешће масе зарада јавног сектора у укупној маси зарада у трећем тромесечју повећано на 57,1%, закључује се да је висок међугодишњи раст укупних зарада у највећој мери последица високог раста зарада у јавном сектору. Изразито висок реални раст тих зарада производи инфлаторне притиске и утиче на смањење конкурентности домаће привреде. У наредном периоду се планира усклађивање раста зарада у јавном сектору са стопом инфлације како би се зауставио њихов реални раст.

Успоренији раст зарада пратио је успоренији раст економске активности. Тако је у секторима који су забележили највеће успоравање активности, као што су производња електричне енергије, вађење руде и камена и грађевинарство, забележено и највеће успоравање раста зарада. С друге стране, зараде у прерађивачкој индустрији и пословима са некретнинама су исказале стабилно кретање, а раст бележе једино финансијско посредовање и хотелијерство и ресторатерство. Уколико се посматра структура зарада у јавном сектору по корисницима, најбржи међугодишњи раст у односу на друго тромесечје уочава се код запослених у локалној самоуправи, као и образовању и култури. У јавним државним предузећима, администрацији, здравственом и социјалном раду зараде бележе успоравање.

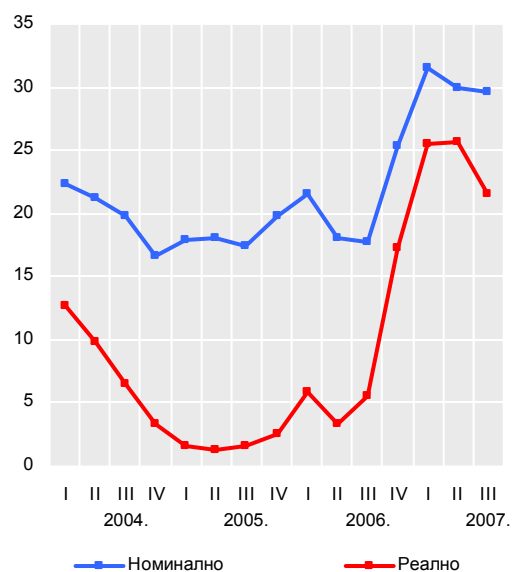
Графикон III.6.1.

Кретање просечних нето зарада (међу годишњи раст, у %)



Графикон III.6.2.

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



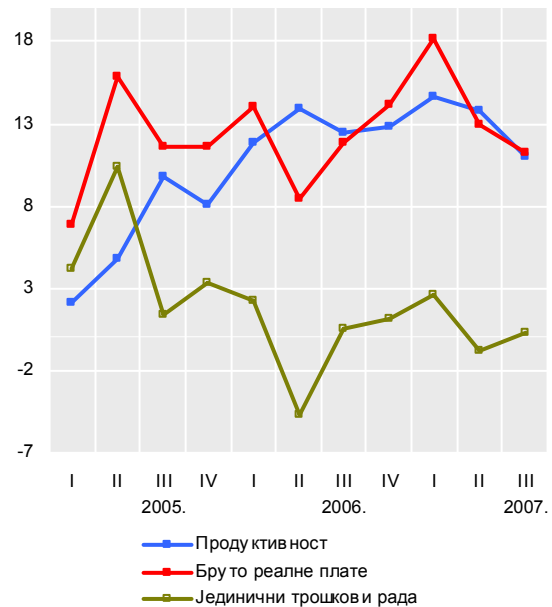
Исплаћена нето маса зарада у јавном сектору номинално је виша за 29,4% и реално за 21,3% у односу на исти период прошле године.

Нижа просечна зарада у трећем тромесечју (28.019 динара без пореза и доприноса) од просечне зараде у јавном сектору (32.366) највероватније је последица непријављивања стварних података о зарадама појединих послодаваца у приватном сектору.

Са становишта утицаја зарада на инфлацију, значајно је пратити кретање реалних зарада и поредити их са продуктивношћу. Јединични трошкови рада у индустрији су у трећем тромесечју виши за 0,3% у односу на исти период претходне године, као последица бржег раста реалних бруто зарада у односу на продуктивност (11,2% и 11,0%, респективно). У прерађивачкој индустрији, јединични трошкови су виши за 1,7%. У односу на друго тромесечје, јединични трошкови рада су нижи за 0,4% услед споријег раста бруто реалних зарада у односу на продуктивност (0,9% и 1,3%, респективно). За разлику од укупне индустрије, у прерађивачкој индустрији је остварен раст јединичних трошкова рада за 0,9%. Будући да раст реалних зарада у индустрији не одступа много од продуктивности, могло би се закључити да њихово кретање не производи значајније инфлаторне ефекте. Међутим, треба имати у виду да је раст зарада у јавном сектору изразито висок и несуклађен с кретањем продуктивности, тако да су инфлаторни притисци по овом основу и даље изражени.

Графикон III.6.3.

Кретање продуктивности, бруто реалних плата и јединичних трошкова рада у индустрији
(међу годишњи раст, у %)



Запосленост

Број запослених и незапослених наставио је са трендом смањења, док је међугодишња стопа раста заснованих радних односа и прекида радних односа повећана.

Према делимично расположивим подацима о запослености, процењујемо да је број запослених у септембру 2007. године износио 2.435,3 хиљаде, што је за 3,4% мање у поређењу са истим месецом претходне године. Наставак тренда смањења броја запослених првенствено је последица процеса приватизације и реструктурирања предузећа.

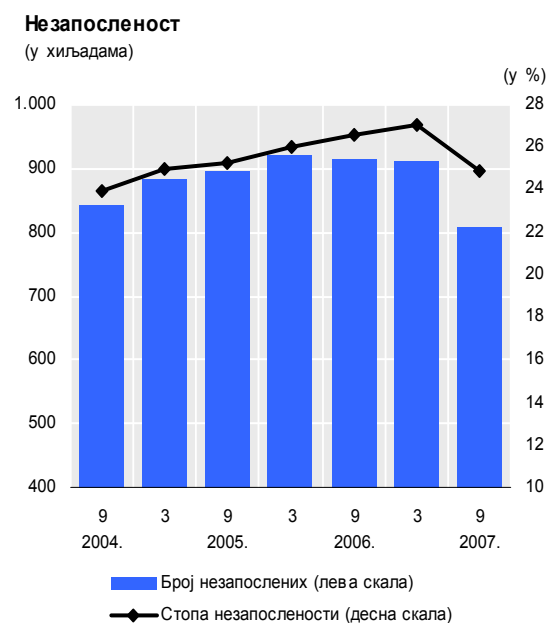
Поред тога, настављен је и тренд смањења броја незапослених, евидентиран на почетку ове године. Број незапослених¹³ који искључује лица привремено неспособна или неспремна за рад је у септембру износио 808,2 хиљаде, што је за 106,3 хиљаде, или 11,6%, мање него у истом месецу претходне године. Смањење броја незапослених у овој години углавном се доводи у везу с применом Закона о здравственом осигурању и Закона о здравственој заштити, која је условила прелазак око 90 хиљада лица са евиденције Националне службе за запошљавање на евиденцију Републичког завода за здравствено осигурање (видети текст бокс на стр. 45). У поређењу са стањем на крају јуна текуће године, број незапослених је мањи за 41 хиљаду, или 4,8%.

Број незапослених лица која први пут траже запослење, њих 395,8 хиљада, у септембру је смањен за 15,2% у односу на исти месец претходне године, али је учешће ових лица у укупном броју незапослених веома високо, износи 48,5%. Број незапослених који на посао чекају дуже од две године износио је у септембру 466,6 хиљада, што у односу на исти месец претходне године представља смањење за 3,3%.

Остали показатељи на тржишту рада, првенствено број заснованих радних односа, забележили су позитивна кретања. Наиме, у трећем тромесечју је засновано 177,7 хиљада радних односа, што представља међугодишњи раст од 12,1%. Међугодишња стопа раста запошљавања је у односу на стопу раста остварену у другом тромесечју била виша за 4,3 п.п. Са евиденције Националне службе за запошљавање запослило се 81,3 хиљаде лица (45,7%), а из радног односа 96,3 хиљаде (54,3%). У истом периоду, међугодишња стопа раста слободних радних места је смањена са 9,1%, колико је износила у другом тромесечју, на 3,7% у трећем. Међугодишња стопа раста престанка радних односа је такође била виша у односу на претходно тромесечје, износила је 16,9%.

Процењена стопа незапослености је смањена са 25,8%, колико је износила у јуну, на 24,9% у септембру.

Графикон III.6.4.



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

Графикон III.6.5.



Извор: Национална служба за запошљавање.

¹³ Републички завод за тржиште рада.

Зашто је забележен пад незапослености?

Примена Закона о здравственом осигурању и Закона о здравственој заштити од почетка 2007. године условила је пребацивање 90 хиљада лица са евиденције Националне службе за запошљавање на евиденцију Републичког завода за здравствено осигурање. Тиме су са евиденције Националне службе за запошљавање избрисана лица која не представљају радно активно становништво.

На основу Анкете о радној снази из октобра 2006. године, евидентирано је 693 хиљаде незапослених лица, док се у истом периоду на евиденцији Националне службе за запошљавање налазило 911 хиљада лица. Разлика од око 220 хиљада лица може се објаснити чињеницом да се на евиденцији Националне службе за запошљавање налазио велики број лица која су низ година радила на црно, будући да су једино на тај начин могла себи да обезбеде здравствену и социјалну заштиту. То је умногоме искривљивало стварну слику тржишта рада, јер је, нпр. према поменутој анкети, у исто време евидентирана стопа незапослености од 20,9%, док је званично регистрована стопа износила 27,8%. Применом Закона о запошљавању, услови за евидентирање незапослених лица у оквиру Националне службе за запошљавање се поштравају и, захваљујући томе, ствара се основа за реалније праћење кретања броја незапослених лица на тржишту рада.

7. Инфлациона очекивања

Након стабилизације у другом тромесечју, у августу је дошло до повећања инфлационих очекивања код свих сектора, као последица пољопривредног шока. Према септембарским резултатима анкете, инфлациона очекивања у финансијском сектору и код предузећа су се стабилизовала.

Према септембарским резултатима анкете агенције ТНС Медијум галуп, инфлациона очекивања у финансијском сектору и сектору предузећа су, након скока у августу, стабилизована. Очекивања синдиката и сектора становништва и даље расту.

После стабилизације инфлационих очекивања у другом тромесечју, у трећем тромесечју је дошло до раста очекивања у свим секторима који се посматрају. Скок цена пољопривредно-прехранбених производа, као и информације у медијима о поскупљењима, довели су до тога да очекивања у сектору становништва порасту на 16,4% на годишњем нивоу. Иако показују узлазну тенденцију, предвиђамо да ће инфлациона очекивања бити у паду до краја године. Очекивања свих сектора, осим финансијског, знатно су изнад остварене инфлације. Сектор становништва предњачи у нереално високим инфлационим очекивањима.

Према анкети Ројтерса из октобра, која је обухватила 13 банкарских дилера и једног економисту, просечна очекивања у погледу кретања девизног курса су и даље у паду. Процена је да би курс крајем године могао износити 77,98 RSD/EUR.

Банкарски дилери очекују да ће референтна каматна стопа крајем године износити у просеку 9,93%, што је нешто ниже у односу на резултате септембарске анкете (10,1%). Само један дилер очекује да ће она до краја године бити враћена на ниво од 9,5%.

Очекивања у погледу нивоа референтне каматне стопе у октобру и новембру

Већина банкарских дилера, њих 12 (од 13), очекује да ће Народна банка Србије у октобру задржати референтну каматну стопу на садашњем нивоу од 9,75%, док само један банкарски дилер очекује да ће она бити повећана на 10%. Под претпоставком да су банке своја очекивања већ уградиле у девизни курс, задржавање референтне стопе на 9,75% имало би неутралан утицај на курс.

Такође, у складу с актуелним очекивањима, пет (од 13) банкарских дилера очекује раст референтне каматне стопе у новембру.

Табела III.7.1.

Очекивања у погледу кретања инфлације у наредних 12 месеци

	2007.						
	Март	Апр.	Мај	Јун	Јул	Авг.	Септ.
Предузећа	12,7	10,0	10,0	8,7	8,7	10,0	10,0
Финансијски сектор	7,4	6,2	6,2	6,2	6,2	7,4	7,3
Синдикати	7,4	10,0	10,0	10,0	8,7	8,7	9,1
Становништво	12,7	22,4	14,0	14,0	12,7	12,7	16,4

Извор: Анкета (TNS Medium Gall)

Табела III.7.2.

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

	Референтна каматна стопа	RSD/EUR
Март 2007.	10,8	81,5
Јун 2007.	9,9	82,5
Септембар 2007.	10,1	79,1

¹⁾ Анкетом је обухваћено 13 банака.

Извор: Анкета (Reuters).

IV. Пројекција инфлације

Базна инфлација ће се крајем 2008. године кретати у распону 2,7–5,9%, док њена централна пројекција износи 4,3%. У току целе наредне године међугодишња базна инфлација највероватније неће излазити из граница циљаног распона (3–6%). Централна пројекција укупне инфлације за 2008. креће се око 6%. Са овом пројекцијом је конзистентно умерено ублажавање монетарне политике у наредном периоду, али оно би могло изостати у случају значајније фискалне експанзије.

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

Почетни услови и претпоставке пројекције

Базна инфлација је, и поред номиналне апресијације динара, у трећем тромесечју 2007. године више него удвостручена, као последица пољопривредног шока. Ефекат суше на базну инфлацију креће се око 1,2 п.п. (од 2,2%, колико износи тромесечни раст), а процењује се да би у четвртом тромесечју по том основу могло доћи до додатног ефекта од око 0,6 п.п. И поред тога, очекује се да ће базна инфлација у четвртом тромесечју забележити пад и да ће се у целој 2007. кретати око 4,5% (видети стр. 9), чиме би циљ за ову годину (4–8%) био испуњен.

Директни ефекти суше на инфлацију највероватније се неће пренети у наредну годину. Међутим, инерција у кретању цена и пораст инфлаторних очекивања услед пољопривредног шока, као пропратни ефекти, деловаће инфлаторно и у наредној години. Поред тога, инфлаторне притиске изазваће и најновији пораст светских цена нафте и очекивано повећање цена електричне енергије за 2008. годину (10–15%).

У супротном правцу деловаће девизни курс. Наиме, номинална апресијација динара из трећег и с почетка четвртог тромесечја текуће године је, поред пада увозних цена, узроковала даље отварање апресијацијског јаза реалног курса¹⁴, што ће имати знатне дезинфлаторне ефекте у наредној години. Поред та два фактора, значајан утицај на инфлацију може имати и фискална политика, чија се повећана експанзивност очекује крајем године, с тим што буџет за следећу годину и даље представља непознаницу.¹⁵

Нова пројекција базира се на претпоставкама умереног пада инфлације у ЕУ, минималног раста цене нафте, као и непроменљивости референтне каматне стопе ЕЦБ у току наредне године. Небазна инфлација (регулисане цене и цене пољопривредних производа) требало би да буде знатно нижа него у овој години, што је у складу с пројекцијама Министарства финансија. Иако буџет за наредну годину још увек није донет, наша очекивања су да би дефицит републичког буџета могао бити нешто нижи него у 2007. години.

¹⁴ О појму апресијацијског јаза писали смо у *Извештају о инфлацији – август 2007, стр. 15.*

¹⁵ Израђен је нацрт буџета, али његово усвајање тек следи.

Претпоставке пројекције

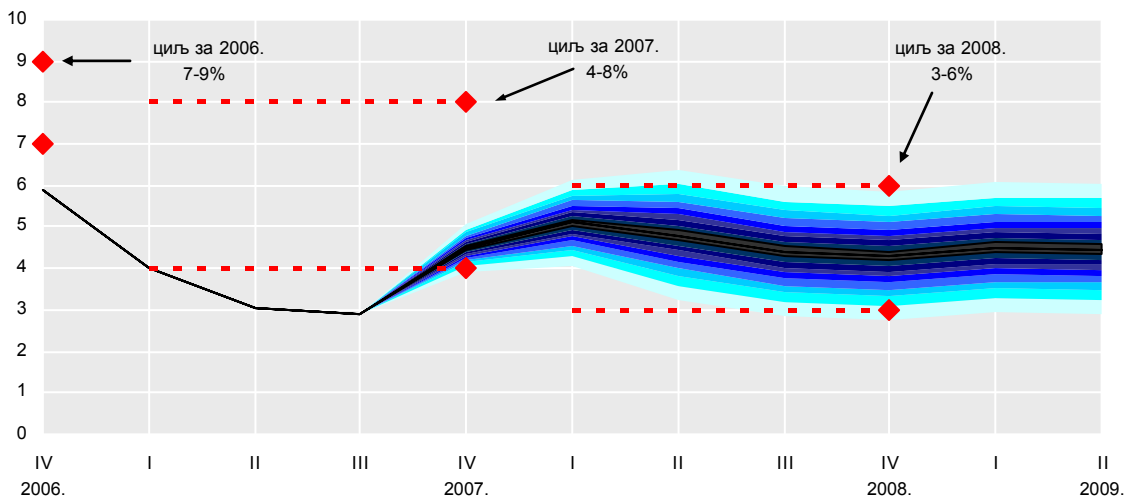
Екстерне	2007.	2008.
Инфлација у ЕУ	2,2%	1,9%
Каматна стопа у ЕУ на крају године	4%	4%
Цена уралске нафте по барелу на крају године (у USD)	85	87
Интерне		
Раст БДП-а	7%	6%
Небазна инфлација	13,4%	7,5%
Дефицит републичког буџета (учешће у БДП-у)	-2%	-1,5%

Мере монетарне политике већ сада се доносе искључиво имајући у виду остварење циља у наредној години, тим пре што ће циљ за базну инфлацију за 2007. годину, готово је извесно, бити остварен. Због тога у Извештају о инфлацији када је реч о пројекцији центар пажње усмеравамо на 2008. годину.

Пројекција базне инфлације

Базна инфлација ће се крајем 2008. године кретати у распону 2,7–5,9%, док централна пројекција износи око 4,3% (графикон IV.1.1.). У наредном периоду, базна инфлација ће исказивати пад (тро)месечних стопа, као последица дезинфлаторних ефеката пада увозних цена и апресијацијског јаза, као и пролазности ефеката пољопривредног шока. Пад инфлације би могао бити успорен услед најновијег пораста светских цена нафте и очекиваног поскупљења електричне енергије почетком наредне године. И поред пада тромесечних стопа, међугодишње стопе базне инфлације ће неко време наставити да расту и бити релативно високе у првој половини године, с обзиром на то да се ефекти шока, у овом случају пољопривредног, задржавају у међугодишњим стопама базне инфлације годину дана¹⁶. И поред тога, у току целе 2008. године међугодишње стопе базне инфлације кретаће се унутар граница циљаног распона (3–6%).

Графикон IV.1.1.

Пројектована базна инфлација
(међугодишње стопе, у %)

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

¹⁶ Међугодишње стопе показују пораст цена годину дана уназад.

Са овом пројекцијом конзистентно је умерено ублажавање монетарне политике у наредном периоду. Оно ће (највероватније) бити неопходно да би се обуздали високи дезинфлаторни притисци номиналне апресијације и апресијацијског јаза реалног курса. Знатније ублажавање није вероватно у блиској будућности због пораста инфлаторних очекивања и ризика од инфлаторних ефеката евентуалне фискалне експанзије крајем године. Уколико се оцени да би фискална експанзија могла имати значајније инфлаторне ефекте, ублажавање монетарне политике би могло изостати или би чак могло доћи до њеног заоштравања.

Пројекција небазне и укупне инфлације

Централна пројекција раста цена на мало за 2008. годину креће се око 6,0%. Та пројекција се заснива на централној пројекцији базне инфлације (4,3%) и на очекивањима у погледу кретања небазне инфлације у 2007. години, за коју процењујемо да ће се кретати око 7,5%.

Пројекција небазне инфлације базира се на очекиваном расту регулисаних цена (7,8%), у складу с пројекцијама Министарства финансија, и расту цена пољопривредних производа (4%), за који се претпоставља да ће бити знатно нижи него у 2007. години.

Ризици остварења пројекције

Највећи ризик остварења пројекције тренутно се тиче могуће прекомерне фискалне експанзије. Иако нова пројекција инфлације подразумева одређено повећање експанзивности фискалне политике крајем текуће године, постоји опасност да би са приближавањем локалних избора могло доћи до још веће експанзије фискалних расхода, посебно на локалном нивоу. То би утицало како на пројекцију базне инфлације, тако и, у још већој мери, на пројекцију карактера монетарне политике у правцу повећања њене рестриктивности.

Велики ризик тиче се и претпоставки одређених компонената небазне инфлације, пре свега цена нафтних деривата и пољопривредних производа. Најновији експлозивни раст светских цена нафте и ефекти августовске суше најбоља су илустрација колико су те цене подложне шоковима.

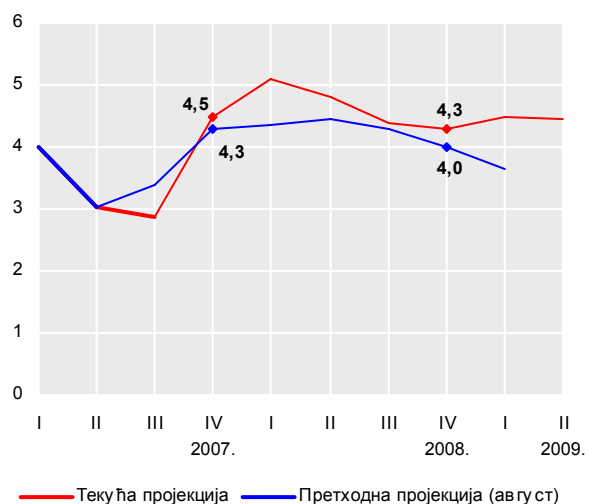
Такође, кретање девизног курса изложено је утицајима изненадног прилива или одлива капитала из иностранства, што може да доведе до одступања од пројекције инфлације и да промени карактер монетарне политике. Апресијацијски шок из септембра и октобра, на пример, утицао је на измену пројекције.

Поређење са августовском пројекцијом

У новој пројекцији у односу на пројекцију инфлације из прошлог Извештаја не постоје знатније разлике, осим што је кретање референтне каматне стопе конзистентно са новом пројекцијом кориговано наниже. У њој су краткорочни инфлаторни притисци по основу пољопривредног шока (инерција) и раста светских цена нафте израженији, па су стога и инфлаторни притисци у првој половини 2008. нешто јачи. Такође, у новој пројекцији је пораст инфлаторних очекивања, као последица раста инфлације у трећем тромесечју, изразитији. Ипак, будући да су његови ефекти надјачани дезинфлаторним ефектима апресијацијског јаза реалног курса, који је у новој пројекцији већи, нова пројекција базне инфлације се у другој половини 2008. приближава августовској пројекцији и крајем године износи 4,3% (наспрам 4% из претходног Извештаја).

Графикон IV 1.2.

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



Разлике су израженије када је у питању карактер монетарне политике који стоји иза те две пројекције. Док је са прошлом пројекцијом било конзистентно умерено заштравање монетарне политике (до кога је у августу и дошло), најновија пројекција подразумева њено умерено ублажавање. Разлог за то лежи, у највећој мери, у дезинфлаторним притисцима по основу апресијацијског јаза, који су у новој пројекцији знатно виши. Поред тога, пројекција референтне стопе ЕЦБ је ревидирана надоле, што такође, у мањој мери, утиче на нешто експанзивнији карактер монетарне политике.

Табела А

Индикатори екстерне позиције Србије

	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007. Јан.-септ.
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ ЛИКВИДНОСТИ (у %)							
Девизне резерве/увоз робе и услуга (у месецима)	3,1	4,5	5,3	4,5	5,9	9,6	8,4
Девизне резерве/краткорочни дуг	114,1	223,5	336,3	424,9	385,9	717,3	903,7
Девизне резерве/БДП	11,0	14,4	17,5	17,3	22,2	37,4	34,7
Отплата дуга/БДП	0,9	1,3	2,0	3,8	4,5	6,4	8,7
Отплата дуга/извоз робе и услуга	3,7	7,1	9,1	16,8	17,9	23,5	29,8
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)							
Спољни дуг/БДП	104,8	70,9	66,7	57,5	58,7	61,7	59,7
Краткорочни дуг/БДП	9,7	6,4	5,2	4,1	5,7	5,2	3,8
Спољни дуг/извоз робе и услуга	456,9	379,2	343,0	253,6	234,2	228,1	211,0
ИНДИКАТОРИ ИЗЛОЖЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКОМ РИЗИКУ (у %)							
Девизне резерве/М1	135,9	143,3	195,3	221,0	291,1	356,5	362,3
Девизне резерве/примарни новац	136,3	132,0	168,0	166,2	170,3	177,8	185,7
СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ)/БДП							
	65,3	56,9	59,1	68,6	70,2	73,9	78,7
КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ							
			Новембар	Јул	Фебруар	Јун	
			Standard & Poor's: B+	Standard & Poor's и Fitch: BB-	Standard & Poor's: BB- /позитиван; Fitch: BB- /стабилан	Standard & Poor's и Fitch: BB-/стабилан	
МЕМОРАНДУМ:							
	(у милионима долара)						
БДП	10.619	15.840	20.340	24.509	26.355	31.760	28.954
Спољни дуг	11.125	11.230	13.575	14.099	15.467	19.606	23.173
Сервисирање спољног дуга	91	211	397	935	1.183	2.021	2.519
Девизне резерве централне банке	1.169	2.280	3.550	4.245	5.843	11.888	13.466
Краткорочни дуг	1.026	1.020	1.056	999	1.514	1.657	1.490
Биланс текућих трансакција	-285	-1.247	-1.420	-2.869	-2.224	-3.656	-4.398

Методолошка објашњења:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Напомене:

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

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

3. Отплата спољног дуга не укључује превремену отплату дуга.

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

Табела Б

Основни макроекономски индикатори

	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007. Јан.-септ.
Реални раст БДП-а (у %)	4,8	4,2	2,5	8,4	6,2	5,7	6,1 ¹⁾
Цене на мало (у %, у односу на исти месец претходне године)	40,7	14,8	7,8	13,7	17,7	6,6	7,4
Базна инфлација (у %, у односу на исти месец претходне године)	20,5	4,4	6,1	11,0	14,5	5,9	3,3
Девизне резерве НБС (у млн USD)	1.169,1	2.280,1	3.550,1	4.244,5	5.842,8	11.887,5	13.465,7
Извоз (у млн USD) ²⁾	2.435	2.961	4.358	5.559	6.606	8.593	8.445
- стопа раста у %, у односу на претходну годину	17,9	21,6	47,2	27,6	18,8	30,1	39,4
Увоз (у млн USD) ²⁾	-4.499	-6.059	-8.177	-11.853	-11.902	-14.885	14.348
- стопа раста у %, у односу на претходну годину	28,3	34,7	35,0	45,0	0,4	25,1	37,2
Текући рачун платног биланса (у млн USD)	-285	-1.247	-1.420	-2.869	-2.224	-3.656	-4.398
у % БДП-а	-2,7	-7,9	-7,0	-11,7	-8,4	-11,5	-15,2
Незапосленост, званични подаци (у %) ³⁾	21,8	24,5	26,1	23,9	25,3	25,9	24,9
Незапосленост по Анкети (у %) ⁴⁾	12,2	13,3	14,6	18,5	20,8	20,9	/
Зараде (просечне за период, у EUR)	89,9	151,7	176,7	194,4	210,4	260	334
Републички буџетски дефицит/суфицит (у % БДП-а)	-0,2	-4,3	-1,4	-0,1	1,5	1,4	3,7 ⁶⁾
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а)							
- Методологија Министарства финансија	0,0	-1,9	-2,0	0,9	1,2	-1,0	0,9
- Методологија ММФ-а	-0,5	-2,8	-2,6	0,6	0,7	-1,4	0,3
Јавни дуг Републике Србије (спољни + унутрашњи, у % БДП-а) ⁵⁾	106,5	73,7	67,9	53,7	46,2	38,8	32,3 ⁶⁾
Курс динара према USD (просек, у периоду)	66,68	64,46	57,56	58,39	66,70	67,10	59,81
Курс динара према USD (крај периода)	67,67	58,98	54,64	57,94	72,22	59,98	55,68
Курс динара према EUR (просек, у периоду)	59,78	60,68	65,05	72,57	82,92	84,16	80,37
Курс динара према EUR (крај периода)	59,71	61,52	68,31	78,89	85,50	79,00	78,86
<i>Меморандум</i>							
БДП (у млн USD)	10.619	15.840	20.340	24.509	26.355	31.760	28.954 ¹⁾

¹⁾ Процена Народне банке Србије.²⁾ Размена са Црном Гором регистрована је према припадајућим трансакцијама од 2003. године.³⁾ Извор: Републички завод за статистику; од 2004. стопа незапослености се рачуна на бази броја незапослених лица, а до 2003. на бази броја лица која траже запослење.⁴⁾ Извор: Анкета о радној снази, Републички завод за статистику.⁵⁾ Извор: Билтен Министарства финансија Републике Србије.⁶⁾ Стање на крају августа.

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

Хронолошки преглед промена обавезне резерве банака и пруденцијалних мера за ограничење кредитног раста, који је, као додатак, био саставни део Извештаја о инфлацији, убудуће можете наћи се на веб-сајту НБС (www.nbs.yu/izvestaj_inflacija). Од овог Извештаја о инфлацији додатак ће садржати само мере које су донете у претходном тромесечју.

Промене обавезне резерве банака

Ред. бр.	Правни основ	Основа	Стопа	Плаћање кам. на средства издвојене о. р.	Први обрачун	Очекивани ефекат мера
1.	“Сл. гласник” бр. 93/07 12.10.2007.	Динарска – непромењена	На динрске депозите орочене преко једног месеца смањена са 10% на 5%	Плаћа се Не плаћа се	10. 11. 2007.	Ослобађање 5 млрд динара
		Девизна – не обрачунава се на орочене штедне улоге грађана положене у периоду од 31. октобра до 7. новембра 2007. године, до истека периода орочавања тих штедних улога.	Непромењена			

Пруденцијалне мере за ограничење кредитног раста

Ред. бр.	Правни основ	О с н о в а	О п и с	Претходно стање
1.	Одлука “Сл. гласник” бр. 77/07 17.08.2007 Упутство “Сл. гласник” бр. 79/07 28.08.2007	Одлука о усклађивању стања бруто пласмана одобрених становништву са основним капиталом банака Упутство за спровођење Одлуке о усклађивању стања бруто пласмана одобрених становништву са основним капиталом банака	Овом изменом прописано је да се у бруто пласмане одобрене становништву укључују субвенционирани кредити (кредити за стамбену изградњу које је својим програмом подржала Влада РС). Банке су дужне да стање бруто пласмана одобрених становништву ускладе са својим основним капиталом тако да стање тих пласмана на крају сваког календарског месеца буде мање или једнако 150% вредности основног капитала, почев од стања пласмана и капитала на дан 31.децембра 2007. Банке не могу одобравати готовинске кредите с роком отплате дужим од 24 месеца.	Закључно са 30. новембром 2007. године, банке су дужне да стање бруто пласмана одобрених становништву ускладе са основним капиталом тако да стање тих пласмана на крају сваког календарског месеца буде мање или једнако 200% вредности основног капитала.

Списак табела и графикана

Табеле

I.0.1.	Основни макроекономски индикатори	3
II.0.1.	Показатељи раста цена	5
II.0.2.	Раст цена на мало по компонентама	6
II.0.3.	Допринос стопи раста цена на мало	6
II.0.4.	Најзначајније очекиване промене регулисаних цена у четвртном тромесечју 2007.	9
III.1.1.	Структура промета на МДТ-у	22
III.3.1.	Платни биланс Републике Србије	26
III.3.2.	Робна размена по економској намени	27
III.3.3.	Доприноси стопи раста девизних резерви НБС	29
III.3.4.	Нето девизне трансакције НБС са монетарним ефектом	29
III.4.1.	Допринос делова активе стопи раста примарног новца	31
III.4.2.	Допринос делова активе стопи раста МЗ	31
III.4.3.	Структура монетарних агрегата	31
III.5.1.	Фискални резултат	39
III.5.2.	Консолидовани јавни расходи	39
III.5.3.	Индикатори кретања инвестиција	40
III.7.1.	Очекивања у погледу кретања инфлације у наредних 12 месеци	45
III.7.2.	Очекивања банкарског сектора у погледу кретања референтне каматне стопе и девизног курса за крај 2007.	45
A)	Индикатори екстерне позиције Србије 2001 – септембар 2007.	50
B)	Основни макроекономски индикатори 2001 – септембар 2007.	51

Графикони

II.0.1.	Кретање цена (тримесечни раст)	5
II.0.2.	Кретање цена (међугодишњи раст)	5
II.0.3.	Допринос стопи раста цена на мало	6
III.0.1.	Реална каматна стопа на репо операције и њен тренд	11
III.0.2.	Реални девизни курс и његов тренд	11
III.0.3.	Индекс монетарних услова	12
III.1.1.	Просечна пондерисана каматна стопа на репо операције	16
III.1.2.	Кретање каматних стопа	16
III.1.3.	Крива приноса на међубанкарском тржишту новца	17
III.1.4.	Референтна каматна стопа НБС и каматне стопе пословних банака	17
III.1.5.	Кретање каматних стопа на тржишту новца ЕУ и Србије	18
III.1.6.	Кретање репо стопа ЕЦБ и ФЕД-а	18
III.1.7.	Пондерисане каматне стопе на хартије од вредности	18
III.1.8.	BELEX 15 индекс	19
III.1.9.	BELEXline индекс	20
III.1.10.	Belex 15, Stobex и NTX индекси	20
III.1.11.	Кретање приноса на обвезнице старе девизне штедње РС	20

III.1.12. Кретање курса динара према евр	21
III.1.13. Дневне промене курса динара према евр	21
III.1.14. Номинални курс динара	21
III.1.15. Показатељ премије ризика – ЕМБИ	22
III.2.1. Базна и увозна инфлација	23
III.2.2. Кретање цена нафте	23
III.3.1. Извоз и увоз робе	26
III.3.2. Покриће дефицита биланса робе, услуга и камата текућим трансферима	27
III.3.3. Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала	27
III.3.4. Структура прилива капитала	28
III.3.5. Средњорочни и дугорочни кредити из иностранства	28
III.3.6. Покривеност увоза девизним резервама	28
III.4.1. Креирање примарног новца	30
III.4.2. Примарни новац	30
III.4.3. Кретање монетарних агрегата дефлационираних ценама на мало	32
III.4.4. Кретање монетарних агрегата	32
III.4.5. Извори раста пласмана банака	32
III.4.6. Међугодишњи раст кредита привреди и становништву	33
III.4.7. Секторски распоред кредита банака	33
III.5.1. Доприноси тромесечном расту БДП-а	35
III.5.2. Кретање бруто домаћег производа – процене по тромесечјима	35
III.5.3. Раст индикатора економске активности (десезониране тромесечне стопе раста на годишњем нивоу)	36
III.5.4. Раст индикатора економске активности (међугодишње стопе)	36
III.5.5. Кретање тражње становништва и БДП-а	37
III.5.6. Јавни приходи и расходи (методологија ММФ-а)	38
III.5.7. Структура јавних расхода	38
III.5.8. Раст увоза капиталних добара	40
III.6.1. Кретање просечних нето зарада	41
III.6.2. Кретање просечних нето зарада у јавном сектору	41
III.6.3. Кретање продуктивности, бруто реалних плата и јединичних трошкова рада у индустрији	42
III.6.4. Незапосленост	43
III.6.5. Запошљавање	43
IV.1.1. Пројектована базна инфлација	47
IV.1.2. Поређење текуће са претходном пројекцијом базне инфлације	48

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

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

Датум	Референтна каматна стопа (на годишњем нивоу, у %)	Промена (у базним поенима)
--------------	--	---------------------------------------

Одржане седнице Монетарног одбора

10. јануар 2007.	14,00	0
29. јануар 2007.	13,00	-100
9. фебруар 2007.	13,00	0
28. фебруар 2007.	11,50	-150
13. март 2007.	11,50	0
28. март 2007.	10,50	-100
18. април 2007.	10,50	0
27. април 2007.	10,00	-50
15. мај 2007.	10,00	0
29. мај 2007.	9,50	-50
11. јун 2007.	9,50	0
28. јун 2007.	9,50	0
12. јул 2007.	9,50	0
27. јул 2007.	9,50	0
15. август 2007.	9,50	0
28. август 2007.	9,75	+25
11. септембар 2007.	9,75	0
1. октобар 2007.	9,75	0
10. октобар 2007.	9,75	0
29. октобар 2007.	9,50	-25

Планиране седнице Монетарног одбора

12. новембар 2007.
28. новембар 2007.
10. децембар 2007.
28. децембар 2007.

Саопштења са седница Монетарног одбора Народне банке Србије

Саопштење са седнице Монетарног одбора, 28. 8. 2007.

Монетарни одбор Народне банке Србије је на данашњој седници одлучио да референтну каматну стопу повећа за 0,25 процентних поена, на ниво од 9,75 одсто. У прилог таквој одлуци ишли су следећи аргументи:

- базна инфлација ће у августу на годишњем нивоу износити око 3 одсто, са великом вероватноћом да ће се њен раст наставити и у септембру;
- присутна тенденција повећаних инфлаторних очекивања;
- наставак раста административних цена, под ингеренцијом државе;
- високи текући расходи државе, посебно раст зарада, који не иду у прилог смањивању инфлације.

Монетарни одбор је такође упозорио да се у наредном периоду очекују знатни инфлаторни притисци, који ће налагати умерено повећање рестриктивности монетарне политике, како би се, уз остваривање овогодишње, могла реализовати пројекција базне инфлације и за наредну годину у утврђеном распону од 3 до 6 одсто.

Образложење одлуке о повећању референтне каматне стопе, на данашњој конференцији за штампу, дао је гувернер Народне банке Србије Радован Јелашић. Наредна седница Монетарног одбора, према утврђеном календару, треба да се одржи 10. септембра.

Саопштење са седнице Монетарног одбора, 11. 9. 2007.

Монетарни одбор Народне банке Србије је на данашњој седници разматрао актуелна економска кретања одлучио да референтна каматна стопа остане на нивоу од 9,75 одсто.

Наредна седница Монетарног одбора одржаће се 28. септембра.

Саопштење са седнице Монетарног одбора, 1. 10. 2007.

Разматрајући актуелна привредна кретања, Монетарни одбор Народне банке Србије је на данашњој седници одлучио да референтну каматну стопу задржи на нивоу од 9,75 одсто.

Монетарни одбор је оценио да се и поред шокова, попут повећања светске цене нафте и покупуљења пољопривредних и индустријских прехранбених производа, базна инфлација и даље налази у оквиру пројектованог распона за ову годину, између 4 и 8 одсто. Такође је констатовао да садашњи степен рестриктивности монетарне политике обезбеђује да базна инфлација у 2008. години буде у планираном оквиру од 3 до 6 одсто.

Према унапред утврђеном календару, наредна седница Монетарног одбора треба да се одржи 10. октобра.

Саопштење са седнице Монетарног одбора, 10. 10. 2007.

Монетарни одбор Народне банке Србије је на данашњој седници размотрио текућа економска кретања и донео одлуку да референтна каматна стопа остане непромењена, на нивоу од 9,75 одсто.

Настављајући да подржава Светски дан штедње, 31. октобар, а с циљем даљег подстицања штедње грађана, Монетарни одбор је усвојио измене и допуне Одлуке о обавезној резерви банака код Народне банке Србије. У складу с тим изменама, банке неће обрачунавати девизну обавезну резерву на износ орочених девизних штедних улога грађана положених у недељи обележавања Светског дана штедње 2007. године, и то до истека периода орочавања тих штедних улога. Уз то, изменама поменуте одлуке Народна банка жели да посебно подстиче повећање динарске

шtedње и банке стимулише да се више ангажују на њеном прикупљању. До сада су банке динарски обавезну резерву обрачунавале по стопи од 10% на све динарске обавезе, осим индексираних депозита и обавеза по основу депозита и кредита примљених из иностранства, на које се примењује стопа од 45%. Убудуће, на обавезе банака по основу динарских депозита орочених преко једног месеца примењиваће се упола нижа стопа обавезне резерве, од 5%. Овом мером, која, дакле, није орочена само на недељу шtedње, Народна банка потврђује да јој је афирмација домаће валуте, стимулисање прикупљања орочених депозита и повећање динарске шtedње дугорочни и трајни циљ.

Први обрачун обавезне резерве по измењеним одредбама поменуте одлуке банке ће извршити 10. новембра, према стању октобарске динарске, односно девизне основице.

Саопштење са седнице Монетарног одбора, 29. 10. 2007.

Разматрајући актуелна економска кретања, Монетарни одбор Народне банке Србије је на данашњој седници одлучио да референтну каматну стопу смањи за 0,25 процентних поена, на ниво од 9,50 одсто.

Ова одлука Монетарног одбора заснована је на чињеници да су у октобру инфлаторни притисци у извесној мери смањени. Слична кретања очекују се и у наредном периоду, с обзиром на то да се у периоду август–октобар највећи део једнократних ефеката суше већ испољио, у првом реду у виду раста цена пољопривредних и прехранбених производа. Поред тога, опрезно смањење референтне каматне стопе дозвољава и постојећи ниво девизног курса, имајући у виду степен апресијације и утицај курса на даље кретање цена.

Монетарни одбор ће пажљиво пратити економска кретања и у зависности од тога да ли ће се и у новембру наставити тренд смањења инфлаторних притисака утврдиће степен рестриктивности монетарне политике.

Монетарни одбор је оценио да је смањење референтне каматне стопе у складу с циљем да базна инфлација у 2008. години буде у планираном распону од 3 до 6 процената.

О одлукама Монетарног одбора говориће гувернер Народне банке Србије Радован Јелашић на данашњој конференцији за штампу.