

НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

**ИЗВЕШТАЈ
О ИНФЛАЦИЈИ
Фебруар 2008.**

Београд, фебруар 2008.

Уводна напомена

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

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

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

Пристап 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.

Фебруарски Извештај о инфлацији размотрен је и усвојен на седници Монетарног одбора 18. фебруара 2008. 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
Индекс потрошачких цена.....	8
Очекивано кретање инфлације у првом тромесечју 2008. године.....	9
Текст бокс: Агфлација - раст цена хране.....	10
III. Детерминанте инфлације.....	11
1. Монетарни услови.....	11
Каматне стопе.....	13
Београдска берза.....	16
Текст бокс: Улога каматне стопе у трансмисионом механизму.....	17
Девизни курс.....	20
Текст бокс: Да ли су депресијацијски притисци у новембру и децембру последица глобалних финансијских кретања?.....	22
Текст бокс: Кредитна криза се шири на исток Европе.....	24
2. Увозне цене.....	25
Текст бокс: Очекивана кретања на светском тржишту нафте у 2008. години.....	27
3. Платнобилансна кретања.....	28
4. Монетарна кретања.....	32
Монетарни агрегати.....	32
Пласмани банака.....	34
5. Кретање понуде и тражње.....	36
Понуда и извори раста.....	36
Индикатори потрошње становништва.....	38
Јавна потрошња.....	39
Индикатори инвестиционе потрошње.....	41
6. Кретања на тржишту рада.....	43
Зараде.....	43
Запосленост.....	45
7. Инфлациона очекивања.....	46
IV. Пројекција инфлације.....	47
Додатак 1. Програм монетарне политике Народне банке Србије у 2008. години.....	52
Додатак 2. Промене обавезне резерве банака и пруденцијалне мере за ограничење кредитног раста.....	53
Списак табела и графикана.....	55
Седнице Монетарног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе у 2007. и 2008. години.....	57
Саопштења са седница Монетарног одбора Народне банке Србије.....	58

I. Резиме

Народна банка је остварила свој циљ за 2007. годину – базна инфлација је на крају године износила 5,4% и нашла се у границама циљаног распона (4–8%). Ипак, у другој половини године, као последица пољопривредног и енергентског шока, она је убрзана и у 2008. улазимо с високим инфлаторним притисцима.

Пољопривредни шок, уз раст цена нафте на светском тржишту, надјачао је дезинфлаторне ефекте номиналне и реалне апresiasi динара и утицао да се базна инфлација у четвртом тромесечју задржи на нивоу из претходног (2,2%). Ефекти пољопривредног шока су се показали јачим и дуготрајнијим него што смо првобитно претпостављали, преносећи се преко инфлаторних очекивања на остале цене. Монетарна политика није реаговала на иницијални шок који се десио у трећем тромесечју, али јесте на пораст инфлаторних очекивања као последицу тог шока.

Економска активност је забележила успоравање, које је било најочљивије у сектору пољопривреде и индустрије. Рестриктивнији карактер монетарне политике није пресудно утицао на успоравање економске активности. Упоредо са економском активношћу успоравање су забележиле и реалне зараде, али у мањој мери, нарочито уколико се има у виду успоравање раста продуктивности.

У структури употребе БДП-а, повећано је учешће јавне потрошње, као и државних и приватних инвестиција, на рачун личне потрошње. Раст јавне потрошње, поред јесењег ремонта US-Steel-а и одлуке о привременој забрани извоза житарица, утицао је на продубљивање спољнотрговинске неравнотеже.

Кретање базне инфлације у првом тромесечју 2008. биће одређено високим инфлаторним очекивањима, фискалном експанзијом, растом светске инфлације, растом цена енергената и акцизних производа, као и јачим осцилацијама курса и актуелном номиналном депresiasi (кроз повећање увозних цена). С друге стране, очекује се исцрпљивање ефеката пољопривредног

Табела I.0.1.

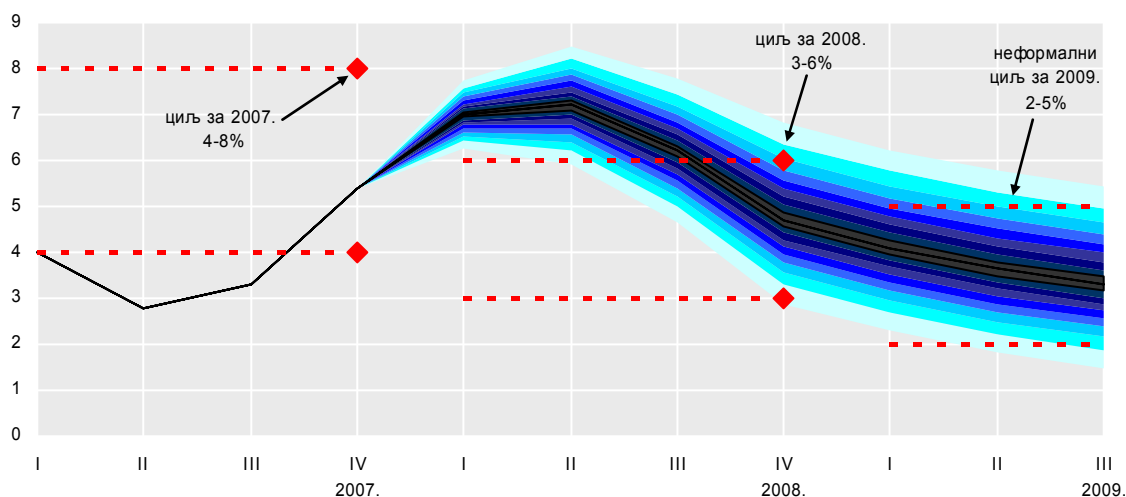
Основни макроекономски индикатори

	2006.		2007.		
	Дец.	Март	Јун	Септ.	Дец.
Цене на мало (међугодишњи раст, у %)	6,6	5,6	5,1	7,4	10,1
Базна инфлација (међугодишњи раст, у %)	5,9	4,0	2,8	3,3	5,4
Belibor (90 дана, месечни просек на годишњем нивоу)	16,5	12,3	10,1	10,3	10,3
МЗ (међугодишњи раст, у %)	38,9	41,2	38,4	40,1	44,1
БДП (међугодишњи раст) ¹⁾	4,8	8,1	7,5	7,2	6,2
Консолидовани фискални резултат (% БДП-а) ¹⁾					
Методологија Министарства финансија	-7,5	2,2	2,8	-2,1	-6,8
Методологија ММФ-а	-7,2	0,4	2,8	-2,2	-7,4
Салдо робе и услуга (% БДП-а) ¹⁾	-19,4	-21,2	-20,0	-18,3	-22,7

¹⁾ Тромесечни подаци.

Пројектована базна инфлација

(међугодишње стопе, у %)



шока, па ће базна инфлација у првом тромесечју 2008. бити нешто нижа у поређењу с трећим и четвртим тромесечјем. Међутим, међугодишња базна инфлација ће на крају првог тромесечја износити око 7% и кретаће се изнад горње границе циљаног распона (3–6%).

Централна пројекција базне инфлације у 2008. износи 4,7%, а распон пројекције 2,9–6,8%. Очекује се да ће базна инфлација у наредном периоду исказати тромесечни пад, али ће се међугодишње стопе кретати изнад горње границе циљаног распона. Тек пред крај године очекујемо враћање међугодишње инфлације у циљани распон (3–6%). Централна пројекција укупне инфлације за 2008. годину креће се око 6,1%.

Највећи ризик за остварење пројекције представља могућа прекомерна фискална експанзија, ефекти политичке нестабилности, као и претпоставке које се тичу цена нафте на светском тржишту и цена пољопривредних производа.

Да је у наредном периоду заштравање монетарне политике неопходно указују, неспорно, бројни инфлаторни фактори, као и пројекција инфлације.

II. Кретање инфлације

Циљ за 2007. годину је остварен – базна инфлација је на крају године износила 5,4%. Међутим, у четвртом тромесечју је остварен њен висок раст (2,2%), углавном због повећања цена индустријско–прехрамбених производа. Предвиђамо да ће на крају првог тромесечја 2008. њен међугодишњи раст износити око 7,0%. Међугодишњи раст цена на мало на крају 2007. достигао је 10,1% и биће настављен у првој половини 2008. године (на крају првог тромесечја кретаће се у распону 10,8–11,2%).

Иако је циљ Народне банке за 2007. остварен, крај године су обележиле забрињавајуће високе месечне стопе инфлације.

Висок раст цена у четвртом тромесечју био је у великој мери резултат убрзаног раста цена пољопривредних и индустријско–прехрамбених производа, проузрокованог смањењем рода пољопривредних култура и повећањем тражње на светским тржиштима (видети текст бокс на стр. 10). Поред тога, и раст цена сирове нафте на светским тржиштима стварао је значајне инфлаторне притиске.

Базна инфлација је у четвртом тромесечју, као и у претходном, забележила пораст од 2,2%. Основни узрок њеног пораста је повећање цена индустријско–прехрамбених производа (с доприносом од 1,4 п.п.). Иако је тај ефекат био слабији у поређењу с трећим тромесечјем (1,7 п.п.), знатно је превазишао наша очекивања. Ефекат пољопривредног шока на базну инфлацију у другој половини године је износио око 2,0 п.п. Тај фактор, уз пораст светских цена нафте, био је јачи од дезинфлаторних ефеката номиналне апресијације динара и повећања апресијацијског јаза реалног курса у другој половини године. Међугодишња базна инфлација достигла је 5,4%, што је, као и у случају укупне инфлације, изнад наших очекивања изнетих у претходном Извештају о инфлацији (око 4,5%).

Табела II.0.1.

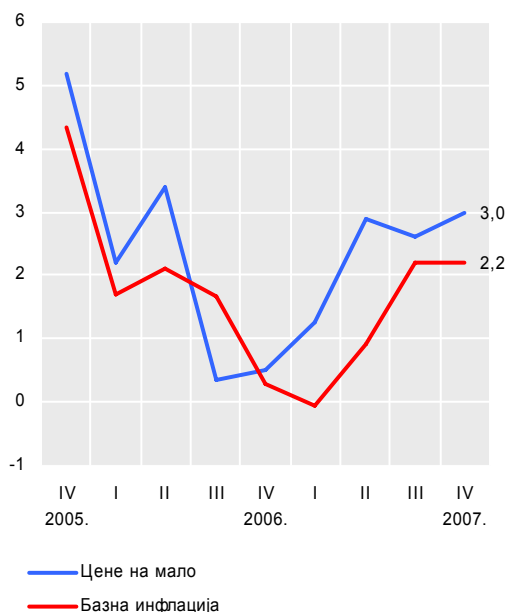
Показатељи раста цена
(стопе раста у %)

	III 2007. III 2006.	VI 2007. VI 2006.	IX 2007. IX 2006.	XII 2007. XII 2006.
Цене на мало	5,6	5,1	7,4	10,1
Базна инфлација	4,0	2,8	3,3	5,4
Потрошачке цене	4,1	4,0	8,0	11,0
Трошкови живота	4,2	3,5	8,9	11,9
Цене робе	3,7	3,0	9,4	13,0
Цене услуга	7,0	6,1	5,5	5,2
Цене произвођача у индустрији	5,1	4,9	6,1	9,8
Цене произвођача пољопривредних произ.	3,4	4,8	20,6	30,2 ¹⁾

Графикон II.0.1.

Кретање цена

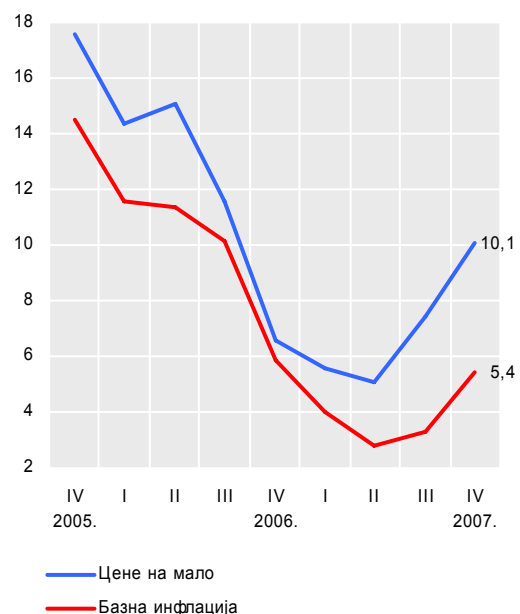
(тримесечни раст, у %)



Графикон II.0.2.

Кретање цена

(међугодишњи раст, у %)

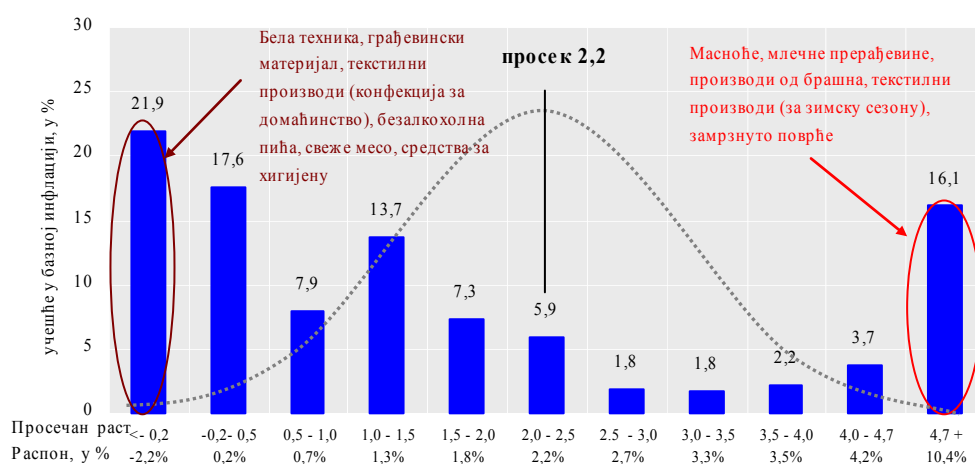


Посматрано на месечном нивоу, базна инфлација је највиши раст имала у децембру (0,9%). Непрехрамбена базна инфлација¹ је у четвртном тромесечју исказала раст и износила је 1,2% (наспрам 0,8% у трећем). Та чињеница одражава инфлаторне тенденције у кретању цена осталих производа обухваћених базном инфлацијом (између осталог и због преношења ефеката пораста цена хране на непрехрамбене производе, преко инфлаторних очекивања).

Знатно одступање распореда промена цена у оквиру базне инфлације од нормалног распореда присутно је и у четвртном тромесечју, мада у мањој мери него у трећем. Одступање је резултат и даље снажних ефеката пољопривредног шока, као и номиналне апресијације динара.

Графикон II.0.3.

Распоред промена цена у оквиру базне инфлације у четвртном тромесечју 2007.



Мањи део цена, пре свега хране, подстиче базну инфлацију навише. Тако је у посматраном периоду 16,1% производа у просеку забележило поскупљење од 11,8% (с доприносом базној инфлацији од 1,9 п.п.), док је осталих 83,9% производа у просеку забележило пораст цена од само 0,4%.

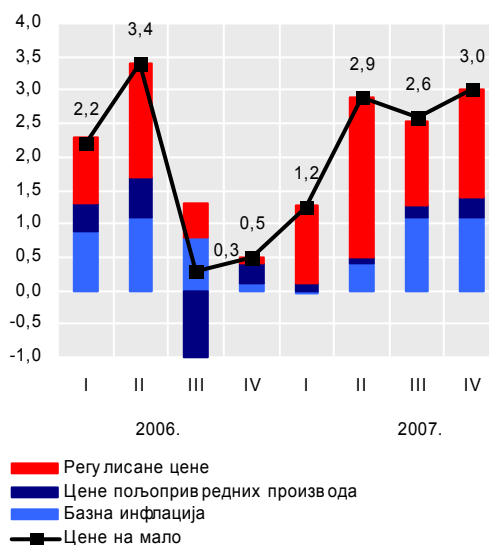
За разлику од прва два тромесечја 2007, када је доминантан фактор кретања укупне инфлације било повећање регулисаних цена, у трећем и четвртном тромесечју су инфлаторно деловале све три компоненте ценовог раста. У четвртном тромесечју цене регулисаних производа су оствариле међугодишњи раст од 14,3%, цене које се формирају слободно – базна инфлација 5,4% и цене пољопривредних производа 23,7%.

Међугодишњи раст цена на мало на крају четвртог тромесечја износио је 10,1%, што је знатно изнад наших очекивања изнетих у претходном Извештају о инфлацији (око 8,9%). На одступање је утицао неочекивано висок раст цена индустријско-прехрамбених производа (уља, свежег меса, месних и млечних прерађевина).

Тромесечни раст цена на мало је износио 3,0% и био је одређен како кретањем регулисаних цена (допринос 1,6 п.п.), тако и кретањем цена које се тржишно

Графикон II.0.4.

Допринос стопи раста цена на мало (у процентним поенима)



¹ Базна инфлација из које су искључене цене прехрамбених производа (око једне трећине корпе производа који улазе у обрачун базне инфлације).

формирају (допринос 1,1 п.п.). Процењујемо да се око половине укупног ценовног раста, као и у трећем тромесечју, може приписати ефектима пољопривредног шока. У оквиру регулисаних цена, расту цена на мало су допринели и нафтни деривати (0,6 п.п.), цигарете (0,3 п.п.), као и основни прехранбени производи (хлеб и брашно и млеко, са по 0,2 п.п.).

Табела II.0.2.

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

	2007.			
	I	II	III	IV
Цене на мало	1,2	2,9	2,6	3,0
Базна инфлација	-0,1	0,9	2,2	2,2
Цене пољопривредних производа	2,9	3,0	6,6	9,4
Регулисане цене	2,6	5,1	2,7	3,3
Електрична енергија	0,0	15,0	0,0	0,0
Нафтни деривати	-1,3	7,2	3,5	7,1
Комунално-стамбене услуге	7,7	0,7	0,9	0,6
Услуге друштвене заштите	0,6	13,9	9,4	0,8
Саобраћајне услуге (регулисане)	0,0	0,7	4,5	0,0
ПТТ услуге	1,2	-0,1	-1,7	0,0
Хлеб и брашно	1,7	0,1	17,9	9,7
Млеко	3,2	0,8	12,2	20,1
Цигарете	11,8	5,6	0,4	7,9
Лекови	0,3	3,9	1,6	0,5
Остало	2,4	0,7	0,6	0,9

Табела II.0.3.

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

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

Индекс потрошачких цена

Уколико се као мера инфлације уместо индекса цена на мало користи индекс потрошачких цена, укупна и базна инфлација су у четвртном тромесечју 2007. имале виши ниво: 11,0% и 6,2%, респективно.

На потрошачке цене су у четвртном тромесечју инфлаторно деловале све три компоненте ценовног раста: цене регулисаних производа (14,6% међугодишњи раст у децембру), цене које се формирају слободно (6,2%) и цене пољопривредних производа (36,0%).

Раст потрошачких цена у овом периоду (3,2%) био је нижи у поређењу с претходним тромесечјем (3,8%) и углавном је био одређен кретањем регулисаних цена (допринос 1,3 п.п.). Цене које се формирају слободно такође су имале знатан допринос (1,0 п.п.), а допринос пољопривредних производа укупном ценовном расту је износио 0,8 п.п. Процењујемо да се око половине укупног ценовног раста, као и у трећем тромесечју, може приписати пољопривредном шоку.

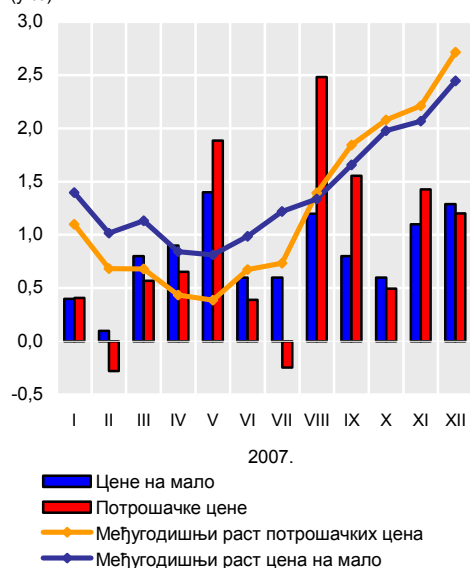
Базна инфлација мерена индексом потрошачких цена остварила је раст од 1,8%², што је знатно ниже у поређењу с растом у трећем тромесечју (3,8%). На то су утицали исти фактори као и на раст базне инфлације мерено ценама на мало. Ако се искључе најважнији прехранбени производи (месо, месне и млечне прерађевине, уље и пецива), повећање базне инфлације је износило 1,6% (наспрам 0,8% у трећем). То говори да је дошло до делимичног преношења ефеката пораста цена хране на непрехрамбене производе.

Укупан раст потрошачких цена у 2007. години био је доминантно одређен кретањем регулисаних цена (допринос 5,2 п.п.). Цене које се формирају слободно и цене пољопривредних производа том расту су допринеле са 3,6 п.п., односно 2,2 п.п.

Графикон II.0.5.

Кретање укупне инфлације

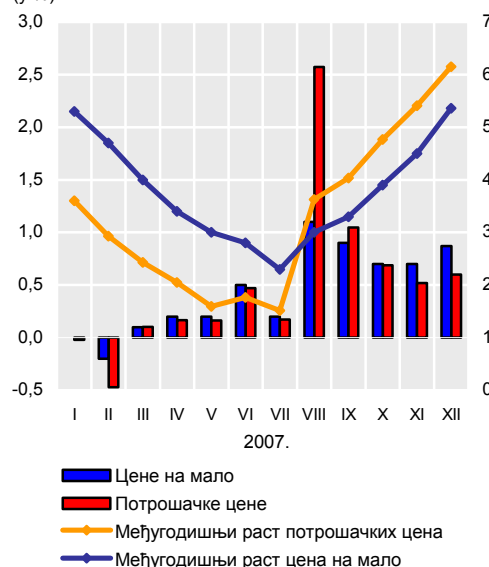
(у %)



Графикон II.0.6.

Кретање базне инфлације

(у %)



² По месецима: октобар 0,7, новембар 0,5, децембар 0,6.

Очекивано кретање инфлације у првом тромесечју 2008. године

Иако је циљ за базну инфлацију у прошлој години остварен, у другој половини године она је убрзана, тако да ће се на међугодишњем нивоу у првом тромесечју кретати изнад горње границе циљаног распона за 2008.

Према нашим проценама, базна и укупна инфлација у првом тромесечју 2008. биће доминантно под утицајем кретања цена енергената и ефекта инерције у кретању цена, због остварених високих стопа у претходном периоду.

Код регулисаних цена, у првом тромесечју очекујемо знатна поскупљења енергената. Цене нафтних деривата порашће за око 5,0%, услед раста цена сирове нафте на светском тржишту, као и по основу годишњег усклађивања акциза с кретањем цена на мало (укупан допринос 0,8 п.п.). Цена електричне енергије, чија је корекција одложена за почетак 2008, порашће за око 4,6% (допринос око 0,4 п.п.).

У оквиру регулисаних цена очекујемо такође раст цена комунално-стамбених услуга за око 2,0%, пре свега у градовима који нису извршили њихову корекцију крајем 2007. године (допринос 0,2 п.п.), као и раст цена цигарета, млека, хлеба и брашна (допринос укупном расту од по 0,1 п.п.). Процењујемо да ће се укупан раст регулисаних цена у првом тромесечју кретати у распону 2,5–3,0% (допринос 1,2–1,5 п.п.).

Базна инфлација у посматраном периоду биће под утицајем следећих фактора:

- 1) високих инфлаторних очекивања;
- 2) поскупљења енергената (нафтни деривати и електрична енергија), кроз пораст трошкова производње;
- 3) ап्रेसијацијског јаза реалног курса, који је и даље отворен и деловаће дезинфлаторно и у наредном периоду, али у мањој мери због тренутних депресијацијских притисака; и
- 4) актуелне номиналне депресијације динара, кроз пораст увозних цена.

Имајући у виду наведене факторе, процењујемо да ће тромесечна стопа базне инфлације у првом тромесечју бити нижа у поређењу с претходним тромесечјем и кретаће се у распону 1,3–1,8%, док ће међугодишња стопа базне инфлација наставити да расте и на крају првог тромесечја биће у распону 6,8–7,3%.

Код цена пољопривредних производа очекујемо сезонски раст, који би се могао кретати у распону 2–4%, па би њихов допринос укупном расту цена на мало износио око 0,1–0,2 п.п.

Узимајући у обзир све наведено – очекивано кретање регулисаних цена, цена пољопривредних производа и цена које се формирају слободно – процењујемо да ће се раст цена на мало у првом тромесечју 2008. године кретати у распону 1,9–2,3%, а међугодишњи раст цена на мало у распону 10,8–11,2%.

Табела II.0.4.

Најзначајније очекиване промене регулисаних цена у првом тромесечју 2008.

	Стопа раста (у %)	Допринеси расту цена на мало (п.п.)
Нафтни деривати	8,2	0,8
Електрична енергија	4,6	0,4
Комунално-стамбене услуге	2,0	0,2
Хлеб и брашно	2,8	0,1
Цигарете	1,6	0,1
Млеко	3,5	0,1

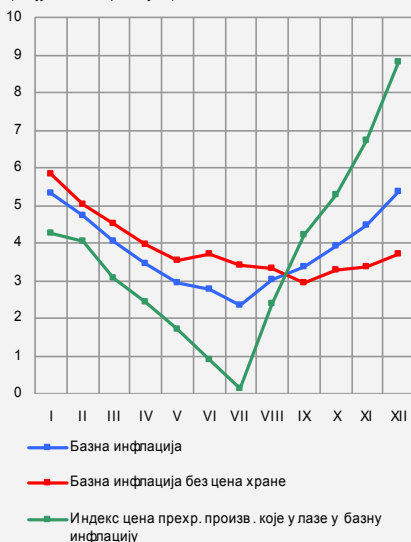
Агфлација – раст цена хране

Раст како укупне, тако и базне инфлације у 2007. години био је претежно опредељен растом цена пољопривредних (и осталих примарних) производа. Почев од августа, када су цене индустријско-прехрамбених производа, у оквиру базне инфлације, почеле да се повећавају, међугодишња базна инфлација је имала константан раст. Укупно оствареном расту базне инфлације у 2007. години, који је износио 5,4%, ефекти суше, који су се реализовали у другој половини године, допринели су са најмање два процентна поена.

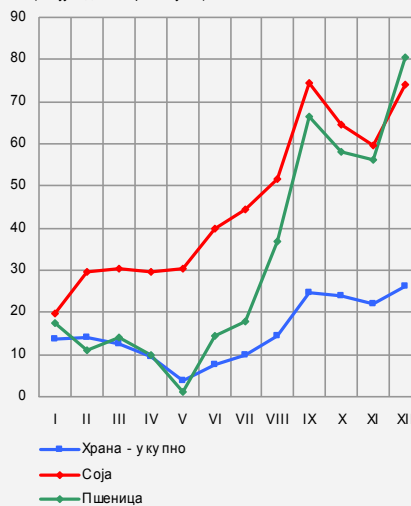
Раст цена пољопривредних производа, као и цена индустријско-прехрамбених производа, није био карактеристичан само за Србију и регион, већ и за светска тржишта. Наиме, снажан економски раст у земљама у развоју (посебно Кини и Индији) резултирао је повећањем прихода у тим многољудним земљама, а то је подстакло раст тражње за пољопривредним и индустријско-прехрамбеним производима. Неповољни временски услови, низак ниво залиха, заједно са све већим коришћењем пољопривредних производа у производњи биогорива, одразили су се на рекордан раст цена пољопривредних производа на светским тржиштима. Тако је нпр. цена пшенице достигла рекордан ниво из осамдесетих година прошлог века. Земље су у таквим околностима реаговале на различите начине: Русија и Венецуела су дословно забраниле раст цена основних животних намирница, Аргентина, Мексико, Египат и Кина су ставиле ограничења на раст цена хране, док су Индија, Украјина и Вијетнам увеле додатне извозне таксе или су ограничиле извоз.

Аналитичари се слажу да је ера „јефтине хране“ прошла и да на дуги рок можемо очекивати даљи раст цена хране.¹ Тражња за храном, извесно је, подигнута је на други, виши ниво и, с обзиром на пројектовани даљи снажан економски раст у Кини и Индији и повећано коришћење биомасе у производњи горива, такав тренд ће се вероватно наставити. Мишљење ММФ-а је да су, због производње биогорива, цене кукуруза и соје почеле да се крећу у складу с ценама сирове нафте и да су дешавања у 2007. години само назнаке будућих тенденција на тржишту примарних производа.

Кретање базне инфлације у Србији у 2007. години
(међугодишњи раст, у %)



Кретање цена хране на светском тржишту у 2007. години
(међугодишњи раст, у %)



Извор: IMF Primary Commodity Prices.

¹ Раст цена хране услед раста тражње је познат као термин агфлација.

III. Детерминанте инфлације

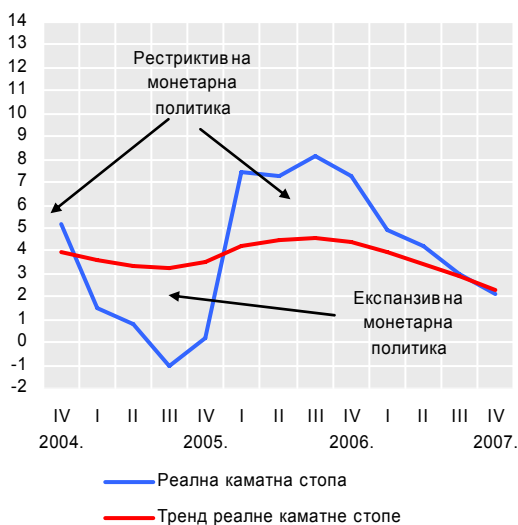
1. Монетарни услови

Монетарну политику у четвртом тромесечју у поређењу с претходним карактерише већи степен рестриктивности, као последица проширивања ап्रेसијацијског јаза реалног девизног курса. Реална каматна стопа, међутим, указује на њен нешто експанзивнији карактер. Октобарска средњорочна пројекција је указивала да ће дезинфлаторни ефекти номиналне ап्रेसијације динара надјачати инфлаторне ефекте других фактора и да простор за ублажавање монетарне политике постоји. Ипак, кључни инфлаторни ризици пројекције су се материјализовали, што је био разлог да се референтна каматна стопа повећа за 50 базних поена у децембру. Након тога, референтна каматна стопа се кретала око неутралног нивоа.

Повећање степена рестриктивности монетарне политике у четвртом тромесечју у поређењу с трећим, на шта упућује анализа монетарних услова, представља последицу проширивања апресијацијског јаза реалног девизног курса, коме су допринели како номинална апресијација динара, тако и убрзање домаће инфлације. За разлику од јаза реалног девизног курса, реална каматна стопа је у четвртом тромесечју имала силазну тенденцију и у просеку се кретала испод тренда.

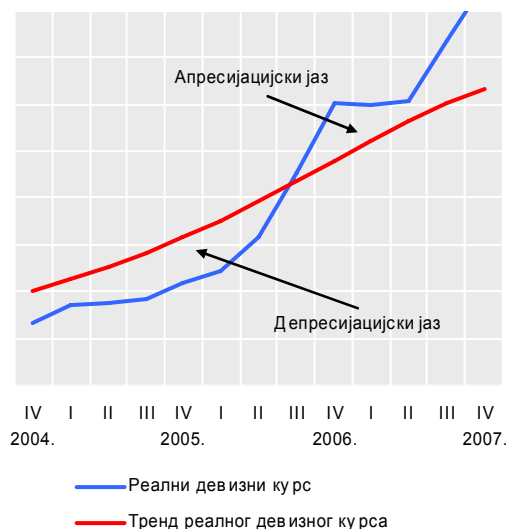
Графикон III.0.1.

Реална каматна стопа на репо операције и њен тренд



Графикон III.0.2.

Реални девизни курс и његов тренд



Средњорочна пројекција из октобра је указивала да постоји простор за ублажавање монетарне политике. Будући да је Монетарни одбор Народне банке оценио да ће дезинфлаторни ефекти номиналне апресијације динара надјачати инфлаторне ефекте других фактора, смањена је референтна каматна стопа за 25 базних поена на октобарској седници. У међувремену, ризици везани за експанзивнију фискалну политику, пораст премије ризика, даљи раст цена нафте на светским тржиштима и дуготрајнији ефекат пољопривредног шока од претпостављеног током пројекције су се материјализовали. Процењујући да ће инфлаторни ефекти тих фактора надјачати дезинфлаторне ефекте реалне апресијације, Монетарни одбор је на седници одржаној 27. децембра референтну каматну стопу повећао за 50 базних поена, тако да је укупно повећање референтне стопе у четвртом тромесечју износило 25 базних поена.

Међутим, и поред повећања референтне каматне стопе због раста инфлаторних очекивања, реална каматна стопа је у односу на претходно тромесечје била мања за око 94 базна поена (у четвртном тромесечју је у просеку износила 2%). С обзиром на то да се реална каматна стопа кретала незнатно испод тренда, према овом показатељу се може закључити да монетарни услови попуштају.

Уколико се има у виду да су, према Галуповим истраживањима, инфлациона очекивања финансијског сектора у погледу укупне инфлације у децембру износила 8% на годишњем нивоу, закључује се да је референтна каматна стопа тренутно око неутралног нивоа.

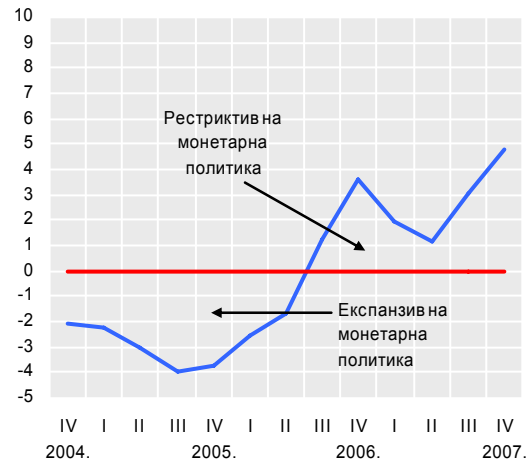
Нарочито у ситуацији када реалну каматну стопу и реални девизни курс карактеришу дивергентна кретања, као што је то био случај у четвртном тромесечју, корисно је пратити кретање индекса реалних монетарних услова, који представља комбиновани показатељ њиховог дејства на ценовну стабилност и/или агрегатну тражњу. Овај показатељ такође упућује на рестриктивнији карактер монетарне политике у четвртном тромесечју у поређењу с претходним.³

Друге мере, пруденцијалне и административне, које индиректно утичу на ефикасност монетарне политике, у протеклом тромесечју нису интензивније коришћене, с изузетком укидања издвајања девизне обавезне резерве и смањења стопе да динарску основицу на 5% у Недељи штедње.

Као што тренутни ефекат монетарне политике на економску активност и инфлацију зависи од акумулираних ефеката монетарних услова у претходном периоду, тако ће и њен ефекат у наредном периоду зависити од садашњих монетарних услова. Оцењујемо да ће отворени апресијацијски јаз и у наредном периоду деловати дезинфлаторно, али у мањој мери због тренутно присутних депресијацијских притисака. Очекивано убрзање базне инфлације и инфлациона очекивања која су у порасту такође су кључни фактори који ће опредељивати карактер монетарне политике у наредном периоду.

Графикон III.0.3.

Индекс монетарних услова



³ При конструкцији индекса монетарних услова коришћена је следећа једначина:

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

Каматне стопе

Готово све каматне стопе пратиле су кретање референтне каматне стопе. Када се референтна каматна стопа није мењала, стагнирала је већина каматних стопа на тржишту новца, док је њено повећање на крају године било праћено повећањем осталих каматних стопа, осим Веоније. Оба берзанска индекса у четвртом тромесечју су забележила знатан пад.

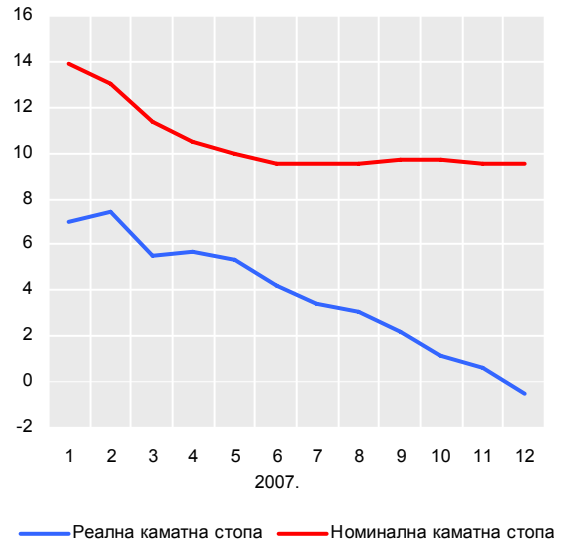
Референтна каматна стопа Народне банке Србије је почетком четвртог тромесечја износила 9,75% на годишњем нивоу, а затим је крајем октобра снижена на 9,50%, да би, због јачања инфлаторних притисака, на седници Монетарног одбора 27. децембра била повећана на 10%. Каматна стопа на шестомесечне трајно продате хартије од вредности Народне банке Србије кретала се од 9,85% (на октобарској аукцији) до 9,69% на годишњем нивоу (на децембарској аукцији), настављајући тренд пада. Будући да је та стопа тренутно испод референтне каматне стопе, у наредном периоду очекујемо њен пораст, јер би у супротном значило да учесници на финансијском тржишту очекују смањење инфлације и/или експанзивну монетарну политику, што је мало вероватно с обзиром на текућа кретања.

Операцијама на отвореном тржишту Народна банка је и у четвртом тромесечју повлачила ликвидна средства, и то у износу од 33 милијарде динара. Последњег дана децембра номинална вредност (реоткупна цена) продатих хартија од вредности Народне банке Србије је износила 217,8 милијарди динара. Од тог износа се око 90% односи на двонедељне, а 10% на шестомесечне хартије од вредности.

Графикон III.1.1.

Просечна пондерисана каматна стопа на репо операције

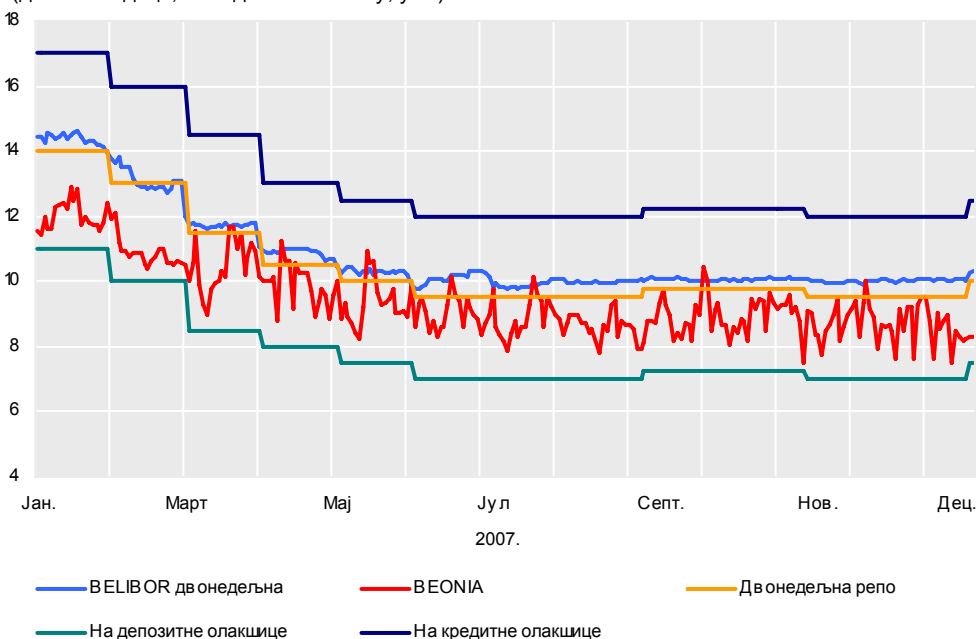
(на годишњем нивоу, у %)



Графикон III.12.

Кретање каматних стопа

(дневни подаци, на годишњем нивоу, у %)



Извор: Народна банка Србије и Reuters.

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

Кретање референтне каматне стопе пратиле су каматне стопе на тржишту новца. Када се референтна каматна стопа није мењала, у периоду од 29. октобра до 28. децембра, стагнирала је већина каматних стопа на тржишту новца. Исто тако, повећање референтне каматне стопе на крају године било је праћено повећањем осталих каматних стопа.

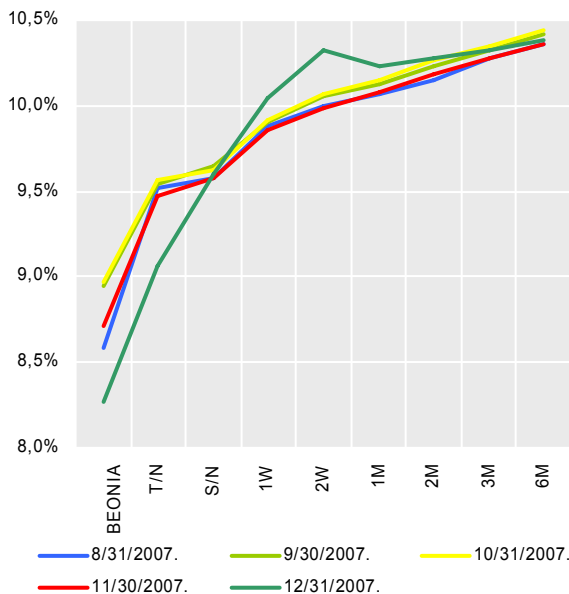
Каматне стопе Belibor су у децембру биле у просеку на нивоу од 9,06%, за рочност T/N, до 10,38%, за рочност од шест месеци. У односу на крај претходног тромесечја, каматне стопе на ову врсту међубанкарских позајмица благо су повећане за рочности од једне недеље до једног месеца, док су благо опале за остале рочности. У извесној мери то је било последица прилагођавања тржишта на промене референтне каматне стопе (повећање на крају децембра након дужег периода смањења). Таква кретања су изменила нагиб криве приноса на овом тржишту, што може указивати да банке нису у потпуности биле сигурне шта да очекују у погледу каматних стопа у будућности.

Каматна стопа на преконоћне међубанкарске позајмице Beonia опадала је током целог четвртог тромесечја и на крају тромесечја се задржала на 8,27% на годишњем нивоу, у односу на 8,94% с краја септембра. Њен оштар пад на крају децембра последица је, између осталог, и великог вишка ликвидности, који је настао као резултат изузетно експанзивне фискалне политике.

Пондерисне активне каматне стопе банака су током целог четвртог тромесечја опадале. Пондерисане пасивне каматне стопе су, након дужег периода раста, у децембру опале за цела 52

Графикон III.1.3.

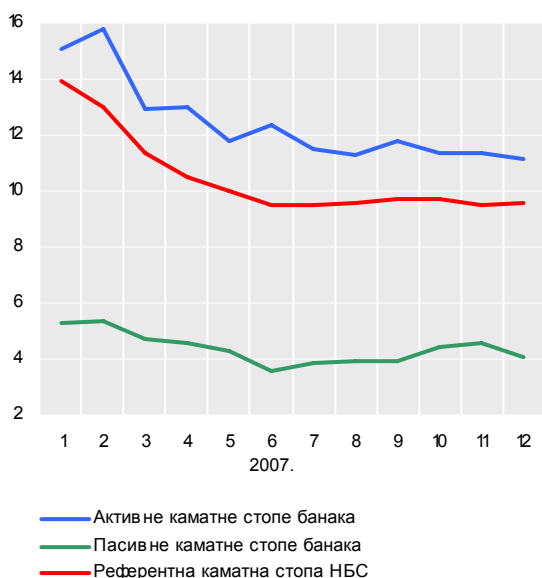
Крива приноса на међубанкарском тржишту новца
(на годишњем нивоу)



Извор: Народна банка Србије и Reuters.

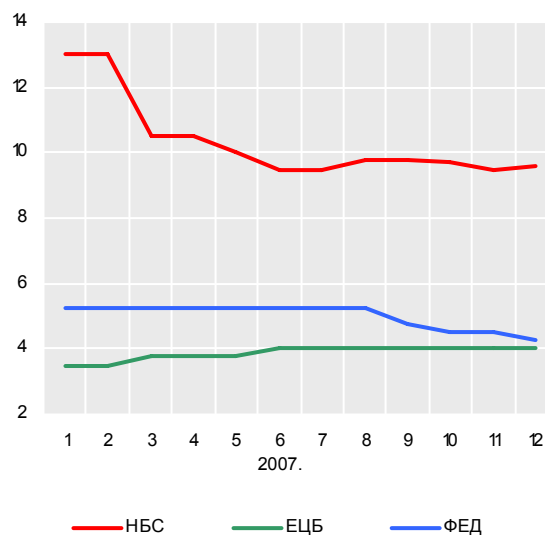
Графикон III.1.4.

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



Графикон III.1.5.

Кретање репо стопа НБС, ЕЦБ и ФЕД
(крајем месеца, на годишњем нивоу, у %)



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

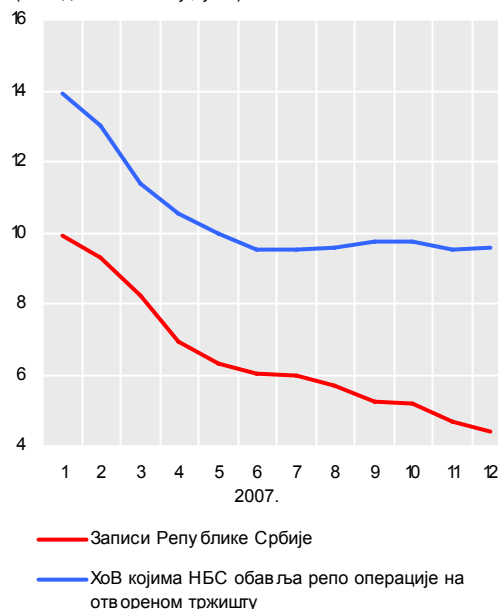
базна поена у односу на новембар. На крају децембра, просечна пондерисана активна каматна стопа износила је 11,13%, а просечна пондерисана пасивна каматна стопа 4,08%. Тако је просечна каматна маржа достигла 7,05%, или за 27 процентних поена више у односу на крај септембра. У наредном периоду ипак треба очекивати 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 наставила да расте пошто су каматне стопе Народне банке на крају четвртог тромесечја поново повећане, док су каматне стопе у еврозони остале непромењене и у случају САД смањене⁴. Та релативно велика разлика доприноси приливу иностраног капитала у земљу.

Каматне стопе на записе Министарства финансија Републике Србије наставиле су да се смањују. И на аукцијама у четвртом тромесечју држава је продавала записе доспећа од 91 дана, с просечном дисконтном стопом од 5,2%, на октобарској, до 4,4%, на последњој децембарској аукцији. С обзиром на то да држава нема потребе за таквим видом финансирања, средства која се на тај начин прикупљају су минимална и служе више одржавању тржишта него финансирању државних расхода.

Графикон III.1.6.

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



Извор: НБС и Министарство финансија Републике Србије.

⁴ ЕЦБ је своју референтну каматну стопу последњи пут повећала у јуну (на 4,00%, тј. за 25 базних поена). ФЕД је, одговарајући на претећу рецесију, поново и у октобру и у децембру основну каматну стопу смањено за по 25 базних поена, чиме је она на крају 2007. пала на 4,25% на годишњем нивоу.

Београдска берза

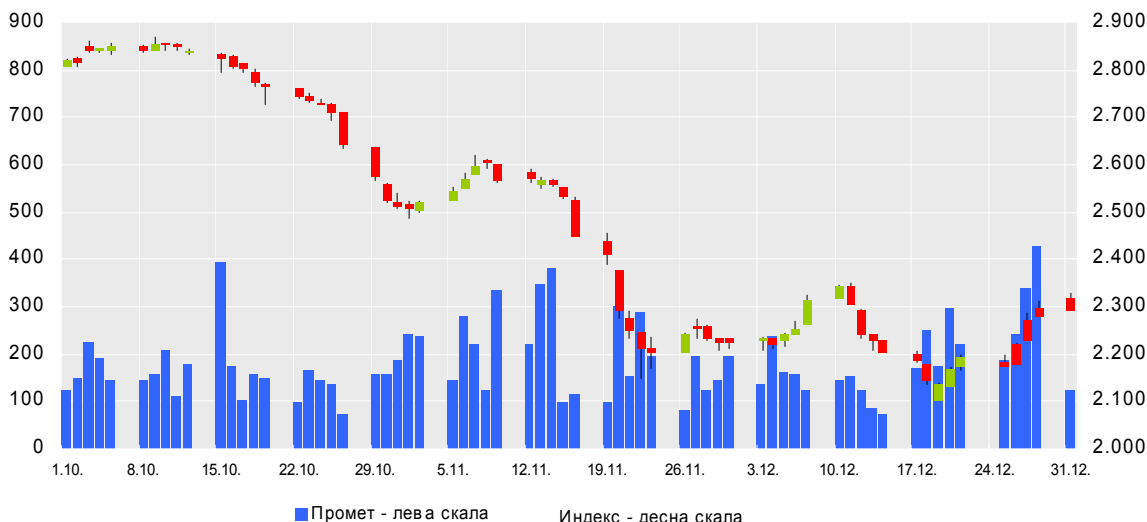
У четвртом тромесечју у односу на треће вредности оба индекса Београдске берзе, Belex15 и Belexline, знатно су смањена. На крају године они су имали вредност као на почетку марта, уз благ пораст обима промета.

Графикон III.1.7.

Индекс BELEX15

млн. дин.

у индексним поенима



Извор: Београдска берза.

Belex15 је на крају четвртог тромесечја забележио вредност од 2.289,47 индексних поена. То представља смањење за 18,7% у односу на крај трећег тромесечја и вредност приближну вредности с почетка марта. Други индекс Београдске берзе, Belexline, последњег дана децембра је имао вредност од 3.830,84 индексна поена, или 13,5% мање у односу на крај јуна, а приближно његовој вредности с краја марта.

Укупан обим трговине је износио око 35,5 милијарди динара, или за 3,5 милијарди динара (око 11%) више у односу на треће тромесечје.

У односу на претходно тромесечје број трансакција је смањен (за око 14,5%), што би требало да говори у прилог чињеници да поново расте учешће већих инвеститора. То ипак треба схватити условно, будући да је наше берзанско тржиште и даље веома мало и „плитко“.

Промет обвезницама Републике Србије на Београдској берзи достигао је обим од две милијарде динара, што у односу на треће тромесечје представља смањење за 2,1 милијарду динара (50%). Нагиб криве приноса на крају четвртог тромесечја и даље је негативан. Мотив за такво, неуобичајено одређивање приноса на тржишту јесте чињеница да ове обвезнице носе пореске олакшице и олакшице при куповини државне имовине.

Улога каматне стопе у трансмисионом механизму

Као што је то био случај с великим бројем других централних банака, након иницијалне фазе транзиције и коришћења девизног курса као номиналног сидра, и Народна банка Србије се определила за стратегију инфлаторног таргетирања. Насупрот другим режимима монетарне политике, пре свега таргетирању девизног курса, инфлаторно таргетирање отвара простор за јачање других трансмисионих канала, као што су канал каматне стопе и кредитни канал. Бројне емпиријске анализе су показале да је у другим земљама, и поред доминације канала девизног курса, коришћење каматне стопе као основног инструмента монетарне политике довело до значајног јачања улоге каматне стопе у трансмисионом механизму.

Испитивање деловања појединих канала трансмисије обично се врши путем оцене *pass-through* ефекта, тј. јачине деловања конкретног инструмента монетарне политике на економску активност и инфлацију. Оцена *pass-through* ефекта девизног курса на инфлацију у Србији захтева пажљивију анализу, будући да се каматна стопа као инструмент монетарне политике активно користи тек с новим оквиром монетарне политике. Овде ћемо, пратећи кретање референтне каматне стопе и тржишних каматних стопа банака, покушати да сагледамо да ли је примена новог режима монетарне политике омогућила јачање улоге канала каматне стопе у трансмисионом механизму, док ће емпиријска оцена *pass-through* ефекта каматне стопе бити предмет будућих анализа.

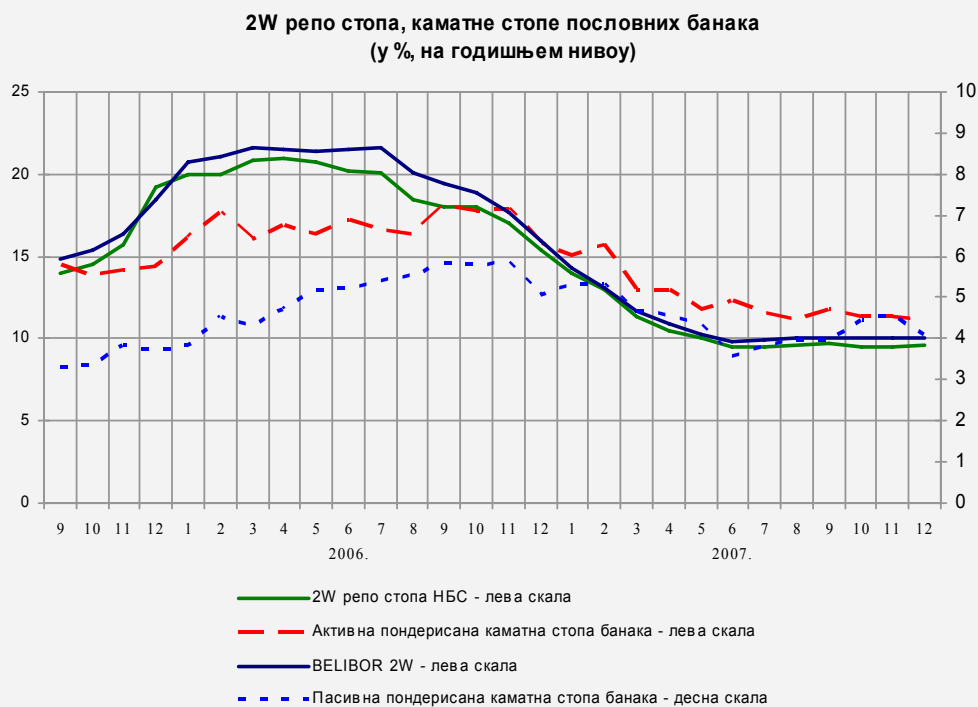
С теоријског становишта, механизам функционисања канала каматне стопе објашњава се на следећи начин. Промене референтне каматне стопе централне банке доводе до промена каматних стопа на међубанкарском тржишту, које затим утичу на промене краткорочних и дугорочних тржишних (активних и пасивних) каматних стопа пословних банака. Будући да промене каматних стопа директно одређују трошкове задуживања, економски субјекти одлуке о инвестицијама и штедњи доносе у складу с тим променама. Инвестициона активност, с друге стране, утиче на ниво целокупне економске активности, а индиректно и на инфлацију. При томе, пораст референтне каматне стопе доводи до раста каматних стопа банака, повећања трошкова задуживања и смањења инвестиционе активности.

Будући да су каматне стопе на међубанкарском тржишту новца одређене кретањем референтне каматне стопе централне банке и да се оне сматрају мером опортунитетног трошка кредитирања привреде и становништва, логично је очекивати да ће се промене тих каматних стопа рефлектовати на кретање активних и пасивних каматних стопа банака. То би значило да је у дугом року *pass-through* ефекат каматне стопе потпун, тј. једнак јединици. Што је оцена *pass-through* ефекта ближа јединици, то је монетарна политика у режиму инфлаторног таргетирања ефикаснија.

Праћењем кретања референтне стопе, каматних стопа на међубанкарском тржишту и активних и пасивних каматних стопа банака може се закључити да та веза постаје далеко уочљивија у периоду након увођења новог оквира монетарне политике. Каматне стопе на међубанкарском тржишту *Veonia* и *Belibor* исказују исту тенденцију у кретању као и референтна каматна стопа и задржавају се унутар дефинисаних граница каматног коридора. Ипак, постојање структурног вишка ликвидности и бројна ограничења, као што су кредитни лимити одређени од стране матичних банака у иностранству, којима се дефинише дозвољени обим трговине с другим банкама и Народном банком Србије, за последицу имају повремено одступање од референтне стопе и приближавање доњој граници коридора (каматној стопи на депозитне олакшице).

Одлуке о нивоу активних и пасивних каматних стопа банке доносе пре свега имајући у виду кретање каматних стопа на иностраном тржишту (*Libor*, *Euribor*), будући да је већина кредита уговорена с валутном клаузулом. Међутим, праћењем кретања каматних стопа на међубанкарском тржишту новца и активних и пасивних каматних стопа банака може се закључити да банке ипак не игноришу кретање референтне каматне стопе и да њихова реакција на њену промену временом јача.

У посматраном периоду, активне каматне стопе су исказале већи степен реакције у поређењу с пасивним. То се пре свега може објаснити чињеницом да становништво, као носилац штедње, има релативно ограничен приступ и дијапазон могућности алтернативних начина пласирања средстава (берза, пензиони и инвестициони фондови итд.), да је највећи део штедње у девизном облику, као и да је истовремено конкуренција међу банкама оштрија када је реч о кредитима.



У најскорије време, Народна банка Србије је често била критикована да води «скупу» и неефикасну монетарну политику и да би, уместо каматне стопе на двонедељне репо операције, као основни инструмент требало да користи обавезну резерву. Међутим, поред тога што је утицај обавезне резерве на економску активност и инфлацију далеко теже оценити, чини се да њено самостално коришћење као основног инструмента свакако не би помогло јачању канала каматне стопе.

Анализом ефекта промена стопе обавезне резерве на кретање активних и пасивних каматних стопа банака тешко је утврдити јасну везу. У периоду од почетка 2005. године до друге половине 2006, стопа обавезне резерве је често коригована навише или је основица за њен обрачун проширивана. То је спорадично имало за последицу раст каматних стопа банака, али је у већем броју случајева, након повећања стопе обавезне резерве, уследило смањење каматних стопа банака.

На промене стопе обавезне резерве реагује само банкарски сектор, јер мера утиче само преко



ограничавања понуде кредита. Такође, ова мера само у кратком року може утицати на ликвидност банкарског сектора и ограничити задуживање банака у иностранству. Међутим, у суштини, дугорочна одрживост ценовне стабилности претпоставља примену одговарајућих (пре свега тржишних) инструмената монетарне политике. Због тога се централне банке, па и Народна банка Србије, опредељују да као главни инструмент монетарне политике користе операције на отвореном тржишту. Предност овог инструмента проистиче из значаја његових ефеката на макроекономску стабилност кроз утицај на одлуке свих економских субјеката о инвестицијама и штедњи.

У наредном периоду реално је очекивати да ће се повећати значај канала каматне стопе. Томе ће допринети како коришћење девизног курса као индикатора уместо инструмента монетарне политике, тако и даље реструктурирање привреде, директнији приступ привредних субјеката иностраним изворима финансирања и јачање конкуренције банака на домаћем тржишту.

Девизни курс

У четвртном тромесечју, просечна номинална апresiasiја динара износила је 1,6%. Ипак, за разлику од октобра, када је курс динара константно јачао према евр, новембар и децембар су карактерисале знатне дневне осцилације у његовом кретању и две епизоде депresiasiје.

Динар је у четвртном тромесечју према евр остварио апresiasiју од 1,6% и кретао се на нивоу од око 78,8 RSD/EUR. Док је у октобру динар према евр готово непрекидно апresiasiрао, достижући највећу вредност од новембра 2004. (76,8 RSD/EUR), његово кретање у новембру и децембру је било много нестабилније и, насупрот очекивањима, уместо апresiasiције забележене су две епизоде оштрог пада вредности динара.

Апresiasiја динара остварена је захваљујући високом приливу девиза и повећаној тражњи за динарима услед најављених приватизација. Оштар пад вредности динара који је уследио крајем новембра и почетком децембра, с друге стране, објашњава се превасходно глобалним кретањима и психолошким факторима, а пад вредности крајем децембра смањеном понудом девиза у односу на тражњу.

С обзиром на то да је у посматраном периоду Европска централна банка задржала каматну стопу непромењеном, док је ФЕД своју снижио у два наврата, оба пута за 25 базних поена, долар је наставио да према евр депresiasiра, крећући се у целом периоду изнад психолошке границе од 1,40 долара за евр; последично, динар је и према долару номинално апresiasiрао, и то чак 7,11%. Очекујемо да ће такав тренд бити настављен, имајући у виду да је у јануару 2008. ФЕД снижио своју каматну стопу за читавих 75 базних поена.

Током целог тромесечја курс динара према евр се кретао у врло широком распону, од 76,81 до 84,75 RSD/EUR, уз изузетно велике дневне осцилације у новембру и децембру, које су у појединим данима достигале и готово 3%.

Уколико се посматра курс динара на крају периода, динар је у четвртном тромесечју депresiasiрао према евр 0,5%, док је према долару апresiasiрао за 3,6%. Пошто те две валуте улазе у корпу за обрачун ефективног курса, номинални ефективни курс динара је на крају периода ојачао за 0,8%.

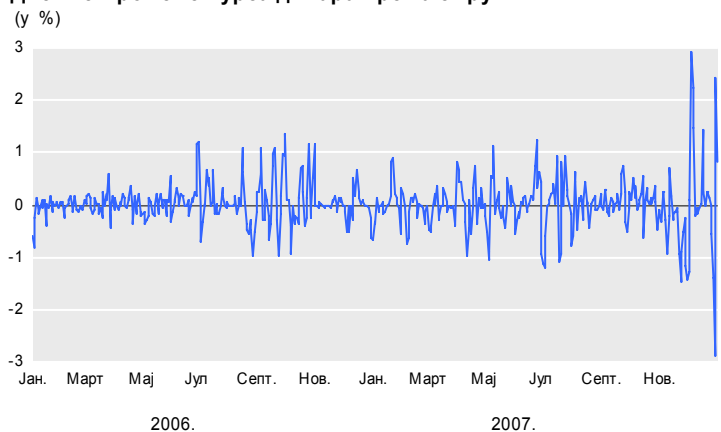
Графикон III.1.8.

Кретање курса динара према евр



Графикон III.1.9.

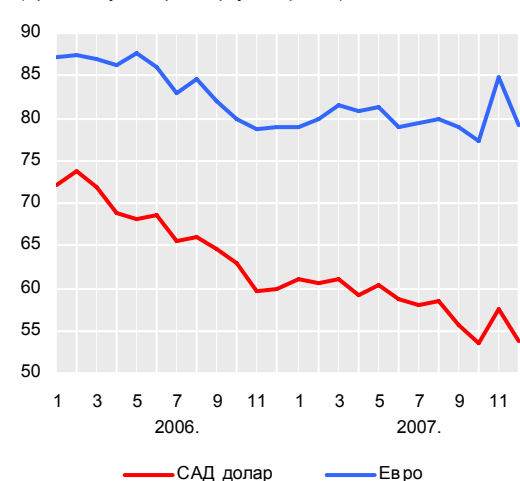
Дневне промене курса динара према евр¹⁾



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

Графикон III.1.10.

Номинални курс динара (вредност у динарима крајем периода)



Уз јачање номиналног ефективног курса динара и бржи раст домаћих цена од иностраних, остварена је реална апresiasiја динара у четвртном тромесечју од 2,6% (према евр у 1,5%, а према долару 6,4%).

Обим промета на међубанкарском девизном тржишту је у односу на треће тромесечје био нешто мањи, чиме је прекинут тренд његовог раста посматрано по тромесечјима у 2007. години. Иако је током новембра забележен највећи обим промета (око 3,0 милијарде евра), крајем месеца он је био изузетно низак, уз истовремено високе флукуације девизног курса, што је био разлог интервенције Народне банке (29. новембра) продајом четири милиона евра на међубанкарском девизном тржишту.

Табела III.1.1.

Структура промета на МДТ-у

(укупан промет)

у еврима

	I тромесечје	II тромесечје	III тромесечје	IV тромесечје	Укупно 2007.
МДТ	3.143.284.789	5.087.608.152	7.537.068.646	7.259.148.317	23.027.109.904
Банке - НБС	481.250.000	94.400.000	65.000.000	68.000.000	708.650.000
Банка - банка	2.662.034.789	4.993.208.152	7.472.068.646	7.191.148.317	22.318.459.904

	I тромесечје	II тромесечје	III тромесечје	IV тромесечје	Укупно 2007.
МДТ	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Банке - НБС	15,31	1,86	0,86	0,94	3,08
Банка - банка	84,69	98,14	99,14	99,06	96,92

(у % од укупног промета)

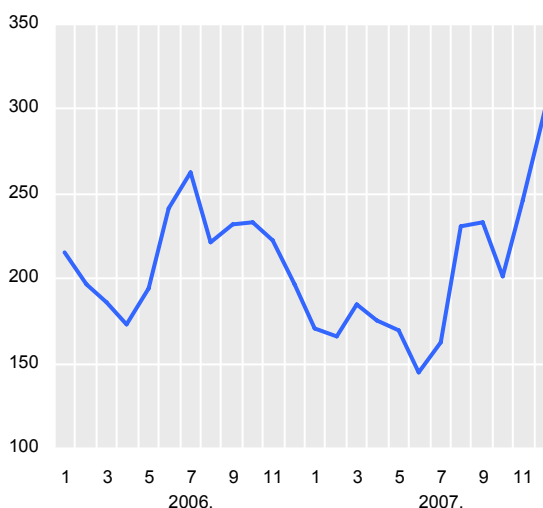
Народна банка је привремено, од почетка октобра до средине новембра (с изузетком једног дана), обуставила продају дела девиза стечених по основу откупа од мењача како не би вршила додатни притисак у правцу апresiasiја динара, а затим је наставила с том продајом, повећавајући износе средстава и до три милиона евра дневно. Међутим, с обзиром на то да је просечан дневни промет између банака на девизном тржишту у посматраном периоду износио око 109,0 милиона евра (дакле, с учешћем Народне банке мањим од 1%) и да Народна банка прихвата понуђену цену на тржишту (тј. има улогу „price taker“-а), можемо рећи да се курс динара формирао доминантно под утицајем непосредне купопродаје банака.⁵

Индекс ЕМБИ⁶ је, након пада у октобру, у новембру и децембру наставио да расте, достигавши највиши ниво од јуна 2005. године (од када је почео да се израчунава за Србију). Приноси на обвезнице Републике Србије којима се тргује на Луксембуршкој берзи биле су скоро 300 базних поена изнад приноса на обвезнице америчког Трезора (*US Treasuries*), што је последица опште кризе ликвидности на светским тржиштима. То указује да је у четвртном тромесечју спремност инвеститора за улагање у Србију погоршано, што би могло да подстакне депresiasiјске притиске у наредном периоду.

Графикон III.1.11.

Показатељ премије ризика - ЕМБИ

(месечни просеци, у базним поенима)



Извор: JP Morgan.

⁵ Средином децембра, Народна банка је унела измену у начин израчунавања средњег курса динара према евр у. Наиме, у ситуацијама знатнијих дневних флукуација нови начин израчунавања курса динара ће, уместо свих трансакција на међубанкарском девизном тржишту, узимати у обзир кретања курса из трансакција обављених у другој половини дана. На тај начин, курс динара који се формира у међубанкарској спот трговини на почетку рада девизног тржишта требало би у много мањој мери да одступа од званичног средњег курса Народне банке Србије.

⁶ Индекс обвезница тржишта у успону (енгл. *Emerging Markets Bond Index*).

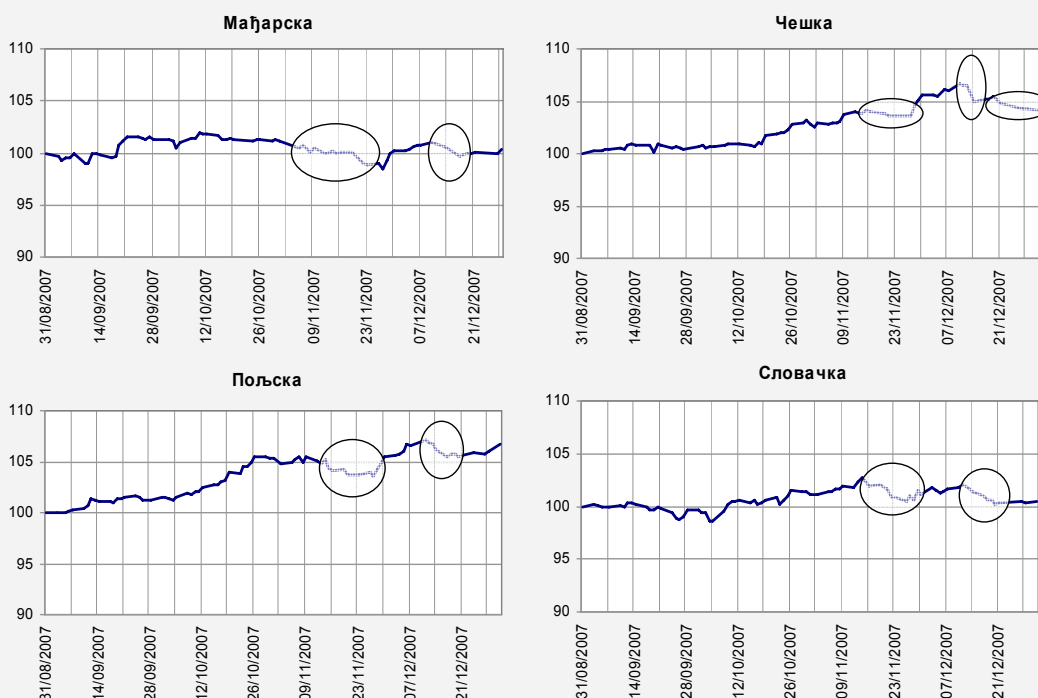
Да ли су депресијацијски притисци у новембру и децембру последица глобалних финансијских кретања?

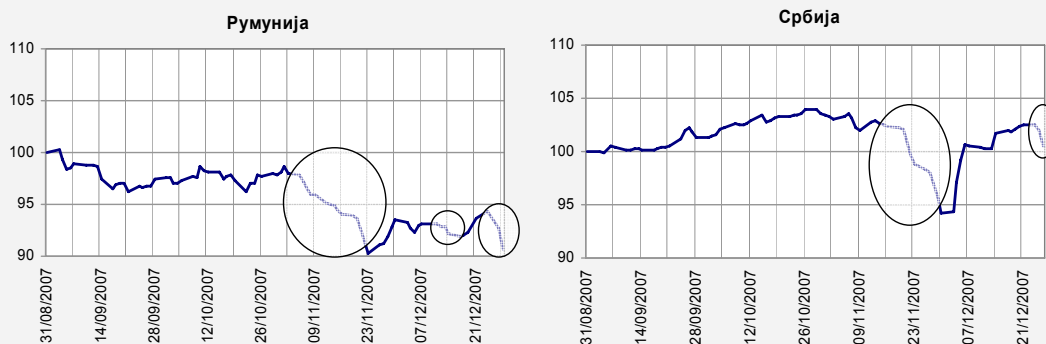
Курс динара према еврџу исказао је велику нестабилност у новембру и децембру. Наиме, након апресијације у октобру и достизања највеће вредности динара од новембра 2004. године (76,81 RSD/EUR), динар је почео да депресира и крајем новембра курс је достигао готово 85 RSD/EUR. Потом је у прве две декаде децембра дошло до подједнако оштре апресијације, да би крајем месеца динар забележио још једну, али слабију депресијацијску епизоду. У посматраном периоду дневне осцилације курса су повећане, достижући у појединим данима децембра готово три одсто.

Депресијација динара у новембру, када је динар у року од свега десетак дана достигао најнижу вредност од јула 2006. године, последица је глобалних кретања. Слични притисци, иако мање изражени него код нас, забележени су и у Румунији, Мађарској, Словачкој и Пољској (видети графикон). Утицај другог, у новембру отпочетог таласа светске финансијске кризе на тржишта земаља у успону рефлектовао се кроз пораст индекса ЕМБИ¹ у највећем броју земаља које овај индекс израчунавају. Да је дошло до смањења заинтересованости инвеститора за улагање у Србију видљиво је било из пада индекса Београдске берзе (уопште, индексни показатељи готово свих берзи у региону током новембра бележили су знатан пад вредности), одлагања приватизације ДДОР-а „Нови Сад“, као и из знатног пораста премије ризика мерене индексом ЕМБИ (овај индекс био је за око 90 базних поена (или 44%) виши крајем новембра у односу на крај октобра). Посебно треба имати у виду још увек релативно «плитко» домаће девизно тржиште, које га чини врло рањивим, чак и у случају мањих поремећаја. Осим тога, могуће је да су и политичка неизвесност у погледу будућег статуса Косова, као и психолошки фактори, додатно допринели да удар буде снажнији.

Кретање националних валута према еврџу у изабраним земљама

(31. 8. 2007 = 100, пад представља депресијацију)

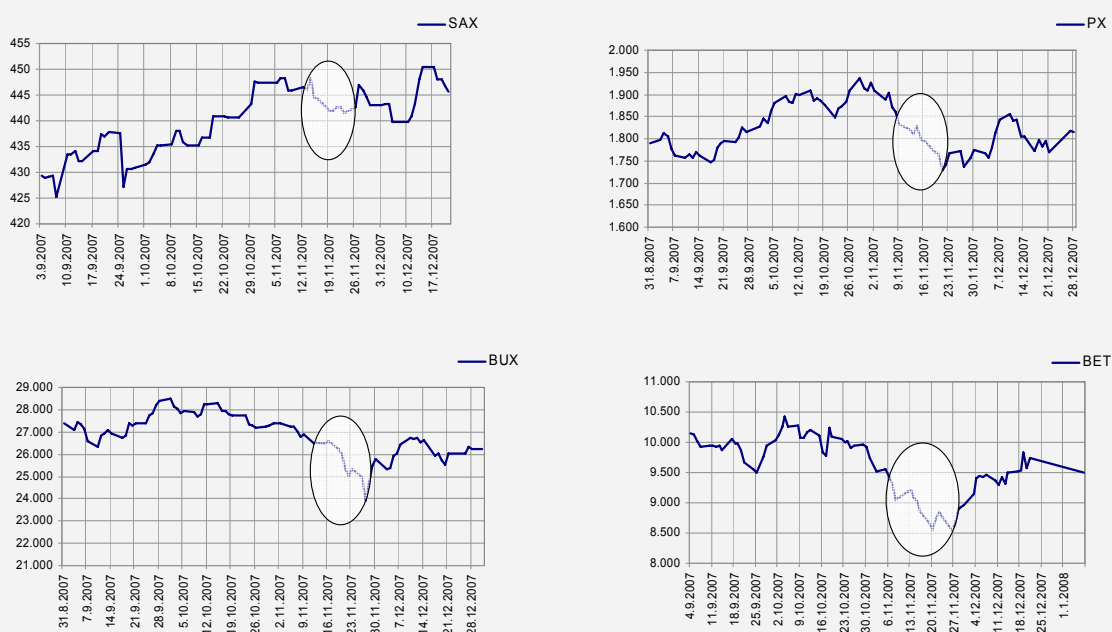




Када је реч о децембарској депресијацији, информације о кретању девизног тржишта показале су да је пад курса био резултат појачане тражње клијената за девизама (неколико већих предузећа) ради плаћања доспелих обавеза према иностранству. Због божићних празника у иностранству, банке нису биле у могућности да повуку девизе, па је тих дана једини извор девиза било домаће међубанкарско девизно тржиште. У прилог овој оцени иде и кретање индекса EMBI за Србију у том периоду (последња недеља децембра) – који је бележио смањење. И индекси Београдске берзе, BELEXline и BELEX15, забележили су извесан опоравак у децембру.

Код неколико других земаља у транзицији (Мађарска, Пољска, Словачка) слабији депресијацијски притисци на курс такође су се испојили у децембру, али две недеље раније у односу на Србију (дакле, средином децембра), а у Румунији и Чешкој и средином и крајем истог месеца. Занимљиво је да у периоду депресијације валута Мађарске и Пољске кретање **индекса EMBI** ових земаља (за остале посматране земље у транзицији индекс EMBI се не израчунава) није било корелирано с кретањем курса. Кад је реч о **берзанским показатељима** у посматраним земљама² (видети графиконе) у новембру су бележили пад, што говори у прилог тези да су депресијацијски притисци били изазвани глобалним кретањима. У децембру је дошло до одређеног опоравка берзанских индекса, али уз осцилације у кретању.

Кретање берзанских индекса у земљама у окружењу



²PX (Прашка берза), SAX (берза у Братислави), BUX (Будимпештанска берза), WIG (Варшавска берза), BET (Берза у Букурешту). WIG индекс нисмо били у могућности да представимо графички будући да нумеричке вредности индекса нису јавно доступне; међутим, на основу графичког приказа, уочава се веома слично кретање са индексом Прашке берзе, PX.

Кредитна криза се шири на исток Европе

Због актуелне кризе на финансијским тржиштима у свету, која је започета у другој половини јула 2007. године и још увек траје, смањена је атрактивност инвестирања у земље централне и источне Европе, поготово оне које имају изражене проблеме с макроекономском равнотежом. Оно што у том контексту највише утиче на повећану изложеност финансијској кризи јесу висок дефицит у текућем платном билансу и висока стопа инфлације.

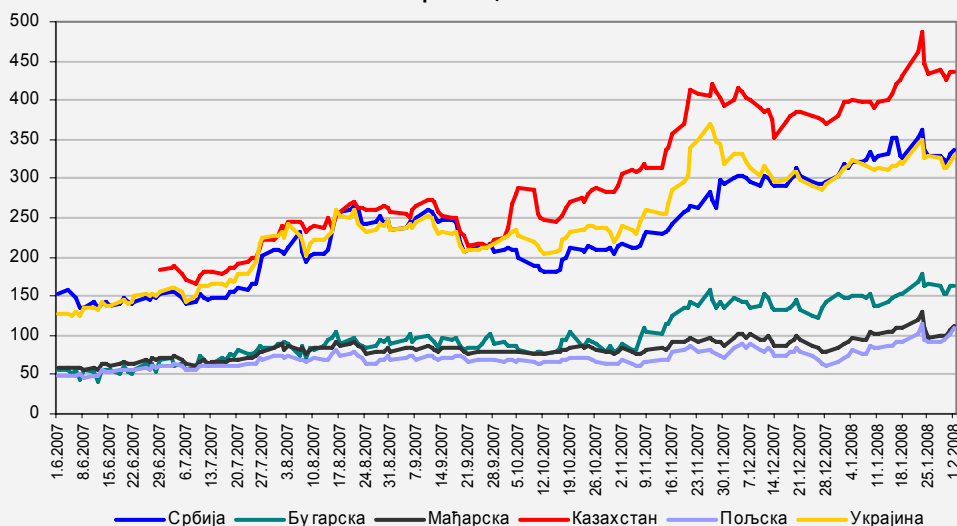
Према студији коју је израдила Европска банка за обнову и развој (ЕБРД), трошкови задуживања у мање развијеним земљама бившег Совјетског Савеза и у балканским земљама од половине 2007. до данас знатно су више порасли него трошкови задуживања у развијенијим земљама централне Европе (Чешка, Словачка, Пољска, па и Мађарска).

Као меру ризика у том погледу, експерти ЕБРД су узели финансијски инструмент којим се инвеститори обезбеђују од ризика нпр. да земља није у стању да сервисира обавезе по спољном дугу (five year credit default swap). Од јуна прошле године он је порастао за 26 базних поена за Чешку и за 44 базна поена за Пољску. Међутим, у земљама које нису чланице ЕУ и које су, због поменутих макроекономских неравнотежа, најизложеније утицајима екстерних шокова овај пораст је још израженији. Он се креће од 104 базна поена у Бугарској до 218 базних поена у Казахстану. Између се налазе Украјина и Србија, с порастом који износи 151 базни поен.

Експерти ЕБРД предвиђају да ће се у 2008. години привредни раст у региону, као последица веће ризичности улагања, смањити и да је то, само по себи, добро, јер ће доћи до корекције макроекономске неравнотеже нарочито у земљама с високим дефицитом текућег платног биланса, а ту се наводе: балтичке земље, Румунија, Србија и Бугарска. Предвиђа се да ће у земљама које су имале најбржи раст доћи до тзв. меког приземљења њихових привреда. Стручњаци ЕБРД истичу да су земље чланице ЕУ, и поред знатних макроекономских дебаланса, мање изложене утицају екстерног шока него оне које нису чланице ЕУ. Чланство у ЕУ, како инвеститори сматрају, доноси јасне развојне перспективе и захтева финансијску дисциплину.

До идентичних закључака можемо доћи ако посматрамо ЕМВИ индекс за репрезентативне земље. На графикону смо издвојили шест земаља централне и источне Европе, а на основу података се може закључити да је прираст ЕМВИ спреда знатно већи за земље које нису чланице ЕУ (осим Бугарске) него за оне које то јесу. Такође, спред је сразмерно више порастао за земље које имају вишу инфлацију и платнобилансне дефиците, тј. већу изложеност екстерним шоковима. Највећи прираст спреда од краја јуна 2007. године до краја јануара 2008. је био у Казахстану и Бугарској (140%), следе Србија са 118%, Украјина са 106% и након њих знатно мањи прираст код развијенијих земаља централне Европе и чланица ЕУ (Пољска 67% и Мађарска 49%).

ЕМВИ - транзиционе земље



2. Увозне цене

Увозна инфлација у четвртном тромесечју је била негативна, мада у порасту у односу на претходно тромесечје. Негативна увозна инфлација, уз апресијацију динара, није изазвала смањење домаће инфлације због високог раста цена енергената и прехранбених производа, као и ригидности цена надоле. Убрзање домаће инфлације, уз истовремену негативну увозну инфлацију, имало је за резултат повећање апресијацијског јаза реалног курса.

У четвртном тромесечју увозна инфлација је забележила смањење од 1,5% (просечно год.⁷) услед номиналне апресијације динара према еврџу од 6,4% (просечно год.) и поред раста инфлације у зони евра од 5,2% (просечно год.). То смањење је било знатно ниже у односу на треће тромесечје, највише због изразитог раста цена у зони евра.

Међутим, негативна увозна инфлација није довела до смањења базне инфлације због високог раста цена прехранбених производа, као и индиректних ефеката раста цена енергената. Такође, због ригидности цена надоле, апресијација се није аутоматски одразила на смањење цена.

Судећи према текућем кретању девизног курса, у првом тромесечју 2008. доћи ће до повећања увозне инфлације. То би требало да допринесе постепеном затварању апресијацијског јаза реалног курса.

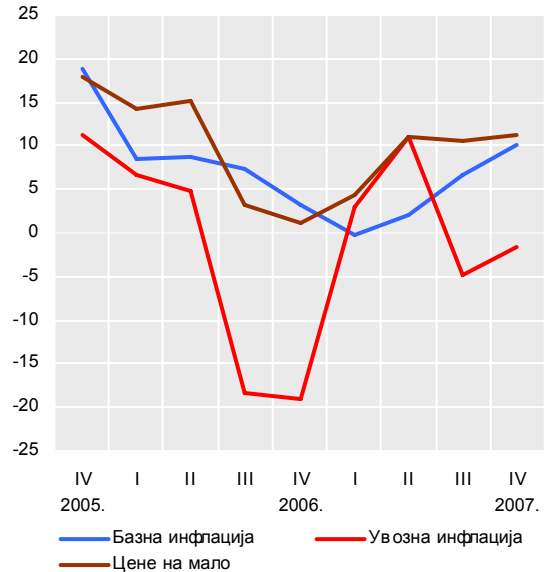
Почетком октобра цена руске нафте типа урал имала је још увек подношљив ниво, износила је око 75 долара, а цена северноморске нафте типа брент око 78 долара за један барел. Међутим, током октобра дошло је до наглог раста цене нафте, који је био изазван падом америчких залиха, прогнозом о неповољним временским приликама, као и неспремношћу земаља ОПЕК-а да своју производњу повећају и тако смање ценовне притиске. Расту цене нафте у октобру допринеле су и несмањене геополитичке тензије и куповина нафтних фјучерса од стране инвеститора, који су тражили сигурносно уточиште од кризе на светским кредитним тржиштима. Цена уралске нафте је у октобру забележила раст од готово 20% и на дан 31. октобра достигла ниво од 89 долара за барел. Нешто нижи, али такође веома висок, раст цене у истом периоду остварила је и северноморска нафта брент – око 16%. Иако су те две врсте нафте веома различитог квалитета, разлика у њиховој цени последњег дана октобра је износила само један амерички долар.

Током новембра цена нафте је благо расла у поређењу с њеним кретањем у октобру, али је крајем новембра била чак нижа него крајем октобра.

Графикон III.2.1.

Базна и увозна инфлација

(просечне тромесечне стопе раста на годишњем нивоу)

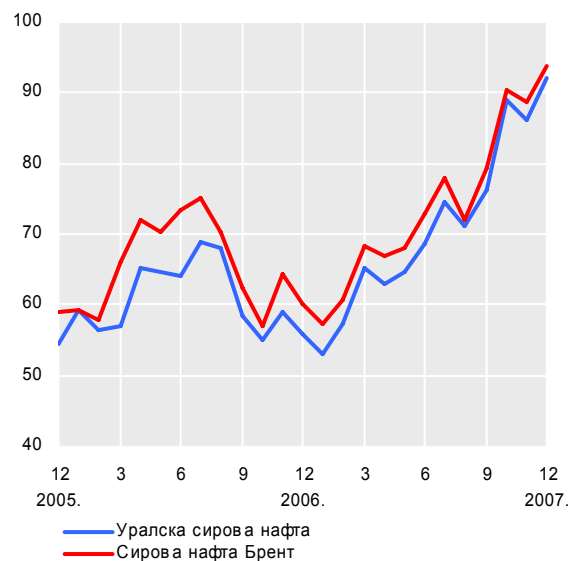


Извор: НБС и Eurostat.

Графикон III.2.2.

Кретање цена нафте

(у САД доларима)



Извор: Reuters.

⁷ Однос просека два узастопна тромесечја подигнут на годишњи ниво.

На самом крају 2007. године забележен је још један пораст цене нафте, изазван новим геополитичким тензијама на Блиском истоку.

Сам почетак 2008. године, пробијањем психолошке границе од 100 долара по барелу, накратко, 2. јануара, не даје разлога за оптимизам у погледу кретања цене нафте у тој години. Прогнозе аналитичара у погледу кретања цене нафте увелико се разликују и, према њима, цена нафте ће се кретати у распону од 85 до 115 долара по барелу. Због успоравања привредног раста и могућег почетка рецесије у САД, склони смо прогнози да ће цене нафте у првој половини године бити у благом паду и задржаће се на нивоу од 85 долара крајем другог тромесечја 2008. године.

Поред нафте, раст цена у четвртном тромесечју забележиле су и остале сировине, обојени метали, житарице и племенити метали (злато и платина). Вишемесечна суша и велика потражња за храном с тржишта у успону, као и употреба одређених врста житарица за производњу биогорива, утицали су на висок раст цена житарица у другој половини 2007. године. Економски експерти сматрају да раст цена хране који је допринео повећању укупне инфлације у развијеним земљама у 2007. години није више појава краткорочног карактера и да треба очекивати трајније инфлаторне притиске по том основу.

И злато је достигло историјски рекорд у нивоу текуће цене од близу 900 долара крајем четвртог тромесечја. Највишу цену у историји злато је претходно имало 1980. године, када се продавало за 850 долара по тројунци (данашњи еквивалент: око 2.250 долара). Рекордни раст цене злата у 2007. години последица је великих куповина инвеститора, који у условима јаких турбуленција на светским финансијским тржиштима и раста инфлације у развијеним земљама траже прибежиште.

Очекивана кретања на светском тржишту нафте у 2008. години

Мишљења експерата за енергију о очекиваном кретању цене нафте на светском тржишту у 2008. години су подељена. Наиме, како они предвиђају, цена нафте ће се кретати у распону од 85 до 115 долара по барелу. Већина експерата се ипак слаже у процени да ће цена нафте кренути наниже ако се остваре предвиђања о почетку рецесионог циклуса у САД, које су највећи светски потрошач нафте. Уколико то буде тако, а врло је вероватно, доћи ће до успоравања раста тражње за нафтом и пада њене цене. Смањење тражње за нафтом имаће тада већи утицај на кретање цене нафте од геополитичког фактора или куповине нафтних фјучерса од стране шпекулативних фондова.

Сам почетак 2008. године на светском тржишту нафте обележило је пробијање цене која је сматрана психолошком границом од 100 америчких долара за један барел. Тај историјски моменат догодио се када је један трејдер на Њујоршкој меркантилној берзи купио једну мању количину, а затим је продао уз незнатан губитак. Његова намера очигледно је била да буде први трејдер због чије је куповине цена нафте прешла магичну границу од 100 америчких долара по барелу. Из тог разлога је цена нафте на дан 2. јануара 2008. године за тренутак достигла ниво од 100,09 америчких долара за барел.

Независно од те појединачне трансакције постоји низ фактора који објашњавају скок цене нафте од око 60% у 2007. години. Подсетимо да је цена нафте по барелу у 2003. години износила испод 25 долара, а у 1998, када је понуда нафте на светском тржишту увелико премашивала тражњу, цена се кретала на нивоу од око 11 долара. Међутим, услед експанзије привредног раста на тржиштима у успону у последњих неколико година, дошло је до повећања потрошње нафтних деривата. Истовремено, нарасле политичке тензије у Нигерији, Венецуели и Ирану угрозиле су редовно снабдевање нафтом, а с нафтних поља у САД, Мексику и другим земљама смањена је експлоатација.

Велике нафтне компаније, без обзира на то што су због високе цене нафте у последње две године оствариле рекордне профите, суочене су с проблемом проналажења нових нафтних поља ради повећања производње. Најновија налазишта нафте откривена у водама Мексичког залива и крај Бразила захтевају вишегодишње припреме да би се започело с њиховом експлоатацијом.

Убрзаном расту цене нафте у великој мери су допринели инвеститори и хеџ фондови будући да је нафта, уосталом као и друге сировине, постала једна врста сигурносног уточишта за инвеститоре забринуте због слабљења америчког долара и негативних ефеката кредитне кризе у САД.

Цена нафте на почетку 2008. године налази се на самој граници историјског рекорда у сталним ценама од 102,81 долар, из 1980. године, када је избио иранско-ирачки сукоб. За разлику од нафтних шокова из седамдесетих и осамдесетих година прошлога века, најновија епизода с високим ценама нафте до сада није изазвала рецесију или пад личне потрошње у већем обиму. Међутим, негативни ефекти се испољавају у виду повећања трговинског дефицита и снажних инфлаторних притисака. Најновији подаци објављени у САД показују да су у децембру забележени пад личне потрошње и повећање стопе незапослености, а то су први конкретни наговештаји почетка рецесије.

Пошто је успоравање привредне активности у САД већ увелико започело и сви су изгледи да ће се наставити, а извесно је и да ће привредни раст у земљама које су велики потрошачи нафте (Кина, Индија) бити успорен у 2008. години, сигурно је и да ће раст тражње за нафтом бити успорен. Та чињеница требало би да буде одлучујућа за предвиђено стабилизовање цене нафте на нивоу од 85 долара за барел до краја прве половине 2008. године. Такав сценарио, тј. тренд постепеног смањења цене нафте у 2008. години, вероватнији је од супротног, кретања ка цени од 115 долара, који смо споменули на почетку текста. Иако не треба занемарити геополитичке факторе, чини се да ће они у 2008. години одиграти секундарну улогу у одређивању кретања цене нафте. Оно што би ипак могло утицати на одржавање високог нивоа цене нафте јесу хеџ фондови са својим шпекулативним куповинама. Једно је извесно – почетак рецесије у САД значиће и сигуран пад цене нафте на светском тржишту.

3. Платнобилансна кретања

Платнобилансна кретања у последњем тромесечју 2007. могу се окарактерисати као забрињавајућа. Дефицит текућих трансакција достигао је рекордно учешће у тромесечном БДП-у (18,9%). Раст домаће потрошње, пад производње у традиционално извозним секторима (металургија и пољопривреда), повећана плаћања по основу камата на растући спољни дуг и пад прилива по основу нето откупа девиза, због релативно јаког динара, кључни су фактори високог дефицита текућег биланса. У условима јаке националне валуте и атрактивних каматних стопа, део текућег прилива, пре свега по основу дознака, исказан је у ставци нова девизна штедња.

Биланс текућих трансакција

Дефицит текућих трансакција у последњем тромесечју имао је историјски рекордну вредност, али и удео у БДП-у (од 18,9%). Његов раст у односу на исти период 2006. године је износио 58,4% због пораста дефицита у трговини робом и услугама за 51,9%. Дефицит текућих трансакција повећао је удео у БДП-у за 3,4 структурна поена, слично дефициту у размени робом и услугама (3,3 структурна поена).

Раст дефицита у трговини робом и услугама последица је успоравања стопе раста извоза уз убрзавање раста увоза.

Међугодишња стопа раста извоза је смањена и у четвртном тромесечју. Основни фактор успоравања динамике извоза након јула 2007. године био је пад извоза житарица (због суше и привремене забране извоза), обојених метала и гвожђа и челика (због јесењег ремонта у *US-Steel*-у). Вредност извоза тих производа је смањена са рекордних 176 милиона евра у јулу на 99 милиона евра у децембру. Изузимајући ова три одсека стандардне међународне трговинске класификације (СМТК), извоз има стабилну динамику раста од око 30% изражено у еврима. Мада је у последњем тромесечју робни извоз имао рекордну вредност изражено у доларима (2.515,8 милиона), када се изрази у еврима, он је опао у односу на треће тромесечје, и то је први пут од 2002. године да у последњем тромесечју није остварен раст вредности извоза у односу на треће тромесечје исте године.

Табела III.3.1.

Платни биланс Републике Србије

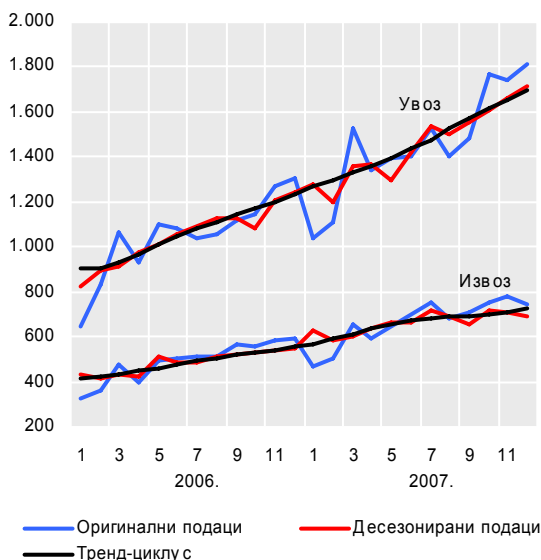
(у млн САД долара)

	2007.		Промена (у %)
	III тр.	IV тр.	
I. ТЕКУЋИ БИЛАНС	-1.849	-2.397	29,6
Робна размена, нето	-2.068	-2.839	37,3
Извоз, f.o.b.	2.378	2.516	5,8
Увоз, f.o.b.	-4.447	-5.354	20,4
Услуге, нето	23	-40	
Приходи	788	836	6,1
Расходи	-765	-876	14,5
Камате, нето	-196	-203	3,6
Текући трансфери, нето	322	584	81,4
Званична помоћ	70	100	42,9
II. КАПИТАЛНИ И ФИНАНСИЈСКИ БИЛАНС	2.330	2.892	24,1
Капитални трансфери	8	2	
Директне инвестиције, нето	575	1.001	74,1
Портфолио инвестиције, нето	156	152	-2,6
Сред. и дугор. кредити из иностранства, нето	903	1.485	64,5
од тога: превремена отплата дуга	17	38	
Кредити дати иностранству, нето	-8	-19	
Краткорочни кредити и депозити, нето	169	451	166,9
Одложена плаћања по основу нафте и гаса	62	175	182,3
Комерцијалне банке, нето			
(повећање -)	-14	-1.102	
Остали капитал, нето	478	747	56,3
III. ГРЕШКЕ И ПРОПУСТИ	144	-158	
IV. УКУПАН ПЛАТНИ БИЛАНС			
(I + II + III)	625	337	
V. ДЕВИЗНЕ РЕЗЕРВЕ НБС			
(повећање -)	-625	-337	-46,1

Графикон III.3.1.

Извоз и увоз робе

(у млн САД долара)



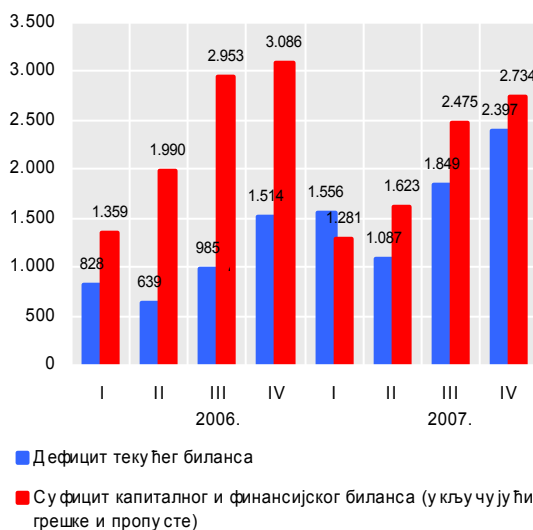
Охрабрујуће су структурне промене у извозу, јер је сектор машина и транспортних уређаја готово достигао удео сектора хране и живих животиња и сектора разних готових производа, уз тенденцију да у 2008. години постане други по значају извозни сектор (након производа сврстаних по материјалу).

С друге стране, међугодишње стопе раста увоза и дефицита у робној размени су у другој половини године повећане, одражавајући преливање раста домаће агрегатне тражње у раст увоза. Споре структурне реформе, експанзивна фискална и рестриктивна монетарна политика допринели су повећању спољнотрговинске неравнотеже. Према оцени Одбора директора ММФ-а (5. фебруар 2008), фискална политика је на краatak рок основно расположиво средство за смањење екстерне неравнотеже. Рестриктивнија фискална политика је неопходна како би се ограничили притисци на страни тражње све док резултати структурних реформи не буду снажнија подршка монетарној политици. Монетарна политика, са своје стране, треба да буде усмерена ка постизању циљане инфлације, док би конкурентност извоза требало да се повећа реструктурирањем привреде и умеренијим растом зарада, а не политиком девизног курса.

Графикон III.3.2.

Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала

(у млн САД долара)



Табела III.3.2.

Позиције текућег биланса у % БДП-а

	2006.				2007.			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Текуће трансакције	-13,3	-8,6	-11,6	-15,5	-17,5	-10,7	-16,6	-18,9
Текуће трансакције без званичне помоћи	-14,0	-9,3	-12,2	-16,3	-18,1	-11,2	-17,2	-19,7
Салдо роба и услуга	-21,8	-21,3	-17,4	-19,4	-21,2	-20,0	-18,3	-22,7
Извоз роба и услуга	26,7	27,8	28,5	26,6	27,6	27,7	28,4	26,4
Увоз роба и услуга	-48,5	-49,1	-45,9	-46,0	-48,8	-47,7	-46,7	-49,1
Нето факторски трансфери (камате)	-1,3	-1,6	-1,3	-1,0	-1,6	-1,5	-1,8	-1,6
Наплаћене	0,6	0,6	0,6	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5
Плаћене	-1,9	-2,2	-1,9	-1,7	-2,2	-2,1	-2,3	-2,1
Текући трансфери	9,0	13,6	6,5	4,2	4,7	10,3	2,9	4,6
Бесповратни трансфери	0,7	0,8	0,6	0,8	0,6	0,5	0,6	0,8

Биланс капиталних и финансијских трансакција

Суфицит на позицији капитално-финансијских трансакција у последњем тромесечју био је довољан да се покрије дефицит текућих трансакција. У односу на последње тромесечје 2006. године учешће суфицита капитално-финансијских трансакција у БДП-у био је за 10,5 структурних поена мањи.

Пад учешћа суфицита капитално-финансијских трансакција у БДП-у последица је пада учешћа капиталног рачуна и страних директних инвестиција. Капитални рачун је смањив учешће у БДП-у за 4,4 структурна поена, а нето прилив СДИ за 9 структурних поена, што је у збиру више од укупног пада суфицита капитално-финансијских трансакција у БДП-у.

Нето-прилив портфолио инвестиција смањив учешће у БДП-у за 1,1 структурни поен у односу на последње тромесечје 2006. године.

Насупрот паду инвестиционог прилива капитала (капитални рачун, стране директне и портфолио инвестиције), Србија је учешће нето задуживања (збир свих кредитних позиција) у БДП-у повећала за 11 структурних поена у односу на исти период 2006. године. При томе је учешће коришћења дугорочних кредита повећано за 4,3 структурна поена, а краткорочног задуживања за 1,7 структурних поена. Отплате главнице дуга по дугорочним кредитима повећале су учешће у тромесечном БДП-у за 1,5 структурних поена и достигле су рекордно учешће од 8,6%.

Одлагања плаћања нафте, као вид финансирања текућег биланса, повећала су своје учешће у БДП-у за 0,8 структурних поена.

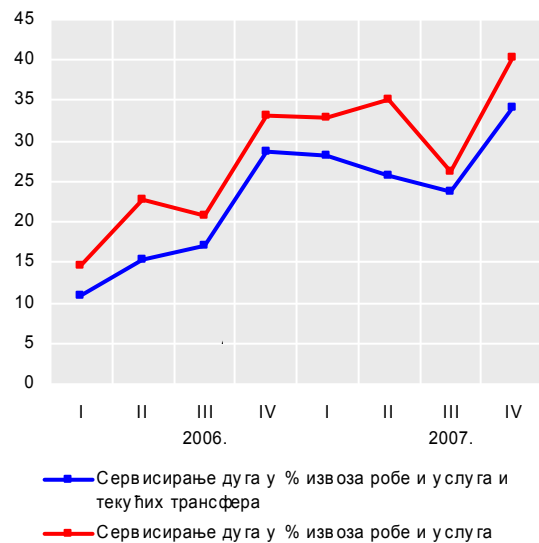
Остали капитални прилив, у коме је најзначајнија по вредности «нова девизна штедња», повећао је у четвртм тромесечју своје учешће у БДП-у за 1,3 структурна поена. У томе је учешће нове девизне штедње било више за 2 структурна поена, док су остале позиције смањиле учешће укупно за 0,7 структурних поена.

Суфицит платног биланса (пораст девизних резерви НБС) у последњем тромесечју је износио 2,7% тромесечног БДП-а и био је за 13,4 структурна поена мањи у односу на исти период 2006. године.

Стопа сервисирања дуга, као однос збира плаћене главнице и камата, с једне стране, и прихода од извоза робе и услуга, с друге, износила је у последњем тромесечју 40,2%, што представља рекордно високо оптерећење текуће девизне ликвидности. Када се у девизни прилив укључе и текући трансфери, стопа сервисирања спољног дуга је износила 34,2%, што је више од горње границе ликвидности (од 25%) и указује на високу осетљивост позиције капитално-финансијских трансакција на висину прилива капитала.

Графикон III.3.3.

Основни индикатори спољне ликвидности, у %



Табела III.3.3.

Позиције капитално-финансијског биланса и укупан биланс у % БДП-а

	2006.				2007.			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Капиталне и финансијске трансакције	22,9	27,0	35,4	33,3	16,8	16,2	20,9	22,8
Капитални рачун - нето	0,1	0,1	4,9	4,4	-4,7	0,0	0,1	0,0
Стране директне инвестиције - нето	3,2	9,4	20,1	16,9	9,8	-2,5	5,2	7,9
У иностранство (потраживања)	-0,9	-0,2	-0,2	0,0	0,2	-8,1	0,1	-0,9
У Србију (обавезе)	4,1	9,6	20,2	17,0	9,6	5,6	5,0	8,8
Портфолио инвестиције - нето	0,2	0,8	1,7	2,3	4,0	2,4	1,4	1,2
Коришћење дугорочних кредита	11,8	25,0	15,7	15,7	14,5	20,2	13,1	20,0
Отплате главнице по дугорочним креди	-2,0	-4,1	-4,0	-7,1	-6,9	-7,7	-5,1	-8,6
Остало - превремене отплате главнице	0,0	-3,2	-2,8	-6,7	-2,1	0,6	0,2	0,3
Кредити дати иностранству	0,2	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0	-0,1	-0,1
Краткорочни кредити и депозити - нето	4,1	-0,5	-2,5	1,9	-2,9	1,3	1,5	3,6
Одложена плаћања по основу увоза на	-0,9	-0,8	-0,5	0,6	1,4	-1,3	0,6	1,4
Остали капитални прилив	3,5	0,3	5,4	4,6	3,7	2,7	4,3	5,9
Комерцијалне банке (повећање -)	2,8	0,0	-2,6	0,4	0,0	0,5	-0,1	-8,7
Грешке и пропусти	-1,1	-0,4	-0,7	-1,8	-2,4	-0,3	1,3	-1,2
Укупан биланс	8,5	18,1	23,1	16,1	-3,1	5,3	5,6	2,7

Девизне резерве Народне банке Србије су на крају четвртог тромесечја достигле износ од 14.215,8 милиона долара (9.639,2 милиона евра), за 5,6% виши у односу на треће. Такав ниво девизних резерви обезбеђује покривеност увоза робе и услуга за приближно осам месеци.

Повећање девизних резерви Народне банке Србије остварено је првенствено захваљујући приходима по основу иностраних хартија од вредности и међувалутним променама (допринос од око 4,4 п.п.), нето откупу девиза по основу мењачких послова (допринос од 3,0 п.п.), као и по основу привременог платног промета с Косовом и Метохијом (0,6 п.п.).

Одлив средстава из девизних резерви Народне банке у току четвртог тромесечја регистрован је по основу девизне обавезне резерве банака (за 1,9 п.п.), учешћа Народне банке на МДТ-у (за 0,7 п.п.) и отплате обавеза по основу старе девизне штедње и зајма за привредни препород (за 0,2 п.п.).

Укупне девизне резерве Републике Србије су на крају четвртог тромесечја достигле износ од 16.067,8 милиона долара (10.895,0 милиона евра). Од тога се на девизне резерве овлашћених банака односи 1.852,0 милиона долара (1.255,8 милиона евра).

Нето девизним трансакцијама Народне банке у четвртом тромесечју креирано је 500,1 милион евра примарног новца. Расту примарног новца су допринеле директне трансакције и откуп девиза по основу мењачких послова (291,2 и 275,9 милиона евра, респективно), док је по основу учешћа на међубанкарском девизном тржишту примарни новац смањен за 67,0 милиона евра. У оквиру директних трансакција, од државе је откупљено 158,3 милиона евра. Прилив девиза остварен је и по основу осталих директних трансакција и привременог платног промета с Косовом и Метохијом, што је повећању примарног новца допринело за 77,6, односно 55,2 милиона евра.

Табела III.3.4.

Доприноси стопи раста девизних резерви НБС
(у процентним поенима)

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

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

²⁾ Приходи од приватизације, кредити ММФ-а итд.

Табела III.3.5.

Нето девизне трансакције НБС с монетарним ефектом
(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
IV тромесечје				
EUR	-67,0	291,2	275,9	500,1
Динара	-5.387,5	22.879,7	22.379,2	39.871,4
Укупно 2007.				
EUR	-705,6	893,6	1.161,1	1.349,0
Динара	-56.839,6	70.853,1	93.442,9	107.456,4

¹⁾ Обухвата нето прилив/одлив девиза по основу куповине/продаје НБС на Међубанкарском девизном тржишту, односно мењачких послова.

²⁾ Обухвата нето девизне трансакције с државом, државним органима, привремени платни промет с 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

Сви новчани агрегати су у децембру забележили раст већи од сезонски уобичајеног због повећаног трошења депозита државе. Кредитна активност је поново убрзана, а појачано је и директно задуживање сектора привреде у иностранству. Ипак, јаз реалних кредита је још увек негативан, па се може закључити да, и поред неапсорбованих негативних ефеката фискалне експанзије, монетарна кретања не стварају инфлаторне притиске у кратком року. Будући да монетарни агрегати већ дуже време бележе високе стопе раста, то у средњем року може за последицу имати инфлаторне притиске.

Монетарни агрегати

Четврто тромесечје 2007. године обележила је фискална експанзија и знатније трошење депозита државе, нарочито у децембру, које је за последицу имало већи раст свих новчаних агрегата од сезонски уобичајеног. Међугодишње посматрано, раст динарске компоненте новца је успорен. Међутим, за разлику од истог периода прошле године, када је новац порастао захваљујући значајнијем приливу иностраног капитала, овогодишњи пораст је био последица повећаног трошења државе. Таква кретања су нарочито неповољна ако се имају у виду тренутно високи инфлаторни притисци по разним основама.

У децембру су депозити државе смањени за око 40 милијарди динара. Поред тога, држава је извршила и директну продају 150 милиона евра. Од свих тих средстава већи део се слио на текуће рачуне грађана, док је мањи део положен код банака у виду орочене штедње. Истовремено, потрошња становништва је додатно повећана (мерено нивоом готовог новца у оптицају) због новогодишњих и божићних празника.

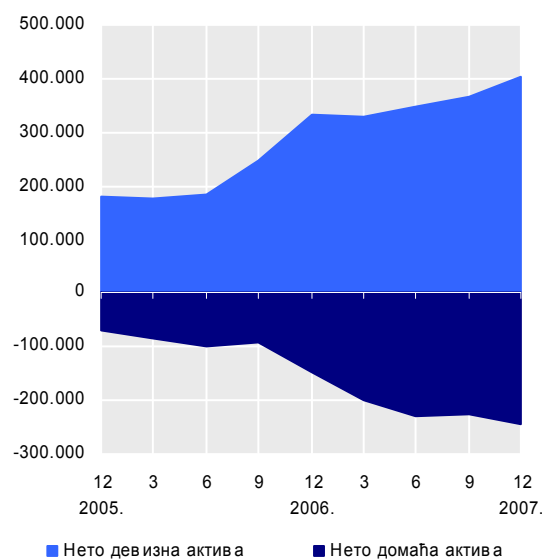
И поред тога што је Народна банка крајем децембра повећала референтну каматну стопу, банке нису поменути средства грађана успеле да пласирају у репо операције, већ су их преконоћно депоновале код Народне банке. На изразито високу динарску ликвидност банака крајем године указује и пад Веопије и њено веће одступање од референтне стопе.

У току четвртог тромесечја примарни новац је креиран и путем нето девизних и динарских трансакција. Ефекат креирања новца по основу девизних трансакција и експанзивнијег карактера фискалне политике, који се огледао и у повлачењу депозита државе с рачуна код Народне банке, делимично је неутралисан операцијама на отвореном тржишту. Пошто су банке још раније очекивале раст референтне каматне стопе, оне су пре него што је објављено њено повећање од 50 базних поена повећале тражњу и слободна средства пласирале у хартије од вредности Народне банке, у вредности од 33 милијарде динара.

Графикон III.4.1.

Креирање примарног новца

(кумулативне промене у милионима динара)

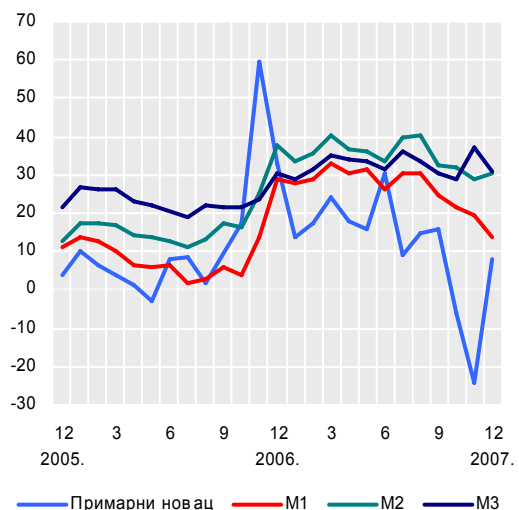


Графикон III.4.2.

Кретање монетарних агрегата

дефлационирано ценама на мало

(међугодишњи раст, у %)



У структури новчане масе највећи раст су забележили орочени динарски депозити, делимично због ниске почетне базе, делимично захваљујући атрактивним каматним стопама на динарску штедњу, али и по основу високог раста доходака грађана. И поред виших стопа раста квазиновца, у највећој мери депозита с краћим роком доспећа (до једне године), у новчаној маси МЗ и даље доминирају девизни депозити, чије је учешће на крају 2007. године износило 58%. Девизна штедња грађана је у децембру достигла ниво од око 4,8 милијарди евра и у новчаној маси МЗ учествовала са 43%. Раст бележе и депозити привреде и других финансијских институција, као и локалних органа управе, што је допринело расту кредитне активности банака. Већи раст динарских депозита у четвртој тромесечју може се објаснити неповољним кретањима на Београдској берзи и мањем обиму улагања слободних средстава у акције предузећа и банака.

Креирање новчане масе МЗ је остварено по готово свим основама, али у највећој по основу нето девизних трансакција банкарског сектора (с девет процентних поена), углавном као резултат нето куповине девиза коју је вршила Народна банка. Кредити одобрени привреди и становништву допринели су расту новчане масе са 7,7 процентних поена. Банке нису успеле у потпуности да ускладе стање бруто пласмана становништву са основним капиталом, па су у децембру морале да код Народне банке издвоје депозит у износу од 4,5 милијарди динара. Једино је куповина обвезница старе девизне штедње од стране банака и даље бележила смањење, будући да су банке слободна ликвидна средства углавном пласирале у куповину хартија од вредности у репо трансакцијама и у виду кредита приватном сектору.

Иако понуда новца (мерена монетарним агрегатима), како у номиналном тако и у реалном изразу, већ дуже време бележи изразито високе стопе раста, у кратком року по овом основу не очекујемо знатније инфлаторне притиске. Међутим, будући да ове стопе премашују и стопе раста номиналног БДП-а, у средњем року по овом основу могу проистећи инфлаторни притисци.

Табела III.4.1.

Допринос делова aktive стопи раста примарног новца¹⁾
(у процентним поенима)

	2007.			
	I	II	III	IV
Нето девизне резерве	0,0	17,3	13,6	31,7
Нето домаћа актива	-23,2	1,6	-13,8	-1,2
Домаћи кредити	-35,7	-11,3	-15,9	-2,3
Нето потраживања од државе	-23,7	-25,1	9,6	24,7
Нето потраживања од банака	-12,2	14,3	-26,4	-27,5
Нето потраживања од осталих сектора	0,3	-0,5	0,9	0,5
Остала актива (нето)	12,5	12,9	2,1	1,1
Примарни новац	-23,2	18,9	-0,2	30,5

¹⁾ Искључени девизни депозити државе код НБС.

Табела III.4.2.

Допринос делова aktive стопи раста МЗ¹⁾
(у процентним поенима)

	2007.			
	I	II	III	IV
Нето девизна актива	3,5	3,2	2,9	9,0
Нето домаћа актива	1,3	2,1	9,7	7,7
Домаћи кредити	3,1	5,6	8,3	12,1
Нето потраживања од државе	-5,1	-3,8	1,2	4,4
Кредити осталим секторима	8,8	9,9	7,2	7,7
Становништву	4,3	3,6	4,5	2,6
Привреди у динарима	4,3	6,8	3,1	4,8
Привреди у девизама	0,2	-0,5	-0,4	-0,1
Остало	0,0	0	0	0
Купљене обвезнице старе девизне штедње	-0,6	-0,5	-0,1	0
Краткорочни динарски кредити државе банкама	0	0	0	0
Остала актива, нето	-1,8	-3,4	1,4	-4,4
Новчана маса (МЗ)	4,7	5,3	12,6	16,7

¹⁾ Искључени девизни депозити државе код НБС.

Табела III.4.3.

Стопе раста монетарних агрегата
(у процентима)

	2006.		2007.		Учешће у МЗ (дец.)
	IV	I	II	III	IV
МЗ	13,5	4,3	5,3	12,3	16,7
Девизни депозити	10,1	7,3	10,2	10,9	10,3
М2	25,7	-4,5	9,8	15,1	26,8
Орочени динарски депозити	15,8	2,9	18,1	33,6	38,3
М1	29,7	-7,1	6,6	7,9	21,2
Депозити по виђењу	28,8	-3,1	5,6	12,0	23,0
Готов новац у оптицају	31,4	-14,3	8,5	0,5	17,7

Пласмани банака

У 2007. години укупан раст пласмана банака приватном сектору је износио 225 милијарди динара, или двоструко више у поређењу с претходном годином. У четвртом тромесечју у односу на треће међугодишњи раст кредита приватном сектору је додатно убрзан – стопа раста на крају године је износила 42,8% (реално око 30%), према 36% с краја трећег тромесечја. За разлику од кредита становништву, чији је раст у четвртом тромесечју био успорен, кредити привреди су забележили убрзање. Поред тога, предузећа су интензивирала директно задуживање у иностранству. Кључни фактори који су определили раст кредита у четвртом тромесечју били су даљи пад активних каматних стопа, као и раст тражње предузећа за кредитима.

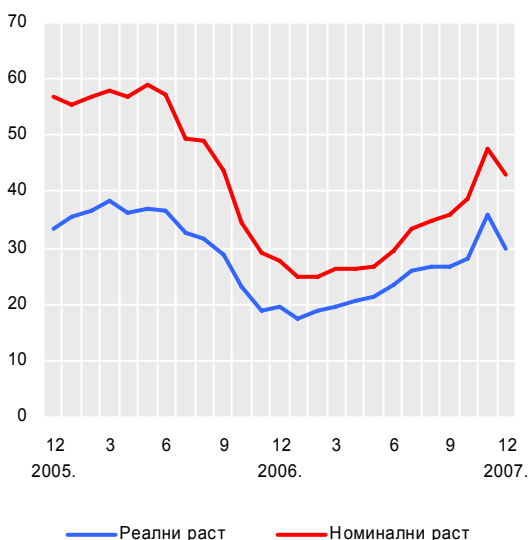
На први поглед изгледа да се динамика кредитирања у четвртом тромесечју није битније променила и да су мере ограничавања ненаменског задуживања, које су предузете само накратко, зауставиле раст кредита становништву. Међутим, имајући у виду процену да је страном валутом индексирано око 70% кредита, закључује се да је тај раст делимично последица и номиналне депресијације динара.⁸ Такође, треба имати у виду да је, због деловања сезонских фактора, за четврто тромесечје карактеристичан пораст кредитирања.

Учешће домаћих кредита у БДП-у је у четвртом тромесечју повећано за 1 процентни поен и износило је око 31%, што је знатно ниже у односу на друге транзиционе земље (са изузетком Румуније). Такво стање наводи на закључак да је актуелни кредитни раст резултат пре процеса реалне конвергенције (*catching up*) него кредитног бума. Уколико се узме у обзир и директно задуживање предузећа у иностранству, које је достигло 11,3 милијарде долара, процењује се да учешће укупних кредита у БДП-у тренутно износи око 50%, тако да је и према овом критеријуму испод просека за привреде у транзицији.

Основни извори раста пласмана банака у посматраном тромесечју били су девизни депозити домаћих небанкарских сектора. Њихово учешће је премашило 32% билансне суме, док је допринос иностраних извора средстава био мањи у поређењу с претходним тромесечјима. Када је реч о задуживању банака у иностранству, не може се јасно утврдити њихова опредељеност у погледу рочне структуре задуживања.

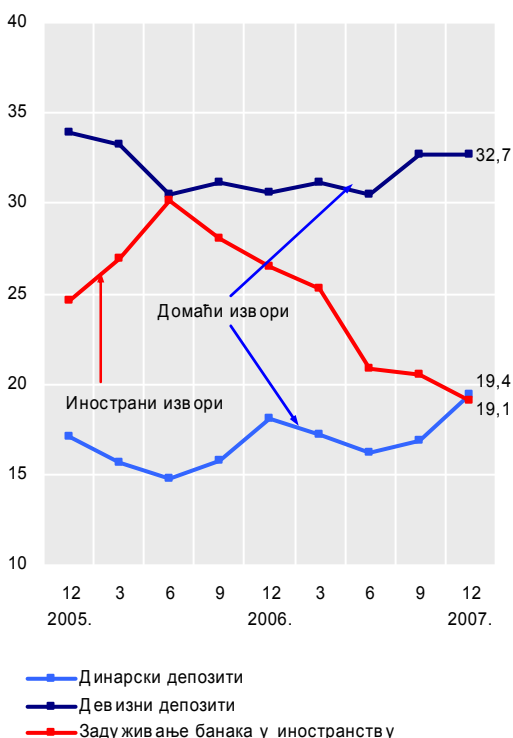
Графикон III.4.3.

Међугодишњи раст кредита привреди и становништву
(у %)



Графикон III.4.4.

Извори раста пласмана банака
(у % билансне суме банака)



⁸ Посматра се стање кредита последњег дана у месецу, а динар је и на крају новембра и децембра номинално депресирао према евр у односу на крај трећег тромесечја.

Републички државни органи, као и локални нивои управе, нису користили нове кредите. Потраживања од јавних предузећа су минимално повећана.

Појачано задуживање сектора предузећа указује на позитивна очекивања овог сектора у погледу будућих макроекономских кретања. У односу на крај септембра, бржи раст су забележили краткорочни кредити сектора предузећа, који су се највероватније користили за измиривање обавеза према иностранству и набавку сировина и репроматеријала. Дугорочни кредити предузећа, који се углавном користе за финансирање дугорочних инвестиционих улагања (у опрему), исказују континуирано повећање. С обзиром на то да потраживања банака од предузећа по основу издатих хартија од вредности нису знатније повећана, може се закључити да у четвртом тромесечју предузећа нису имала већих проблема с ликвидношћу.

Годишња стопа раста кредита одобрених становништву, која је и у последњих неколико месеци изнад 57%, у четвртом тромесечју је била благо успорена. У оквиру ових кредита највише су порасли стамбени – за 15 милијарди динара. Висок раст су остварили и кредити по основу кредитних картица, а повећање потрошачких кредита је било минимално. Иако је инфлација у току четвртог тромесечја била убрзана, потошачки кредити су имали релативно скромнији раст, тако да се може закључити да је тражња становништва успорена.

Без обзира на то што је у четвртом тромесечју остварен висок раст кредита, ако се упореди кретање јаза реалних кредита са бруто додатом вредношћу без пољопривреде⁹, уочава се да је настављено кретање оба индикатора агрегатне тражње испод тренда. То указује да у кратком року не треба очекивати јачање инфлаторних притисака по том основу.

Табела III.4.4.

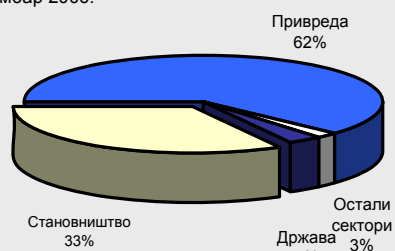
Бруто пласмани банака становништву (у млн динара)

	30. 6. 2007.	30. 9. 2007.	31. 12. 2007.
Готовински кредити	95.056	104.351	102.675
Кредитне картице	23.712	26.517	31.647
Минусни салдо по текућим рачунима			
Потрошачки кредити	13.640	14.649	14.802
Пољопривредна делатност	20.546	22.737	23.590
Обављање других делатности	6.289	7.015	7.688
Стамбена изградња	707	743	526
Остало	63.673	75.507	90.012
Укупно	14.192	12.042	9.854
	237.816	263.561	280.794

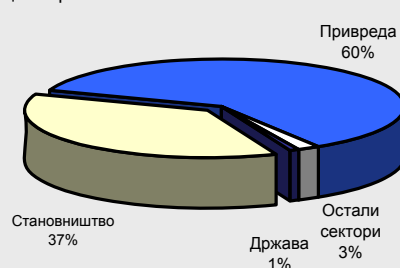
Графикон III.4.5.

Секторски распоред кредита банака

Децембар 2006.



Децембар 2007.



⁹ Јаз реалних кредита је и у четвртом тромесечју негативан. Овај индикатор показује прилично добро слагање са осталим индикаторима економске активности, нарочито с бруто додатом вредношћу без пољопривреде.

5. Кретање понуде и тражње

Понуда и извори раста

Економска активност у трећем тромесечју 2007. је била успорена, највише услед егзогених фактора који су негативно утицали на пољопривредну производњу. Тренд успоравања је био још израженији у четвртном тромесечју, нарочито код индустријске производње. Таквим кретањима је допринео и рестриктиван карактер монетарне политике и по том основу нису проишчили инфлаторни притисци.

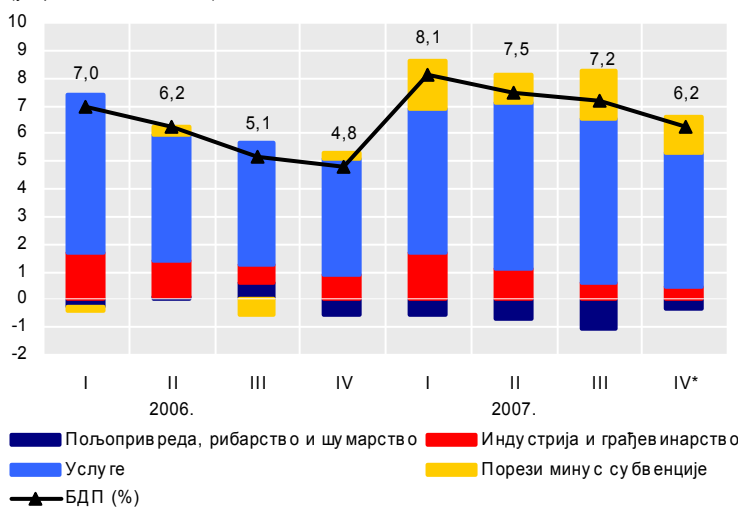
Треће тромесечје

У најновијем извештају РЗС извршена је корекција података о БДП-у за прва два тромесечја 2007. године. Према коригованим подацима, тренд успоравања БДП-а је настављен и у трећем тромесечју, што је у складу с нашим очекивањима из претходног Извештаја о инфлацији. Међугодишњи реални раст БДП-а у трећем тромесечју је износио 7,2%, а непољопривредне додате вредности¹⁰ 9,0%. Знатно нижи остварени БДП у односу на непољопривредну додату вредност последица је егзогених фактора који су негативно утицали на пољопривредну производњу.

Бруто додата вредност у трећем тромесечју допринела је међугодишњем расту БДП-а са 5,5 п.п., а порези (умањени за субвенције) са 1,7 п.п. У њеној структури, највећи допринос међугодишњем расту БДП-а је имао сектор услуга: саобраћајна активност (2,7 п.п.), трговина на мало и велико (1,7 п.п.) и финансијско посредовање (1,2 п.п.). Највећи утицај на успоравање раста БДП-а имали су лоши резултати у пољопривреди услед суше, који су негативно утицали и на поједине гране индустрије. Пад пољопривредне производње у трећем тромесечју (8,7% међугодишње) успоравању раста БДП-а је допринео са 1,1 п.п. Такође, на успоравање раста БДП-а одразило се успоравање раста агрегатне тражње, узроковано реалним смањењем раста зарада.

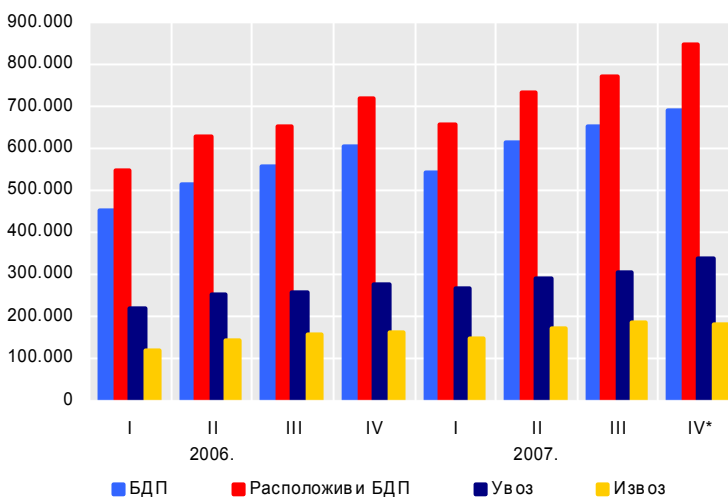
Графикон III.5.1.

Допринос међугодишњем расту БДП-а
(у процентним поенима)



Графикон III.5.2.

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



*Процена НБС.

¹⁰ Непољопривредну додату вредност (БДП без пољопривреде и пореза минус субвенције) користимо у анализама будући да је динамика овог агрегата најбоље корелисана с динамиком индекса монетарне рестриктивности.

Четврто тромесечје

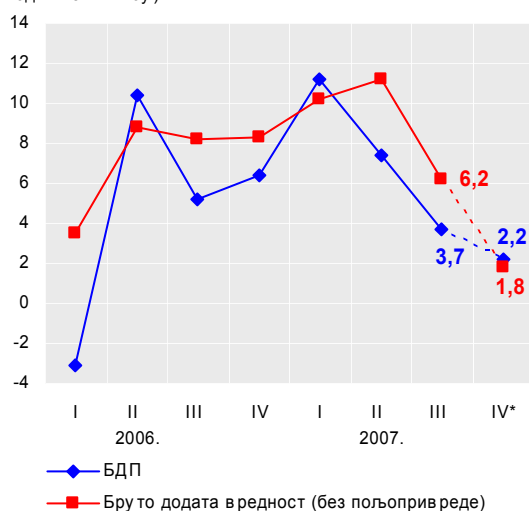
На основу званичних података којима за поједине секторе расположемо, процењујемо да је у четвртом тромесечју реални БДП додатно успорен – међугодишња стопа раста БДП-а је износила око 6,2%, а стопа раста непољопривредне додате вредности око 7,3%. Успоравању економске активности допринео је и апресијацијски јаз реалног девизног курса, што неспорно упућује на закључак да се рестриктивнији карактер монетарне политике у извесној мери одразио на економску активност.

Према десезонираним подацима, очигледно је да је БДП у четвртом тромесечју забележио успоравање раста (2,2% на годишњем нивоу) према претходном тромесечју (3,7%). Знатно успоренији је био раст непољопривредне додате вредности (1,8%) у односу на треће тромесечје (6,2%).

Графикон III.5.3.

Раст индикатора економске активности

(десезониране тромесечне стопе раста, на годишњем нивоу)

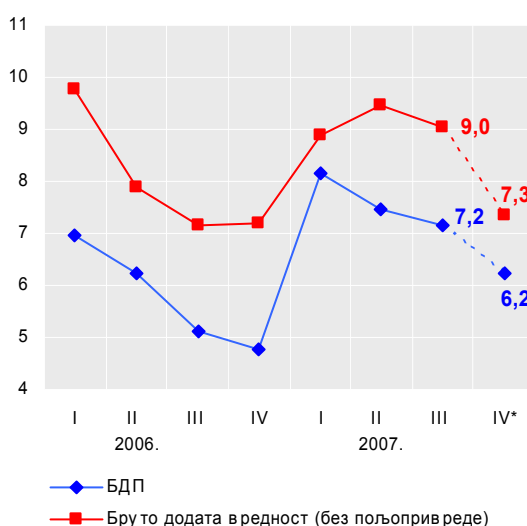


* Процена НБС.

Графикон III.5.4.

Раст индикатора економске активности

(међугодишње стопе раста)



* Процена НБС.

Индустријска производња је остварила међугодишњи раст од 0,4%, што представља знатно успоравање (3,2 п.п.) у односу на треће тромесечје. Посматрано по секторима, производња и дистрибуција електричне енергије је успорена (4% међугодишње), док је прерађивачка индустрија забележила незнатан, а вађење руда и камена знатнији пад (4,4%). У структури прерађивачке индустрије, која у укупној индустрији има највеће учешће (75,4%), производња неметалних минерала и производња основних метала, које су у великој мери допринеле септембарском успоравању раста производње, и у децембру су наставиле опадајући тренд. Производња неметалних минерала је регистровала међугодишњи пад од 9,3%, што је за 3,1 п.п. више него у трећем тромесечју. Будући да производња ове индустријске гране представља главни индикатор грађевинске активности, процењујемо да је и грађевинска активност имала слична кретања.

Производња основних метала није се опоравила од септембарског осетног пада, који је био последица јесењег ремонта у *US-Steel*-у. Она је у четвртом тромесечју исказала међугодишњи пад од 21,1% и тиме дала негативан допринос расту индустријске производње. Ако се искључи производња основних метала, раст индустријске производње је у последња два тромесечја у извесној мери већи, али и даље успорен.

Процењујемо да је највећи допринос расту БДП-а у четвртом тромесечју имала саобраћајна активност (2,0 п.п.), као и трговина на мало и велико (1,8 п.п.). Благо убрзана, захваљујући сезонском ефекту новогодишњих и божићних празника, трговина на мало је достигла реалну међугодишњу стопу раста од 21,3%.

Полазећи од оцењеног реалног раста БДП-а и цена, БДП би у четвртном тромесечју могао да износи око 689 милијарди динара. Распоживи БДП би, на основу платнобилансних података, у том случају износио око 846 милијарди динара (122,7% БДП-а). Извоз робе и услуга би чинио 26,4%, а увоз 49,1% БДП-а. Међугодишњи пораст агрегатне тражње би износио око 17,5%, што представља успоравање раста за 0,4 п.п. у односу на претходно тромесечје.

Индикатори потрошње становништва

Потрошња становништва у четвртном тромесечју није у већој мери стварала инфлаторне притиске. Њена номинална стопа раста била је најнижа у последњих неколико година, а реална стопа је, због убрзања инфлације, додатно умањена.

На основу изабраних показатеља, оцењујемо да је реална стопа раста **тражње становништва** у четвртном тромесечју износила 3,8% у односу на упоредиви период 2006. године. Пад реалне стопе раста тражње становништва у односу на треће тромесечје (10,7%) последица је пада номиналне стопе раста (са 18% у трећем на 13% у четвртном тромесечју), али и убрзања инфлације.

Евидентирани извори раста потрошачке тражње у четвртном тромесечју су следећи:

Зараде. Удео нето зарада из статистичког узорка у оцењеном БДП-у је износио 12,8%, што је за 0,6 структурних поена више него у упоредивом периоду 2006. године. Под претпоставком да узорком необухваћени радници имају у просеку исте зараде као обухваћени, учешће нето зарада у оцењеном БДП-у износи 34,6%, или за 2,4 структурна поена више у односу на упоредиви период 2006. године;

Социјални трансфери. Ова категорија прихода становништва чинила је 14,6% оцењеног БДП-а, што је 0,5 структурних поена мање него у истом периоду 2006. године;

Дознаке. Регистроване дознаке су износиле 4,4% процењеног БДП-а, што је за 0,2 структурна поена више у односу на исто тромесечје 2006. године;

Мењачи. Прилив становништва исказан кроз мењачке послове чинио је 3,4% оцењеног БДП-а, што представља смањење за 0,3 структурна поена у односу на исто тромесечје 2006. године;

Кредити. По основу задуживања становништво је обезбедило додатне изворе средстава за потрошњу у висини од 2,9% оцењеног БДП-а, што представља повећање за 0,7 структурних поена у односу на исти период 2006. године.

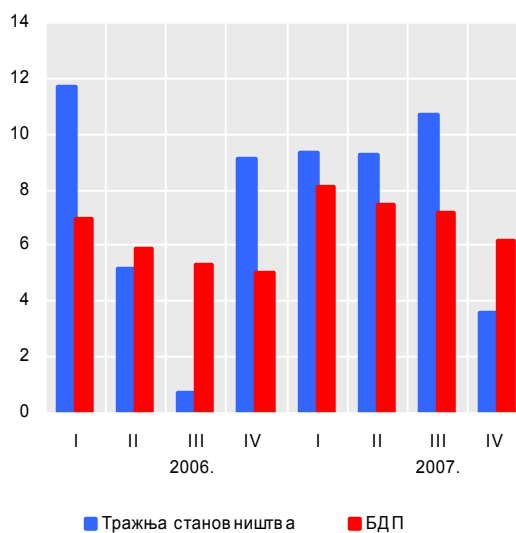
Штедња. Становништво је повећало штедњу за 7% оцењеног БДП-а, или за 3,2 структурна поена више него у четвртном тромесечју 2006. године. Део пораста штедње последица је њеног преусмеравања из «сламарица» на рачуне код банака захваљујући понуђеним атрактивним каматама у Недељи штедње почетком новембра.

У структури БДП-а, приходи становништва умањени за прираст штедње и увећани за прираст кредита смањили су учешће за 0,5 структурних поена (на 52,9%). Полазећи од тога, али и пораста штедње који не потиче од текућих прихода, може се закључити да тражња становништва у току четвртог тромесечја 2007. године није генерисала инфлаторне притиске.

Графикон III.5.5.

Кретање тражње становништва и БДП-а

(међугодишње реалне стопе раста, у %)



Јавна потрошња

Четврто тромесечје је карактерисало изузетно високо дефицитарно финансирање буџета, према методологији ММФ-а од 52,1 милијарде динара. Ефекат креирања новца по основу буџета је износио 54,4 милијарде динара. Иако је за 2008. годину планиран дефицит буџета од 14,8 милијарди динара, очекујемо да ће реализовани консолидовани дефицит бити већи.

Укупни консолидовани приходи без донација буџета Републике Србије износили су у четвртом тромесечју 281,3 милијарде динара, што је 17,8% номинално или 7,0% реално више него у истом периоду претходне године. Укупни консолидовани расходи износили су 333,4 милијарде динара, или 18,0% номинално или 7,2% реално више него у истом периоду претходне године (када је буџетска потрошња такође била изузетно висока). Тиме је у четвртом тромесечју остварен дефицит буџета у износу од 52,1 милијарду динара.

Као последица пре свега убрзања реализације буџета за 2007 годину¹¹, забележени су пад учешћа прихода и раст учешћа расхода у БДП-у.

Негативан фискални резултат последица је рекордног трошења на готово све категорије расхода. Раст укупних расхода у четвртом у односу на претходно тромесечје износио је 31,3% номинално, док је раст децембарских расхода у односу на новембар износио чак 65,0% номинално.

У децембру је на консолидованом нивоу потрошено знатно више него просечно месечно у првих једанаест месеци 2007. године, и то: 21,5 милијарди више на капиталне инвестиције, 16,0 милијарди на материјалне трошкове, 10,0 милијарди на отплату дуга пензионерима и по основу старе девизне штедње, 8,2 милијарде на субвенције (посебно на локалном нивоу), 9,5 милијарди на трошкове зарада и социјалних доприноса и 6,3 милијарде на социјалну помоћ.

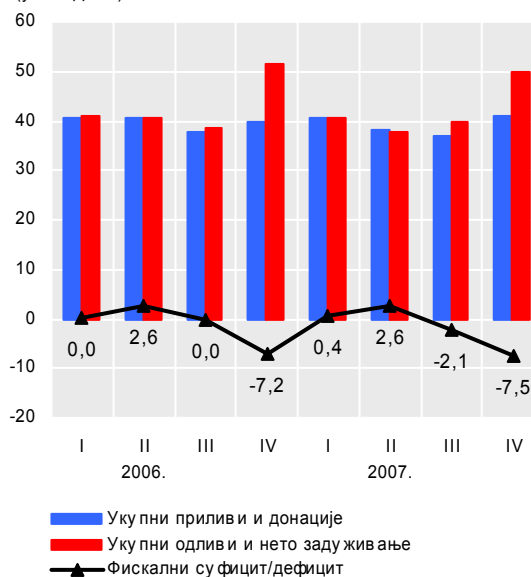
Ако посматрамо међугодишњи раст, та повећања нису тако драстична с обзиром на то да је и децембар 2006. био карактеристичан по рекордно високим трошковима. Поменимо ипак раст расхода за зараде запослених од 20,6% (10,7% реално), субвенције за 39,9% (27,1% реално) и капиталне инвестиције од 34,7% (22,3% реално). Пад бележе једино расходи за отплате спољног дуга и камате, будући да ове године није било превремених отплата.

Међу приходима најзначајнији процентуални раст у односу на исти период претходне године забележили су

Графикон III.5.6.

Јавни приходи и расходи (методологија ММФ-а)

(у % БДП-а)

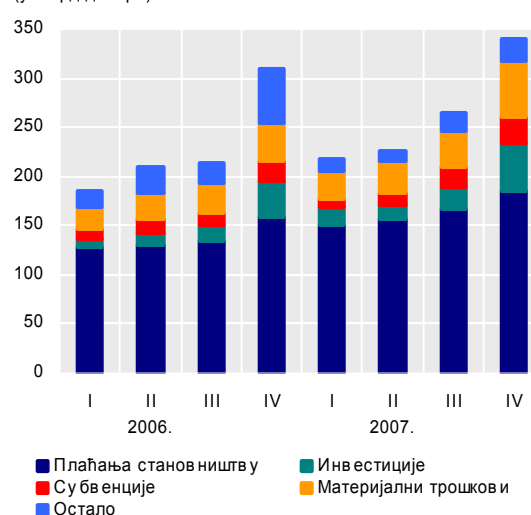


Извор: Прерачуно на бази података Министарства финансија Републике Србије.

Графикон III.5.7.

Структура јавних расхода

(у млрд динара)



Извор: Прерачуно на бази података Министарства финансија Републике Србије.

¹¹ Како је у првој половини 2007, због неблаговременог усвајања буџета, његова реализација била усклађена с Одлуком о привременом финансирању буџета, која је укупне расходе лимитирала на 50% годишњих прихода за претходну годину, у другој половини године реализација усвојеног буџета је убрзана, због чега је буџетски дефицит повећан у односу на прву половину године.

порез на добит (95,3% номинално, 79,0% реално) и приходи по основу царина (29,1% номинално и 18,3% реално). Остале категорије прихода су расле у складу са очекивањима (10 до 15% номинално), са изузетком прихода по основу пореза на зараде, који су смањени, али такође у складу са очекивањима (услед смањења пореске стопе).

У односу на исти период претходне године, посматрани период је карактерисало повећање готово свих категорија расхода – расхода за субвенције номинално за 39,9% (реално 28,2%), расхода за зараде запослених номинално за 20,6% (реално 10,5%), расхода за социјална давања номинално за 11,9% (реално 2,6%) и расхода за капиталне инвестиције номинално за 34,7% (реално 23,5%). Незнатан пад су забележили само отплата дуга и камате и категорија осталих расхода, која је увек на ниском нивоу.

Година 2007. је завршена с 47,5 милијарди динара дефицита консолидованог буџета, према 38,8 милијарди у 2006. години. Одсуство плана консолидованог буџета и непридржавање динамике извршења постојећих планова и даље представљају проблем, па претпостављамо да ће у 2008. години фискална политика бити још експанзивнија. У складу с планом централног буџета, поново очекујемо буџетски дефицит реда величине 2% БДП-а.

Табела III.5.1.

Фискални резултат

(по тромесечјима, у млрд динара)

	2006.				2007.				Индекс реално IV 2007. IV 2006.	Индекс реално IV 2007. IV 2006.
	I	II	III	IV	I	II	III	IV		
I. Укупан прилив и донације	183,23	209,01	209,26	239,19	220,36	232,94	240,56	281,85	1,18	1,08
од тога донације	0,54	0,39	0,31	0,21	0,13	0,27	0,35	0,42	1,96	1,80
II. Укупан одлив и отплата дуга	184,27	210,37	214,67	309,90	219,91	230,14	259,82	343,11	1,11	1,01
Отплата страног дуга	1,27	1,25	1,61	12,49	1,32	0,47	2,07	0,81	0,06	0,06
Отплата старе девизне штедње	0,48	14,03	4,09	1,12	0,59	13,19	3,75	8,94	8,01	7,34
Превремена отплата дуга	0,00	0,00	0,00	13,80	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
III. Укупан прилив без донација	182,68	208,62	208,95	238,98	220,23	232,67	240,21	281,43	1,18	1,08
IV. Укупан одлив без отплате страног дуга, старе девизне штедње и превремене отплате дуга	182,52	195,09	208,97	282,49	218,01	216,48	254,00	333,37	1,18	1,08
Салдо - методологија ММФ-а (III - IV)	0,16	13,53	-0,02	-43,51	2,23	16,19	-13,79	-51,93	1,19	1,09
БДП	450,48	516,30	555,95	603,07	543,02	612,43	650,40	689,52	1,14	1,05
Салдо - методологија ММФ-а у % од БДП	0,04	2,62	0,00	-7,22	0,41	2,64	-2,12	-7,53	1,04	0,96

Извор: Прерачунато на бази података Министарства финансија Републике Србије.

Табела III.5.2.

Консолидовани јавни расходи

(по тромесечјима, у млрд динара)

	2006.				2007.				Индекс реално IV 2007. IV 2006.	Индекс реално IV 2007. IV 2006.
	I	II	III	IV	I	II	III	IV		
Укупно расходи и отплата дуга ¹⁾	184,2	210,4	214,7	309,9	220,0	230,1	259,9	342,1	1,10	1,01
Плаћања становништву:	127,9	129,7	134,6	158,4	150,5	156,4	167,1	183,6	1,16	1,06
Нето зараде	43,9	43,7	45,1	57,8	53,1	57,5	59,4	69,7	1,21	1,10
Доприноси за запослене	7,5	7,9	8,2	9,8	9,4	10,5	10,8	12,3	1,26	1,15
Социјални трансфери	76,5	78,2	81,4	90,8	88,0	88,4	96,9	101,6	1,12	1,03
Пензије и исплате незапосленима	60,7	62,9	65,6	69,8	70,2	72,0	74,6	79,4	1,14	1,04
Социјална помоћ	13,1	12,7	13,1	17,9	15,1	13,7	19,4	18,3	1,03	0,94
Остали трансфери становништву	2,6	2,5	2,8	3,1	2,7	2,7	2,8	3,9	1,25	1,14
Субвенције	10,1	13,4	13,1	19,0	9,5	11,8	20,0	26,5	1,40	1,28
Материјални трошкови	23,4	26,6	30,4	39,6	27,1	32,8	36,4	56,6	1,43	1,31
Инвестиције	8,1	12,7	15,6	37,6	17,9	15,3	22,2	50,6	1,35	1,23
Трошкови камата	5,7	4,9	5,8	18,2	5,8	3,1	4,2	2,9	0,16	0,15
Отплата дуга	1,8	15,3	9,7	26,5	10,9	13,8	5,8	14,2	0,53	0,49
штедње и дуга пензионерима	0,5	14,0	8,1	14,0	9,6	13,3	3,8	13,4	0,95	0,87
Отплата спољног дуга	1,3	1,2	1,6	12,5	1,3	0,5	2,1	0,8	0,06	0,06
Отплата осталог унутрашњег дуга	0,0	0,0	0,0	0,0	4,5	0,4	3,1	-1,5³⁾		
Остало ²⁾	14,7	15,6	13,7	20,4	7,7	7,4	14,9	20,0	1,0	0,90

¹⁾ Збир не укључује доприносе за запослене и отплату осталог унутрашњег дуга.²⁾ Остало укључује трансфере за КиМ, нето задужевање и остале текуће трошкове.³⁾ Сторирање отплате дуга према НБС (2,6 млрд динара), која је приказана у првом тромесечју 2007.

Извор: Прерачунато на бази података Министарства финансија Републике Србије.

Индикатори инвестиционе потрошње

Упркос наставку успоравања економске активности, већина расположивих индикатора указује на раст инвестиционе активности, као и на смањење учешћа личне у корист инвестиционе потрошње у структури употребе БДП-а.

Дефицит у размени капиталних добара у четвртном тромесечју је и даље исказивао високу међугодишњу стопу раста (49,3%), чему је у највећој мери допринело убрзање раста увоза (58,6%).

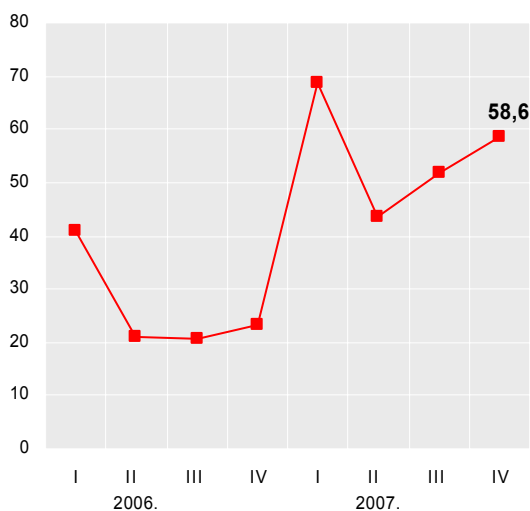
Мада је физички обим производње капиталних добара био успорен у односу на треће тромесечје, остварен је међугодишњи раст од 3,3%. То може бити један од узрока измењене структуре извоза у посматраном периоду у корист машина и транспортних уређаја.

Раст дефицита капиталних производа био је праћен убрзањем средњорочног и дугорочног задуживања предузећа, како у земљи тако и у иностранству, што такође говори у прилог повећања инвестиционе активности предузећа. Наиме, међугодишњи раст дугорочних нето кредита привреди одобрених од стране домаћих банака (један од индикатора инвестиција у фиксне фондове) износио је 32,3%, што је за 10 п.п. више у односу на треће тромесечје. Истовремено, знатно је повећано дугорочно задуживање предузећа у иностранству (међугодишњи раст од 107%). С друге стране, дугорочно задуживање становништва код домаћих банака је благо успорено, али и даље с високом стопом раста (51,8% међугодишње). При том највећи део тих кредита чине кредити за стамбену изградњу.

Подаци о висини одобрених краткорочних кредита којима предузећа финансирају залихе указују на знатно убрзање инвестиција у обртна средства (33,5% међугодишње), што представља пораст од 19,3 п.п. у односу на треће тромесечје. С обзиром на то да је у четвртном тромесечју остварено међугодишње смањење производње интермедијарних добара, убрзање раста нето одобрених краткорочних кредита одразило се на повећање дефицита у размени интермедијарних добара и смањење залиха.

Графикон III.5.8.

Раст увоза капиталних добара
(међугодишње стопе раста)



Табела III.5.3.

Индикатори кретања инвестиција

	2006.				2007.			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Реални показатељи (у млн УСД)								
Увоз интермедијарних производа	912,3	1.164,3	1.266,4	1.421,0	1.343,3	1.658,7	1.761,9	1.905,0
Извоз интермедијарних производа	636,6	806,3	913,5	955,7	965,3	1.123,6	1.172,1	1.147,1
Увоз капиталних производа	551,5	776,6	806,0	929,9	929,9	1.114,2	1.223,3	1.474,9
Извоз капиталних производа	130,3	163,2	183,0	214,7	223,6	280,7	287,6	407,2
Финансијски показатељи								
Краткорочни кредити дати привреди, млрд динара	201,7	214,0	203,2	188,1	200,4	229,7	232,2	251,2
Средњорочно и дугорочно задуживање привреде у иностранству (нето), млн USD	255,7	317,7	637,4	660,2	597,1	739,3*	894,8	1.366,6
Дугорочни кредити дати становништву, млрд динара	121,5	138,6	152,0	163,7	187,7	206,6	234,0	248,5
Дугорочни кредити дати привреди, млрд динара	162,8	172,3	177,9	174,0	189,4	198,3	217,7	230,3
Инвестициона потрошња државе, млрд динара	8,1	12,7	15,6	37,6	13,6	14,1	22,2	50,6

* Кредит у износу од 806 млн USD који је у јуну одобрен Телекому Србије а.д. од стране Citygroup је био 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.

Инвестициона потрошња државе је знатно повећана у односу на треће тромесечје, иако је међугодишње посматрано била за 7,8 п.п. мања (због изразито експанзивног карактера фискалне политике у четвртом тромесечју 2006. године).

Имајући у виду све поменуте индикаторе, можемо закључити да је инвестициона активност у четвртом тромесечју била убрзана, као и да је у структури БДП-а њено учешће повећано на уштрб личне потрошње.

Табела III.5.4.

Индикатори кретања инвестиција (стопе раста у %)

	I 2007. I 2006.	II 2007. II 2006.	III 2007. III 2006.	IV 2007. IV 2006.
Реални показатељи				
Физички обим индустријске производње капиталних производа	-2,2	-0,9	15,9	3,3
Увоз интермедијарних производа	47,2	42,5	39,1	34,1
Извоз интермедијарних производа	51,6	39,4	28,3	20,0
Залихе интермедијарних производа	0,8	-1,6	2,1	-1,8
Увоз капиталних производа	68,6	43,5	51,8	58,6
Извоз капиталних производа	71,6	72,0	57,2	89,7
Залихе капиталних производа	-4,5	-8,8	-11,7	-11,8
Финансијски показатељи				
Краткорочни кредити дати привреди, млрд динара	-0,6	7,3	14,3	33,5
Средњорочно и дугорочно задуживање привреде у иностранству (нето), млн USD	133,5	149,1	40,4	107,0
Дугорочни кредити дати становништву, млрд динара	54,5	49,0	54,0	51,8
Дугорочни кредити дати привреди, млрд динара	16,3	15,1	22,4	32,3
Инвестициона потрошња државе, млрд динара	68,0	10,9	42,4	34,6

6. Кретања на тржишту рада

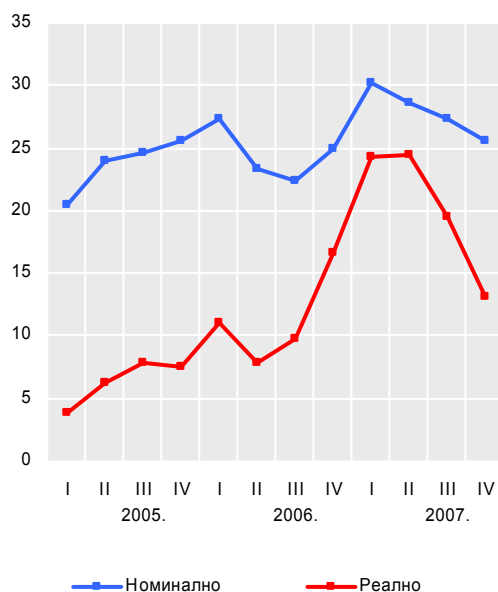
Успоравање економске активности праћено је успоравањем међугодишњег номиналног и реалног раста нето зарада. Ипак, раст реалних нето зарада је и даље на високом нивоу и у просеку је износио 19,5% у току 2007. године. Основни генератор њиховог раста, и креирања инфлаторних притисака по том основу, у четвртном тромесечју је био нејавни сектор. Бржи раст реалних зарада од продуктивности у индустрији утицао је на повећање јединичних трошкова рада.

Зараде

У последњем тромесечју 2007. настављен је тренд успоравања раста зарада, па је међугодишња стопа раста просечних зарада у односу на треће тромесечје била нижа за 1,9 процентних поена. Ипак, међугодишњи номинални раст просечних нето зарада, који је износио 25,5%, и даље је веома висок. Просечна годишња стопа раста нето номиналних зарада у 2007. је износила 27,9% (реално 19,5%). У последњем тромесечју она је имала исподпросечну вредност, услед високог раста зарада и у децембру 2006. године. Због тога је међугодишњи реални раст нето зарада у четвртном тромесечју износио 13,1%, или за 6,4 процентна поена мање у односу на треће. Раст реалних нето зарада додатно је успорен због убрзања инфлације у последњем тромесечју.

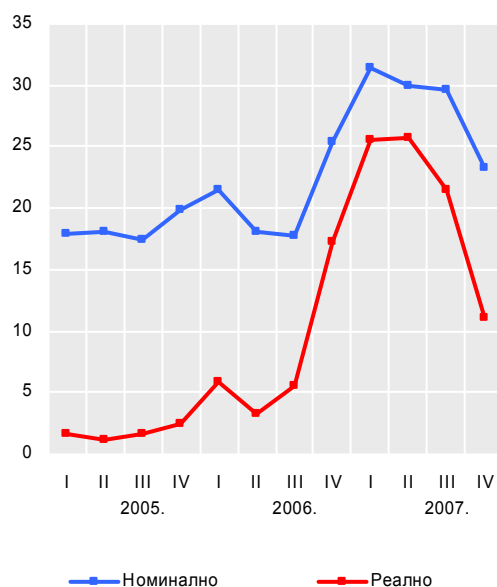
Графикон III.6.1.

Кретање просечних нето зарада
(међугодишњи раст, у %)



Графикон III.6.2.

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



У јавном сектору је дошло до успоравања раста зарада – нето зараде су биле веће за 23,2% номинално, или 11,0% реално, у односу на исти период претходне године. Иако је у свим областима овог сектора забележено успоравање раста, у појединим областима, нпр. образовање и култура и здравствени и социјални рад, стопе раста су и даље веома високе и изнад просечног међугодишњег раста укупних просечних зарада. Процењујемо да маса нето зарада јавног сектора у БДП-у учествује са око 6,7%, што је приближно нивоу у истом периоду претходне године. Ниво зарада у јавном сектору је и даље веома висок и просечна нето зарада у четвртном тромесечју (35.797 динара) премашује просечну нето зараду у Републици Србији (30.855 динара).

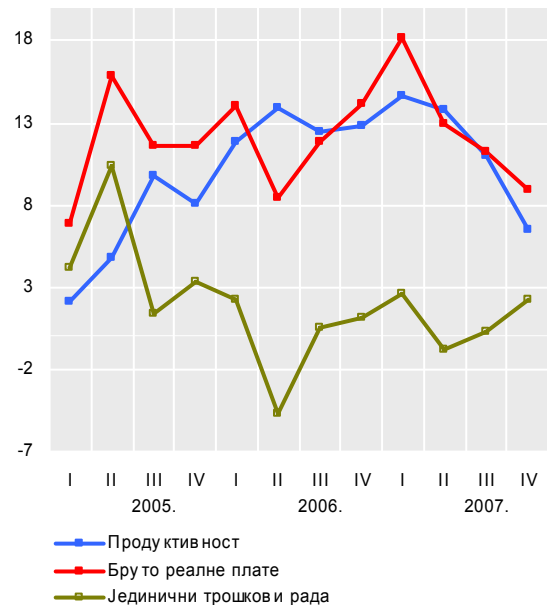
За разлику од претходних тромесечја 2007, када су укупне зараде биле под доминантним утицајем јавног сектора, укупан раст зарада и инфлаторне притиске по том основу генерисао је пре свега веома висок пораст зарада у нејавном сектору због изузетно високих децембарских зарада, које су укључивале бонусе и исплате дуговања радницима.

Тренд успоравања раста зарада у већини делатности у складу је с наставком успоравања економске активности. Од таквог кретања одступање је забележено код сектора трговине, који је остварио благо убрзање активности (мерено бруто додатом вредношћу), али највеће успоравање зарада (за 5,2 процентна поена у односу на претходно тромесечје). Насупрот томе, у оквиру прерађивачке индустрије остварено је убрзање раста зарада (за 4 процентна поена више у односу на претходно тромесечје) иако је активност тог сектора била у стагнацији. Слична ситуација је и када је реч о финансијском посредовању и пословима с некретностима – успоравање раста активности било је праћено убрзањем раста зарада (за 6,6 и 8,7 процентних поена, респективно, у односу на претходно тромесечје).

Наставак успоравања индустријске производње од другог тромесечја одразио се на успоравање раста продуктивности. Бржи раст бруто реалних зарада од продуктивности утицао је на повећање јединичних трошкова рада, нарочито у последњем тромесечју. Тако су јединични трошкови рада у индустрији били за 2,3% већи у односу на исти период претходне године. Успоравање раста прерађивачке индустрије и повећање јединичних трошкова производње у четвртом тромесечју за 3,1%, заједно с реалном апресијацијом динара, имају негативан утицај на конкурентност домаће привреде.

Графикон III.6.3.

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



Запосленост

Смањен је број запослених и успорена стопа раста запошљавања услед успоравања економске активности. Смањење запослености је било највише изражено у прерађивачкој индустрији. Истовремено, смањен је и број незапослених.

Процењујемо да је број запослених у децембру 2007. године износио 2.441,2 хиљаде, што је незнатно мање у односу на септембар. У четвртом тромесечју је у већини делатности забележено смањење броја запослених. Повећање је остварено у финансијском посредовању и пословању с некретностима, као и у оквиру јавног сектора (образовању и култури, здравственом и социјалном раду).

Ако се посматра кретање запослености током године, највећи пад (од око 24 хиљаде радних места) регистрован је у оквиру прерађивачке индустрије, у складу с успоравањем економске активности у овом сектору. Осетан пад запослености је забележен и у грађевинарству, у највећој мери по основу сезонских фактора, као и у производњи електричне енергије и гаса. Највеће повећање броја запослених у току године остварено је у образовању, здравственом и социјалном раду, дакле у оквиру јавног сектора. Раст броја запослених остварен је и у трговини, пословању с некретностима, финансијском посредовању и саобраћају.

У четвртом тромесечју је настављен и тренд смањења броја незапослених и у децембру је било регистровано 785,1 хиљада незапослених лица. У поређењу са стањем на крају септембра, број незапослених лица је мањи за 23 хиљаде, или 4,9%. У току године број незапослених је смањен за 131,1 хиљаду или 14,0%. Тако драстично смањење броја незапослених резултат је преласка око 90 хиљада лица са евиденције Националне службе за запошљавање на евиденцију Републичког завода за здравствено осигурање.

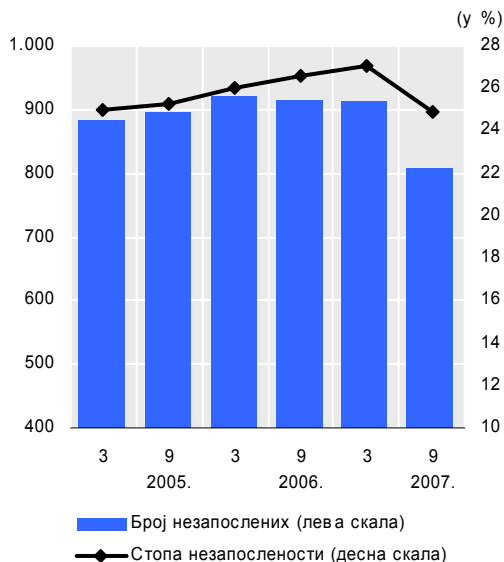
Позитивна кретања су регистрована код броја незапослених лица која први пут траже запослење. Он је у децембру износио 328,7 хиљада, или за 17,3% мање у односу на исти месец претходне године. Ипак, његово учешће (48,7%) у укупном броју незапослених лица је још увек веома високо. Број незапослених који на посао чекају дуже од две године у децембру је био мањи за 7,7% у односу на исти месец претходне године.

Кад је реч о осталим показатељима на тржишту рада, смањена је и процењена стопа незапослености. Она је у децембру износила 24,3%, или за 2,4 п.п. мање у поређењу са истим периодом претходне године. У четвртом тромесечју је засновано 189,3 хиљаде радних односа, што представља међугодишњи раст од 5,6%. Од тога се са евиденције Националне службе за запошљавање запослило 82,5 хиљада лица (43,6%), а из радног односа 106,7 хиљада лица (56,4%).

Међугодишња стопа раста запошљавања је била за 6,4 процентна поена нижа у односу на треће тромесечје и пратила је успоравање економске активности.

Графикон III.6.4.

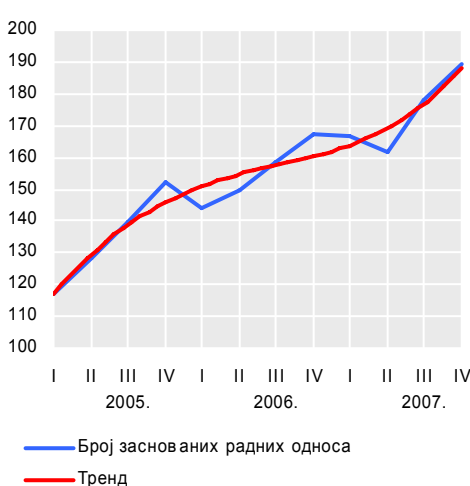
Незапосленост
(у хиљадама)



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

Графикон III.6.5.

Запошљавање
(у хиљадама)



Извор: Национална служба за запошљавање.

7. Инфлациона очекивања

Инфлациона очекивања у четвртом тромесечју била су на највишем нивоу од почетка године. Ипак, очекивања финансијског сектора за крај године (8%) била су знатно нижа од остварене инфлације. Прелиминарни резултати јануарских истраживања указују на даљи раст инфлационих очекивања. Она ће, свакако, бити један од основних фактора раста инфлације у наредном периоду.

Према децембарским резултатима **анкете истраживачке Агенције ТНС Медијум галуп**, у четвртом тромесечју је настављен растући тренд инфлационих очекивања у свим секторима. Скок цена пољопривредно-прехрамбених производа и велике осцилације номиналног курса динара били су пресудни да очекивања у сектору становништва порасту на 14,7% на годишњем нивоу. Очекивања финансијског сектора крајем године, иако знатно виша него пре шест месеци, била су испод остварене инфлације.

Децембарска очекивања финансијског сектора и сектора предузећа у погледу кретања инфлације у наредних 12 месеци нису се променила у односу на новембар. Очекивања синдиката и сектора становништва, међутим, и даље расту. Несумњиво, висока инфлациона очекивања ће бити један од основних генератора раста инфлације у наредном периоду.

Према **анкети агенције Ројтерс из јануара**, која је обухватила 17 банкарских дилера и једног економисту, просечна очекивања у погледу кретања девизног курса су у порасту у односу на претходно истраживање. Процена је била да би курс крајем фебруара 2008. могао износити 81,1 RSD/EUR, а толико се очекује и за крај године.

Табела III.7.1.

Очекивања на крају тромесечја у погледу кретања инфлације у наредних 12 месеци

	2007.			
	I	II	III	IV
Предузећа	12,7	8,7	10,0	10,4
Финансијски сектор	7,4	6,2	7,3	8,0
Синдикати	7,4	10,0	9,1	10,5
Становништво	12,7	14,0	16,4	14,7

Извор: Анкета (TNS Medium Gallup).

Табела III.7.2.

Очекивања банкарског сектора¹⁾

	Базна инфлација	Референтна каматна стопа			RSD/EUR	
	2008, крај	феб, крај	март, крај	2008, крај	феб, крај	2008, крај
Децембар 2007.	5,3	-	-	9,4	-	79,8
Јануар 2008.	5,9	10,6	10,7	10,5	81,1	81,1

¹⁾ Анкетом је обухваћено 17 банака.

Извор: Анкета (Reuters).

Јануарска просечна очекивања у погледу кретања базне инфлације за крај 2008. (5,9%) виша су од објављеног циља монетарне политике (4,5%). Она су у порасту такође у односу на децембарско истраживање, када се за крај 2008. очекивала стопа инфлације од 5,3%. Један банкарски дилер очекује нижу базну инфлацију у односу на циљану (3–6%), док сви остали очекују вишу.

Сви учесници анкете очекују да ће Народна банка Србије крајем фебруара референтну каматну стопу повећати у просеку на ниво од 10,6%. Од тога, осморо њих очекује повећање за 50 базних поена, четворо за 25 базних поена, док шесторо учесника очекује драстичније промене стопе навише.

Очекивања у погледу нивоа референтне каматне стопе крајем марта и на крају 2008.

Банкарски дилери очекују да ће референтна каматна стопа крајем марта износити у просеку 10,7%. Такође, десет (од 17) банкарских дилера очекује да ће референтна каматна стопа на крају 2008. године бити нижа од очекиване у марту и у просеку ће износити 10,5%.

IV. Пројекција инфлације

Као последица снажних инфлаторних притисака, базна инфлација ће се у већем делу 2008. године кретати изнад горње границе циљаног распона од 6% и тек ће крајем године бити сведена у циљани распон. Централна пројекција базне инфлације износи 4,7%, а њен распон 2,9–6,8%. Централна пројекција укупне инфлације за 2008. креће се око 6,1%. Са овом пројекцијом је конзистентно заостравање монетарне политике у наредном периоду.

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

Циљ за базну инфлацију за 2007. годину је остварен – базна инфлација се у децембру нашла у границама циљаног распона. Ипак, 2007. годину смо завршили с веома високим месечним стопама инфлације и у 2008. улазимо са снажним инфлаторним притисцима. Шок на страни понуде био је узрок знатног пораста инфлације, као и успоравања економске активности.

Базна инфлација је у четвртој тромесечју остала на нивоу из претходног (2,2%) због одржавања ефеката пољопривредног шока (на страни понуде), који су се показали знатно јачи и дуготрајнији него што смо претпостављали. Забрињавајући је пораст непрехрамбене базне инфлације, што указује на преношење пољопривредног шока на све цене преко пораста инфлаторних очекивања.

У наредном периоду предвиђамо да ће се ефекти пољопривредног шока исцрпсти и да ће по том основу стопе базне инфлације бити нешто ниже. Ипак, враћање инфлације на ниво из прве половине претходне године отежаваће бројни фактори – висока инфлаторна очекивања, фискална експанзија уз најаву високог раста зарада у јавном сектору (војска, државна управа итд.), раст светске инфлације, све јаче осцилације курса и учесталији депресијацијски удари на динар, политичка неизвесност, трошковни ефекти раста цена деривата из претходног периода, криза на светским финансијским тржиштима.

Насупрот тим факторима стоје отворени депресијацијски јаз и успоравање економске активности који ће деловати дезинфлаторно. Међутим, инфлаторни притисци су доминантнији, па задатак монетарне политике да до краја године базну инфлацију доведе испод горње границе циљаног распона неће бити нимало лак.

Нова пројекција инфлације заснива се на претпоставкама пада инфлације у Европској унији, минималног раста цене нафте, као и непроменљивости референтне каматне стопе ЕЦБ у току наредне године. Небазна инфлација без деривата нафте требало би да буде знатно нижа него у претходној години, што је у складу с пројекцијама Министарства финансија. Наша очекивања су да би дефицит републичког буџета у најбољем случају могао бити на нивоу прошлогодишњег.

Претпоставке пројекције за 2008. годину

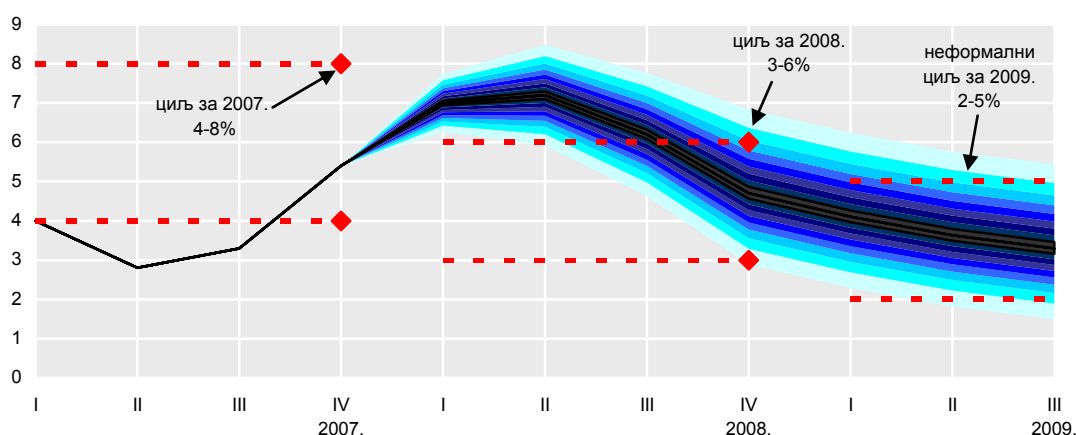
Екстерне		
Инфлација у ЕУ		1,9%
Каматна стопа у ЕУ на крају године		4%
Цена уралске нафте по барелу на крају године (раст у %)		+2%
Интерне		
Раст БДП-а		6%
Небазна инфлација без деривата нафте		7,2%
Дефицит републичког буџета (учешће у БДП-у)		-2%

Пројекција базне инфлације

Базна инфлација ће се крајем 2008. године кретати у распону 2,9–6,8%, а централна пројекција износи око 4,7% (графикон IV.1.1.). У наредном периоду (тро)месечне стопе базне инфлације ће бити у паду, у највећој мери као последица слабљења ефеката пољопривредног шока. Међугодишње стопе базне инфлације ће, без обзира на смањење њених тромесечних стопа, неко време наставити да расту изнад горње границе циљаног распона за наредну годину (3–6%) пошто се ефекти шока, у овом случају пољопривредног, у међугодишњим стопама базне инфлације задржавају годину дана¹². Тек пред крај године можемо очекивати враћање међугодишње инфлације у циљани распон.

Графикон IV.1.1.

Пројектована базна инфлација (међугодишње стопе, у %)



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

С таквим кретањем базне инфлације конзистентно је заоштравање монетарне политике у првој половини године како би се обуздали високи инфлаторни притисци. То би требало да подстакне јачање динара, које би кроз пад увозних цена и проширивање апресијацијског јаза допринело обарању базне инфлације. Пад инфлације ће такође у другој половини године утицати на пад инфлаторних очекивања, што ће додатно допринети дезинфлацији након тога.

Пројекција небазне и укупне инфлације

Централна пројекција раста цена на мало за 2008. годину креће се око 6,1%. Она се заснива на централној пројекцији базне инфлације за текућу годину (4,7%) и небазне инфлације с дериватима нафте (7,5%).

Ризици пројекције

Ризици пројекције уколико се буду остварили довешће до кретања инфлације навише и с тим ће бити конзистентан већи степен рестриктивности монетарне политике. Политички ризик је у односу на претходну пројекцију појачан и у великој мери може утицати на понашање страних инвеститора у наредном периоду. Свако повећање ризика може неповољно да се одрази на прилив девиза у земљу, а он са собом повлачи депресијацијске, па самим тим и инфлаторне притиске.

¹² Међугодишње стопе исказују пораст цена годину дана уназад.

Велики ризик за остварење пројекције јесте и могућа прекомерна фискална експанзија. Нова пројекција инфлације претпоставља непромењен степен експанзивности фискалне политике у 2008. години. Ипак, предстојећи избори на локалном нивоу могли би да подстакну повећање фискалних расхода, посебно на локалном нивоу.

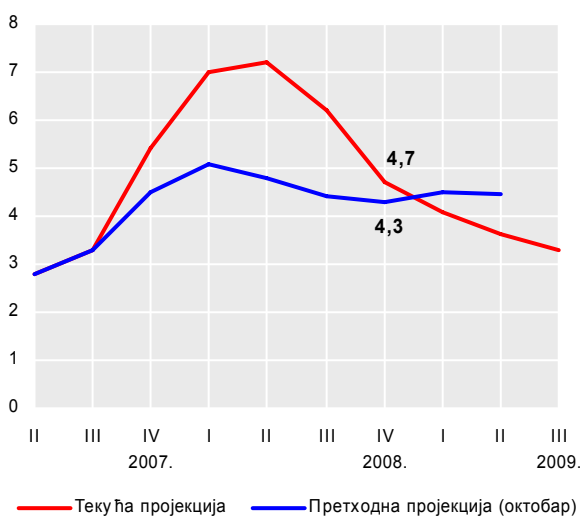
Велики ризик постоји и у погледу претпоставки одређених компонената небазне инфлације, пре свега цена нафтних деривата и пољопривредних производа. Експлозивни раст светских цена нафте и ефекти прошлогодишње суше у другој половини 2007. године најбоља су илустрација колико су те цене подложне шоковима.

Поређење с октобарском пројекцијом

Нова пројекција инфлације ревидирана је навише у односу на претходни Извештај о инфлацији будући да су се, у међувремену, инфлаторни притисци показали знатно јачим него што смо претпостављали. То се посебно односи на кретање девизног курса, који је од новембра углавном депресирао, директне ефекте пољопривредног шока и пораст инфлаторних очекивања. Поред тога, пораст инфлације у међународном окружењу, који је битна компонента увозне инфлације, испоставио се знатно већи него што се очекивало. Све то је условило да нова пројекција базне инфлације, поготово за прву половину године, буде знатно виша од октобарске и да се у највећем делу године креће изнад горње границе циљаног распона. Такође, због виших инфлаторних притисака, монетарна политика која стоји иза нове пројекције је знатно рестриктивнија.

Графикон IV 1.2.

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



Табела А

Индикатори екстерне позиције Србије

	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ ЛИКВИДНОСТИ (у %)							
Девизне резерве/увоз робе и услуга (у месецима)	3,1	4,5	5,3	4,5	5,9	9,6	8,3
Девизне резерве/краткорочни дуг	114,1	223,5	336,3	424,9	385,9	717,3	729,7
Девизне резерве/БДП	11,0	14,4	17,5	17,3	22,2	37,4	33,1
Отплата дуга/БДП	0,9	1,3	2,0	3,8	4,5	6,4	9,3
Отплата дуга/извоз робе и услуга	3,7	7,1	9,1	16,8	17,9	23,5	33,7
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)							
Спољни дуг/БДП	104,8	70,9	66,7	57,5	58,7	61,7	61,1
Краткорочни дуг/БДП	9,7	6,4	5,2	4,1	5,7	5,2	4,5
Спољни дуг/извоз робе и услуга	456,9	379,2	343,0	253,6	234,2	228,1	222,5
ИНДИКАТОРИ ИЗЛОЖЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКОМ РИЗИКУ (у %)							
Девизне резерве/М1	135,9	143,3	195,3	221,0	291,1	356,5	306,9
Девизне резерве/примарни новац	136,3	132,0	168,0	166,2	170,3	177,8	173,9
СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ)/БДП							
	65,3	56,9	59,1	68,6	70,2	75,1	75,6
КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ				Новембар Standard & Poor's: B+	Јул Standard & Poor's и Fitch: BB-	Фебруар Standard & Poor's: BB- /позитиван; Fitch: BB- /стабилан	Јун Standard & Poor's и Fitch: BB-/стабилан
МЕМОРАНДУМ: (у милионима долара)							
БДП	10.619	15.840	20.340	24.509	26.355	31.760	42.923
Спољни дуг	11.125	11.230	13.575	14.099	15.467	19.606	26.236
Сервисирање спољног дуга	91	211	397	935	1.183	2.021	3.977
Девизне резерве централне банке	1.169	2.280	3.550	4.245	5.843	11.888	14.216
Краткорочни дуг	1.026	1.020	1.056	999	1.514	1.657	1.948
Биланс текућих трансакција	-285	-1.247	-1.420	-2.869	-2.224	-3.966	-6.889

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 2007. је процена Народне банке Србије.

Табела Б

Основни макроекономски индикатори

	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.
Реални раст БДП-а (у %)	4,8	4,2	2,5	8,4	6,2	5,7	7,2 ¹⁾
Цене на мало (у %, у односу на исти месец претходне године)	40,7	14,8	7,8	13,7	17,7	6,6	10,1
Базна инфлација (у %, у односу на исти месец претходне године)	20,5	4,4	6,1	11,0	14,5	5,9	5,4
Девизне резерве НБС (у млн USD)	1.169,1	2.280,1	3.550,1	4.244,5	5.842,8	11.887,5	14.215,8
Извоз (у млн USD) ²⁾	2.435	2.961	4.358	5.559	6.606	8.763	11.798
- стопа раста у %, у односу на претходну годину	17,9	21,6	47,2	27,6	18,8	32,7	34,6
Увоз (у млн USD) ²⁾	-4.499	-6.059	-8.177	-11.853	-11.902	-15.086	-20.647
- стопа раста у %, у односу на претходну годину	28,3	34,7	35,0	45,0	0,4	26,8	36,9
Текући рачун платног биланса							
(у млн USD)	-285	-1.247	-1.420	-2.869	-2.224	-3.966	-6.889
у % БДП-а	-2,7	-7,9	-7,0	-11,7	-8,4	-11,5	-16,1
Незапосленост, званични подаци (у %) ³⁾	21,8	24,5	26,1	23,9	25,3	26,6	24,3
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	347
Републички буџетски дефицит/суфицит (у % БДП-а) ⁵⁾	-0,2	-4,3	-1,4	-0,1	1,5	1,4	1,5 ⁶⁾
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а)							
- Методологија Министарства финансија	0,0	-1,9	-2,0	0,9	1,2	-1,0	-2,0
- Методологија ММФ-а	-0,5	-2,8	-2,6	0,6	0,7	-1,4	-1,4
Јавни дуг Републике Србије (спољни + унутрашњи, у % БДП-а) ⁵⁾	106,5	73,7	67,9	53,7	46,2	38,8	30,5
Курс динара према USD (просек, у периоду)	66,68	64,46	57,56	58,39	66,70	67,10	58,44
Курс динара према USD (крај периода)	67,67	58,98	54,64	57,94	72,22	59,98	53,73
Курс динара према EUR (просек, у периоду)	59,78	60,68	65,05	72,57	82,92	84,16	79,98
Курс динара према EUR (крај периода)	59,71	61,52	68,31	78,89	85,50	79,00	79,24
Меморандум							
БДП (у млн USD)	10.619	15.840	20.340	24.509	26.355	31.760	42.923 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 новембра.

Додатак 1.

ПРОГРАМ

МОНЕТАРНЕ ПОЛИТИКЕ НАРОДНЕ БАНКЕ СРБИЈЕ У 2008. ГОДИНИ

1. Основни циљ монетарне политике у 2008. години је постизање и одржавање стабилности цена, као и одржавање стабилности финансијског система. Обезбеђивањем стабилности цена Народна банка Србије ће индиректно допринети остваривању одрживог економског раста.

2. Монетарна политика Народне банке Србије у 2008. години засниваће се на **Меморандуму Народне банке Србије о принципима новог оквира монетарне политике на путу ка остварењу циљева ниске инфлације**, који је Монетарни одбор Народне банке Србије усвојио 30. августа 2006. године, и **Меморандуму Народне банке Србије о утврђивању циљане стопе инфлације за 2008. годину**, који је тај одбор усвојио 29. маја 2007. године. Наведеним меморандумима предвиђено је да се инфлација одржава "у оквирима дефинисаног инфлационог коридора уз коришћење референтне каматне стопе као основног инструмента и осталих мера монетарне политике као помоћног инструментаријума".

3. Коридор за базну инфлацију, који треба да обезбеди и стабилност општег нивоа цена за 2008. годину, утврђен је у распону од 3% до 6% годишње (децембар текуће године у односу на децембар претходне године).

4. Народна банка Србије ће, ради реализације циљева постављених овим програмом, користити све доступне информације о економским кретањима која утичу на остваривање циљане стопе инфлације.

5. Народна банка Србије ће референтну каматну стопу мењати зависно од економских кретања и пројекција динамике инфлације и прилагођаваће је нивоу који доприноси одржавању базне инфлације у пројектованом оквиру, при чему ће остали инструменти монетарног регулисања, укључујући стопу обавезне резерве и интервенције на девизном тржишту, бити помоћни инструменти.

6. Курс динара формираће се слободно, на основу понуде и тражње на девизном тржишту.

7. Народна банка Србије ће, првенствено политиком каматних стопа, утицати на понуду и тражњу девиза на девизном тржишту тако да се курс динара индиректно усмерава ка дугорочно одрживој путањи. Изузетно, Народна банка Србије ће на девизном тржишту интервенисати са следећим основним циљевима: 1) да ограничи претеране дневне осцилације курса динара, али не и истрајни кумулативни притисак у дужем периоду, 2) да обезбеди стабилно функционисање и рад девизног тржишта и неутралише евентуално угрожавање финансијске и ценовне стабилности и 3) да одржава адекватан ниво девизних резерви.

8. Народна банка Србије ће наставити процес изградње јединственог, флексибилног и ефикасног девизног тржишта – преносом мењачких послова на банке. До окончања тог процеса, Народна банка Србије ће на међубанкарско девизно тржиште враћати девизе откупљене по мењачким пословима и тако доприносити даљој интеграцији девизног тржишта.

9. Народна банка Србије ће у 2008. години наставити да развија и јача тржишне инструменте монетарног регулисања и да, у сарадњи с банкама, ствара услове за даље унапређење међубанкарског тржишта новца.

10. Народна банка Србије ће у 2008. години омогућити банкама ефикасније коришћење кредитних и депозитних олакшица уз истовремено коришћење коридора каматних стопа као механизма за управљање каматним стопама на новчаном тржишту.

11. Народна банка Србије ће стопу обавезне резерве банака код Народне банке Србије користити као помоћни инструмент само када су исцрпљени ефекти осталих тржишних инструмената монетарног регулисања.

12. Народна банка Србије пратиће кретање кредитне активности банака и, ако оцени да је та активност претња остваривању основног циља монетарне политике – у оквиру својих надлежности предузеће пруденцијалне и додатне мере монетарног регулисања.

13. Народна банка Србије ће предузимати мере из своје надлежности ради изградње ефикасног и стабилног банкарског система и тако даље доприносити јачању поверења у динар, односно смањењу степена евроизације.

Додатак 2. Промене обавезне резерве банака и пруденцијалне мере за ограничење кредитног раста

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

А) Промене обавезне резерве банака

У периоду од претходног Извештаја о инфлацији, закључно са 6. фебруаром 2008. године, није било промена Одлуке о обавезној резерви банака.

Б) Пруденцијалне мере за ограничење кредитног раста

Ред. бр.	Правни основ	О с н о в а	О п и с	Претходно стање
1.	Одлука “Службени гласник РС”, бр. 129/07 29. 12. 2007.	Одлука о адекватности капитала	Овом одлуком утврђује се начин израчунавања капитала банке и показатеља адекватности капитала и свих елемената тог показатеља. Капитал банке чини збир основног (мин. 50% капитала), допунског капитала I и допунског капитала II, умањен за збир одбитних ставки, с тим да је банка дужна да обезбеди у свом пословању капитал у висини од 10.000.000 евра у динарској противвредности према званичном средњем курсу НБС. Банка је дужна да капитал у сваком тренутку одржава на нивоу који је потребан за покриће кредитног, девизног и других тржишних ризика. Банка је дужна да показатељ адекватности капитала одржава на нивоу који није нижи од 12%. НБС банци може одредити и већи показатељ адекватности од прописаног. Пондери кредитног ризика који су измењени а могу утицати на смањење кредитног раста су: Пондер ризика 0% - Потраживања осигурана код правних лица које је основала РС и за које јемчи РС Пондером 50% Потраживања у динарима обезбеђена хипотеком над стамбеним објектом који је дужник настанио или дао у закуп Пондером ризика 75% Потраживања у иностраној валути или у динарима која су индексирани девизном клаузулом од дужника који немају усклађену девизну позицију, а која су обезбеђена хипотеком над стамбеним објектом који је дужник наста нио или дао у закуп Пондер ризика 125% Потраживања у иностраној валути или у динарима која су индексирани девизном клаузулом од дужника који немају усклађену девизну позицију (чији девизни прилив или прилив у динарима индексирани девизном клаузулом покрива мање од 80% њихових девизних обавеза или у динарима индексираних девизном клаузулом) и која нису обезбеђена хипотеком на непокретности или депозитом чији рок доспећа одговара року доспећа потраживања (раније су у пондер 125% улазила потраживања преко 10.000.000 динара, а сада је тај лимит укинут и овај пондер се примењује на сва потраживања која испуњавају остале критеријуме за пондер 125%)	Ступањем на снагу ове одлуке 1. јула 2008. године престаје да важи садашња одлука о адекватности капитала “Службени гласник РС”, бр. 57/06 и 116 /06 и 56/2007. Први обрачунски период: треће тромесечје 2008.

Ред. бр.	Правни основ	О с н о в а	О п и с	Претходно стање
2.	Одлука “Службени гласник РС” бр. 129/07 29. 12. 2007.	Одлука о класификацији билансне активе и ванбилансних ставки банке	Овом одлуком се утврђују услови под којима банка класификује билансну активу и ванбилансне ставке, као и начин обрачуна и евидентирања резерви за процењене губитке који могу настати по основу билансне активе и ванбилансних ставки. Такође, утврђују се посебни критеријуми за класификацију потраживања банке од различитих категорија дужника – правна лица, буџетски корисници, предузетници и пољопривредници и физичка лица. Банка је дужна да билансна и ванбилансна потраживања која су предмет класификације у складу с Одлуком класификује у категорије А, Б, В, Г и Д, у зависности од оцене финансијског стања и кредитне способности дужника, његове благовремености у измиривању обавеза према банци и квалитета средстава обезбеђења. Банка је дужна да својим унутрашњим актима утврди интерни модел за процену кредитног ризика коме је изложена и усвоји интерну методологију за обрачун исправке вредности и резервисања за ванбилансне ставке. Банка је обавезна да формира и одржава резерву из добити за опште банкарске ризике ако у текућој години оствари раст билансне активе и ванбилансних ставки које се класификују изнад 15% у односу на стање у претходној години (изузетак новооснована банка – три године). Новом одлуком су укупне месечне кредитне обавезе физичког лица, у поступку процене његове кредитне способности, проширене за 5% укупно одобрених прекорачења по текућем рачуну.	Ступањем на снагу ове одлуке ¹ . јула 2008. године престаје да важи садашња одлука о класификацији билансне активе и ванбилансних ставки банке („Службени гласник РС“ бр. 57/06 и 116/06).

Списак табела и графика

Табеле

I.0.1.	Основни макроекономски индикатори	3
II.0.1.	Показатељи раста цена	5
II.0.2.	Раст цена на мало по компонентама	7
II.0.3.	Допринос стопи раста цена на мало	7
II.0.4.	Најзначајније очекиване промене регулисаних цена у првом тромесечју 2008.	9
III.1.1.	Структура промета на МДТ-у	21
III.3.1.	Платни биланс Републике Србије	28
III.3.2.	Позиције текућег биланса у % БДП-а	29
III.3.3.	Позиције капитално-финансијског биланса и укупан биланс у % БДП-а	30
III.3.4.	Доприноси стопи раста девизних резерви НБС	31
III.3.5.	Нето девизне трансакције НБС с монетарним ефектом	31
III.4.1.	Допринос делова активе стопи раста примарног новца	33
III.4.2.	Допринос делова активе стопи раста МЗ	33
III.4.3.	Стопе раста монетарних агрегата	33
III.4.4.	Бруто пласмани банака становништву	35
III.5.1.	Фискални резултат	40
III.5.2.	Консолидовани јавни расходи	40
III.5.3.	Индикатори кретања инвестиција	41
III.5.4.	Индикатори кретања инвестиција (стопе раста, у %)	42
III.7.1.	Очекивања на крају тромесечја у погледу кретања инфлације у наредних 12 месеци	46
III.7.2.	Очекивања банкарског сектора	46
A)	Индикатори екстерне позиције Србије 2001 – 2007.	50
B)	Основни макроекономски индикатори 2001 – 2007.	51

Графикони

II.0.1.	Кретање цена (тримесечни раст)	5
II.0.2.	Кретање цена (међугодишњи раст)	5
II.0.3.	Распоред промена цена у оквиру базне инфлације у четвртном тромесечју 2007.	6
II.0.4.	Допринос стопи раста цена на мало	6
II.0.5.	Кретање укупне инфлације	8
II.0.6.	Кретање базне инфлације	8
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	13
III.1.2.	Кретање каматних стопа	13
III.1.3.	Крива приноса на међубанкарском тржишту новца	14

III.1.4. Референтна каматна стопа НБС и каматне стопе пословних банака	14
III.1.5. Кретање репо стопа НБС, ЕЦБ и ФЕД	14
III.1.6. Пондерисане каматне стопе на хартије од вредности	15
III.1.7. Индекс BELEX	16
III.1.8. Кретање курса динара према евр	20
III.1.9. Дневне промене курса динара према евр	20
III.1.10. Номинални курс динара	20
III.1.11. Показатељ премије ризика – EMBI	21
III.2.1. Базна и увозна инфлација	25
III.2.2. Кретање цена нафте	25
III.3.1. Извоз и увоз робе	28
III.3.2. Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала	29
III.3.3. Основни индикатори спољне ликвидности	30
III.4.1. Креирање примарног новца	32
III.4.2. Кретање монетарних агрегата дефлационирано ценама на мало	32
III.4.3. Међугодишњи раст кредита привреди и становништву	34
III.4.4. Извори раста пласмана банака	34
III.4.5. Секторски распоред кредита банака	35
III.5.1. Допринос међугодишњем расту БДП-а	36
III.5.2. Кретање БДП-а – процене по тромесечјима	36
III.5.3. Раст индикатора економске активности (десезониране тромесечне стопе раста, на годишњем нивоу)	37
III.5.4. Раст индикатора економске активности (међугодишње стопе раста)	37
III.5.5. Кретање тражње становништва и БДП-а	38
III.5.6. Јавни приходи и расходи (методологија ММФ-а)	39
III.5.7. Структура јавних расхода	39
III.5.8. Раст увоза капиталних добара	41
III.6.1. Кретање просечних нето зарада	43
III.6.2. Кретање просечних нето зарада у јавном сектору	43
III.6.3. Кретање продуктивности, бруто реалних плата и јединичних трошкова рада у индустрији	44
III.6.4. Незапосленост	45
III.6.5. Запошљавање	45
IV.1.1. Пројектована базна инфлација	48
IV.1.2. Поређење текуће са претходном пројекцијом базне инфлације	49

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. и 2008. години**

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

Саопштења са седница Монетарног одбора Народне банке Србије

Саопштење са седнице Монетарног одбора 12. 11. 2007.

Референтна каматна стопа остаје непромењена, на нивоу од 9,5 одсто, одлучио је на данашњој седници Монетарни одбор Народне банке Србије, након разматрања актуелних економских кретања.

Одржавање наредне седнице Монетарног одбора планирано је за 28. новембар 2007. године.

Саопштење са седнице Монетарног одбора 28. 11. 2007.

Монетарни одбор Народне банке Србије је на данашњој седници одлучио да референтну каматну стопу задржи на непромењеном нивоу, али је, разматрајући актуелна економска кретања, закључио да су сви фактори који утичу на раст цена, и спољни и унутрашњи, повећали свој инфлаторни ефекат и да ће наредни период, до краја године карактерисати знатни инфлаторни притисци.

Уз неочекивано снажан утицај пољопривредног шока и досадашњег, али и најављеног, поскупљења енергената, на раст инфлаторних очекивања утичу и други фактори: очекивање да ће фискална политика у последњем овогодишњем месецу додатно изгубити на рестриктивности, као и кретање курса динара, имајући у виду његову релативно високу номиналну депресијацију остварену у другој половини новембра.

Монетарни одбор ће пажљиво пратити даља кретања на девизном тржишту, како би на основу више показатеља утврдио да ли је текући раст курса динара привременог карактера. Народна банка оцењује да ће и без њене интервенције на девизном тржишту доћи до смиривања тржишта и постепеног јачања динара.

Монетарни одбор такође сматра потребним да се види шта ће држава из своје надлежности конкретно предузети, нпр. у погледу најављеног повећања цене струје и утицаја на цену уља, у циљу смањења инфлације.

Иако је на данашњој седници одлучио да не повећа референтну каматну стопу, Монетарни одбор ће на основу кретања у наредне две седмице и реаговања свих актера економске политике сагледати потребу да ли да повећа степен рестриктивности монетарне политике, у складу са основним циљем Народне банке да базну инфлацију задржи у пројектованим оквирима од 3 до 6 одсто и у наредној години. Народна банка Србије ће, као и до сада, предузети све како се у 2008. не би пренели снажни инфлаторни притисци с краја ове године.

Саопштење са седнице Монетарног одбора 10. 12. 2007.

Референтна каматна стопа остаје непромењена, на нивоу од 9,5 одсто, одлучио је Монетарни одбор Народне банке Србије након што је, на данашњој седници, размотрио актуелна економска кретања.

И поред знатног раста цена хране и нафте, у новембру није дошло до повећања инфлаторних очекивања у односу на претходни месец, што показује да привредни субјекти такође процењују да је овај ценовни шок привременог карактера.

Монетарни одбор је констатовао да су, после недавних краткотрајних поремећаја курса динара, стабилизована и кретања на девизном тржишту. Обим међубанкарске трговине се стабилизовао, а курс динара вратио на претходни ниво. Та чињеница потврђује оцену Народне банке Србије да скорашњи раст курса није био резултат повећане тражње за еврима, нити је генерисан реалним економским токовима, већ да је био изазван психолошким разлозима.

Имајући у виду мере које ће држава предузети ради смиривања цена неких пољопривредних производа, уља, млека и сл., Монетарни одбор сматра да треба видети како ће се то одразити на инфлаторна очекивања. Додатну непознаницу, у овом тренутку, представља висина

буџетске потрошње у наредној години, узимајући у обзир бројне социјалне притиске везане за прилагођавање буџетских расхода.

Народна банка Србије ће пажљиво пратити даља кретања, пре свега на плану инфлаторних очекивања. Степен рестриктивности монетарне политике на прелазу из ове у наредну годину, када су, по оцени Монетарног одбора, и даље присутни снажни инфлаторни притисци, она ће одредити у складу с циљем да базну инфлацију у 2008. одржи у пројектованом оквиру од 3 до 6 одсто.

Саопштење са седнице Монетарног одбора 27. 12. 2007.

Након разматрања актуелних економских кретања, Монетарни одбор Народне банке Србије је данас одлучио да референтну каматну стопу повећа за 0,5 процентних поена, са садашњих 9,5 на 10 одсто.

Монетарни одбор је констатовао да висока укупна, али и базна инфлација у последњим месецима и повећана инфлаторна очекивања налажу заостравање монетарне политике.

О разлозима повећања референтне каматне стопе на данашњој конференцији за штампу говориће гувернер Народне банке Србије Радован Јелашић.

Саопштење са седнице Монетарног одбора 17. 1. 2008.

Референтна каматна стопа остаје непромењена, на нивоу од 10 одсто, на који је подигнута у децембру прошле године, одлучио је на данашњој седници Монетарни одбор Народне банке Србије након разматрања актуелних економских кретања. Таква каматна стопа, на основу расположивих информација и према оцени Монетарног одбора, обезбеђује остварење циља да базна инфлација у 2008. години буде у распону од 3 до 6 одсто.

Монетарни одбор, међутим, са забринутошћу прати текућа економска кретања, која налажу висок степен рестриктивности монетарне политике због акумулираних инфлаторних притисака, како екстерних тако и интерних, пренетих из претходне у ову годину. У првом реду то се односи на знатно поскупљење нафтних деривата због рекордно високе светске цене нафте, али и на несмањена инфлаторна очекивања и притиске домаће тражње, посебно у децембру.

Монетарни одбор ће пажљиво пратити даља кретања и када, на крају месеца, буде имао додатне податке, укључујући и јануарску стопу инфлације, на наредној седници ће оценити постојећи ниво рестриктивности монетарне политике.

Саопштење са седнице Монетарног одбора 6. 2. 2008.

Монетарни одбор је на данашњој седници разматрао актуелна економска кретања и донео одлуку да повећа референтну каматну стопу за 0,75 процентних поена, на ниво од 10,75 одсто.

Разлоге за пооштравање монетарне политике образложиће данас на конференцији за новинаре гувернер НБС Радован Јелашић.