

НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

**ИЗВЕШТАЈ
О ИНФЛАЦИЈИ
Мај 2008.**

Београд, мај 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.

Мајски Извештај о инфлацији размотрен је и усвојен на седници Монетарног одбора 15. маја 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 другом тромесечју.....	9
Текст бокс: Препоруке Светске банке за ублажавање ефеката раста цена основних животних намирница.....	10
III. Детерминанте инфлације	11
1. Монетарни услови.....	11
Каматне стопе	13
Кретања на Београдској берзи	15
Девизни курс	17
Текст бокс: Инструмент обезбеђења од кредитног ризика (credit default swap).....	19
2. Увозне цене.....	20
Кретање цена нафте и примарних производа.....	20
Текст бокс: Асиметрија pass-through ефекта девизног курса на цене у Србији	22
3. Платнобилансна кретања.....	23
Текст бокс: Утицај монетарне политике на спољнотрговински биланс	26
Текст бокс: Дефицит текућег биланса Србије у поређењу с другим земљама	28
4. Монетарна кретања	29
Монетарни агрегати.....	29
Пласмани банака.....	31
Текст бокс: Петродолари и банкарски кредити тржиштима у успону	33
5. Кретање понуде и тражње	34
Понуда и извори раста.....	34
Индикатори потрошње становништва	37
Јавна потрошња.....	38
Индикатори инвестиционе потрошње	40
6. Кретања на тржишту рада	42
Зараде.....	42
Запосленост	43
IV. Пројекција инфлације	46
Додатак 1. Меморандум Народне банке Србије о утврђивању циљане стопе инфлације за 2009. и 2010. годину.....	52
Додатак 2. Модел за средњорочну пројекцију базне инфлације	55
Додатак 3. Промене обавезне резерве банака и пруденцијалне мере за ограничење кредитног раста.....	59
Списак табела и графикана.....	60
Седнице Монетарног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе у 2007. и 2008. години	62
Саопштења са седница Монетарног одбора Народне банке Србије	63

I. Резиме

Нижи раст цена хране и, у мањој мери, сезонски фактор утицали су на успоравање тромесечне базне инфлације у првом тромесечју 2008. године у односу на другу половину претходне године. За разлику од тромесечне, међугодишња стопа базне инфлације је и даље у порасту и, после дуже времена, нашла се изнад горње границе циља.

Већина релевантних фактора у посматраном тромесечју деловала је у већој мери инфлаторно: инфлаторна очекивања су повећана, светске цене нафте су достигле нове историјске рекорде, увозна инфлација је забележила највећи тромесечни раст у последње две и по године, производни јаз је из негативне прешао у позитивну зону, а апresiasiјски јаз реалног девизног курса, као последица номиналне депресијације динара, је смањен.

Домаће тржиште новца и капитала карактерисала је изразита нестабилност, којој су, поред економских (ефекти светске финансијске кризе), допринели и неекономски фактори (проглашење независности Косова и расписивање ванредних парламентарних избора). Као последица, премија ризика је повећана, а динар номинално депресирао.

У току првог тромесечја дошло је до опоравка економске активности, нарочито у прерађивачкој индустрији и производњи и дистрибуцији електричне енергије. Последично, производни јаз је из негативне прешао у позитивну зону и у наредном периоду могао би да проузрокује додатне инфлаторне притиске. Позитивну карактеристику представља и то што пораст продуктивности у сектору разменљивих добара није био праћен већим растом реалних зарада. Међутим, структура употребе БДП-а је погоршана – учешће личне потрошње је повећано на рачун државних и приватних инвестиција.

Очекујемо да ће у другом тромесечју доћи до убрзања тромесечне базне инфлације, пре свега имајући у виду најављени нови раст цена хране, трошковне ефекте раста цена енергената, одложене ефекте номиналне депресијације динара, висока инфлаторна очекивања, као и позитиван

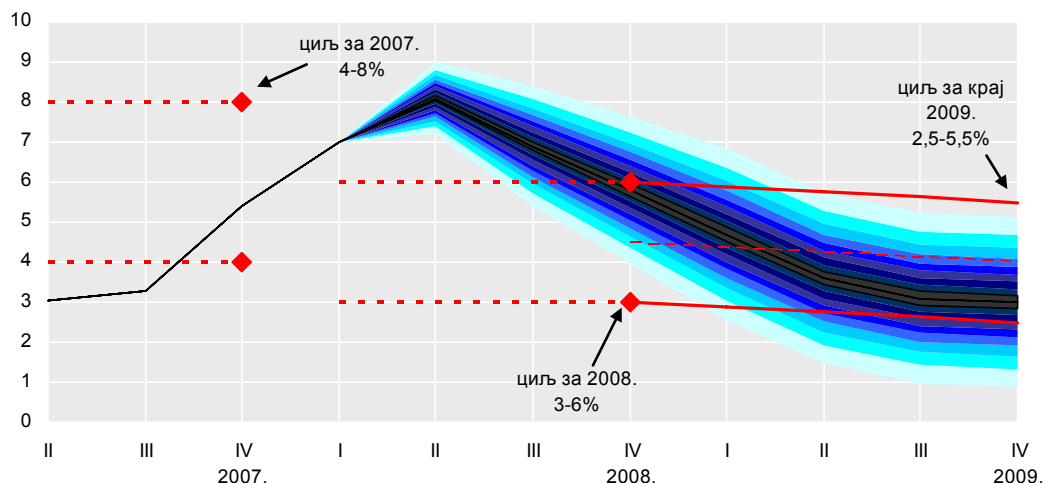
Табела I.0.1.

Основни макроекономски индикатори

	2007	2008.		
	Дец.	Јан.	Феб.	Март
Цене на мало (међугодишњи раст, у %)	10,1	10,7	11,3	11,8
Базна инфлација (међугодишњи раст, у %)	5,4	5,6	6,5	7,0
Velibor (90 дана, месечни просек на годишњем ниову)	10,3	10,5	11,3	14,1
МЗ (међугодишњи раст, у %)	44,1	51,9	47,9	43,9
БДП (међугодишњи раст) ¹⁾	6,9	...	...	7,1
Консолидовани фискални резултат (% БДП-а) ¹⁾				
Методологија Министарства финансија	-6,8	...	...	1,4
Методологија ММФ-а	-7,6	...	...	0,5
Салдо робе и услуга (% БДП-а) ¹⁾	-22,7	...	...	-24,3

¹⁾ Тромесечни подаци.

Пројектована базна инфлација
(међугодишње стопе, у %)



производни јаз. Међугодишња базна инфлација ће наставити да се удаљава од горње границе циљаног распона, на око 8,1% средином године, а након тога имаће силазну тенденцију. Очекује се да ће на крају године базна инфлација бити нешто испод горње границе циљаног распона, с тим што ризик пребацивања циља ипак постоји. Централна пројекција базне инфлације за 2008. годину износи 5,8% (распон 3,9–7,7%), а укупне 8,6%. У поређењу с јануарском, нова пројекција је виша за 1,1 процентни поен, будући да је инфлаторни утицај многих фактора појачан, као и политички ризик.

Нову пројекцију карактеришу веома високи ризици. Узимајући их у обзир, Монетарни одбор Народне банке Србије процењује да је повећање референтне стопе у наредном периоду вероватније него њен пад или задржавање на непромењеном нивоу (15,25%). Рестриктивнији карактер монетарне политике је неопходан како би се обуздали инфлаторни притисци и остварио циљ у овој години. Уколико се наведени ризици материјализују, остваривање циља за 2008. захтевало би да се монетарна политика знатно заостри, али то би могло негативно да се одрази на економски раст и остварење циља у наредној години. Због тога ће мере монетарне политике у наредном периоду бити све више мотивисане остваривањем циља у 2009. години.

II. Кретање инфлације

Базна инфлација је у првом тромесечју износила 1,5%, што је ниже у односу на претходно, пре свега захваљујући заустављању високог раста цена прехранбених производа. Међугодишња базна инфлација је на крају тромесечја била изнад циљаног распона и износила је 7,0%, а очекује се да ће у другом тромесечју износити око 8,1%.

Раст цена на мало је истовремено износио 2,8% и највише је био одређен кретањем регулисаних цена (1,6 п.п.). Међугодишњи раст цена на мало је достигао 11,8%, са очекивањем да ће до краја другог тромесечја пасти на ниво од око 11,0%.

Базна инфлација је у првом тромесечју износила 1,5%¹, што је ниже у односу на претходна два тромесечја (по 2,2%) и у складу је с нашим проценама изнетим у последњем Извештају о инфлацији. Таквом расту базне инфлације допринео је пре свега нижи раст цена прехранбених производа, а у мањој мери и сезонски фактор. С друге стране, раст цена енергената и повећање инфлаторних очекивања деловали су у већој мери инфлаторно. Такође, номинална депресијација динара утицала је на смањење апресијацијског јаза и смањење дезинфлаторног утицаја овог фактора.

Услед слабљења ефекта пољопривредног шока, допринос цена индустријско-прехранбених производа базној инфлацији (0,6 п.п.) смањен је у односу на претходно тромесечје (1,4 п.п.). С друге стране, непрехрамбена базна инфлација² је наставила тенденцију раста из друге половине 2007. године³ и износила је 1,4% (допринос базној инфлацији 0,9 п.п.). У оквиру ове групе производа и услуга, раст цена пића, саобраћајних услуга и грађевинског материјала повећању базне инфлације допринео је са 0,7 п.п. Убрзање непрехрамбене базне инфлације последица је номиналне

Табела II.0.1.

Показатељи раста цена

(стопе раста у %)

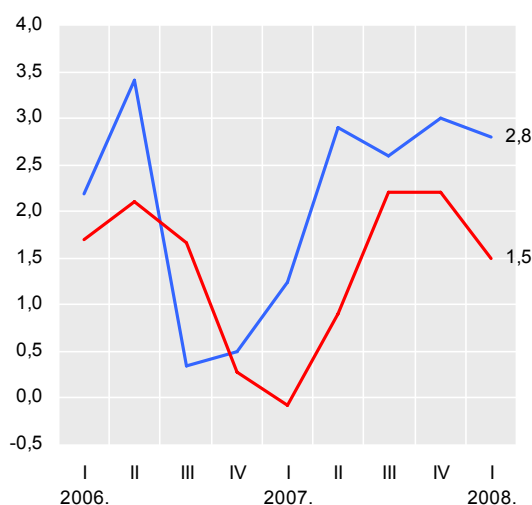
	XII 2005. XII 2004.	XII 2006. XII 2005.	XII 2007. XII 2006.	III 2008. III 2007.
Цене на мало	17,7	6,6	10,1	11,8
Базна инфлација	14,5	5,9	5,4	7,0
Потрошачке цене	...	...	11,0	13,6
Трошкови живота	17,1	6,0	11,9	14,6
Цене робе	16,3	6,1	13,0	16,5
Цене услуга	22,3	5,2	5,2	3,1
Цене произвођача у индустрији	15,4	7,3	9,8	12,8
Цене произвођача пољопривредних произ.	11,8	7,3	27,2	32,1 ¹⁾

¹⁾ Фебруар на фебруар.

Графикон II.0.1.

Кретање цена

(тримесечни раст, у %)

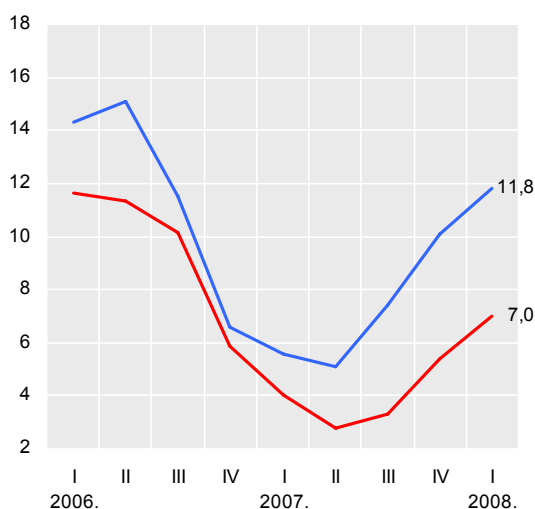


— Цена на мало
— Базна инфлација

Графикон II.0.2.

Кретање цена

(међугодишњи раст, у %)



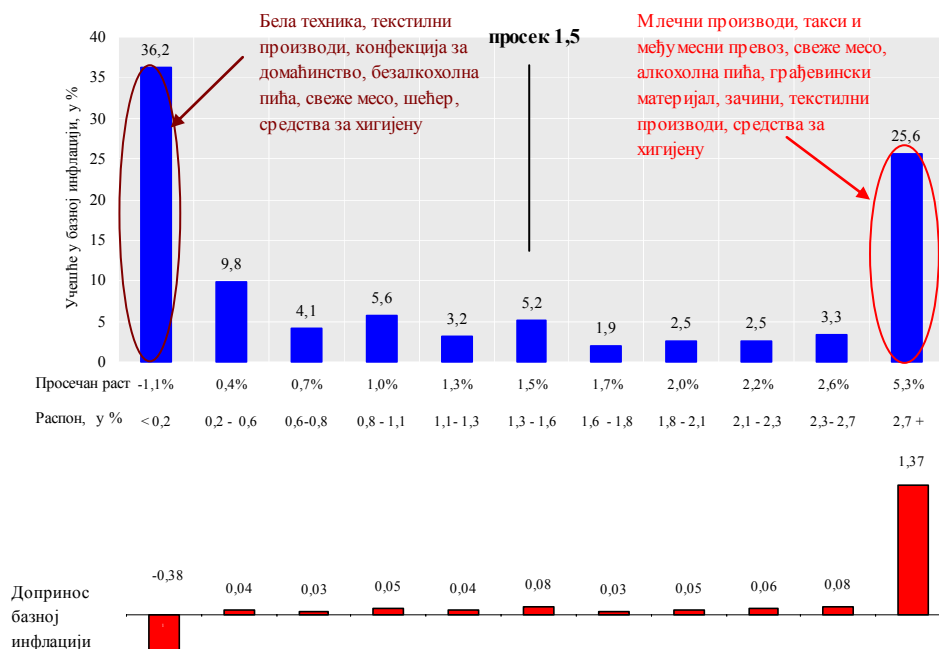
— Цена на мало
— Базна инфлација

¹ По месецима: јануар 0,3, фебруар 0,6, март 0,6.² Базна инфлација искључујући прехранбене производе.

депресијације динара кроз пораст увозне инфлације, као и пораста инфлаторних очекивања и трошковног ефекта услед континуираног раста цена енергената.

Графикон II.0.3.

Распоред промена цена у оквиру базне инфлације у првом тромесечју 2008.



Иако тромесечна базна инфлација бележи успоравање, међугодишња је наставила тренд раста из претходног тромесечја и износила је 7,0%.

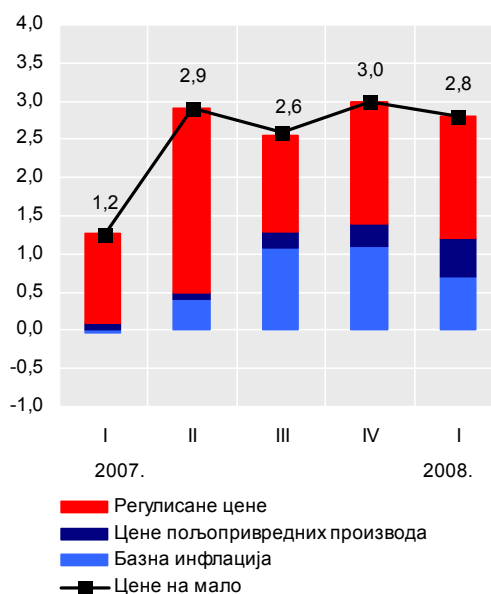
Раст цена на мало износио је 2,8%⁴ и углавном је био одређен кретањем регулисаних цена (1,6 п.п.). Базне цене и цене пољопривредних производа укупном расту су допринеле са 0,7 п.п. и 0,5 п.п., респективно. Регулисане цене су оствариле идентичан раст као и у претходном тромесечју (3,3%), док је раст цена пољопривредних производа износио 12,8%, што вишеструко премашује њихов раст у истом периоду прошле године (2,9%).

Од почетка године, малопродајна цена деривата је у четири наврата повећавана и једном снижена. Тромесечни раст цена деривата износио је 10% и представља највиши тромесечни раст од 2005. године (17% у трећем тромесечју 2005). Треба имати у виду да остварени раст у оба поменута периода укључује и раст акциза по основу њиховог усклађивања с растом цена.

Знатан раст цена енергената (нафте и електричне енергије) имаће индиректне ефекте на базну инфлацију у наредном периоду.

Графикон II.0.4.

Допринос стопи раста цена на мало (у процентним поенима)



³ По тромесечјима: 0,8% у трећем и 1,2% у четвртном.

⁴ По месецима: јануар 0,9, фебруар 0,7, март 1,2.

Табела II.0.2.

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

	2007.				2008.
	I	II	III	IV	I
Цене на мало	1,2	2,9	2,6	3,0	2,8
Базна инфлација	-0,1	0,9	2,2	2,2	1,5
Цене пољопривредних производа	2,9	3,0	6,6	9,4	12,8
Регулисане цене	2,6	5,1	2,7	3,3	3,3
Електрична енергија	0,0	15,0	0,0	0,0	3,5
Нафтни деривати	-1,3	7,2	3,5	7,1	10,0
Комунално-стамбене услуге	7,7	0,7	0,9	0,6	0,4
Услуге друштвене заштите	0,6	13,9	9,4	0,8	0,8
Саобраћајне услуге (регулисане)	0,0	0,7	4,5	0,0	2,2
ПТТ услуге	1,2	-0,1	-1,7	0,0	0,0
Хлеб и брашно	1,7	0,1	17,9	9,7	9,0
Млеко	3,2	0,8	12,2	20,1	0,3
Цигарете	11,8	5,6	0,4	7,9	0,0
Лекови	0,3	3,9	1,6	0,5	0,4
Остало	2,4	0,7	0,6	0,9	0,3

Табела II.0.3.

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

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

Индекс потрошачких цена

Мерено индексом потрошачких цена, базна инфлација је у првом тромесечју остварила раст од 1,6%⁵, што је ниже у поређењу с претходна два тромесечја (3,8% у трећем и 1,8% у четвртном). Поред цена прехранбених производа, и цене непрехрамбених производа и услуга (1,1%) имале су нижи раст у поређењу с претходним тромесечјем (1,4%). Кретање непрехрамбене базне инфлације мерено потрошачким ценама супротно је од њеног кретања мерено ценама на мало услед методолошке неусклађености обухвата производа и услуга чије се цене прате, као и начина обрачуна индекса цена на мало и индекса потрошачких цена.

С друге стране, раст цена енергената и повећање инфлаторних очекивања, као и смањење апresiasiјског јаза реалног курса због номиналне депресијације динара, деловали су инфлаторно на кретање базне инфлације.

Међугодишња базна инфлација мерена индексом потрошачких цена наставила је тренд раста започет у другом тромесечју 2007. године и на крају првог тромесечја 2008. је износила 8,2%.

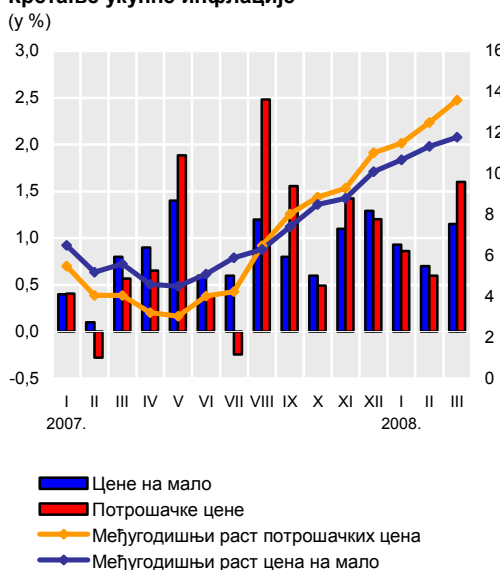
Раст потрошачких цена (3,0%) био је нижи у поређењу с претходним тромесечјем (3,2%) и подједнако је био одређен кретањем регулисаних цена и цена пољопривредних производа (допринос по 1,1 п.п.). Том расту су знатан допринос (0,9 п.п.) такође дале цене које се формирају слободно.

Регулисане цене су порасле за 3,0% и њихов раст је искључиво последица повећања цена електричне енергије, нафтних деривата, хлеба и брашна. Цене пољопривредних производа су оствариле раст од 14,9%, што је знатно више у односу на исти период прошле године.

Међугодишња укупна инфлација мерена индексом потрошачких цена на вишем је нивоу него мерено ценама на мало и износи 13,6%. Све три компоненте ценовног раста мерено на тај начин имале су виши ниво: цене регулисаних производа 15,5%, цене које се формирају слободно, на тржишту, 8,2% и цене пољопривредних производа 52,7%.

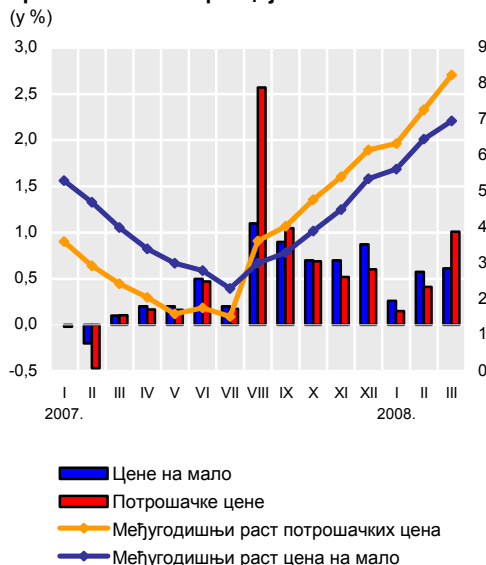
Графикон II.0.5.

Кретање укупне инфлације



Графикон II.0.6.

Кретање базне инфлације



⁵ По месецима: јануар 0,2, фебруар 0,4, март 1,0.

Очекивано кретање инфлације у другом тромесечју

Раст цена енергије и хране на светском тржишту и њихов притисак на домаће цене, висока инфлација у зони евра и земљама у окружењу, политичка неизвесност у вези с парламентарним и локалним изборима и повећање инфлаторних очекивања само су неки од фактора који ће утицати на кретање инфлације у другом тромесечју 2008. године.

Према нашим проценама, укупну инфлацију у другом тромесечју подједнако ће одређивати кретање регулисаних цена и цена које се формирају слободно, на тржишту, док ће допринос пољопривредних производа бити знатно слабији.

Када је реч о регулисаним ценама, очекујемо да ће њихов раст бити нижи у односу на прво тромесечје и да ће се кретати у распону 2,0–2,5% (допринос 0,9–1,2 п.п.). Цене нафтних деривата порашће за око 3,3% (допринос 0,3 п.п.). При процени смо узели у обзир како краткотрајно априлско снижење цена нафте, праћено депресијацијом долара, тако и текуће кретање цене уралске нафте на светском тржишту, која бележи историјске рекорде.

У оквиру регулисаних цена очекујемо и раст цена хлеба и брашна за око 10,8% услед раста цена житарица (допринос 0,2 п.п.), као и раст цена цигарета и лекова (допринос по 0,1 п.п.). Код цена које су под контролом државних и локалних органа власти не очекују се значајније корекције због предстојећих парламентарних и локалних избора.

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

- 1) високих инфлаторних очекивања;
- 2) поскупљења нафтних деривата и пренетих ефеката повећања цене електричне енергије из претходног тромесечја;
- 3) поскупљења индустријско-прехранбених производа;
- 4) апресијацијског јаза реалног курса, који је и даље отворен и деловаће дезинфлаторно и у наредном периоду, али у мањој мери због тренутних депресијацијских притисака; и
- 5) номиналне депресијације динара из претходног тромесечја, кроз пораст увозних цена.

Имајући у виду наведене факторе, процењујемо да ће тромесечна стопа базне инфлације бити виша у поређењу с првим тромесечјем и кретаће се у распону 1,7–2,2%, док ће њена међугодишња стопа наставити да расте и на крају другог тромесечја ће бити у распону 7,8–8,3%.

Код цена пољопривредних производа очекујемо раст који би се могао кретати између 4–8%, па би њихов допринос укупном расту цена на мало износио око 0,2–0,4 п.п. Иако је за друго тромесечје карактеристичан висок раст цена пољопривредних производа, примена савремених агротехничких мера и блага зима утицали су да понуда пољопривредних производа током године буде равномернија, тако да се не очекује њихов значајан скок, као што је то био случај ранијих година.

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 другом тромесечју 2008. године кретати у распону 2,0–2,4%, а међугодишњи раст цена на мало у распону 10,8–11,2%.

Табела II.0.4.

Најзначајније очекиване промене регулисаних цена у другом тромесечју 2008.

	Стопа раста (у %)	Допринеси расту цена на мало (п.п.)
Нафтни деривати	3,3	0,3
Хлеб и брашно	10,8	0,3
Лекови	5,5	0,1
Цигарете	1,5	0,1

Препоруке Светске банке за ублажавање ефекта раста цена основних животних намирница

Раст цена нафтних деривата и климатске промене условили су проактиван однос влада многих земаља у вези с производњом и употребом биогорива.¹ Такав став је за резултат имао повећање тражње сировина које се користе за производњу биогорива (пшенице, кукуруза, соје, палминог уља). На пример, готово целокупан прираст у САД у производњи кукуруза остварен у периоду од 2004. до 2007. године искоришћен је за производњу биогорива.

Забележени раст цена хране није привременог карактера – наставак раста предвиђа се и у 2008. и 2009. години. Ипак, његов утицај није био аутоматски и није се у потпуности пренео на малопродајне цене због истовременог деловања других фактора, као што су слабење америчке валуте и политика стабилизације цена у већини земаља.

У зависности од тога да ли су нето произвођачи или потрошачи основних животних намирница, неке групе становништва су имале користи од раста цена, док су друге тиме биле погођене. Ипак, може се рећи да је сиромашно становништво у градским срединама највише погођено растом цена хране.

С циљем ублажавања ефекта раста цена основних животних намирница, Светска банка препоручује три основна типа интервенција:²

1) Повећање социјалних давања, чиме би се смањио ефекат на најсиромашније слојеве друштва. Социјална давања могу бити како новчана, тако и неновчана помоћ (бонови итд.) за најугроженије слојеве становништва. Предност овог типа интервенције је што не доводи у питање домаћу производњу хране. Ипак, ефикасност социјалних давања у многоме зависи од нивоа економског развоја земље, административних потешкоћа и фискалних трошкова.

2) Краткорочне административне мере усмерене ка снижавању домаћих цена хране. Најбољи избор у оквиру ових мера је смањење тарифа и пореза на основне животне намирнице. Многе земље су увеле тарифе на увоз хране да би подстакле домаћу производњу и повећале приходе. Смањење тарифа и пореза може да помогне потрошачима, мада то укључује и пад фискалних прихода. Пад прихода, заједно с растом трошкова због социјалних давања, може захтевати прераспodelу расхода. Коришћење извозних ограничења показало се мање ефикасном мером. У прошлој години су неке земље нето извознице житарица извозне дажбине повећале, што је имало ограничен утицај на цене, а знатан негативан ефекат на домаћу производњу.

3) Повећање понуде хране на средњи рок. Тренутна ситуација на тржишту пољопривредних производа може се искористити за стимулисање производње житарица и повећање учешћа пољопривредне производње у укупном расту на средњи рок. Више цене житарица могу довести до промене тренутно опадајућег тренда инвестирања у пољопривреду како државног, тако и приватног сектора. Тако на пример, у осамдесетим годинама, 30% кредита Светске банке било је намењено пројектима из области пољопривреде, да би тај проценат пао на 12% у 2007. Ниске и стабилне цене хране у осамдесетим и деведесетим годинама довеле су до мањег улагања у пољопривреду. У овој години очекује се значајан раст кредита (само у Африци, Светска банка ће одобрити двоструко више средстава него у претходној години).

Већина поменутих мера захтева знатне фискалне расходе. Свака земља има својствене могућности да реструктурира јавне расходе и створи простор за додатна социјална давања. Донете мере ће у јавности бити боље прихваћене уколико се води добра и ефикасна комуникација у погледу узрока раста цена хране.

Једна од основних препорука Светске банке је да треба избегавати коришћење извозних забрана, јер ће се тако пореметити будућа инвестирања у пољопривреду, нарочито ако се имају у виду прогнозе даљег раста цена хране. Такође, извозне забране имају негативне ефекте првенствено у увозно зависним земљама.

¹ Тако је, на пример, ЕУ поставила за циљ да до 2010. године 5,75% моторног горива буде произведено од биогорива.

² Извор: Rising Food Prices: Policy Options and World Banks Response, Светска банка.

III. Детерминанте инфлације

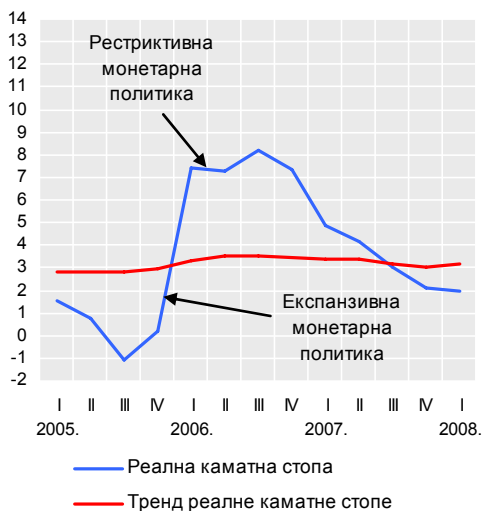
1. Монетарни услови

Монетарну политику у првом тромесечју 2008. године карактерисао је мањи степен рестриктивности у поређењу с претходним услед смањења ап्रेसијацијског јаза реалног девизног курса, као и смањења реалне каматне стопе. Референтна каматна стопа је тек након корекције навише за 300 базних поена била изнад неутралног нивоа.

Анализа монетарних услова указује да је монетарна политика у првом тромесечју 2008. године имала експанзивнији карактер у поређењу с претходним тромесечјем. Томе је допринело како смањење апресијацијског јаза реалног курса, тако и даље смањење реалне каматне стопе и њено кретање испод неутралног нивоа. Иако апресијацијски јаз реалног девизног курса још постоји и делује дезинфлаторно, његови дезинфлаторни ефекти постепено слабе због номиналне депресијације динара. За разлику од јаза реалног девизног курса, компонента реалне каматне стопе је, због раста инфлаторних очекивања, деловала инфлаторно.

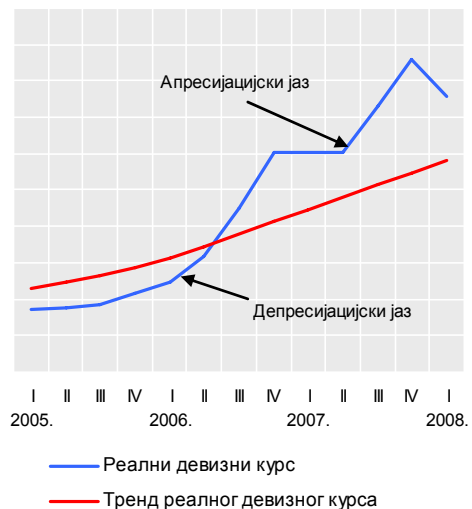
Графикон III.0.1.

Реална каматна стопа на репо операције и њен тренд



Графикон III.0.2.

Реални девизни курс и његов тренд



Јачање инфлаторних притисака, пре свега по основу инфлаторних очекивања, индиректних ефеката раста цена нафте на светским тржиштима, експанзивнијег карактера фискалне политике крајем претходне године, као и депресијацијских притисака који су били последица политичке нестабилности и пораста премије ризика, обележавали су прво тромесечје. То је био разлог да Монетарни одбор Народне банке Србије референтну каматну стопу у три наврата повећа. У току фебруара, референтна стопа је повећана за 150 базних поена, да би на седници средином марта, због оцене да је чак и остваривање циља за 2008. годину доведено у питање, повећана још за 300 базних поена. Такву одлуку је определила и чињеница да референтна стопа на нивоу од 11,5% (још и реално негативна) није била атрактивна у окружењу политичке нестабилности и пораста премије ризика.

И поред повећања референтне каматне стопе за 450 базних поена због раста инфлаторних очекивања, реална каматна стопа⁶ је у односу на претходно тромесечје у просеку била мања за око 11 базних поена. Међутим, уколико се има у виду да, према мартовским Галуповим истраживањима, инфлациона очекивања финансијског сектора у погледу укупне инфлације износе 10,8% на годишњем нивоу, закључује се да је референтна стопа тренутно изнад неутралног нивоа.

Индекс реалних монетарних услова, који представља комбиновани показатељ дејства јазу реалног девизног курса и каматне стопе на ценовну стабилност и/или агрегатну тражњу, такође указује на мањи степен рестриктивности монетарне политике у првом тромесечју.⁷

Друге мере, пруденцијалне и административне, које утичу индиректно и на ефикасност монетарне политике, у протеклом тромесечју коришћене су у ограниченој мери.

На крају марта су донете пруденцијалне мере које имају за циљ повећање атрактивности динарске штедње и измене билансне структуре банака. Оне ступају на снагу у другом тромесечју и по основу њих се не очекује неки већи монетарни ефекат. Једино се по основу мере којом се банке обавезују да 10% обрачунате девизне обавезне резерве издвајају и држе у динарима, са првим обрачунским периодом 17. маја, могу очекивати извесни ап्रेसијацијски притисци у наредном периоду.

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. Када је реч о номиналном девизном курсу, ситуација је много неизвеснија пре свега због политичке ситуације у земљи и јачања ефеката светске финансијске кризе, па је ефекте на инфлацију по том основу тешко са неком извесношћу проценити. Инфлациона очекивања, која исказују растућу тенденцију, такође су један од кључних фактора који ће утицати на карактер монетарне политике у наредном периоду.

Графикон III.0.3.

Индекс монетарних услова



⁶ Рачуната како на бази остварене инфлације, тако и на бази инфлаторних очекивања.

⁷ При конструкцији индекса монетарних услова коришћена је следећа једначина:

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

Каматне стопе

Повећање референтне каматне стопе Народне банке Србије у више наврата у првом тромесечју 2008, као реакција на раст инфлационих притисака, утицало је на пораст каматних стопа на тржишту новца. С друге стране, кретања на тржишту капитала је у великој мери обележавала растућа нестабилност у међународној и домаћој економији.

Ради сузбијања инфлационих притисака, Народна банка Србије је у првом тромесечју референтну каматну стопу три пута повећавала. Након двократног повећања у фебруару за по 75 базних поена, у марту је уследило и додатно повећање од 300 базних поена, тако да је крајем марта она достигла 14,5% на годишњем нивоу.

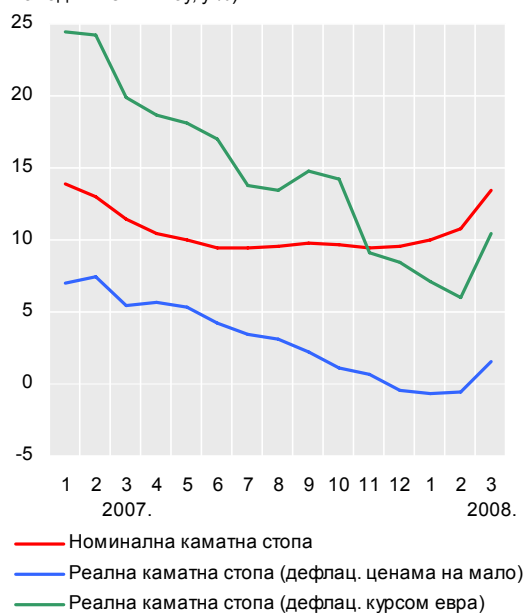
Каматна стопа на шестомесечне трајно продате хартије од вредности Народне банке Србије такође је повећавана, и то на све три аукције у првом тромесечју. На мартовској аукцији је достигла 16,7% на годишњем нивоу, што је чак за 7 п.п. више него на децембарској. Будући да се та каматна стопа формира по тржишним принципима, њено повећање изнад повећања референтне каматне стопе је индикатор даљег пораста инфлационих очекивања банака, односно очекивања банака да ће каматне стопе наставити да расту.

Повећањем референтне каматне стопе за укупно 450 базних поена у првом тромесечју повећани су и реални приноси на репо хартије од вредности.

Графикон III.1.1.

Репо каматна стопа НБС

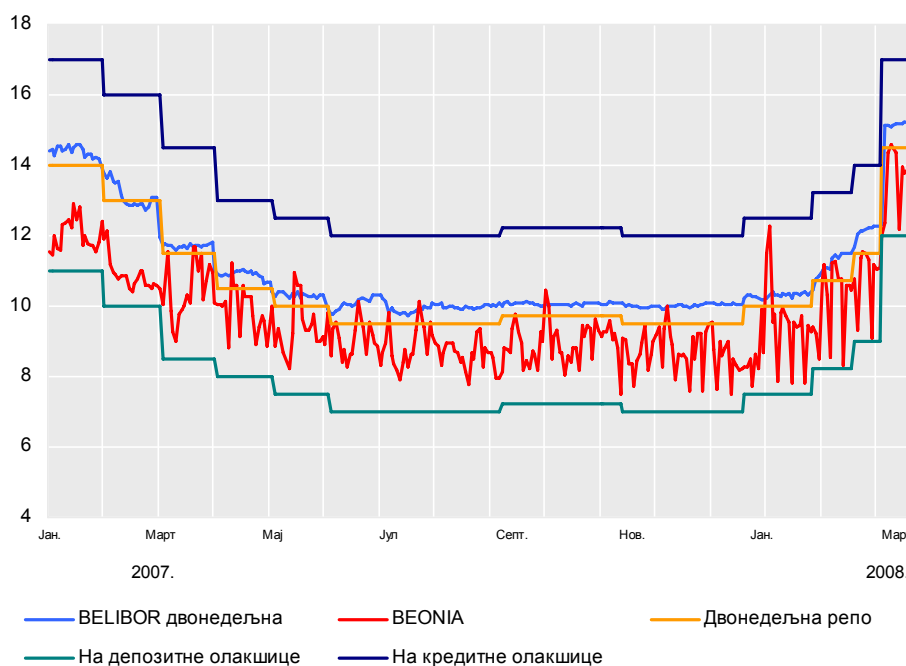
(пондерисани просек, на годишњем нивоу, у %)



Графикон III.1.2.

Кретање каматних стопа

(дневни подаци, на годишњем нивоу, у %)



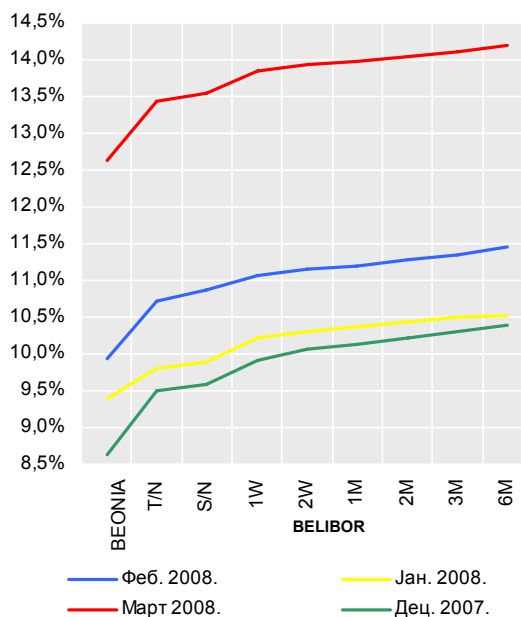
Извор: Народна банка Србије и Reuters.

Ниво референтне каматне стопе је, након неколико месеци, у марту био поново већи од (годишњег) нивоа инфлације, што би требало да буде мотив банкама да у већој мери улажу у хартије од вредности Народне банке Србије. Такође, томе у прилог иде и околност да је разлика између референтне каматне стопе и каматних стопа Европске централне банке и ФЕД-а⁸ повећана. Наведени фактори су сасвим сигурно утицали да се нето стање хартија од вредности којима Народна банка Србије обавља операције на отвореном тржишту у марту повећа за око осам милијарди динара. Последњег дана марта стање ових хартија од вредности је достигло око 229,3 милијарде динара, што је за 5,3% више у односу на крај претходног тромесечја. Међутим, није могуће са сигурношћу тврдити да ће се таква кретања наставити, имајући у виду пре свега повећање ризика како у нашој земљи, тако и у међународном окружењу.

Пораст референтне каматне стопе утицао је и на пораст каматних стопа на тржишту новца. Кретања на тржишту новца карактерише све већа варијабилност каматних стопа из месеца у месец, будући да се неизвесност на овом тржишту повећава. **Каматна стопа Belibor** у првом тромесечју се у просеку кретала у распону од 11,35%, за најкраћу доспелост (T/N), до 12,10%, за најдужу рочност (шест месеци). У односу на претходно тромесечје, Belibor је повећан за све рочности, при чему је повећање најизраженије за најкраћу (T/N и S/N), а најмање за најдужу, шестомесечну, доспелост. Таква кретања утицала су на формирање криве приноса на вишем нивоу у односу на претходно тромесечје. При том је њен

Графикон III.1.3.

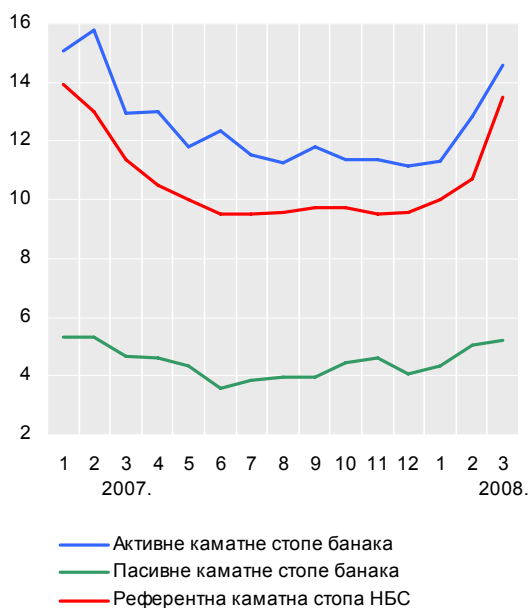
Крива приноса на међубанкарском тржишту новца
(месечни просеци, на годишњем нивоу)



Извор: Народна банка Србије и Reuters.

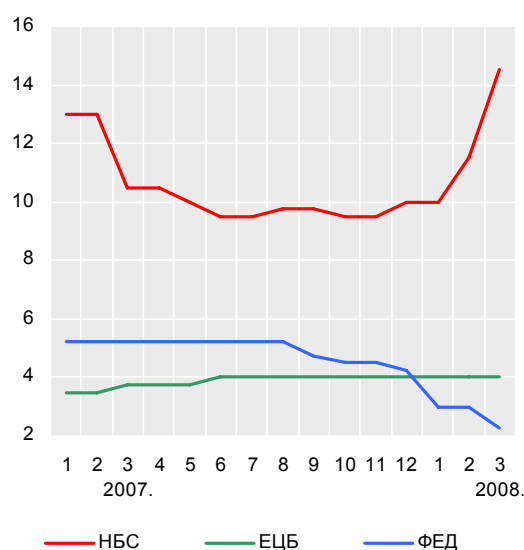
Графикон III.1.4.

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.

⁸ Каматна стопа на репо трансакције Европске централне банке није мењана од јуна 2007. године и износи 4%, док референтна стопа ФЕД-а има тенденцију смањења и од 18. марта износи 2,5% на годишњем нивоу.

нагиб смањен, на шта су у највећој мери утицала јануарска кретања на тржишту новца. У том месецу су банке пласмане у кредите и репо хартије од вредности финансирале краткорочним средствима позајмљеним на домаћем финансијском тржишту, због чега је њихова цена (каматна стопа) у релативно већој мери повећана.

Каматне стопе на дуже рокове су од почетка фебруара оствариле релативно већи пораст, па је нагиб криве приноса на тржишту новца у извесној мери повећан. То говори да су се инфлациона очекивања банака повећала, што потврђују и резултати анкете о инфлационим очекивањима. **Каматна стопа Beonia** повећавала се током читавог првог тромесечја. У марту је просечно износила 12,62%, што је за 4 п.п. више у односу на децембар 2007. године.

У складу с повећањем референтне каматне стопе повећавале су се и каматне стопе на кредите банака. Од почетка године оне су повећане за 3,46 п.п. и у марту су у просеку достигле 14,59% на годишњем нивоу. Каматне стопе које су банке плаћале на положене депозите повећане су у релативно мањој мери (1,12 п.п.) и крајем марта су у просеку износиле 5,2% на годишњем нивоу. На разлици између каматних стопа на одобрене кредите и примљене депозите банке су у просеку зарађивале 9,39%, што је за 2,34 п.п. више него на крају прошле године.

Приноси на трезорске записе Министарства финансија Републике Србије наставили су тенденцију смањења. У првом тромесечју је одржано пет аукција ових записа. Приносна стопа на првој, јануарској, аукцији је износила 4,45%, а на последњој, мартовској, 4,40%. На тај начин је повучено око 3,1 милијарда динара, што је скроман износ у поређењу с износом од продаје репо хартија од вредности Народне банке Србије.

Кретања на Београдској берзи

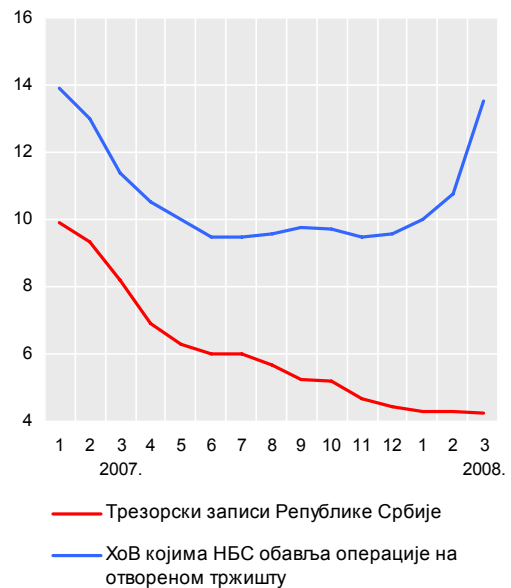
Наставак деловања ефеката светске финансијске кризе, уз повећање ризика на домаћем тржишту, довео је до кулминације негативних кретања на Београдској берзи. Ликвидност на Београдској берзи, која је и раније представљала један од горућих проблема, додатно је погоршана. Она је у паду још од краја другог тромесечја прошле године, али је у фебруару и марту ове године достигла најнижи ниво у протеклих неколико година.

Смањење ликвидности свакако је утицало и на пад оба индекса акција Београдске берзе, будући да су у условима неликвидног тржишта релативно мала померања на страни понуде или тражње довољна да изазову нагле промене цена и тиме додатно утичу на повећање нестабилности. Страни инвеститори, како због ефеката финансијске кризе која је захватила цео свет, па и нашу земљу, тако и због актуелних политичких и економских ризика у земљи, своје портфеље у великој мери продају, обарајући тиме цене акција на веома ниске нивое⁹. У појединим тренуцима, таква кретања су изазивала панику код малих домаћих инвеститора, што је додатно подстицало пад цена акција.

Цене акција које улазе у састав оба индекса Београдске берзе забележиле су у првом тромесечју изузетно велики пад. Индекс најликвиднијих акција **Belex15** је смањен за 25,86% и крајем марта је био на нивоу од 1.718,79 индексних поена, што одговара његовом стању с почетка 2007. године. С друге стране, **Belexline** је забележио нешто блажи пад вредности (19,92%), на ниво од 3.067,75

Графикон III.1.6.

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



Извор: НБС и Министарство финансија Републике Србије.

⁹ Просечан тржишни П/Е ратио за предузећа којима се тргује на континуираном тржишту (показује колико инвеститора кошта јединица профита предузећа) тренутно износи 42,8 и најнижи је у протеклих неколико година.

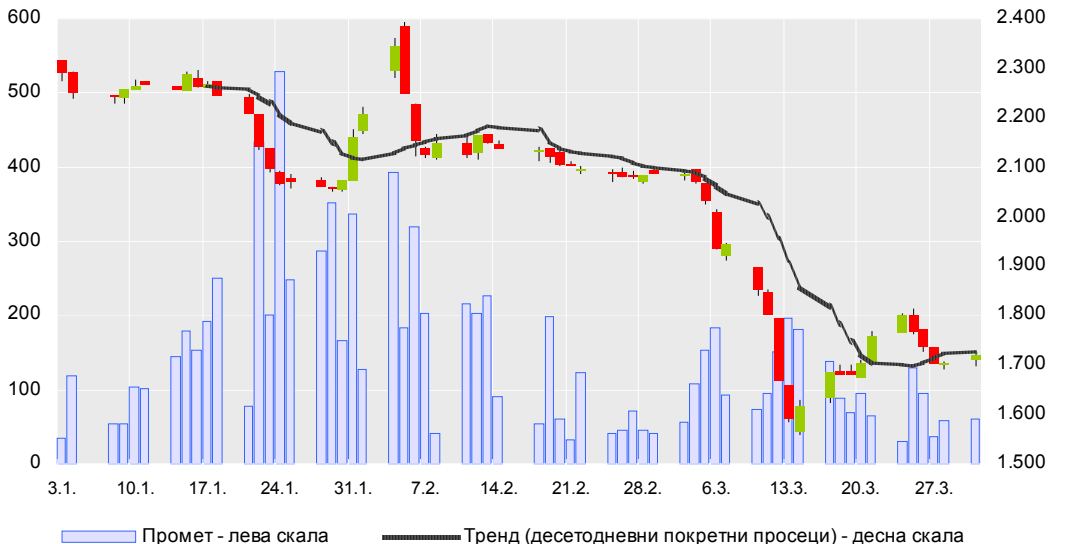
индексних поена. Умеренији пад ширег индекса последица је чињенице што су акције које улазе у његов састав претежно неликвидне.

Пад цена акција утицао је и на смањење тржишне капитализације акција, за око 13% од почетка године. Томе су највише допринеле акције којима се континуирано тргује, будући да им је цена у релативно већој мери смањена.

Графикон III.1.7.

Индекс BELEX15 у 2008.

млн. дин.



Извор: Београдска берза.

Смањење капитализације праћено је драстичним смањењем промета. У првом тромесечју, акцијама се трговало у износу од 17,4 милијарде динара, или за преко 50% мање у односу на претходно тромесечје. Истовремено са смањењем промета акцијама трансакције су уситњаване, пре свега у сегменту континуираног трговања, што је, највероватније, био индикатор паничног повлачења малих инвеститора са тржишта капитала.

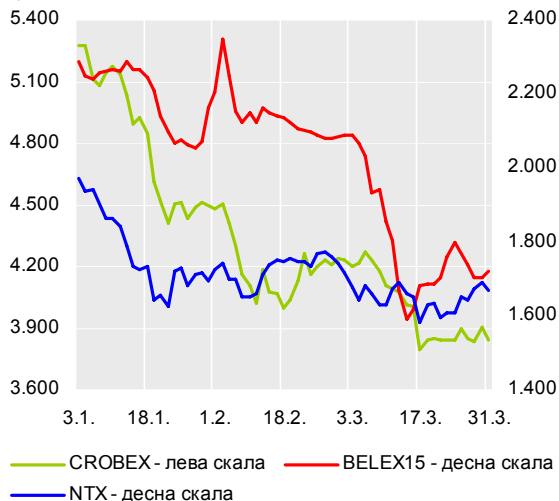
Кретања на тржишту обвезница старе девизне штедње на Београдској берзи нису се у већој мери разликовала од кретања на тржишту акција. Обим промета у трговини обвезницама сведен је на око 850 милиона динара, или за око 56% мање у односу на прошло тромесечје. Највише се трговало обвезницама серије A2016 (14,6% укупног трговања) и поред најнижег приноса који обвезнице ове серије носе. Такође, трговало се и обвезницама A2008, што је и очекивано будући да оне доспевају крајем маја ове године. Повећању негативног нагиба криве приноса обвезница допринеле су приватизације које су у овом периоду извршене коришћењем обвезница старе девизне штедње дужих рокова доспелости. Такође, у том правцу су деловала и очекивања везана за кретање курса пошто су ове обвезнице деноминиране у еврима. Наиме, очекивања инвеститора у правцу депресијације могу да изазову већу тражњу за серијама дуже доспелости, будући да се овим обвезницама портфолио штити од ефеката депресијације курса. Повећана тражња за обвезницама серија које касније доспевају утиче на раст њихове цене и последично на пад приноса које оне доносе.

Кретања на домаћој берзи у току првог тромесечја имала су исту тенденцију као и кретања на берзама у

Графикон III.1.8.

Индекси BELEX15, CROBEX и NTX у 2008.

(у индексним поенима)



Извор: Београдска берза, Загребачка берза и Bloomberg.

региону. Тако су берзански индекси најликвиднијих акција на Софијској и Загребачкој берзи забележили још већи пад од индекса Belex15 (за 29,01% и 26,61%, респективно), док је нпр. на Љубљанској берзи пад био незнатно мањи (23,68%). То иде у прилог тврдњи да су негативна кретања на домаћем тржишту капитала пре свега последица утицаја светске финансијске кризе, а у мањој мери политичке нестабилности у земљи.

Девизни курс

Динар је у првом тромесечју у односу на евро у просеку депресиран за 4,6%. У овом периоду, девизно тржиште и курс били су под великим утицајем политичких фактора у земљи. Након повећања референтне каматне стопе, крајем марта и током априла уследила је апресијација динара.

Динар је у првом тромесечју 2008. године у односу на претходно депресиран према евр у 4,6%. Курс динара према евр кретао се у распону од 79,96 до 83,83 RSD/EUR. Осцилације курса биле су најизраженије у јануару. У наредна два месеца оне су се смањивале, а сужаван је и распон у оквиру кога се курс динара кретао. У односу на претходне месеце, у марту је кретање курса било врло стабилно уз просечну дневну осцилацију од свега 0,2%, а од средине марта уочавају се извесни апресијацијски притисци.

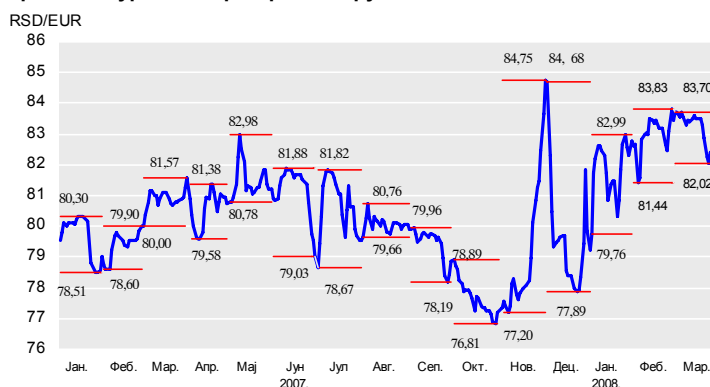
Слабљење домаће валуте карактеристично је за почетак године због деловања сезонских фактора. Међутим, главни узрок депресијације динара у фебруару и марту били су политички фактори, тј. неизвесност у погледу исхода председничких избора и политичка нестабилност након проглашења независности Косова.

С обзиром на то да је у посматраном периоду Европска централна банка каматну стопу задржала на непромењеном нивоу, док је ФЕД своју у три наврата снижавао (укупно за два процентна поена), долар је наставио да депресиран према евр, прешавши крајем фебруара 1,50 USD/EUR. У првом тромесечју динар је и према долару номинално депресиран, али мање него према евр – за 1,4%.

Уколико се курс динара посматра на крају периода, динар је у првом тромесечју депресиран према евр 3,7%, док је према долару апресиран за 3,1%. Будући да обе валуте улазе у корпу за обрачун ефективног курса, номинални ефективни курс динара је на крају периода ослабио за 1,7%.

Графикон III.1.9.

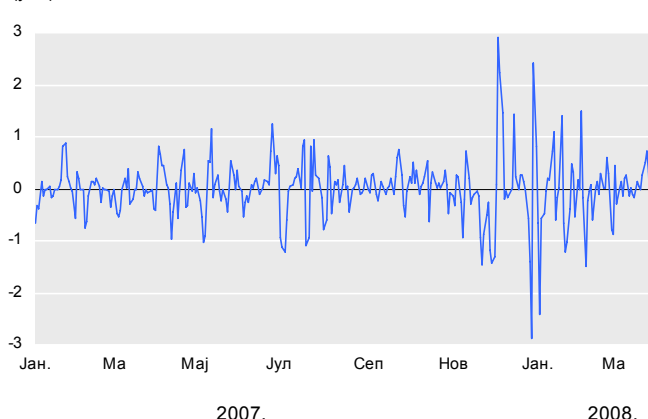
Кретање курса динара према евр



Графикон III.1.10.

Дневне промене курса динара према евр¹⁾

(у %)



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

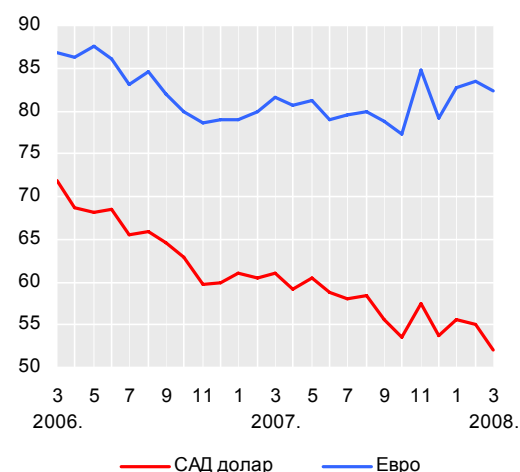
Уз слабење номиналног ефективног курса динара и бржи раст домаћих цена од иностраних, у првом тромесечју је динар реално депресирао за 0,1% (депресирано према евр у 1,9% и апресирано према долару 4,2%).

На међубанкарском девизном тржишту је укупан промет девиза у првом тромесечју износио око шест милијарди евра и био је за око 20% мањи од промета оствареног у претходном тромесечју. Као последица политичке нестабилности, учесници међубанкарског девизног тржишта били су уздржани у погледу отварања својих девизних позиција, тако да је промет девизама драстично опао – просечна дневна трговина је смањена са 186,1 милион евра у јануару на свега 28,7 милиона евра у марту (више од половине укупног промета у првом тромесечју остварено је у јануару).

Упркос таквим кретањима на девизном тржишту, облик учешћа Народне банке Србије није промењен, тј. остао је у форми продаје дела нето откупљених девиза од мењача. Међутим, да би стимулисала трговину и допринела повећању ликвидности тржишта, Народна банка је од фебруара износи с којима је излазила на тржиште повећала, тако да је у прва три месеца у просеку дневно продавала 4,8 милиона евра. Због пада обима промета на тржишту, те продаје девиза чиниле су у просеку око пет процената укупног промета у првом тромесечју. У фебруару и марту је на девизном тржишту Народна банка продала девиза више него што их је откупила од мењача.

Индекс EMBI¹⁰ је наставио раст започет средином прошле године, тако да је крајем четвртог тромесечја принос на обвезнице Републике Србије којима се тргује на Луксембуршкој берзи био око 390 базних поена изнад приноса на обвезнице америчког Трезора (US Treasuries). Штавише, вредности које је индекс EMBI бележио у прва три месеца 2008. највише су откако је он почео да се израчунава за Србију (крајем априла 2005. године). Такво кретање индекса EMBI последица је највећим делом опште кризе ликвидности на светским тржиштима и показатељ слабије спремности инвеститора да улажу у Србију, што би могло да подстакне депресијацијске притиске. Премија ризика мерена петогодишњом CDS spreadom (Credit default swap), након високог раста у последњем тромесечју претходне године, почетком ове године је стабилна и креће се око 250 базних поена.¹¹

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



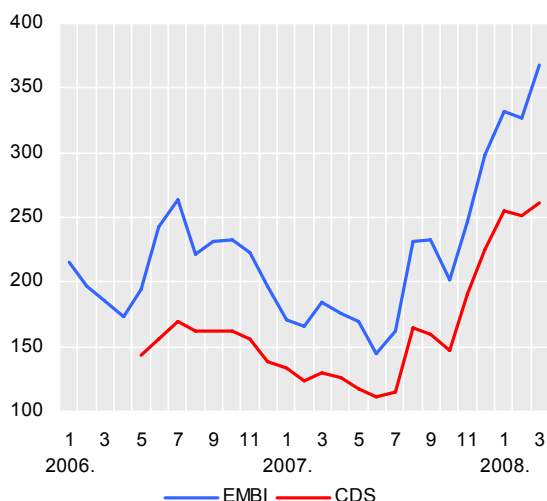
Табела III.1.1.

Структура промета на МДТ-у
(укупан промет)

	Јануар	Фебруар	Март	I тромесечје 2008.
МДТ	3.721.067.647	1.604.992.638	603.403.788	5.929.464.073
Банке - НБС	57.000.000	129.000.000	105.000.000	291.000.000
Банка - банка	3.664.067.647	1.475.992.638	498.403.788	5.638.464.073
(у % од укупног промета)				
МДТ	100,00	100,00	100,00	100,00
Банке - НБС	1,53	8,04	17,40	4,91
Банка - банка	98,47	91,96	82,60	95,09

Графикон III.1.12.

Показатељ премије ризика - EMBI и CDS
(месечни просеци, у базним поенима)



Извор: JP Morgan и Bloomberg.

¹⁰ Индекс обвезница тржишта у успону (енгл. Emerging Markets Bond Index).

¹¹ CDS spread је релевантнији показатељ премије ризика од индекса EMBI, будући да директно утиче на каматне стопе по којима банке позајмљују средства из иностранства.

Инструмент обезбеђења од кредитног ризика (*credit default swap*)

Credit default swap (CDS) представља један од новијих типова кредитних деривата. Овај кредитни дериват свом купцу обезбеђује заштиту од одређених ризика и може се поистоветити с уговором о осигурању. Користи се најчешће када инвеститори у обвезнице корпорација желе да се заштите од ризика да издавалац обвезнице своју обавезу не изврши на време. Слично као код уговора о осигурању, инвеститори продавцу осигурања плаћају премију, при чему њена величина зависи од процењеног ризика. Уколико издавалац корпоративне обвезнице обавезу не испуни, активира се CDS и поверилац се намирају.

Тржиште CDS формирале су 1994. године банке које је предводила инвестициона банка JP Morgan. То тржиште је значајно допринело смањењу ризика инвестирања у обвезнице, али и ефикаснијем управљању портфолиом инвеститора. На тржишту се јављају три врсте CDS: корпоративни, банкарски и државни.

Када је реч о тржиштима у развоју, CDS осигурава, слично као код корпоративних обвезница, од губитака који могу настати због неизвршења обавеза када су у питању емитенти обвезница са ових тржишта. Величина премије коју банка продавцу осигурања (нпр. осигуравајућој компанији) плаћа одређена је степеном ризика од неизвршења обавезе плаћања за конкретну земљу и она се мери кроз CDS spread. CDS spreads због тога представља тржишни индикатор ризика земље. Он зависи и од стања на глобалном финансијском тржишту и повећава се у условима нестабилности, као што је то тренутно случај.

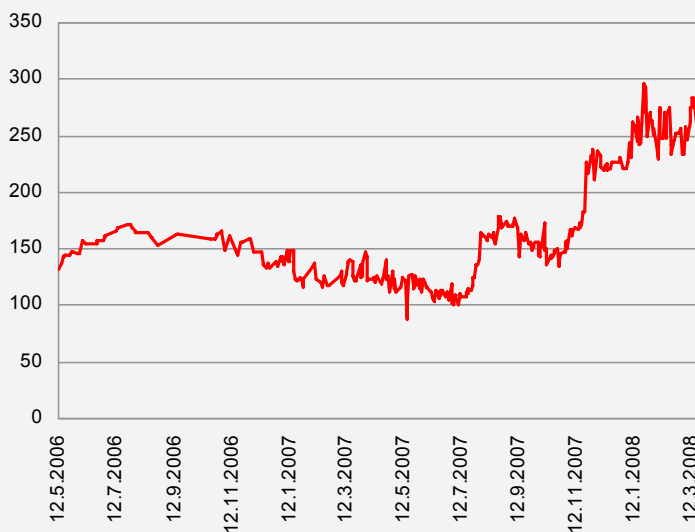
Према анализи Uninews-а, недељног магазина италијанске банке Unicredito, од земаља у региону источне Европе, који је за нас најинтересантнији, међу најризичнијим по садашњим нивоима CDS spreada налазе се Турска, Украјина, Казахстан и Србија. Међутим, током марта 2008. године само се CDS spread за Турску знатније погоршао, док се остали нису променили.

Што се саме Србије тиче, историјат праћења CDS spreada је започео 12. маја 2006, када је утврђен на нивоу од 131 базног поена. У другој половини 2006. и током прве половине 2007. године CDS spread је био доста стабилан, са веома благим осцилацијама. У том периоду CDS spread није прелазео 170 базних поена. Интересантно је да је на најнижем нивоу (између 100 и 115 базних поена) био баш пред сам почетак финансијске кризе на тржишту хипотекарних кредита у САД у јуну и првој половини јула 2007. године. Знатнији раст CDS spreada забележен је у јулу, а ниво од 200 базних поена први пут је прешао у новембру исте године, када су

се и у Србији већ у великој мери осећали ефекти светске финансијске кризе. На крају јануара 2008. године достигао је рекордни ниво од 296 базних поена. Према последњим подацима којима располажемо од 17. марта 2008, CDS spread за Србију износи 259 базних поена. Одржавању његовог високог нивоа несумњиво помаже и неизвесна политичка ситуација у земљи у погледу наставка процеса евроинтеграција.

Очекује се да ће и у наредних неколико месеци ризик Србије, али и осталих земаља источне Европе, изражен кроз CDS spread бити веома осетљив на кретања на међународним и домаћим тржиштима.

Петогодишњи CDS за Србију у USD
(дневне промене, у базним поенима)



Извор: Bloomberg.

2. Увозне цене

За разлику од претходна два тромесечја, увозна инфлација је у првом тромесечју била изразито висока. Раст цена у ЕУ и САД, уз депресијацију динара, ипак није изазвао знатније повећање базне инфлације захваљујући пре свега и даље присутном апресијацијском јазу реалног девизног курса. Светске цене нафте, као и свих примарних производа, достигле су рекордне нивое.

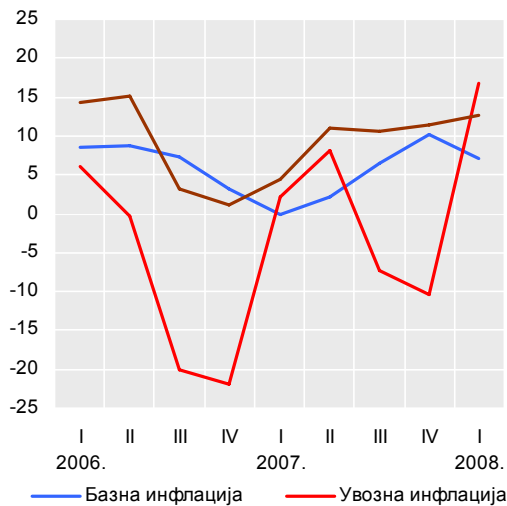
Увозна инфлација је у првом тромесечју забележила раст од 16,8% (просечно годишње¹²) услед депресијације номиналног ефективног курса динара¹³ од 13,4% (просечно годишње) и раста цена у ЕУ и САД¹⁴ од 3,0% (просечно годишње). У тој мери висок раст увозне инфлације, као и тако висока номинална депресијација ефективног курса динара, у последње две и по године нису забележени. Прелазак у зону позитивног раста увозне инфлације у првом тромесечју донекле је и био очекиван у околностима јачања депресијацијских притисака крајем 2007. године.

Висока увозна инфлација, међутим, није за последицу имала знатнији раст укупне и базне инфлације због, и даље, отвореног апресијацијског јазу реалног девизног курса.

У другом тромесечју 2008. очекујемо пад увозне инфлације, с обзиром на текуће кретање девизног курса и актуелне апресијацијске притиске.

Графикон III.2.1.

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



Извор: НБС и Eurostat.

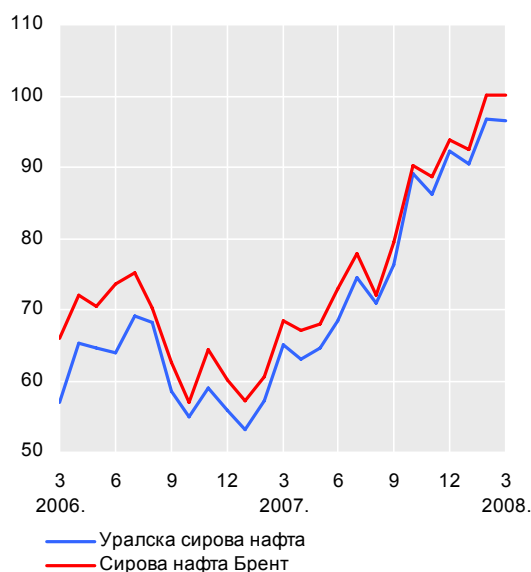
Кретање цена нафте и примарних производа

У другој половини јануара и почетком фебруара 2008. године дошло је до краткотрајне стабилизације цене нафте на нивоу између 85 и 90 USD за један барел. У том тренутку чинило се да су фундаментални фактори преовладали над геополитичким и шпекулативним и да ће предвиђени пад тражње за нафтом у САД утицати на задржавање њене цене на тадашњем нивоу. То се, међутим, није догодило. Напротив, цена нафте типа брент и урал, након што је у другој половини фебруара почела благо да расте, у марту је оборила нове историјске рекорде и достигла ниво од 104 USD за нафту типа урал и 108 USD за нафту типа брент. У првој половини априла на кратко је дошло до благог пада цена нафте, што је резултирало корекцијом цена нафтних деривата наниже, али су у другој половини тог месеца забележени нови рекорди – нафта типа брент достигла је ниво од 116 USD, а типа урал 112 USD за један барел.

Разлози таквог раста, барем према мишљењу челника ОПЕКС-а, искључиво су шпекулативне природе. У картелу

Графикон III.2.2.

Кретање цена нафте
(у САД доларима)



Извор: Reuters.

¹² Однос просека два узастопна тромесечја подигнут на годишњи ниво.

¹³ Евро 70%, долар 30%.

¹⁴ При обрачуна инфлације у свету користи се пондерисани просек инфлације у ЕУ и САД (пондери 70 : 30).

сматрају да је понуда нафте с њихове стране задовољавајућа и да чак постоји на тржишту одређени вишак нафте. Због тога они немају намеру да повећавају производњу и тако утичу на евентуални пад цене. Земље ОПЕКС-а немају никаквог интереса да то ураде самим тим што им процењена зарада од продаје нафте у 2008. години прелази цифру од 1.000 милијарди USD. Ову прогнозу објавило је америчко министарство за енергетику почетком априла ове године, када је објављен и податак о неочекиваном паду залиха нафте, што је изазвало још један скок њене цене.

Економисти Deutsche Bank наводе још неколико разлога за континуирани раст цене нафте. То су: повећана тражња из Кине и Индије, недовољне инвестиције у нафтну инфраструктуру, геополитички ризици у земљама произвођачима, нпр. Нигерији и Ираку, као и слабљење долара.

Нико не може са сигурношћу предвидети даље кретање цене нафте. Подсетимо само да је та цена износила 50 долара по барелу у јануару 2007. године и тада се сматрала високом. Најновија прогноза ММФ-а, из априлског извештаја о светским економским кретањима, гласи да ће просечна цена нафте у 2008. и 2009. години износити око 95 USD по барелу упркос успоравању глобалног привредног раста.

И све остале сировине бележе рекордне нивое цена. Нпр., цена бакра је почетком марта достигла ниво од 8.820 USD за једну тону, надмашивши тако рекорд од 8.800 USD из маја 2006. године. Од средине децембра 2007. цена бакра је порасла за скоро 40%. Тада је износила 6.330 USD за једну тону. До наглог скока цене дошло је због шпекулативних куповина, што значи да су инвеститори занемарили прогнозе о споријем привредном расту у свету.

Прекомерни раст цене забележиле су све врсте житарица. Тако је цена кукуруза од почетка године порасла за 35%, док је цена пиринча већа за 50%. Слична је ситуација и са ценом пшенице, која је само у току 2007. године повећана за 77%. Сматра се да су основни узроци агфлације повећана тражња из земаља у развоју, недостатак инвестиција у пољопривредну производњу, као и низак ниво залиха.

Током првог тромесечја 2008. године забележен је историјски рекорд цене злата и пробијање психолошке границе од 1.000 USD за тројунцу, као последица пораста инфлације у свету и финансијске кризе. У таквим условима, куповина злата представља најбољу инвестицију. Његова тренутна цена је сада нижа од рекордне и износи око 920 USD.

Асиметрија *pass-through* ефекта девизног курса на цене у Србији

У нашим ранијим анализама¹ проучавали смо оцену ефекта промена девизног курса и цена увозних добара на цене у Србији. Исто тако, вршили смо поређење јачине и дужине трајања овог утицаја са земљама у региону. Овом приликом, пажњу ћемо усмерити на утицај курса и цена увозних добара на домаће цене у условима ап्रेसијације и депресијације домаће валуте. Покушаћемо да одговоримо на питање зашто утицај курса има различит интензитет у току трајања апресијације од његовог интензитета у току трајања депресијације.

Ако применимо (VAR) методологију, као у нашим ранијим анализама, добићемо да кумулативни *pass-through* ефекат номиналног ефективног девизног курса на цене након три месеца износи 0,14². То је ниже у поређењу с претходним анализама (0,30). Утицај шока промене девизног курса на домаће цене осећа се око годину дана (када *pass-through* ефекат износи 0,16), с тим што је утицај најјачи током прва три месеца.³

Такође, оценили смо јачину тог ефекта у периодима када динар апресира, односно депресира користећи ADL методологију (резултати анализе приказани су у табели).⁴ Поређењем резултата *pass-through* ефекта током апресијације и депресијације с полазним моделом уочили смо да је краткорочни *pas-through* номиналног ефективног девизног курса на цене за око 14 п.п. виши у условима депресијације, док је за око 14 п.п. нижи у условима апресијације. Слично томе, дугорочни *pass-through* девизног курса на цене је за око 50 п.п. виши током депресијације, док је за око 38 п.п. нижи током апресијације.

Pass-through номиналног ефективног девизног курса на цене

	<i>Pass-through</i> ефекат	Ефекат током апресијације	Ефекат током депресијације
Кратак рок	0,18	0,04	0,32
Дуги рок	0,49	0,11	0,89

Не изненађује чињеница да је оцењени *pass-through* ефекат већи током периода депресијације домаће валуте, будући да се у тим условима цене крећу упоредно с девизним курсом (због високог учешћа увозних добара у индексној корпи). С друге стране, с обзиром на то да су цене ригидне надоле, оне не прате кретање девизног курса у истој мери у условима апресијације.

¹ Економски преглед, јул 2006; радни папири НБС.

² Подаци коришћени у анализи обухватају период од јануара 2001. до децембра 2007. године, а у ранијим анализама закључно с јуном 2006.

³ Остале анализе везане за Србију такође процењују да је утицај најјачи током прва три месеца и налазе да утицај траје око годину дана.

⁴ Као полазни модел користили смо следећу једначину: $\Delta\pi_t = \alpha + \beta(\Delta e_t + \Delta\pi_t^*) + \sum_{i=1}^k \gamma_i \Delta\pi_{t-i} + \varepsilon_t$; а због ефекта асиметрије додатно смо увели једначину: $\Delta\pi_t = \alpha + \beta(\Delta e_t + \Delta\pi_t^*) + \sum_{i=1}^k \gamma_i \Delta\pi_{t-i} + \delta D_t (\Delta e_t + \Delta\pi_t^*) + \varepsilon_t$, где је D једнако један ако динар апресира и нула ако динар депресира. Стога, краткорочни *pass-through* ефекат девизног курса је дат оценом параметара $\beta + \delta$ ако је динар апресирао, а оценом параметра β ако је динар депресирао.

⁵ Слични резултати добијени су и када смо анализирали базне цене и цене разменљивих добара: *pass-through* је увек већи током номиналне депресијације домаће валуте.

⁶ Овај резултат је конзистентан ако се користе две често примењиване методологије: ADL (*autoregressive distributed lag*) и VAR (*recursive vector autoregression*) модел, као и ако се користе подаци различите фреквенности (месечни и тромесечни).

3. Платнобилансна кретања

Екстерна позиција Србије, исказана кроз дефицит текућег рачуна и стопу сервисирања спољног дуга, у првом тромесечју ове године је погоршана. Структура прилива капитала је побољшана услед већег релативног значаја страних директних инвестиција у односу на задуживање, као извора за финансирање дефицита текућег рачуна.

Биланс текућих трансакција

Платни биланс и даље карактерише висок текући дефицит, узрокован високим робним дефицитом. Настављен је тренд високог раста извоза и увоза, као и повећано плаћање по основу отплата камата и главнице спољњег дуга.

У првом тромесечју 2008. године дефицит текућег рачуна је износио 1.754,3 милиона долара и био је за 46,6% виши у односу на исто тромесечје 2007. Удео дефицита текућих трансакција у БДП-у повећан је за 1,6 структурних поена (са 14,4% на 16%).

Према истом периоду 2007, дефицит робне размене је повећан за 40,9% као последица високог раста извоза (38%) и увоза (39%). Удео дефицита размене робе и услуга у БДП-у повећан је са 24,0% на 24,3%, као и удео извоза (са 30% на 32,3%) и увоза робе и услуга (са 54% на 56,5%).

Дефицит позиције дохотка повећан је за 0,3 структурна поена БДП-а (са 0,9 на 1,2 процентна поена), због пораста плаћања по основу камата.

Суфицит позиције текућих трансфера смањено је удео у БДП-у за 0,9 структурних поена (са 10,4 на 9,5). Суфицит текућих трансфера је смањено покривеност дефицита у робној размени са 43,5% на 39,1%, што указује да приход по основу дознака не може да покрива повећање текућег дефицита.

Табела III.3.1.

Платни биланс Републике Србије (у млн САД долара)

	I 2007.	I 2008.	Индекс
Текући рачун	-1.196,8	-1.754,3	146,6
Капитални рачун, инвестиције и кредити	1.029,7	1.485,6	144,3
Готов новац и депозити, актива	2,2	418,2	...
Готов новац и депозити, пасива	109,2	-23,7	...
Грешке и пропусти - нето	-244,8	-78,9	32,2
Укупни биланс	-300,4	46,9	...

Табела III.3.2.

Позиције текућег биланса у % БДП-а

	I 2007.	I 2008.
Текући рачун	-14,4	-16,0
Капитални рачун, инвестиције и кредити	12,4	13,6
Готов новац и депозити, актива	0,0	3,8
Готов новац и депозити, пасива	1,3	-0,2
Грешке и пропусти - нето	-3,0	-0,7
Укупни биланс	-3,6	0,4

Биланс капиталних и финансијских трансакција

На позицији капиталног рачуна у првом тромесечју је евидентиран суфицит од 0,1% БДП-а, док је у истом периоду 2007. године забележен дефицит од 5,1% БДП-а.

Суфицит позиције финансијског рачуна смањен је у доларском изразу за 1,9%, а његов удео у БДП-у је са 22,4% смањен на 16,7%.

Трансакција улагања у Србију у првом тромесечју прошле године у износу од 425 милиона долара, или 5% тромесечног БДП-а, која је истог дана инвестирана у иностранству¹⁵, значајна је за разумевање динамике девизно-финансијских токова. Да та трансакција није извршена, капитални рачун би у обе године исказао суфицит од по 0,1% БДП-а, док би суфицит финансијског рачуна био смањен на 16,7%.

Када се из позиције финансијског рачуна искључе промене девизних резерви Народне банке Србије, девизних средстава

Табела III.3.3.

Кредитни токови по секторима (у млн САД долара)

	I 2007.	I 2008.
Влада		
Коришћења	82,2	33,9
Отплате	-60,1	-32,5
Нето задуживање	22,0	1,4
Банке		
Коришћења	447,6	137,2
Отплате	-693,5	-695,6
Нето задуживање	-245,9	-558,4
Остали сектори		
Коришћења	1.231,4	2.080,2
Отплате	-162,9	-757,0
Нето задуживање	1.068,5	1.323,1

¹⁵ Улагање Мобилкома – Аустрија у његову београдску фирму у износу од 424 милиона долара. Од тог износа су за куповину лиценце у Аустрији утрошена 422 милиона долара (исказано у капиталном билансу).

пословних банака и поменута трансакција, прилив капитала у Србију је повећан са 1.029,7 милиона долара на 1.485,6 милиона долара, док је његов удео у тромесечном БДП-у повећан са 12,4% на 13,6%.

Суфицит позиције директних инвестиција смањено је удео у БДП-у са 10,5 на 10,0 структурних поена, при порасту доларске вредности за 25,2%. Уколико се искључи (поменута) трансакција прилива од 425 милиона долара, суфицит позиције директних инвестиција повећао је удео у тромесечном БДП-у са 5,5% на 10,0%, уз раст доларске вредности од 144,5%.

На позицији портфолио инвестиција дошло је до оштрог заокрета из суфицита од 4,3% БДП-а у првом тромесечју прошле године у дефицит од 0,6% у посматраном тромесечју. За разлику од првог тромесечја претходне године, које је обележило повећано портфолио улагање из иностранства од 353,6 милиона долара у инвестиционе фондове и докапитализацију банака, прво тромесечје 2008. карактерише одлив у износу од 65,5 милиона долара као ефекат повећања политичке нестабилности.

На позицији осталих инвестиција (кредити) суфицит је повећан за 3,6 структурних поена, са 4,1% на 7,7% БДП-а. Знатно је смањено нето коришћење дугорочних и краткорочних кредита из иностранства, а осетније су смањени и депозити банака у иностранству. Банке и јавни сектор су наставили да отплаћују иностране дугорочне и краткорочне кредите у већој мери него што су их користили, тако да је њихова спољна задуженост смањена. Нето дугорочно и краткорочно задуживање приватног сектора је умерено повећано у односу на исти период претходне године.

Потраживања од иностранства (депозити банака у иностранству), која су у првом тромесечју прошле године повећана за 427,5 милиона долара, у истом периоду ове су смањена за 104,9 милиона долара. Насупрот дефициту од 5,2% БДП-а у првом тромесечју прошле године, у истом периоду ове године је остварен суфицит од 1% БДП-а.

Упркос високој стопи раста извоза, одобравање трговинских кредита је смањено са 446,6 на 315,6 милиона долара. С друге стране, банке су у првом тромесечју прошле године вредност готовог новца и депозита смањиле за 2,2 милиона долара, а у истом периоду ове године за 418,2 милиона долара.

На позицији пасиве осталих инвестиција обавезе су повећане за 742,4 милиона долара, а у истом периоду прошле године за 764,0 милиона долара. Удео суфицита у БДП-у је смањен са 9,2 на 6,8 структурних поена. Када се из ове позиције искључе промене девизних резерви и промене депозита банака, нето задуживање је смањено са 844,6 на 766,1 милион долара, уз пад удела у тромесечном БДП-у са 10,2% на 7%.

Укупно коришћење кредита (рачунајући краткорочне линије у нето износу) повећано је са 1.761,2 милиона долара у првом тромесечју прошле године на 2.251,3 милиона долара у истом тромесечју ове године. Удео у тромесечном БДП-у је смањен са 21,2% на 20,6%. Укупне отплате кредита повећане су са 916,5 на 1.485,1 милион долара, уз раст удела у БДП-у са 11,1% на 13,3%.

Сектор Владе и Народне банке Србије смањено је нето задуживање са 22 на 1,4 милиона долара услед пада коришћења нових кредита (са 82,2 на 33,9 милиона долара) и смањења отплата (са 60,1 на 32,5 милиона долара).

Банке су, при смањеном задуживању (пад са 447,6 на 137,2 милиона долара), нето раздуживање повећале са 245,9 на 558,4 милиона долара, уз благи раст отплата (са 693,5 на 695,6 милиона долара).

Остали сектори су нето задуживање повећали са 1.068,5 на 1.323,1 милион долара. Коришћења кредита повећана су са 1.231,4 милиона долара на 2.080,2 милиона долара, а отплате са 162,9 на 757 милиона долара.

Укупно сервисирање спољног дуга (камате и отплате главнице) повећано је са 1.112,8 на 1.791,7 милиона долара, уз раст удела у тромесечном БДП-у са 13,4% на 16,4%.

Сервисирање спољног дуга, у односу на извоз робе и услуга, повећано је са 44,7% у првом тромесечју прошле године на 50,7% у истом периоду ове.

Стопа сервисирања спољног дуга у односу на збирну вредност извоза и прилива текућих трансфера повећана је са 32,6% на 38,5%.

Банке су у првом тромесечју прошле године смањивањем стања готовог новца и депозита дефицит текућег биланса финансирале са 111,4 милиона долара, а у првом тромесечју ове са 394,4 милиона долара.

Укупан биланс (промене девизних резерви) био је у дефициту од 300,4 милиона долара у првом тромесечју прошле године (3,6% БДП-а), а у истом тромесечју ове је остварен суфицит од 46,9 милиона долара (0,4% БДП-а).

На крају првог тромесечја **девизне резерве Народне банке Србије** су достигле износ од 15.084,1 милион долара (9.552,5 милиона евра), који је био за 6,1% већи у односу на претходно тромесечје. Такав ниво девизних резерви обезбеђује покривеност увоза робе и услуга од осам месеци.

Повећање девизних резерви Народне банке Србије остварено је по основу ставке остало (допринос од 7,2 п.п.), у оквиру ње превасходно захваљујући приходима од иностраних хартија од вредности и међувалутним променама, затим нето откупа девиза од мењачких послова (1,3 п.п.), као и привременог платног промета с Косовом и Метохијом (0,4 п.п.).

Одлив средстава из девизних резерви Народне банке Србије у току првог тромесечја регистрован је по основу учешћа Народне банке на МДТ-у (допринос паду девизних резерви од 3,0 п.п.) и отплате обавеза по основу старе девизне штедње и зајма за привредни препород (0,1 п.п.).

На крају првог тромесечја укупне девизне резерве Републике Србије достигле су износ од 16.583,6 милиона долара (10.502,1 милион евра), од чега се на девизне резерве овлашћених банака односило 1.499,5 милиона долара (949,6 милиона евра).

Нето девизним трансакцијама Народне банке Србије у првом тромесечју је креирано свега 60,9 милиона евра примарног новца. Расту примарног новца допринеле су директне девизне трансакције и откуп девиза по основу мењачких послова (221,5 и 123,5 милиона евра, респективно), док је учешћем на међубанкарском девизном тржишту примарни новац смањен за 284,0 милиона евра. У оквиру директних девизних трансакција Народне банке од државе је откупљено 73,2 милиона евра. Прилив девиза је остварен и по основу осталих директних трансакција и привременог платног промета с Косовом и Метохијом, чиме је примарни новац повећан за 109,7, односно 38,5 милиона евра.

Табела III.3.4.

Доприноси стопи раста девизних резерви НБС
(у процентним поенима)

	2007.				2008.
	I	II	III	IV	I
Девизне резерве НБС (раст у %)	-1.3	5.2	9.1	5.6	6.1
Девизно тржиште	-2.2	3.8	2.7	2.8	-1.3
<i>Мењачки послови</i>	2.7	4.4	2.9	3.0	1.3
<i>Нето-продаја девиза НБС на МДТ-у</i>	-5.3	-1.1	-0.7	-0.7	-3.0
<i>Привремени платни промет¹⁾</i>	0.4	0.5	0.5	0.6	0.4
Обавезна резерва на девизне депозите и кредите, као и на нову девизну штедњу	1.5	1.5	1.2	-1.9	0.0
Инострани кредити држави	0.4	0.2	0.3	0.2	0.1
Донације	0.2	0.1	0.2	0.2	0.1
Стара девизна штедња и зајам за привредни препород	-0.1	-1.8	-0.7	-0.2	-0.1
Остало ²⁾	-1.2	1.4	5.5	4.4	7.2

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
Јануар				
EUR	-54,0	165,3	63,3	174,5
Динара	-4.428,6	13.585,4	5.072,1	14.228,9
Фебруар				
EUR	-125,0	33,2	39,6	-52,2
Динара	-10.374,9	2.716,0	3.388,5	-4.270,4
Март				
EUR	-105,0	23,0	20,6	-61,4
Динара	-8.727,6	1.827,0	1.669,5	-5.231,1
I тромесечје 2008.				
EUR	-284,0	221,5	123,5	60,9
Динара	-23.531,1	18.128,4	10.130,1	4.727,4

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.).

Утицај монетарне политике на спољнотрговински биланс

Већ дуже време, поједини економисти у Србији износе мишљење да је основни узрок високог спољнотрговинског дефицита реална апresiasiја курса динара према еврџ и као главног кривца за то наводе Народну банку Србије. Према њима, депресирање динара (чак и до нивоа од 120 RSD/EUR!) појефтинило би домаћу робу у иностранству и поскупело увозну робу и на тај начин би се спољнотрговински биланс значајно поправио.

С друге стране, закључак мисије ММФ-а из новембра 2007. године гласи да основни узрок спољнотрговинског дефицита лежи у високој јавној потрошњи (висок увоз) и недостатку структурних реформи (низак извоз). У таквој ситуацији, Народна банка Србије има избор да неутралном или експанзивном монетарном политиком дозволи да се то прелије на пораст цена (као 2004. и 2005. године) или да рестриктивном монетарном политиком, уз реалну апresiasiју домаће валуте, одржи ценовну стабилност уз погоршање спољнотрговинског биланса. По мишљењу мисије ММФ-а, Народна банка Србије је с правом водила рестриктивну политику, јер у супротном, „покушаји да се депресијацијом компензује губитак конкурентности, који има своје корене у претераном повећању зарада, спорим структурним реформама и релативно експанзивној фискалној политици, нанели би штету кредибилитету монетарне политике и истовремено не би донели одржив подстицај извозу“.¹

Увођењем (неформалног) режима циљане инфлације свака дилема с тим у вези је отклоњена – главни циљ Народне банке Србије је одржавање ценовне стабилности у циљаном оквиру, с тим што је, водећи рачуна да то не угрози економску активност, циљ инфлације у првим годинама новог оквира постављен на вишем нивоу и у ширем распону него што је то случај у већини земаља које циљају инфлацију.

Какав је уопште домет монетарне политике у утицају на увоз и извоз? Неспорна је чињеница да реални девизни курс утиче на увоз и извоз. Такође, неспорно је да монетарна политика има утицаја на реални девизни курс, па самим тим и на спољнотрговински биланс. Ипак, при разматрању утицаја монетарне политике на спољнотрговински биланс неопходно је имати у виду следеће чињенице:

- Монетарна политика не утиче на дугорочни тренд реалног курса, већ само на краткорочне осцилације око тренда (апresiasiјски/депресијацијски јаз);
- Дугорочни тренд извоза и дугорочни тренд увоза због тога нису детерминисани мерама монетарне политике, већ фундаменталним факторима као што су продуктивност, структурне реформе, стране директне инвестиције, јавна потрошња;
- Домет монетарне политике, према томе, своди се на осцилације извоза и увоза око дугорочног тренда. Народна банка Србија може да утиче на спољну трговину само у мери у којој може да утиче на реални курс, тј. на осцилације око тренда.

Да бисмо утврдили у којој мери монетарна политика утиче на спољнотрговински биланс, урадили смо анализу у којој смо тестирали везу између увозног/извозног јаза и јаза реалног курса.

Емпијски резултати

Анализа је урађена на јазовима, тј. одступањима од дугорочног тренда, тромесечно изражених серија почев од првог тромесечја 2001. до четвртог тромесечја 2007. Коришћене су серије увоза и извоза кориговане за ефекат увођења ПДВ-а и дефлационисане ценама у ЕУ (у недостатку статистике увозних и извозних цена). Јаз реалног ефективног курса дефинисан је тако да позитивне вредности означавају апresiasiјски јаз и обрнуто.

Резултати анализе показују да постоји веза између јаза реалног курса и јаза извоза добара и услуга: апresiasiјски јаз је повезан с негативним извозним јазом и обрнуто. Оцењени коефицијент еластичности је статистички значајан и износи –0,46, што значи да апresiasiја реалног курса од 1% узрокује пад реалног извоза за 0,46%.

¹ Закључна изјава мисије ММФ-а. 6. новембар 2007.

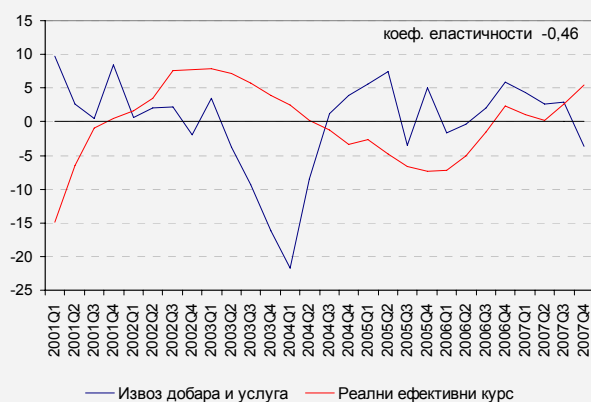
Између јаза реалног курса и јаза укупног увоза није пронађена корелација, оцењени коефицијент еластичности приближан је нули (0,12) и није статистички значајан. То се може објаснити чињеницом да највећи део увоза (око 80%) чине опрема и репроматеријал чија је увозна тражња у највећој мери детерминисана производним потребама привреде, а у знатно мањој мери и реалним курсом.

Ово постаје очигледно када одвојено посматрамо увозна потрошна добра, с једне, и увозну опрему и репроматеријал, с друге стране. Ако уместо на јаз реалног курса увоз опреме и репроматеријала регресирамо на производни јаз, добијамо статистички значајан коефицијент, који износи 2,31. То потврђује изнету тврдњу да је увоз ове групе производа пре свега детерминисан економском активношћу.

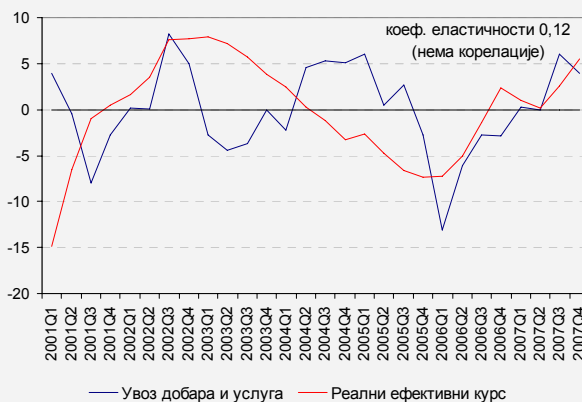
Веза између увоза и реалног девизног курса постоји када уместо укупног увоза посматрамо само увоз потрошних добара. На графикону 4 је упадљива корелација јаза реалног курса и увоза потрошних добара. Оцењени коефицијент еластичности износи 1,28. Овде треба имати у виду да је у питању само око 20% укупног увоза. Под претпоставком да је увоз опреме и репроматеријала у потпуности нееластичан на реални курс, коефицијент еластичности укупног увоза износио би око 0,25.

На основу наведених резултата може се закључити да преко јаза реалног курса монетарна политика има утицај на увоз потрошних добара и (укупан) извоз. Тај утицај, међутим, може бити само краткорочан. За постизање трајне и дугорочне спољнотрговинске равнотеже потребно је – када је реч о извозу, спровести структурне реформе које ће прилагодити српску привреду условима који владају на светском тржишту и када је реч о увозу водити одговорну фискалну политику, која не би захтевала реакцију монетарне политике у правцу високе рестриктивности.

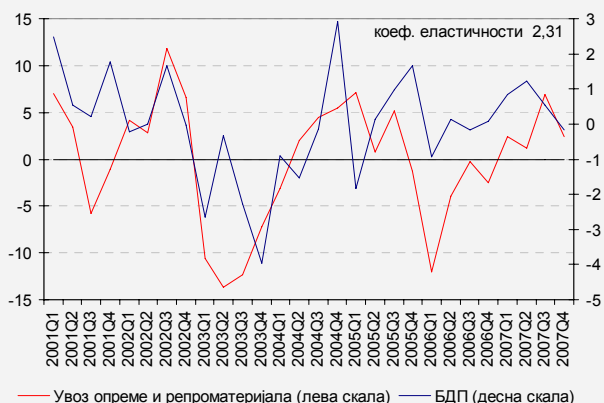
Графикон 1. Веза између јаза реалног ефективног курса динара и извоза добара и услуга (у %)



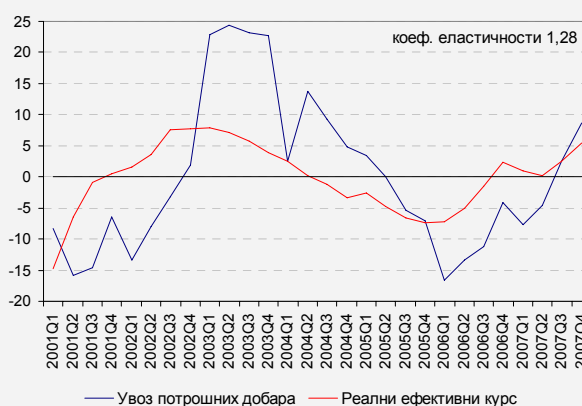
Графикон 2. Веза између јаза реалног ефективног курса динара и увоза добара и услуга (у %)



Графикон 3. Веза између јаза БДП-а и увоза опреме и репроматеријала (у %)



Графикон 4. Веза између јаза реалног ефективног курса динара и увоза потрошних добара (у %)



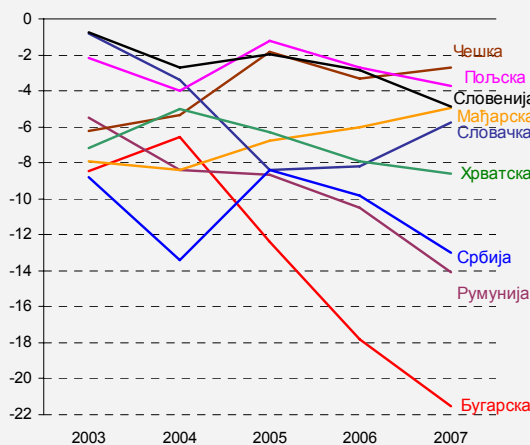
Дефицит текућег биланса Србије у поређењу с другим земљама

Дефицит текућег биланса је карактеристичан за транзиционе земље, будући да се инвестиције у њима финансирају иностраном штедњом. У Србији је у 2007. години забележен текући дефицит од 3,9 милијарди евра или 13,0% БДП-а.¹ Дефицит није повећан само у Србији, већ и у другим транзиционим земљама (у посматраној групи, изузетак су само Мађарска, Чешка и Словачка). Међутим, у погледу његове висине постоје знатне разлике: од 2,7% (Чешка) до 21,5% БДП-а (Бугарска). Према механизму прилагођавања текућег биланса, валута земље с дефицитом има тенденцију да депресира и обрнуто, валута земље са суфицитом показује тенденцију да апресира. Међутим, курс динара, као и девизни курсеви других транзиционих земаља, није депресирао да би елиминисао спољну неравнотежу због прилива капитала који не само да је покрио текући дефицит, него је и знатно премашао потребе његовог финансирања. То се огледа у повећању девизних резерви, које је у 2007. години износило 3% БДП-а. Њихов просечан раст у периоду 2003–2007. године је износио чак 7,0% БДП-а и био је највећи у посматраној групи земаља. По висини следе Бугарска и Румунија, са 5,9% и 5,1%, респективно, док већина осталих земаља има знатно мањи просечан раст.

Прилив капитала (стране директне инвестиције и задуживање) допуштао је земљама у транзицији да константно бележе текући дефицит. У неким од њих, брзи економски раст и придруживање Европској унији водили су, последњих година, стабилизацији позиције текућег рачуна. При том је пресудно било да се прилив капитала користи у продуктивне сврхе, јер је повећање вредности извоза, тј. боља трговинска равнотежа, услов одрживе спољне равнотеже.

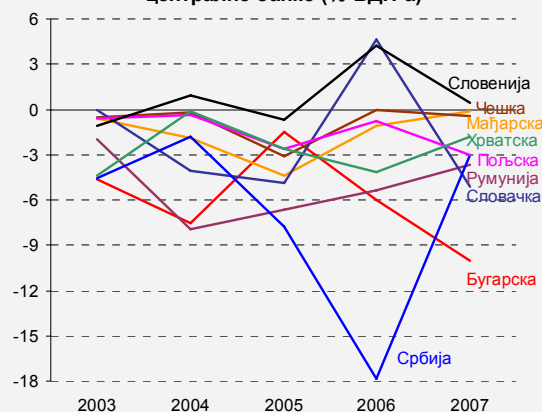
Будући да на текући дефицит утичу структурни фактори који се споро мењају, прилив капитала у Србију је неопходан како би се наставиле реформе, унапредила флексибилност тржишта, побољшала пословна клима и управљање, а све у циљу повећања извоза. При том треба имати у виду да финансирање текућег дефицита задуживањем у иностранству повећава спољни дуг и износ камата које на тај дуг треба платити. Већи износ камата повећава дефицит рачуна дохотка и, отуда, дефицит текућег биланса. То поново води задуживању у иностранству, дакле понављању циклуса, али на вишем нивоу спољног дуга, камата и дефицита. Стога је прилив капитала у виду страних директних инвестиција од суштинске важности за одрживост екстерне позиције Србије.

Дефицит текућег биланса (% БДП-а)



Извор: EUROSTAT и вебсајтови централних банака.

Промене девизних резерви централне банке (% БДП-а)



Напомена: Минус представља повећање девизних резерви и обрнуто.
Извор: EUROSTAT и вебсајтови централних банака.

¹ Ради упоредивости с посматраном групом земаља, које су платне билансе ускладили са BPM5, у платном билансу Србије је део процењених дознака из финансијског биланса пребачен у текући биланс.

4. Монетарна кретања

Монетарна кретања у првом тромесечју 2008. карактерисало је сезонско смањење примарног новца и новчаних агрегата М1 и М2, уз успоравање раста кредитне активности банака. Таква кредитна активност утицала је у фебруару и марту на ширење негативног јаза између нивоа реалних кредита и њиховог тренда, што упућује на закључак да није допринела јачању инфлаторних притисака са стране тражње.

Монетарни агрегати

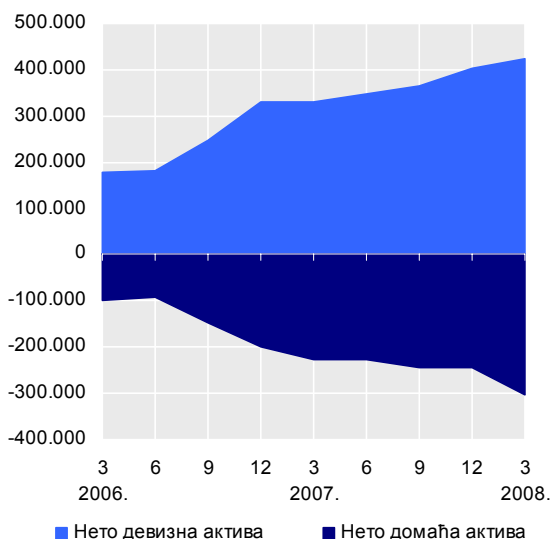
Примарни новац је у току првог тромесечја креиран девизним, а повлачен динарским каналом. Посматрано по месецима, кретања примарног новца и осталих монетарних агрегата нису исказивала јасну тенденцију.

У јануару је примарни новац знатније смањен. Повлачењу новца допринела је пре свега држава депоновањем знатних средстава код Народне банке Србије, али и банке појачаном куповином репо хартија од вредности. Супротна кретања остварена су у фебруару – држава је почела да троши своје динарске депозите положене код Народне банке, а средства од доспелих репо хартија од вредности Народне банке Србије банке нису пласирале у нове хартије од вредности, што је резултирало растом примарног новца. У марту су, пак, кретања била слична јануарским. С једне стране, примарни новац је смањен услед раста динарских депозита државе код Народне банке, као последица успоравања реализације пројеката техничке владе, док је, с друге стране, повећање референтне стопе Народне банке за 300 базних поена утицало да банке своја средства с рачуна депозитних вишкова преусмере у куповину хартија од вредности кроз репо трансакције. Са стране девизног канала, депресијацијски притисци у јануару и фебруару су допринели креирању примарног новца. Народна банка је у фебруару и марту интензивирала продају девиза на девизном тржишту и тиме преузела улогу нето продавца девиза¹⁶, што је резултирало повлачењем примарног новца и смањењем девизних резерви.

За разлику од примарног новца, динарска новчана маса је од почетка године бележила континуирано смањење, као последица трошења динарских депозита немонетарних сектора (привреде и становништва). Нестабилност на девизном тржишту и депресијацијски притисци највероватније су били разлог процеса замене домаће валуте у девизе.

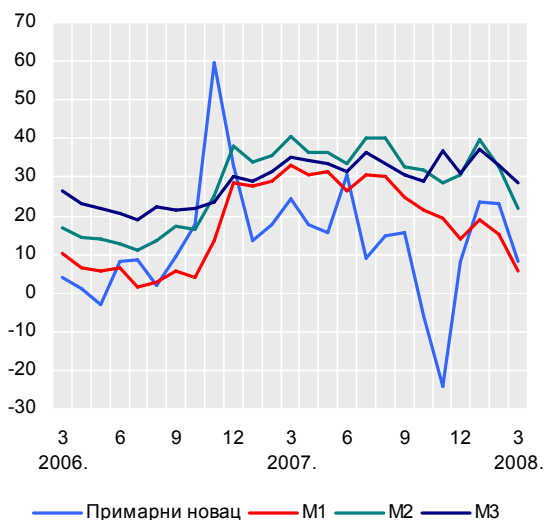
Графикон III.4.1.

креирање примарног новца
(кумулативне промене у милионима динара)



Графикон III.4.2.

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



¹⁶ У првом тромесечју од мењача је откупљено 123,5 милиона евра, а на девизном тржишту је продато 284 милиона евра.

Последично, у структури новчане масе највећи раст су забележили девизни депозити (око 14%). Чињеница да су ти депозити на крају марта достигли учешће од око 64% у најширем монетарном агрегату, МЗ, одразила се и на раст кредитне активности банака.

Девизна штедња грађана је у марту достигла ниво од око пет милијарди евра и у новчаној маси МЗ је учествовала са 45%. Креирање новчане масе МЗ остварено је нето девизним трансакцијама банкарског сектора (са око пет процентних поена), пре свега као резултат депресијације динара, док је повлачењу допринео рестриктивнији карактер фискалне политике, услед виших сезонских прихода (по основу ПДВ-а у јануару и наплате пореза на добит у марту). Допринос кредита одобрених привреди и становништву био је на нивоу претходна два тромесечја и износио је 7,8 процентних поена.

Због додатне докапитализације појединих банака извршене у посматраном периоду, ниво депозита који су банке морале да код Народне банке издвоје по основу неусклађености стања бруто пласмана становништву са основним капиталом је смањен (са 4,5 милијарди у децембру на 1,6 милијарди динара у марту). Нето девизна позиција банака је у односу на крај претходне године побољшана: резерве банака су смањење у мањој мери него што је то био случај са задуживањем у иностранству.

Будући да је за прво тромесечје карактеристично знатно сезонско успоравање или чак смањење понуде новца, инфлаторне притиске по том основу у наредном периоду је тешко проценити. Ипак, имајући у виду кретање међугодишњих стопа раста монетарних агрегата, које су у марту биле на нивоу прошлогодишњих, сматрамо да неће доћи до знатније промене у њиховом тренду, што значи да не треба очекивати знатније јачање, али ни слабљење инфлаторних притисака по том основу.

Табела III.4.1

Допринос делова активе стопи раста примарног новца¹⁾

(у процентним поенима)

	2007.				2008.
	I	II	III	IV	I
Нето дев изне резерве	0,0	17,3	13,6	31,7	13,9
Нето домаћа актив а	-23,2	16	-13,8	-12	-35,9
Домаћи кредити	-35,7	-11,3	-15,9	-2,3	-30,5
Нето потраживања од државе	-23,7	-25,1	9,6	24,7	-17,7
Нето потраживања од банака	-12,2	14,3	-26,4	-27,5	-6,2
Нето потраживања од осталих сектора	0,3	-0,5	0,9	0,5	-6,6
Остала актив а (нето)	12,5	12,9	2,1	1,1	-5,4
Примарни новац	-23,2	18,9	-0,2	30,5	-22,0

¹⁾ Искључени девизни депозити државе код НБС.

I

Табела III.4.2.

Допринос делова активе стопи раста МЗ¹⁾

(у процентним поенима)

	2007.				2008.
	I	II	III	IV	I
Нето дев изна актив а	3,5	3,2	2,9	9,0	4,8
Нето домаћа актив а	1,3	2,1	9,7	7,7	-0,6
Домаћи кредити	3,1	5,6	8,3	12,1	4,3
Нето потраживања од државе	-5,1	-3,8	1,2	4,4	-3,5
Кредити осталим секторима	8,8	9,9	7,2	7,7	7,8
Станов ништв у	4,3	3,6	4,5	2,6	2,9
Привреди у динарима	4,3	6,8	3,1	4,8	4,6
Привреди у дев изама	0,2	-0,5	-0,4	-0,1	0,1
Остало	0,0	0	0	0	0,1
Ку плъене обв езнице старе дев изне штедње	-0,6	-0,5	-0,1	0	0
Краткорочни динарски кредити државе банакама	0	0	0	0	0
Остала актив а, нето	-1,8	-3,4	1,4	-4,4	-4,9
Нов чана маса (МЗ)	4,7	5,3	12,6	16,7	4,2

¹⁾ Искључени девизни депозити државе код НБС.

Табела III.4.3.

Стопе раста монетарних агрегата

(у процентима)

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

Пласмани банака

Кредитна активност банака у првом тромесечју је настављена, али нешто успоренијом динамиком. Посматрано по месецима, карактерисала су је дивергентна кретања. У јануару је њен раст био осетнији, а затим је у фебруару и марту та активност благо успорена. Успоравање раста банкарских пласмана може се објаснити у извесној мери обрачунским ефектом курса евра, будући да је динар крајем марта апресирао у односу на крај јануара, али и деловањем сезонских фактора. Укупан раст пласмана привреди и становништву у току прва три месеца 2008. године је износио око 73 милијарде динара. На успоравање кредитне активности указује и међугодишња стопа раста, која је на крају марта износила 38% (реално око 24%), према 39% с краја четвртог тромесечја 2007. године.

Ниво новоодобрених кредита становништву је у поређењу са истим периодом претходне године готово непромењен, док нови кредити намењени привреди бележе већи раст.

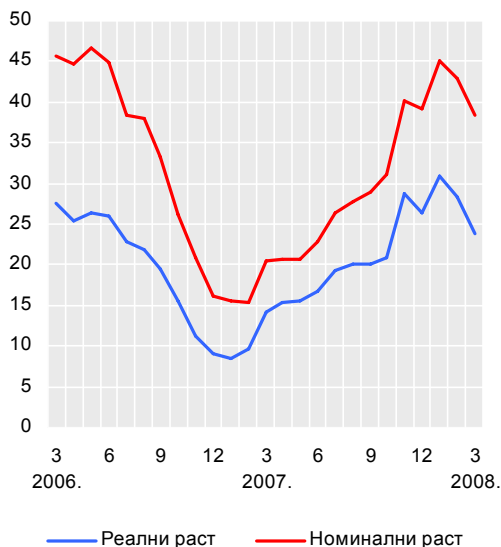
Најзначајнији извор раста пласмана банака били су девизни депозити домаћих небанкарских сектора, који су повећани у већој мери него што су динарски депозити смањени. Кредитна активност банака финансирана је и по основу повећања основног капитала банака, док новог задуживања у иностранству ради финансирања кредитне активности није било. Учешће домаћих извора финансирања премашило је 51% билансне суме, у оквиру чега се на девизне депозите односи око 35%.

За разлику од друге половине 2007. године, када су дуг према комерцијалним банкама постепено смањивали, републички и државни органи, као и локални ниво власти, своје задуживање у првом тромесечју су повећали. Таква кретања се могу довести у везу с предизборном кампањом за председничке изборе, као и припремом за републичке и локалне изборе. Потраживања од јавних предузећа су у јануару повећана, а затим у току фебруара и марта задржана на непромењеном нивоу.

Појачано задуживање сектора предузећа указује на позитивна очекивања овог сектора у погледу будућих макроекономских кретања. У односу на крај децембра, бржи раст су забележили краткорочни кредити, који су се највероватније користили за измиривање обавеза према иностранству и набавку сировина и репроматеријала, у највећој мери путем увоза. Дугорочни кредити предузећа, који се углавном користе за дугорочне инвестиције (у опрему), исказују континуирано повећање. Потраживања банака од предузећа по основу издатих хартија од вредности су повећана, тако да се може закључити да је у односу на крај 2007. године број предузећа који је имао одређених проблема с ликвидношћу повећан. Поред раста задуживања

Графикон III.4.3.

Међугодишњи раст кредита привреди и становништву
(у %)



Графикон III.4.4.

Извори раста пласмана банака
(у % билансне суме банака)



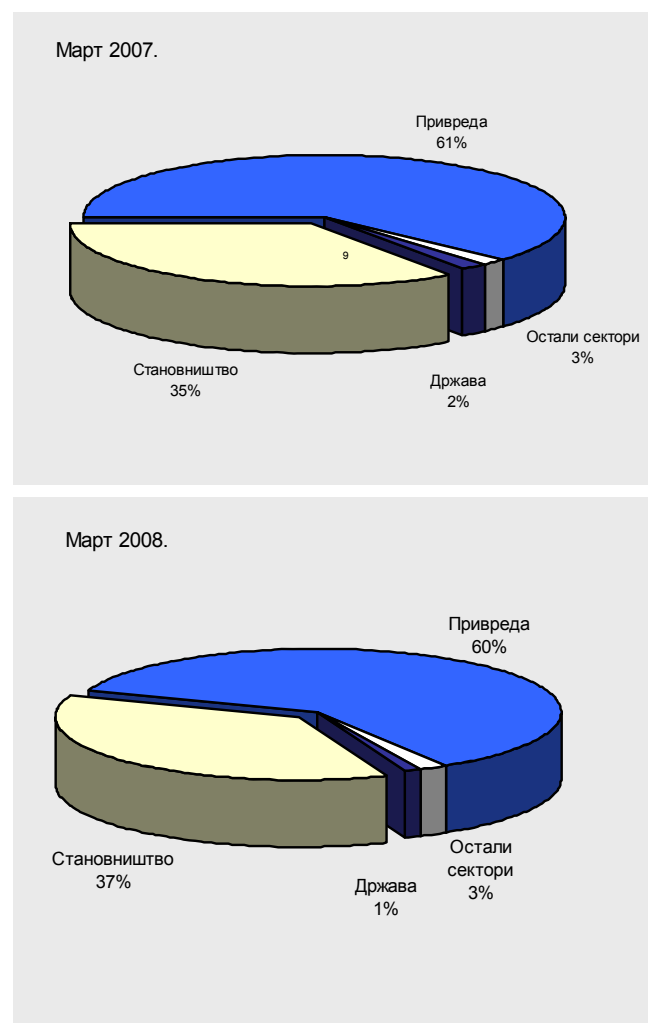
у домаћем банкарском систему, наставља се и директно задуживање предузећа у иностранству, које ипак исказује тенденцију успоравања.

Годишња стопа раста кредита одобрених становништву у марту је смањена на ниво од 44%. У оквиру ових кредита највише су порасли стамбени – за 16 милијарди динара. Раст су остварили и кредити по основу кредитних картица и минуса на текућем рачуну, док је повећање потрошачких кредита било минимално. Будући да се највећи део кредитног раста односи на стамбене кредите, може се закључити да је раст тражње становништва у првом тромесечју по том основу успорен и да није креирао додатне инфлаторне притиске.

Учешће домаћих кредита у БДП-у, које је у првом тромесечју повећано за један процентни поен, износило је око 36%. Такво учешће је у односу на друге транзиционе земље, са изузетком Румуније, знатно ниже и 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 13,4 милијарде долара, процењује се да учешће укупних кредита у БДП-у тренутно износи око 60%. И према овом критеријуму оно је испод просека за привреду у транзицији.

Успоравање кредитне активности у фебруару и марту утицало је на ширење негативног јаза између нивоа реалних кредита и њиховог тренда, што упућује на закључак да кредитна активност није допринела јачању инфлаторних притисака са стране тражње. Имајући у виду да је производни јаз у првом тромесечју био позитиван, произлази да је пораст инфлационих притисака са стране тражње пре свега инициран другим факторима.

Графикон III.4.5.

Секторски распоред кредита банака

Табела III.4.4.

Бруто пласмани банака физичким лицима (у млн динара)

	30.06.2007.	30.09.2007.	31.12.2007.	31.03.2008.
Готовински кредити	95.056	104.351	102.675	101.932
Кредитне картице	23.712	26.517	31.647	34.460
Минусни салдо по текућим рачунима	13.640	14.649	14.802	16.154
Потрошачки кредити	20.546	22.737	23.590	25.243
Пољопривредна делатност	6.289	7.015	7.688	8.663
Обављање других делатности	707	743	526	139
Стамбена изградња	63.673	75.507	90.012	106.441
Остало	14.192	12.042	9.854	10.837
Укупно	237.816	263.561	280.794	303.869

Петродолари и банкарски кредити тржиштима у успону¹

„Рециклирање петродолара“ феномен је познат из седамдесетих година прошлог века. Када је крајем 1973. године дошло до оштрог раста цена нафте, земље извознице нафте суочиле су се са огромним скоком извозних прихода. Велики део тих прихода депонован је у банкама индустријских земаља, које су та средства углавном пласирале у економије у успону, пре свега у Латинској Америци. Када су на почетку осамдесетих година приходи од нафте опали, уследио је нагли заокрет у кредитним токовима, што је у Латинској Америци довело до дужничке кризе.

Нешто слично се догађа последњих година, али са земљама централне и источне Европе. Оне су у протекле четири године бележиле дефиците текућег биланса од готово 6%, слично земљама Латинске Америке крајем седамдесетих година. Токови банкарских депозита из земаља извозница нафте, мада мање значајни него седамдесетих, нису занемарљиви. У периоду 2001–2006. године остварен је раст депонованих средстава тих земаља у развијене земље, али је њихово учешће у укупном финансијском одливу (27%) мање у поређењу с учешћем у периоду 1973–1979. године (44%).

Процењује се да банке из развијених земаља пласирају приближно половину депозита извозница нафте у друге економије у успону. У оквиру тога, средства која потичу из Русије, Нигерије и Либије учествују са чак 80%.

Након 2001. године, око половине свих зајмова економијама у успону пласирано је у централној и источној Европи и овај регион има највећи удео прираста кредита у БДП-у.

Садашњи услови високих цена примарних производа, захваљујући којима су остварени огромни суфицити у земљама извозницама, посебно онима с ниским или средњим нивоом дохотка, повољно утичу на банкарске зајмове економијама у успону. Али, нагли пад цена примарних производа или већа локална тражња у земљама извозницама примарних производа могли би да створе огромне ризике за економије у успону, које високо зависе од прилива кредита за потребе финансирања дефицита текућег рачуна. Чак и уколико суфицити извозника примарних производа опстану, банкарски кредити могу да промене правац ако банке увиде да је даљи раст задуживања неодржив, што се догодило током азијске и руске кризе.

¹ Према: „World Economic Outlook, April 2008“, стр. 89–92.

5. Кретање понуде и тражње

Понуда и извори раста

Почетак 2008. године карактерише убрзање економске активности, делимично као последица завршетка ремонта у фабрици US-Steel. Производни јаз је прешао из негативне у позитивну зону, али не у мери у којој би изазвао веће инфлаторне притиске.

Четврто тромесечје 2007.

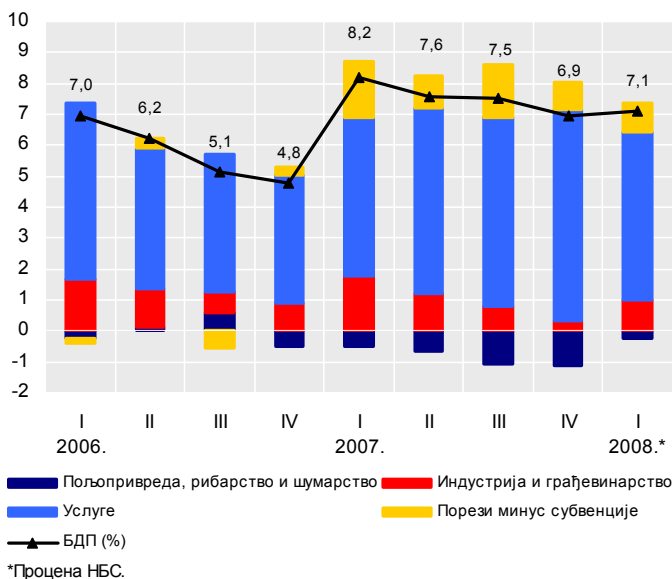
Подаци о БДП-у за претходну годину кориговани су у најновијем извештају РЗС. Према тим подацима, тренд успоравања раста БДП-а из прва три тромесечја 2007. године настављен је и у четвртом, што је у складу с нашим очекивањима из претходног Извештаја о инфлацији. Међутим, наша процена реалног међугодишњег раста БДП-а износила је 6,2% и била је нижа од објављене у извештају РЗС (6,9%), будући да смо потценили раст саобраћајне активности. Мерено непољопривредном додатом вредношћу, раст економске активности у четвртом тромесечју је износио 10,0%, што представља убрзање за 0,5 п.п. у односу на претходно.

Према десезонираним подацима, тромесечна стопа раста БДП-а у четвртом тромесечју је на готово истом нивоу као и у претходном (3,3%¹⁷), док је раст НДВ-а¹⁸ успорен (2,5% наспрам 5,8% у претходном тромесечју).

Бруто додата вредност (БДВ) допринела је у четвртом тромесечју 2007. међугодишњем расту БДП-а са 6,1 п.п., а порези (умањени за субвенције) са 0,9 п.п. У структури БДВ-а, највећи допринос међугодишњем расту БДП-а и даље има сектор услуга: саобраћајна активност (3,2 п.п.), трговина на мало и велико (1,9 п.п.) и финансијско посредовање (1,3 п.п.). Високе међугодишње стопе раста услуга нису могле да надокнаде знатно смањење материјалне производње, које је за последицу имало успоравање раста БДП-а. Наиме, индустријска производња је у четвртом тромесечју остварила најлошији резултат у последње две године (међугодишњи раст од свега 0,4%), што се могло и очекивати с

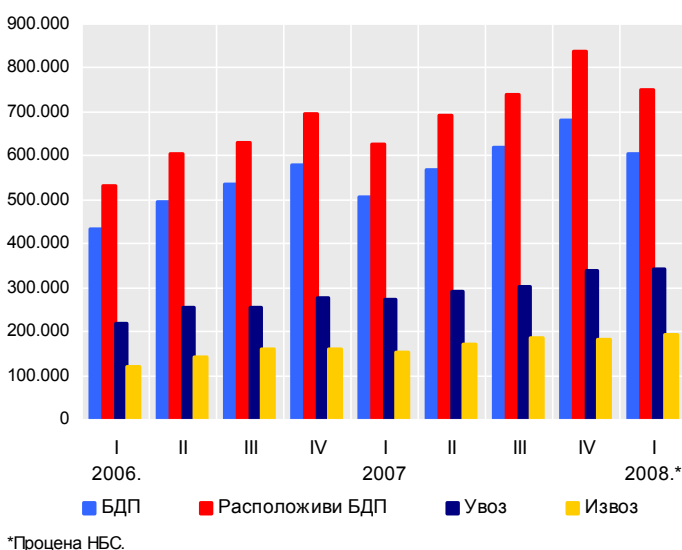
Графикон III.5.1.

Допринос међугодишњем расту БДП-а
(у процентним поенима)



Графикон III.5.2.

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



¹⁷ Прерачунато на годишњи ниво.

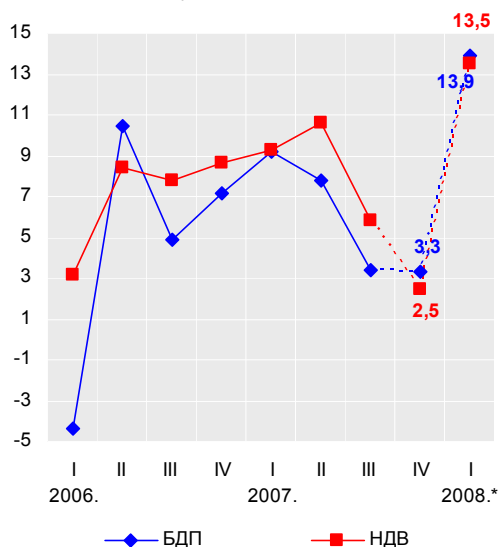
¹⁸ НДВ (бруто домаћи производ без пореза умањених за субвенције и пољопривреду) користимо у анализама будући да је динамика овог агрегата најбоље корелисана с динамиком индекса монетарне рестриктивности.

обзиром на ремонт у фабрици US-Steel. Процењујемо да је производња основних метала у последњем тромесечју 2007. имала негативан допринос расту индустријске производње са око 2,4 п.п., односно негативан допринос расту НДВ од око 0,5 п.п. Истовремено, грађевинска активност је знатно успорена, делимично и због неповољних временских услова. Такође, због пада који је износио 9%, негативан допринос расту БДП-а од 1,1 п.п. дала је и пољопривредна производња.

Графикон III.5.3.

Раст индикатора економске активности

(десезониране тромесечне стопе раста, на годишњем нивоу)

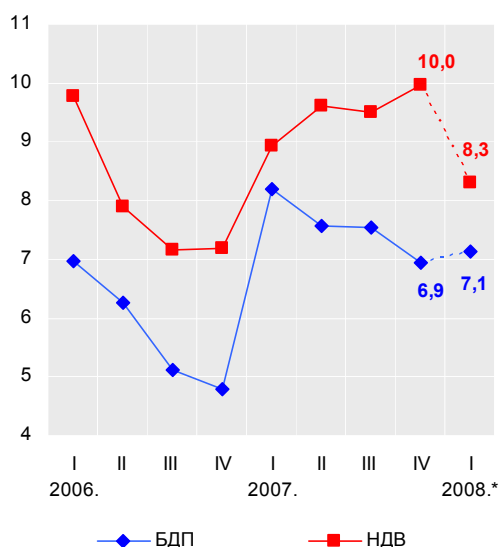


* Процена НБС.

Графикон III.5.4.

Раст индикатора економске активности

(међугодишње стопе раста)



* Процена НБС.

Прво тромесечје 2008.

На основу расположивих података за поједине секторе, процењујемо да је у првом тромесечју 2008. године реални БДП убрзан – његова међугодишња стопа раста је износила око 7,1%. То убрзање је још израженије према десезонираним подацима о тромесечним стопама раста. НДВ је забележио извесно успоравање (8,3%), али је према десезонираним подацима његов раст био веома изражен (13,5% у првом наспрам 2,5% у четвртном тромесечју).

Почетак 2008. године карактерише убрзање међугодишњег раста **индустријске производње** (6,0%), при чему је напредак забележен у свим индустријским гранама. Највећи пораст у првом тромесечју забележила је производња и дистрибуција електричне енергије (12%, наспрам 4% у претходном тромесечју). Прерађивачка индустрија је прекинула двомесечну тенденцију негативних међугодишњих стопа раста крајем прошле године, достигавши у првом тромесечју пораст од 4,4%. У структури прерађивачке индустрије, производња основних метала је достигла високу међугодишњу стопу раста од 8,6%, што је и очекивано због тога што су погони US-Steel-а, чији је ремонт завршен на крају претходне године, пуштени у рад. Процењујемо да је производња основних метала тромесечном расту НДВ-а допринела са чак 2,2 п.п. Пад производње неметалних минерала, који траје од маја прошле године, у првом тромесечју је настављен.

Пораст производње остварен је у свим наменским групама, осим у производњи трајних потрошних добара, чији тренд пада од новембра 2007. још није прекинут.

Грађевинска активност је смањена, на шта нам указују њени главни индикатори: производња неметалних минерала и инвестициона потрошња државе.

Трговина на мало, упркос успоравању, наставила је да остварује високе стопе раста: 8,6% у првом тромесечју.

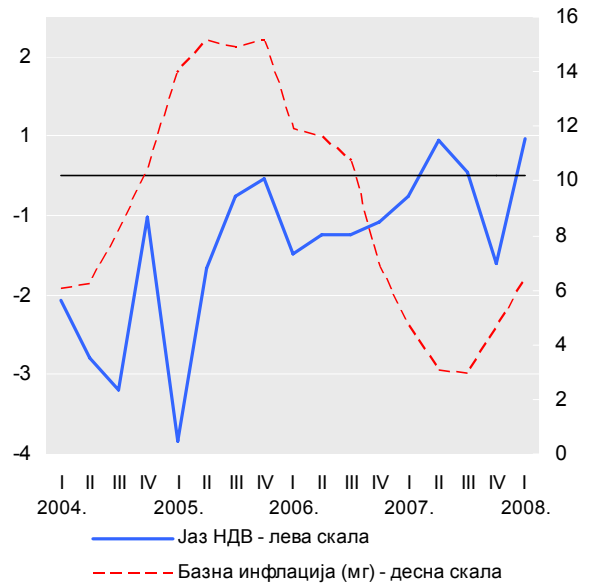
Пољопривредна производња ће се, судећи по повољнијим временским условима и повећању засејаних површина, опоравити.

Производни јаз, израчунат на бази НДВ-а, од почетка ове године се, на супрот претходном периоду, креће изнад своје дугорочне тенденције. То указује на присуство инфлационих притисака са стране тражње, али не претерано високих. Очекујемо да ће, и поред рестриктивне монетарне политике, у наредном тромесечју јаз остати позитиван због најављеног повећања зарада у јавном сектору.

Полазећи од оцењеног раста реалног БДП-а и цена, номинални БДП би у првом тромесечју 2008. године могао да износи око 603 милијарде динара, што у односу на исти период претходне године представља пораст од око 19,2%.

На основу платнобилансних података, расположиви БДП би могао да износи око 750 милијарди динара (124,3% БДП-а). Учешће извоза робе и услуга чинило би 32,2%, а увоза 56,5% тог БДП-а. Међугодишњи пораст агрегатне тражње могао би износити око 19,5%, што је у односу на претходно тромесечје мање за око 0,9 п.п.

Графикон III.5.5.

Производни јаз и базна инфлација

Индикатори потрошње становништва

Повећана потрошња становништва у првом тромесечју 2008. била је основни извор раста агрегатне тражње. Посматрано по тромесечјима, номинална међугодишња стопа раста потрошње становништва била је највиша у последње две године. Упркос повећању инфлације, она је и реално већа у поређењу с претходним тромесечјем.

На основу изабраних показатеља, оцењујемо да је међугодишња реална стопа раста тражње становништва у првом тромесечју 2008. године износила 9,2%. И поред убрзања инфлације, она је у поређењу с претходним тромесечјем била виша за 5,5 п.п.

Најзначајнији извори раста потрошачке тражње у првом тромесечју били су следећи:

Зараде

Удео нето зарада из статистичког узорка у оцењеном БДП-у износио је 14,1%, што је за 0,2 структурна поена мање него у упоредивом периоду претходне године. Под претпоставком да узорком необухваћени радници имају у просеку исте зараде као узорком обухваћени, учешће нето зарада у оцењеном БДП-у износило је 39,2%, или за 1,5 структурних поена више у односу на упоредиви период 2007. године;

Социјални трансфери

Овај извор раста потрошачке тражње чинио је 14,7% оцењеног БДП-а, што је 2,3 структурна поена мање него у истом периоду 2007. године;

Дознаке и мењачи

Регистроване дознаке и нето прилив по мењачким пословима учествовали су са 6,5% у процењеном БДП-у, што је за 0,7 структурних поена мање у поређењу са истим тромесечјем 2007. године;

Кредити

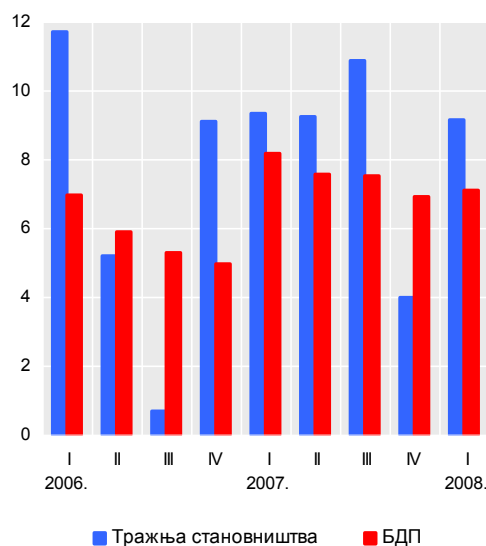
По основу задуживања, становништво је обезбедило додатне изворе средстава за потрошњу у висини од 2,5% оцењеног БДП-а, или мање за 2,7 структурних поена у односу на исто тромесечје 2007. године.

У истом периоду, становништво је повећало штедњу за 2,4% оцењеног БДП-а, што је за 4,8 структурних поена мање него у првом тромесечју 2007. године.

У структури БДП-а, приходи становништва, умањени за прираст штедње и увећани за прираст кредита, повећали су учешће за 0,5 структурних поена (на 60,5%). Полазећи од тога, али и раста цена на мало који је утицао на раст номиналне вредности БДП-а, може се закључити да је тражња становништва у току првог тромесечја 2008. деловала подстицајно на инфлаторне притиске.

Графикон III.5.6.

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



Јавна потрошња

Финансирање буџета у првом тромесечју 2008. године било је суфицитарно и према методологији ММФ-а суфицит је износио 3,2 милијарде динара. Буџет је имао ефекат повлачења новца у износу од 7,1 милијарде динара.

Без донација, укупни консолидовани приходи у првом тромесечју 2008. године износили су 262,6 милијарди динара (19,2% номинално и 7,1% реално више него у истом периоду претходне године), док су укупни консолидовани расходи износили 259,4 милијарди динара (19,0% номинално и 6,9% реално више него у истом периоду претходне године), тако да је остварен суфицит буџета у износу од 3,2 милијарде динара. Учешће фискалног суфицита у БДП-у је истовремено износило 0,5%.

Ефекат јавне потрошње на агрегатну тражњу био је негативан у износу од 7,1 милијарде динара. Разлика у односу на обрачунати суфицит последица је отплате домаћег дуга државе и високих исплата камата иностранству.

Учешће прихода у БДП-у у првом тромесечју (43,5%) било је највише у последњих неколико година, док је учешће расхода у БДП-у (43,0%) ниже једино у поређењу с четвртим тромесечјима 2007. и 2006. године. Смањење учешћа јавних расхода у БДП-у, који је Влада најавила у меморандумима о економској и фискалној политици, још увек није реализовано.

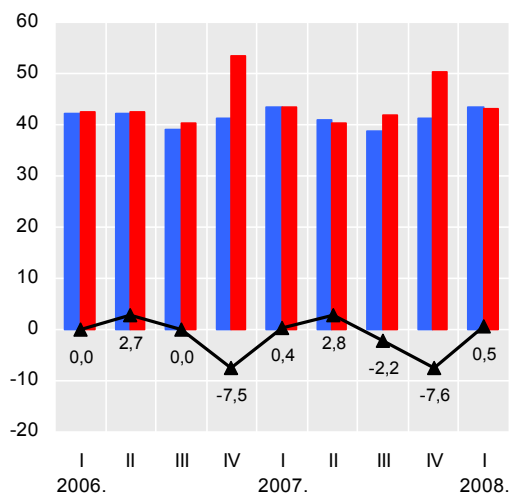
Међу приходима, најзначајнији међугодишњи раст поново су забележили приходи по основу царина (22,9% номинално и 10,4% реално) и порез на добит (22,8% номинално, 10,5% реално), док су остале категорије прихода расле у складу с растом БДП-а и инфлације. С обзиром на то да у пореској политици није било промена, такав раст прихода можемо објаснити сталним растом увоза и порастом профитабилности привредних субјеката.

Раст прихода био је праћен повећањем расхода. Расходи по основу зарада у односу на исти период прошле године номинално су били виши за 20,3% (реално 8,1%), субвенције за 40,4% (реално 26,1%), а социјална давања за 22,3% (реално 9,8%), док су отплата дуга и капитални расходи номинално били мањи за 35,6% и 40,9%, респективно.

Тенденција раста расхода по основу трансфера становништву није се, дакле, променила, а будући да су у јавном сектору одобрена нова повећања зарада, ни у наредном периоду не можемо очекивати другачији развој догађаја. Субвенције показују чак и убрзан тренд раста. Буде ли се, као и до сада, с реализацијом капиталних расхода убрзавало како година одмиче, сасвим је сигурно да нас чека

Графикон III.5.7.

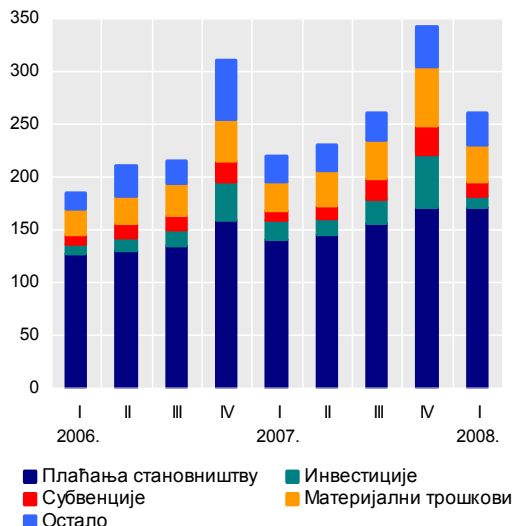
Јавни приходи и расходи
(методологија ММФ-а)
(у % БДП-а)



Извор: Прерачунато на бази података Министарства финансија Републике Србије.

Графикон III.5.8.

Структура јавних расхода
(у млрд динара)



Извор: Прерачунато на бази података Министарства финансија Републике Србије.

још једна година изразито дефицитарног финансирања буџета. Ипак, у наредном тромесечју очекујемо суфицитарно финансирање и благо рестриктиван карактер фискалне политике, док би у другој половини године њен карактер могао бити експанзивнији.

Табела III.5.1.

Фискални резултат

(по тромесечјима, у млрд динара)

	2006.				2007.				2008	Индекс	Индекс
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	I 2008.	реално
										I 2007.	I 2008.
I. Укупан прилив и донације	183,23	209,01	209,26	239,19	220,36	232,94	240,56	281,85	262,76	119,2	107,1
од тога донације	0,54	0,39	0,31	0,21	0,13	0,27	0,35	0,42	0,16	127,7	114,8
II. Укупан одлив и отплата дуга	184,27	210,37	214,67	309,90	219,91	230,14	259,82	343,11	261,19	118,8	106,7
Отплата страног дуга	1,27	1,25	1,61	12,49	1,32	0,47	2,07	0,81	1,30	98,8	88,7
Отплата старе девизне штедње	0,48	14,03	4,09	1,12	0,59	13,19	3,75	8,94	0,50	84,9	76,2
Превремена отплата дуга	0,00	0,00	0,00	13,80	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	100,0	100,0
III. Укупан прилив без донација	182,68	208,62	208,95	238,98	220,23	232,67	240,21	281,43	262,60	119,2	107,1
IV. Укупан одлив без отплате страног дуга, старе девизне штедње и превремене отплате дуга, старе	182,52	195,09	208,97	282,49	218,01	216,48	254,00	333,37	259,39	119,0	106,9
Салдо - методологија ММФ-а (III - IV)	0,16	13,53	-0,02	-43,51	2,23	16,19	-13,79	-51,93	3,21	144,0	129,4
БДП	432,74	495,96	534,04	579,31	506,30	568,87	620,02	681,27	603,51	119,2	107,1
Салдо - методологија ММФ-а у % од БДП	0,04	2,73	0,00	-7,51	0,44	2,85	-2,22	-7,62	0,53	120,8	108,5

Извор: Прерачунато на бази података Министарства финансија Републике Србије.

Табела III.5.2.

Консолидовани јавни расходи

(по тромесечјима, у млрд динара)

	2006.				2007.				2008	Индекс	Индекс
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	I 2008.	реално
										I 2007.	I 2007.
Укупно расходи и отплата дуга ¹⁾	184,2	210,4	214,7	309,9	220,0	230,1	259,9	342,1	261,2	118,7	106,7
Плаћања становништву:	127,9	129,7	134,6	158,4	150,5	156,4	167,1	183,6	182,8	121,4	109,1
Нето зараде	43,9	43,7	45,1	57,8	53,1	57,5	59,4	69,7	63,9	120,3	108,1
Доприноси за запослене	7,5	7,9	8,2	9,8	9,4	10,5	10,8	12,3	11,3	119,6	107,5
Социјални трансфери	76,5	78,2	81,4	90,8	88,0	88,4	96,9	101,6	107,6	122,3	109,8
Пензије и исплате незапосленима	60,7	62,9	65,6	69,8	70,2	72,0	74,6	79,4	84,8	120,8	108,5
Социјална помоћ	13,1	12,7	13,1	17,9	15,1	13,7	19,4	18,3	19,1	127,1	114,2
Остали трансфери становништву	2,6	2,5	2,8	3,1	2,7	2,7	2,8	3,9	3,6	132,9	119,4
Субвенције	10,1	13,4	13,1	19,0	9,5	11,8	20,0	26,5	13,4	140,4	126,1
Материјални трошкови	23,4	26,6	30,4	39,6	27,1	32,8	36,4	56,6	34,3	126,6	113,7
Инвестиције	8,1	12,7	15,6	37,6	17,9	15,3	22,2	50,6	10,6	59,1	53,1
Трошкови камата	5,7	4,9	5,8	18,2	5,8	3,1	4,2	2,9	5,3	91,9	82,6
Отплата дуга	1,8	15,3	9,7	26,5	10,9	13,8	5,8	14,2	7,0	64,4	57,9
штедње и дуга пензионерима	0,5	14,0	8,1	14,0	9,6	13,3	3,8	13,4	5,7	59,7	53,6
Отплата спољног дуга	1,3	1,2	1,6	12,5	1,3	0,5	2,1	0,8	1,3	98,8	88,7
Отплата осталог унутрашњег дуга	0,0	0,0	0,0	0,0	4,5	0,4	3,1	-1,5 ³⁾	4,4	98,3	88,3
Остало ²⁾	14,7	15,6	13,7	20,4	7,7	7,4	14,9	20,0	19,0	247,1	222,0

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

Извор: Прерачунато на бази података Министарства финансија Републике Србије.

Индикатори инвестиционе потрошње

Према већини расположивих индикатора, инвестициона активност у првом тромесечју је знатно успорена.

Основни показатељ инвестиција у фиксне фондове, средњорочно и дугорочно задуживање предузећа у иностранству, остварио је у првом тромесечју међугодишњи раст од 19,9%. То у односу на претходно тромесечје (107%) представља изузетно велико успоравање. Исто тако, и дугорочно задуживање привреде и становништва код домаћих банака било је успорено (за 3,3 и 7,8 п.п., респективно).

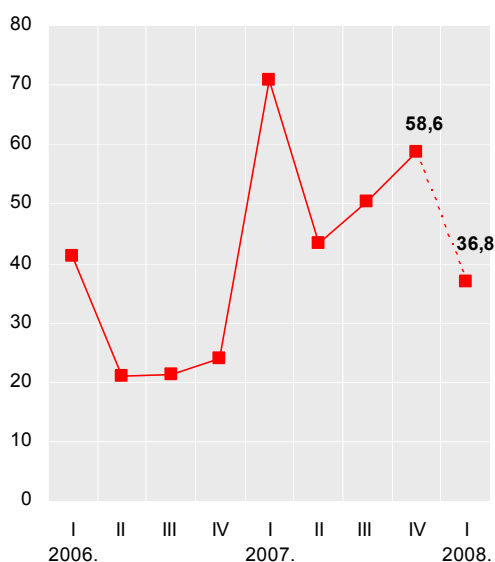
Смањење задуживања предузећа утицало је на смањење увоза капиталних добара (36,8% у првом наспрам 58,6% у четвртом тромесечју 2007), па је и дефицит у размени тих добара опао (27,4% наспрам 49,3% у четвртом тромесечју). То потврђује оцену да је у првом тромесечју раст инвестиција био успорен.

С друге стране, раст физичког обима производње капиталних добара је убрзан (6,5%). То убрзање се није у пуној мери одразило на раст инвестиција, будући да је пад залиха капиталних производа био смањен мање у поређењу с претходним тромесечјем.

Негативан допринос инвестиционој активности дала је држава. С обзиром на то да Влада функционише у техничком смислу, реализација инвестиционих пројеката државе је успорена. У првом тромесечју инвестициона активност државе је међугодишње опала за 40,8%, што представља смањење за чак 75,4 п.п. у односу на претходно тромесечје.

Графикон III.5.9.

Раст увоза капиталних добара
(међугодишње стопе раста)



Табела III.5.3.

Индикатори кретања инвестиција

	2006.				2007.				2008.
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I
Реални показатељи (у млн УСД)									
Увоз интермедијарних производа	912,3	1.164,3	1.266,4	1.421,0	1.359,8	1.658,7	1.761,9	1.905,0	1.808,4
Извоз интермедијарних производа	636,6	806,3	913,5	955,7	965,1	1.123,6	1.172,1	1.147,1	1.284,5
Увоз капиталних производа	551,5	776,6	806,0	929,9	943,1	1.114,2	1.223,3	1.474,9	1.290,3
Извоз капиталних производа	130,3	163,2	183,0	214,7	223,6	280,7	287,6	407,2	375,2
Финансијски показатељи									
Краткорочни кредити дати привреди, млрд динара	201,7	214,0	203,2	188,1	200,4	229,7	232,2	251,2	278,7
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	716,0
Дугорочни кредити дати становништву, млрд динара	121,5	138,6	152,0	163,7	187,7	206,6	234,0	253,3	275,8
Дугорочни кредити дати привреди, млрд динара	162,8	172,3	177,9	174,0	189,4	198,3	217,7	230,3	244,4
Инвестициона потрошња државе, млрд динара	8,1	12,7	15,6	37,6	17,9	15,3	22,2	50,6	10,6

* Кредит у износу од 806 млн USD, који је у јуну Citygroup одобрила Телекому Србије за куповину Телекома Републике Српске, исључен је из вредности дугорочног задуживања предузећа у иностранству, пошто није утицао на повећање инвестиционе активности у земљи.

Табела III.5.4.

Индикатори кретања инвестиција (стопе раста у %)

	<u>I 2007.</u> I 2006.	<u>II 2007.</u> II 2006.	<u>III 2007.</u> III 2006.	<u>IV 2007.</u> IV 2006.	<u>I 2008.</u> I 2007.
Реални показатељи					
Физички обим индустријске производње капиталних производа	-2,2	-0,9	15,9	3,3	6,5
Увоз интермедијарних производа	49,1	42,5	39,1	34,1	33,0
Извоз интермедијарних производа	51,6	39,4	28,3	20,0	33,1
Залихе интермедијарних производа	0,8	-1,6	2,1	-1,8	-2,9
Увоз капиталних производа	70,8	43,5	51,8	58,6	36,8
Извоз капиталних производа	71,6	72,0	57,2	89,7	67,8
Залихе капиталних производа	-4,5	-8,8	-11,7	-11,8	-3,4
Финансијски показатељи					
Краткорочни кредити дати привреди	-0,6	7,3	14,3	33,5	39,1
Средњорочно и дугорочно задуживање привреде у иностранству (нето)	133,5	149,1	40,4	107,0	19,9
Дугорочни кредити дати становништву	54,5	49,0	54,0	54,7	46,9
Дугорочни кредити дати привреди	16,3	15,1	22,4	32,3	29,0
Инвестициона потрошња државе	121,1	20,2	42,4	34,6	-40,8

6. Кретања на тржишту рада

Убрзање економске активности у првом тромесечју није било праћено растом запослености и зарада. Штавише, забележено је изразито успоравање међугодишњег номиналног и реалног раста нето зарада. На таква кретања пресудно су утицала кретања у нејавном сектору. Бржи раст продуктивности од раста реалних зарада у индустрији допринео је паду јединичних трошкова рада.

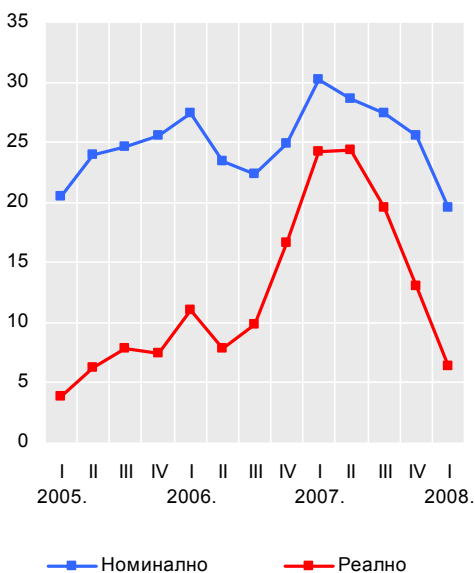
Зараде

Прво тромесечје карактерише изразито успоравање раста номиналних и реалних зарада. Остварени међугодишњи номинални раст просечних нето зарада био је најнижи у последње три године – износио је 19,5%, што је за шест п.п. мање у односу на претходно тромесечје. Реално, тај раст износи 5,2%, или у односу на претходно тромесечје мање за 7,8 п.п.

Динамика кретања зарада доминантно је била одређена кретањем зарада у нејавном сектору. Највеће успоравање раста зарада остварено је у оквиру финансијског посредовања и некретнина (за 17,9 и 18,8 п.п. ниже у односу на претходно тромесечје, респективно). Истовремено, у тим делатностима је забележено успоравање раста економске активности. Слично томе, успоравање раста активности у саобраћају и хотелијерству било је праћено успоренијим растом зарада. Нижи раст зарада остварен је и у оквиру прерађивачке индустрије (за 1,2 процентна поена у односу на претходно тромесечје) иако је економска активност благо убрзана. Насупрот томе, зараде су у односу на претходно тромесечје расле брже у грађевинарству и трговини (за 1,2 и 3,6 п.п., респективно), док је економска активност била благо успорена.

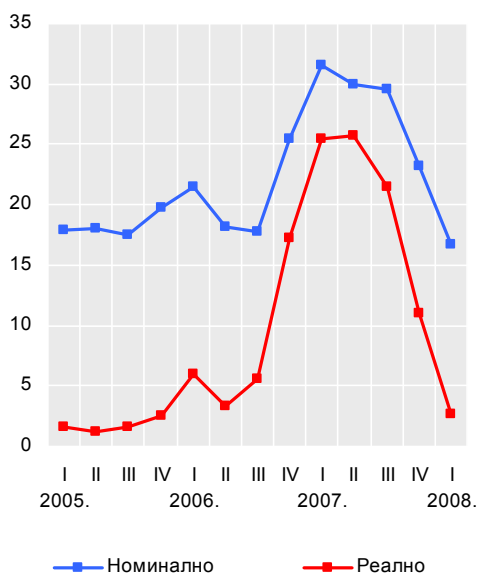
Графикон III.6.1.

Кретање просечних нето зарада
(међугодишњи раст, у %)



Графикон III.6.2.

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



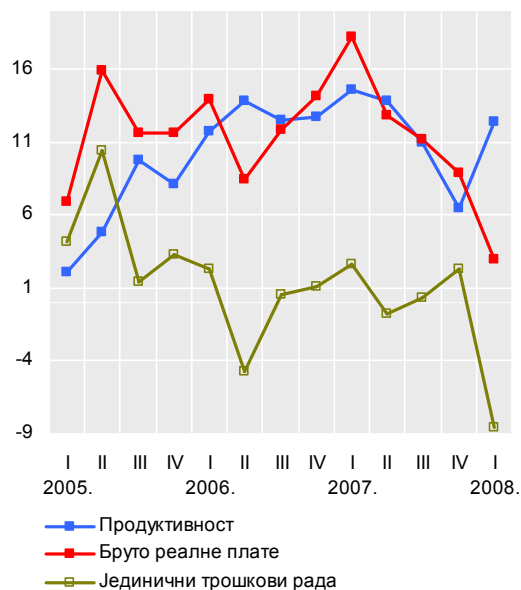
Међугодишњи раст зарада није био успорен само у нејавном, већ и у готово свим делатностима јавног сектора. У поређењу с претходним тромесечјем, раст нето зарада био је нижи за 6,5 п.п. номинално, односно за 8,3 п.п. реално. Ипак, у појединим делатностима као што су образовање и култура и здравствени и социјални рад стопе раста зарада су биле и даље високе и изнад просека. Такође, просечна нето зарада у јавном сектору остварена у првом тромесечју (34.423 динара) била је већа од просечне нето зараде на републичком нивоу (30.007). Процењено учешће нето масе зарада јавног сектора у БДП-у износи око 8,2%, што је за 0,6 п.п. више него у претходном тромесечју.

Иако су у поређењу с претходном годином инфлаторни притисци по основу зарада били знатно слабији, приближавање избора и најављено повећање зарада у јавном сектору у априлу може их подстаћи.

Опоравак индустријске производње у првом тромесечју био је праћен убрзањем раста продуктивности. Бржи раст продуктивности од раста реалних бруто зарада имао је за резултат пад јединичних трошкова рада и они су у односу на претходно тромесечје били нижи за 10,8 п.п. Убрзање раста прерађивачке индустрије и пад јединичних трошкова производње свакако позитивно утичу на конкурентност домаће привреде.

Графикон III.6.3.

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



Запосленост

Тржиште рада су у првом тромесечју карактерисала негативна кретања: број запослених је смањен, нарочито у прерађивачкој индустрији, грађевинарству и саобраћају. Последишно, и процењена стопа незапослености је повећана. Раст продуктивности, нарочито у сектору разменљивих добара, резултат је раста економске активности који није био праћен растом запослености.

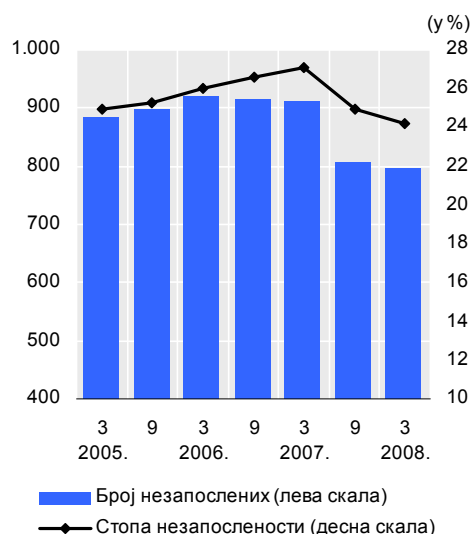
Према расположивим подацима, процењујемо да је број запослених у марту 2008. године износио 2.488,8 хиљада, што је за 4,2 хиљаде лица мање у односу на децембар 2007. године. Слично као и у претходном тромесечју, смањење броја запослених забележено је у сектору разменљивих добара, док је повећање остварено у сектору услуга (трговина, финансијско посредовање, пословање с некретнинама, образовање и култура и здравствени и социјални рад). У трговини је остварен раст броја запослених, упркос благом успоравању економске активности у овој делатности.

Највећи пад запослености, за око 7,2 хиљаде радних места, забележен је у прерађивачкој индустрији, што је у супротности са истовременим убрзањем раста економске активности у овом сектору. Осетан пад запослености у грађевинарству и саобраћају у складу је са стагнацијом економске активности у тим секторима.

Број незапослених је у посматраном периоду повећан, тако да је у марту регистровано 795,1 хиљада незапослених лица. У поређењу са стањем на крају

Графикон III.6.4.

Незапосленост
(у хиљадама)



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

децембра 2007, број незапослених лица већи је за 10 хиљада, или за 1,2%. Број лица која први пут траже запослење је повећан, док је број лица која на посао чекају дуже од две године смањен.

У првом тромесечју је засновано 175,3 хиљаде радних односа, што представља међугодишњи раст од 5,1%. На негативна кретања на тржишту рада указује наставак успоравања активности запошљавања, с обзиром на то да је међугодишња стопа раста у овом тромесечју нижа за 0,5 п.п. у односу на претходно. Са евиденције Националне службе за запошљавање запослило се 71,5 хиљада лица (40,5%), а из радног односа 104,2 хиљаде (59,5%), што представља повећање учешћа броја запослених из радног односа у укупном запошљавању у односу на претходно тромесечје. У складу са оживљавањем економске активности, број слободних радних места је повећан.

Успоравање раста запошљавања и убрзање раста слободних радних места указују на повећање раскорака који постоји између броја слободних радних места и броја заснованих радних односа. Претпостављамо да је то последица неадекватног нивоа професионалне оспособљености радне снаге, тј. немогућности да се задовољи тражња за одређеним кадровима. Истовремено је регистровано успоравање стопе раста престанка радних односа.

Процењена стопа незапослености повећана је са 24,0%, колико је износила крајем децембра претходне године, на 24,2%, што је резултат повећања броја незапослених, стагнације активности запошљавања и смањења броја запослених.

Графикон III.6.5.
Запошљавање
(у хиљадама)



Извор: Национална служба за запошљавање.

7. Инфлациона очекивања

Инфлациона очекивања у првом тромесечју су наставила да расту. Она ће, свакако, бити један од основних фактора повећања инфлације у наредном периоду. Прелиминарни резултати априлских истраживања указују на умеренији раст инфлационих очекивања.

Према мартовским резултатима **анкете Агенције ТНС Медијум галуп**, у првом тромесечју је настављен растући тренд инфлационих очекивања свих сектора, осим сектора становништва.

Инфлациона очекивања финансијског сектора током посматраног тромесечја расла су у просеку за по један п.п. месечно. С друге стране, иако знатно виша него пре шест месеци, очекивања овог сектора су у марту била испод остварене инфлације.

Мартовска очекивања сектора предузећа и синдиката у погледу кретања инфлације у наредних 12 месеци су на нивоу од 14%. Несумњиво, висока инфлациона очекивања ће бити један од основних генератора раста инфлације у наредном периоду.

Према **анкети агенције Ројтерс** из априла, која је обухватила 16 банкарских дилера, априлска просечна очекивања у погледу кретања базне инфлације за крај 2008. (6,7%) виша су од објављеног циља монетарне политике (3–6%). Она су у порасту од почетка године, али је уочљиво смиривање априлских очекивања у односу на мартовско истраживање. Томе је допринела и одлука Народне банке Србије да у марту референтну каматну стопу повећа за 300 базних поена.

Анкета агенције Ројтерс обухвата и очекивања у погледу кретања девизног курса и референтне каматне стопе Народне банке Србије.

Просечна очекивања у погледу кретања девизног курса како у мају 2008, тако и за крај године су се стабилизovala. Према априлским очекивањима, курс би крајем маја могао износити 81,1 RSD/EUR, што је више у односу на актуелно кретање, али и знатно ниже од очекивања из претходног месеца. Такође, може се уочити да су се очекивања кретања курса за крај године стабилизovala на нивоу од око 81,2 RSD/EUR.

Табела III.7.2.

Очекивања банкарског сектора¹⁾

	Базна инфлација		Референтна каматна стопа				RSD/EUR	
	2008, крај	апр, крај	мај, крај	јун, крај	2008, крај	мај, крај	2008, крај	
Јануар	5,9				10,5		81,1	
Фебруар	6,0	11,0			10,5		81,0	
Март	6,6	15,6	15,7		13,4	82,8	81,7	
Април	6,7	14,6	14,8	14,8	13,3	81,1	81,2	

¹⁾ Анкетом је обухваћено 16 банака.

Извор: Анкета (Reuters).

Просечна очекивања учесника анкете у погледу референтне каматне стопе Народне банке Србије за крај маја износе 14,8%. Од тога, петоро њих очекује виши, а осталих 11 нижи ниво од тренутног (15,25%).

Банкарски дилери очекују да ће референтна каматна стопа крајем јуна бити нижа од тренутне, и износити 14,8%, док за крај године очекују да Народна банка Србије неће имати потребе за даљом рестриктивношћу, па ће референтна стопа у просеку износити 13,3%.

Табела III.7.1.

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

	2007.				2008.
	I	II	III	IV	I
Предузећа	12,7	8,7	10,0	10,4	12,1
Финансијски сектор	7,4	6,2	7,3	8,0	10,8
Синдикати	7,4	10,0	9,1	10,5	14,0
Становништво	12,7	14,0	16,4	14,7	14,0

Извор: Анкета (TNS Medium Gallup).

IV. Пројекција инфлације

У већем делу 2008. године базна инфлација ће се кретати изнад горње границе циљаног распона од 6%, али очекујемо да ће крајем године бити сведена у циљани распон. Ризик пребацивања циља за ову годину ипак постоји. Централна пројекција базне инфлације износи 5,8% (распон 3,9–7,7%), а укупне инфлације око 8,6%. С том пројекцијом је конзистентан наставак рестриктивне монетарне политике. Пројекцију и базне и укупне инфлације карактеришу веома високи ризици.

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

Иако је њена међугодишња стопа раста у порасту и изнад горње границе циља за 2008. годину, тромесечна **базна инфлација** је у првом тромесечју забележила успоравање у односу на претходна два (1,5% наспрам 2,2%).¹⁹ Оно што је на то успоравање пресудно утицало били су нижи раст цена хране, као и, у мањој мери, сезонски фактор.²⁰

У другом тромесечју очекујемо убрзавање базне инфлације, пре свега због најављеног новог пораста цена хране (уље, месо), трошkových ефеката раста цена енергената (електрична енергија и нафтни деривати), високих инфлаторних очекивања, као и одложених ефеката депресијације из првог тромесечја. Процењујемо да ће у другом тромесечју међугодишња базна инфлација наставити удаљавање од горње границе циљаног распона, на око 8,1% средином године (стр. 9).

И у наредном периоду инфлаторно ће деловати већина релевантних фактора: висока инфлаторна очекивања, даљи раст светске цене нафте и осталих примарних производа и позитиван производни јаз. Поред тога, у првом тромесечју је курс динара према еврџ забележио високу депресијацију, која је за последицу имала смањивање апресијацијског јаза реалног курса.

На крају, и реални фактори, који су у претходном периоду били значајан савезник монетарне политике у борби против инфлације, сада смањују свој дезинфлаторни утицај. Поред већ поменутог смањивања апресијацијског јаза у првом тромесечју, производни јаз је прешао из негативне у позитивну зону, и ту ће, с обзиром на предизборни пораст зарада у јавном сектору, највероватније и остати.

Као одговор на инфлаторне притиске, Монетарни одбор Народне банке Србије је у првом тромесечју референтну каматну стопу знатно повећао. То је крајем марта и у априлу довело до апресијације динара и поновног проширивања апресијацијског јаза, као и до успоравања раста кредитне активности.

Нова пројекција инфлације заснива се на претпоставкама пада инфлације у Европској унији, стабилизације цене нафте у преосталом делу године, као и на паду референтне каматне стопе Европске централне банке. Небазна инфлација без деривата нафте требало би да буде нешто нижа него у претходној години, али виша него што смо претпоставили у јануарској пројекцији. Очекујемо да би дефицит републичког буџета могао бити у најбољем случају на нивоу прошлогодишњег.

¹⁹ Пораст међугодишње стопе, упркос паду тромесечне стопе, последица је задржавања ефеката пољопривредног шока у међугодишњој стопи, будући да она показује пораст цена годину дана уназад.

²⁰ Инфлација је, по правилу, нижа на почетку него у осталом делу године.

Претпоставке пројекције за 2008. годину

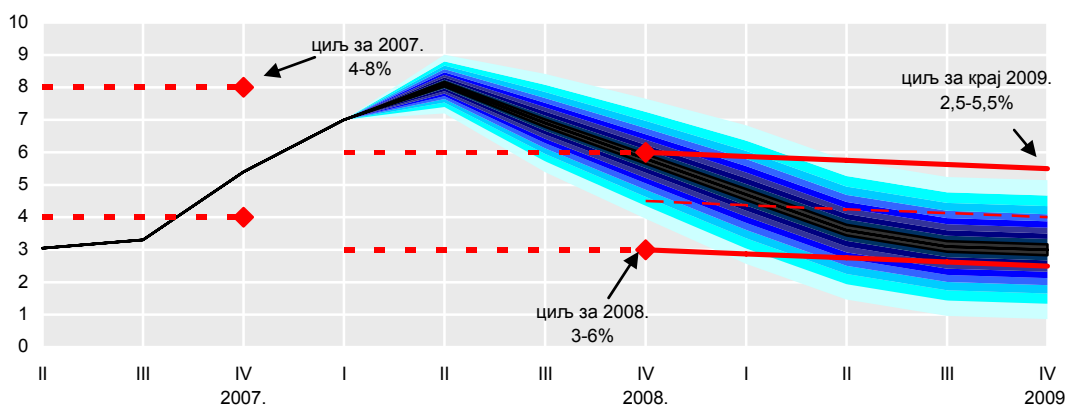
Екстерне		
Инфлација у ЕУ		2,2%
Каматна стопа у ЕУ на крају године		3,75%
Цена уралске нафте по барелу (раст)		+15%
Интерне		
Раст БДП-а		6%
Регулисане цене без деривата нафте (раст у 2008.)		9,5%
Цене пољопривредних производа (раст у 2008.)		21%
Дефицит републичког буџета (учешће у БДП-у)		-2%

Пројекција базне инфлације

Централна пројекција базне инфлације за 2008. годину износи 5,8%, а распон пројекције 3,9 до 7,7%.

Базна инфлација ће (и тромесечна и међугодишња), након пораста у другом тромесечју, у другој половини године бити у паду. Томе ће најпре допринети знатно нижи раст цена хране него у другом тромесечју²¹, као и исцрпљивање трошковног ефекта раста цене електричне енергије у другом тромесечју. Значајан допринос даће рестриктивна монетарна политика Народне банке, која ће деловати у правцу апresiasi деизинфлације девизног курса (и проширивања апresiasi деизинфлацијског јаза), као и даљег успоравања кредитне активности. Још један фактор деизинфлације биће пад инфлаторних очекивања, који предвиђамо у другој половини године као последицу пада међугодишње укупне инфлације.²²

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%.

Међугодишња базна инфлација у другој половини године имаће изражен пад и због високе базе, тј. чињенице да су у другој половини претходне године тромесечне стопе базне инфлације биле високе. Очекујемо да ће базна инфлација у 2008. бити нешто испод горње границе циљаног

²¹ Претпоставка пројекције је умерен раст цена пољопривредних и индустријско-прехранбених производа у другом делу текуће године.

²² Инфлаторна очекивања у великој мери прате кретање укупне инфлације.

распона, с тим што ипак постоји ризик њеног пребацивања. У сваком случају, базна инфлација би у првој половини наредне године требало да се нађе у границама циљаног распона.

Са овом пројекцијом је конзистентан наставак рестриктивне монетарне политике до краја текуће године, која је усмерена и на остварење циља у текућој и на остварење циља у 2009. години.

Пројекција укупне инфлације

Централна пројекција раста цена на мало у 2008. години креће се око 8,6%. Она се заснива на централној пројекцији базне инфлације (5,8%), повећању регулисаних цена (са дериватима нафте) од 10,5% и повећању цена пољопривредних производа од 21%. Треба ипак имати у виду да постоје фактори ризика на које Народна банка нема утицаја како када је реч о укупној, тако и када је реч о базној инфлацији.

Ризици остварења пројекције

Нову пројекцију карактеришу веома високи ризици у оба смера, а међу њима је највећи политички ризик, као и ризик везан за цене пољопривредних производа и светске цене нафте.

Од тога колико брзо ће бити формирана републичка Влада и какву ће политику она водити зависиће у доброј мери кретање девизног курса у наредном периоду. И у претходном периоду је политичка неизвесност, уз друге факторе, утицала на пораст премије ризика и повећање депресијацијских притисака, који су попустили тек након што је Народна банка Србије знатно пооштрила карактер монетарне политике. Уколико би наступио дужи застој у страним инвестицијама, то би могло да узрокује трајније депресијацијске притиске и последично убрзање инфлације. У супротном, инфлаторни притисци по основу девизног курса били би знатно нижи.

Један од битних фактора инфлације на који Народна банка Србије има минималан утицај је кретање цена пољопривредних производа. Неповољни временски услови прошлог лета изазвали су бројна поскупљења, најпре пољопривредних производа, затим прерађене хране, а на крају, као последица пораста инфлаторних очекивања, и осталих производа. Још једна сушна година условила би низ нових поскупљења, што би, без обзира на мере Народне банке Србије, утицало да базна инфлација крајем године буде изнад горње границе циљаног распона. С друге стране, повољна година у пољопривреди могла би да чак обори цене пољопривредних производа с обзиром на то да су оне тренутно на веома високом нивоу, што би свакако добродошло у борби против инфлације.

Висок раст светских цена нафте у последњих годину дана изазвао је снажне инфлаторне притиске не само у Србији већ и у међународном окружењу. Прогнозе у погледу даљих кретања су различите, од оних да је цена нафте тренутно превисока и да у наредном периоду можемо очекивати пад до песимистичких, да ће се тренд раста наставити несмањеном брзином.

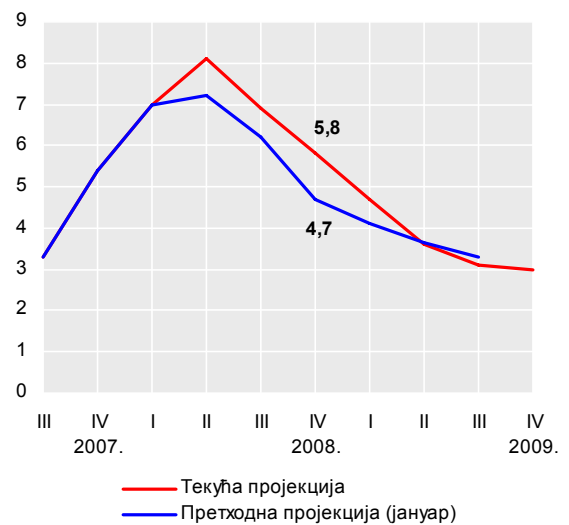
Свако знатније одступање од претпоставки на којима је заснована пројекција довешће до одступања базне инфлације и карактера монетарне политике у односу на њихове пројекције.

Поређење са јануарском пројекцијом

Текућа пројекција инфлације за 2008. годину је нешто виша од јануарске пројекције, објављене у претходном Извештају о инфлацији. Иако је базна инфлација у првом тромесечју била у складу с јануарском пројекцијом, неочекивано висок раст светских цена нафте, продужена политичка неизвесност и предизборни пораст зарада у јавном сектору утицали су да њена пројекција за преостали део године буде ревидирана навише, па је тако, према текућој пројекцији, за крај 2008. године инфлација за 1,1 п.п. виша од јануарске пројекције. Јачи инфлаторни притисци, такође, за последицу имају нешто рестриктивнији карактер монетарне политике него у јануарској пројекцији.

Графикон IV 1.2.

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



Очекивано кретање референтне стопе у наредном периоду

На основу текуће пројекције, а узимајући у обзир и све ризике, Монетарни одбор Народне банке Србије процењује да је вероватније да ће референтна каматна стопа у наредном периоду расти него да ће се смањивати или задржати на садашњем нивоу (15,25%).

Даље заоштравање у том погледу биће неопходно да би се обуздали инфлаторни притисци по основу високих инфлаторних очекивања, раста зарада у јавном сектору и раста светских цена нафте, у условима велике политичке неизвесности.

Пројекција референтне стопе је у односу на јануарску пројекцију ревидирана навише због растућих инфлаторних притисака по основу светских цена нафте, продужене политичке неизвесности и априлског повећања зарада у јавном сектору. Такође, у односу на јануарску пројекцију, неизвесност у погледу будућих одлука Монетарног одбора је знатно виша и у највећој мери повезана с порастом политичког ризика.

У наредном периоду, одлуке Монетарног одбора ће бити мотивисане како остваривањем циља у текућој, тако и остваривањем циља у следећој години. Чланови Монетарног одбора су свесни да постоји ризик пребацивања циља за ову годину и да би смањивање тог ризика захтевало превисоку рестриктивност, која би могла да угрози циљ за следећу годину и узрокује непотребне макроекономске флукуације. Због тога ће одлуке Монетарног одбора у наредном периоду у све већој мери узимати у обзир циљ за 2009. годину.

Табела А

Индикатори екстерне позиције Србије

	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	I тромесечје 2008.
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	8,0
Девизне резерве/краткорочни дуг	114,1	223,5	336,3	424,9	385,9	717,3	729,7	892,0
Девизне резерве/БДП	9,9	14,4	17,5	17,3	22,2	39,1	34,9	34,6
Отплата дуга/БДП	0,8	1,3	2,0	3,8	4,5	6,6	9,8	18,0
Отплата дуга/извоз робе и услуга	3,7	7,1	9,1	16,8	17,9	23,5	33,7	50,7
ИНДИКАТОРИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)								
Спољни дуг/БДП	94,2	70,9	66,7	57,5	59,1	64,5	64,5	65,1
Краткорочни дуг/БДП	8,7	6,4	5,2	4,1	5,8	5,4	4,8	3,9
Спољни дуг/извоз робе и услуга	456,9	379,2	343,0	253,6	234,2	228,1	222,5	220,2
ИНДИКАТОРИ ИЗЛОЖЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКОМ РИЗИКУ (у %)								
Девизне резерве/М1	135,9	143,3	195,3	221,0	291,1	356,5	306,9	346,1
Девизне резерве/примарни новац	136,3	132,0	168,0	166,2	170,3	177,8	173,9	185,8
СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ)/БДП								
	58,7	56,9	61,6	71,0	70,7	78,4	79,7	88,8
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	11.812	15.841	20.345	24.517	26.193	30.412	40.697	10.951
Спољни дуг	11.125	11.230	13.575	14.099	15.467	19.606	26.236	28.356
Сервисирање спољног дуга	91	211	397	935	1.183	2.021	3.977	1.972
Девизне резерве централне банке	1.169	2.280	3.550	4.245	5.843	11.888	14.216	15.084
Краткорочни дуг	1.026	1.020	1.056	999	1.514	1.657	1.948	1.691
Биланс текућих трансакција	-196	-1.267	-1.795	-3.281	-2.194	-2.986	-5.286	-1.754

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.

5. У складу ВРМБ, део процењених дознака је пребачен из финансијског у текући биланс.

Табела Б

Основни макроекономски индикатори

	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	I тромесечје 2008.
Реални раст БДП-а (у %)	4,8	4,2	2,5	8,4	6,2	5,7	7,5	7,1 ¹⁾
Цене на мало (у %, у односу на исти месец претходне године)	40,7	14,8	7,8	13,7	17,7	6,6	10,1	11,8
Базна инфлација (у %, у односу на исти месец претходне године)	20,5	4,4	6,1	11,0	14,5	5,9	5,4	7,0
Девизне резерве НБС (у млн USD)	1.169,1	2.280,1	3.550,1	4.244,5	5.842,8	11.887,5	14.215,8	15.084,1
Извоз (у млн USD) ²⁾	2.435	2.961	4.358	5.559	6.606	8.763	11.798	3.532
- стопа раста у %, у односу на претходну годину	17,9	21,6	47,2	27,6	18,8	32,7	34,6	41,7
Увоз (у млн USD) ²⁾	-4.499	-6.059	-8.177	-11.853	-11.902	-15.086	-20.647	-6.192
- стопа раста у %, у односу на претходну годину	28,3	34,7	35,0	45,0	0,4	26,8	36,9	38,2
Текући рачун платног биланса ³⁾								
(у млн USD)	-196	-1.267	-1.795	-3.281	-2.194	-2.986	-5.286	-1.754
у % БДП-а	-1,7	-8,0	-8,8	-13,4	-8,4	-9,8	-13,0	-16,0
Незапосленост, званични подаци (у %) ⁴⁾	21,8	24,5	26,1	23,9	25,3	26,6	24,0	24,2
Незапосленост по Анкети (у %) ⁵⁾	12,2	13,3	14,6	18,5	20,8	20,9	18,1	/
Зараде (просечне за период, у EUR)	89,9	151,7	176,7	194,4	210,4	260	347	365
Републички буџетски дефицит/суфицит (у % БДП-а) ⁶⁾	-0,2	-4,3	-1,4	-0,1	1,5	1,4	1,3	...
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а)								
- Методологија Министарства финансија	-0,5	-1,9	-2,0	0,9	1,2	-1,1	-1,4	1,4
- Методологија ММФ-а	0,0	-2,8	-2,6	0,6	0,7	-1,9	-2,0	0,5
Јавни дуг Републике Србије (спољни + унутрашњи, у % БДП-а) ⁶⁾	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	55,11
Курс динара према USD (крај периода)	67,67	58,98	54,64	57,94	72,22	59,98	53,73	52,13
Курс динара према EUR (просек, у периоду)	59,78	60,68	65,05	72,57	82,92	84,16	79,98	82,65
Курс динара према EUR (крај периода)	59,71	61,52	68,31	78,89	85,50	79,00	79,24	82,31
Меморандум								
БДП (у млн USD)	11.812	15.841	20.345	24.517	26.193	30.412	40.697	10.951 ¹⁾

¹⁾ Процена Народне банке Србије.²⁾ Размена са Црном Гором регистрована је према припадајућим трансакцијама од 2003. године.³⁾ У складу са BPM5, део проценених дознака је пребачен из финансијског у текући биланс.⁴⁾ 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.⁵⁾ Извор: Анкета о радној снази, Републички завод за статистику.⁶⁾ Извор: Билтен Министарства финансија Републике Србије.

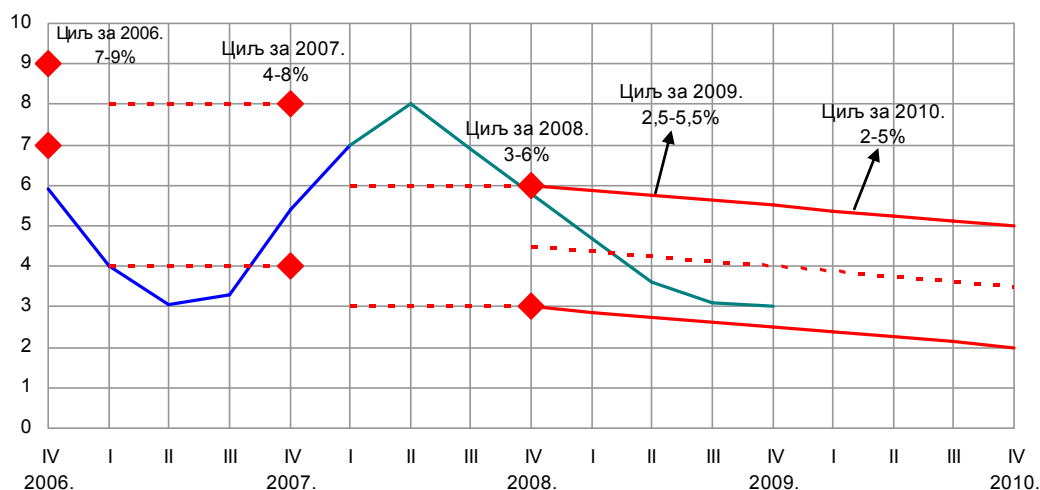
Додатак 1.

МЕМОРАНДУМ НАРОДНЕ БАНКЕ СРБИЈЕ О УТВРЂИВАЊУ ЦИЉАНЕ СТОПЕ ИНФЛАЦИЈЕ ЗА 2009. И 2010. ГОДИНУ

У складу са Законом о Народној банци Србије, који као основни задатак централне банке дефинише постизање и одржавање стабилности цена, и Меморандумом о новом оквиру монетарне политике, усвојеним августа 2006. године, којим се Народна банка обавезала да утврђује циљане стопе инфлације, Монетарни одбор Народне банке Србије утврђује циљане стопе базне инфлације¹ за 2009. и 2010. годину у виду линеарно опадајућег распона међугодишње стопе базне инфлације мерене индексом цена на мало са следећим параметрима (видети следећи графикон):

- почетни ниво 2009. године: 3,0%–6,0% са централном вредношћу од 4,5%,
- завршни ниво 2009. године: 2,5%–5,5% са централном вредношћу од 4,0%,
- завршни ниво 2010. године: 2,0%–5,0% са централном вредношћу од 3,5%.

Средњорочни циљеви за базну инфлацију
(међугодишње стопе раста, у %)



Монетарни одбор понавља главне принципе Новог оквира монетарне политике:

- Објављене циљане стопе инфлације представљају само нумеричке смернице за монетарну политику коју спроводи НБС.
- НБС постиже циљану стопу инфлације корекцијама каматне стопе која се примењује у спровођењу двонедељних репо операција (2W), а која је референтна каматна стопа и главни инструмент монетарне политике. Остали инструменти, укључујући интервенције на девизном тржишту, имају помоћну улогу.
- НБС спроводи режим благо руковођеног пливајућег девизног курса и задржава право да на девизном тржишту интервенише у случају превеликих дневних осцилација девизног курса, угрожености финансијске и ценовне стабилности и ризика по одржавање одговарајућег нивоа девизних резерви.
- Одлуке о променама референтне каматне стопе Монетарни одбор доноси на основу анализа и прогноза економских и инфлаторних кретања, на седницама чији је распоред унапред најављен.
- Монетарни одбор редовно обавештава јавност о остварењу постављених циљева и о мерама које предузима ради њиховог остваривања у будућности.

¹ Базна инфлација се дефинише као инфлација цена на мало која подлеже утицају инструмената Народне банке Србије и односи се на промене индекса цена на мало које нису проузроковане корекцијама регулисаних цена и тарифа или променама цена пољопривредних производа, као што је и наведено у Додатку Меморандума Народне банке Србије о принципима новог оквира монетарне политике, усвојеног 30. августа 2006.

Монетарни одбор наглашава значај постављања циљева унапред. Монетарни одбор је одлучио да сада утврди циљане стопе базне инфлације за 2009. и надаље како би се „усидрила“ инфлаторна очекивања и обезбедила додатна подршка стварању услова које карактерише ниска инфлација.

Мере монетарне политике биће све више мотивисане остваривањем нових циљаних стопа инфлације. Монетарни одбор је оценио да одлуке које доноси (о променама референтне каматне стопе) највећи утицај на међугодишњу инфлацију имају у периоду између шест и осамнаест месеци, што значи да је потребна средњорочна перспектива, утврђивањем циљева инфлације за период после 2008. и 2009. године.

Одлука о постепеном смањивању циљаних стопа инфлације за 2009. и 2010. годину донета је на основу низа разматрања општих и макроекономских кретања:

- Циљане стопе инфлације одражавају намеру да се стабилност цена постигне постепеним смањењем инфлације, без изазивања поремећаја у другим макроекономским процесима у привреди. Успешно смањење инфлације током претходних година створило је услове за постављање нижих циљаних стопа и наставак процеса дезинфлације.
- Путања циљева за 2009. и 2010. годину опада у односу на ниво постављен за 2008, али постепено, што оставља простора за корекције релативних цена које се очекују у процесу реструктурирања привреде.
- Монетарни одбор је такође узео у обзир оцену дугорочних макроекономских кретања како би се умањили притисци на номинални девизни курс, а самим тим и ризици од потенцијално негативног утицаја на конкурентност економије.

У односу на претходне године, уводи се неколико значајних новина у погледу исказивања циљане стопе инфлације. Те новине би, укратко, требало да повећају транспарентност монетарне политике, као и да допринесу бољем „усидравању“ инфлаторних очекивања:

- **Циљ се утврђује као распон са централном вредношћу.** Распон указује на зону коју Монетарни одбор сматра прихватљивом, узимајући у обзир чињеницу да може доћи до великог броја пролазних шокова малих размера који ће изазивати краткорочне осцилације стопа инфлације, али неће захтевати реакцију монетарне политике. Централна вредност сигнализира настојање Монетарног одбора да се инфлација креће око средишта овог распона;
- **Циљ се поставља континуирано, тј. централна вредност и распони се дефинишу за сваки појединачни месец у години.** Тај континуитет одражава пажњу с којом Монетарни одбор прати кретања инфлације, све време, а не само у једном одређеном тренутку. Он такође доприноси „усидравању“ одлука монетарне политике у ситуацијама када снажан шок резултира привременим одступањем инфлације од циљаног нивоа;
- **Циљ се утврђује за неколико година унапред.** То одражава усмереност Монетарног одбора на постизање средњорочне стабилности инфлације. То је, такође, и одраз оцене Монетарног одбора да је трансмисија инструмената монетарне политике на инфлацију најделотворнија у периоду између шест и осамнаест месеци.

Нови начин исказивања циљаних стопа инфлације захтева и већу транспарентност политике Народне банке Србије. Имамо у виду пре свега могуће бројне ситуације када би велики и неочекивани макроекономски шокови (нпр. пољопривредни шок или шок изазван растом цена нафте) могли резултирати удаљавањем инфлације од циљаног распона. У таквим ситуацијама није увек могуће нити пожељно вратити инфлацију одмах на циљану стопу, с обзиром на кашњења у механизму трансмисије и утицај који би то могло имати на општу макроекономску и финансијску стабилност. У тим случајевима, Монетарни одбор ће јавности јасно образложити разлоге за неостваривање циљане стопе инфлације, као и мере и пожељни временски рок за враћање инфлације на циљани ниво.

Монетарни одбор потврђује своју спремност да с Владом Републике Србије сарађује на утврђивању циљане стопе укупне инфлације (уместо базне) у блиској будућности. Монетарни одбор ће такође настојати да постигне шири консензус у погледу нивоа средњорочне стабилности цена и одговарајућих политика за циљање инфлације. Утврђивање циљане стопе инфлације за период од 2009. до 2010. године требало би да олакша тај процес. Иако начин исказивања циљаних стопа инфлације може бити измењен, а узимајући у обзир и планирани прелазак на индекс потрошачких цена (са индекса малопродајних цена), Монетарни одбор остаје чврсто решен да оствари ниске стопе инфлације, које проистичу из циљаних стопа инфлације за период 2009–2010. године објављених у овом меморандуму.

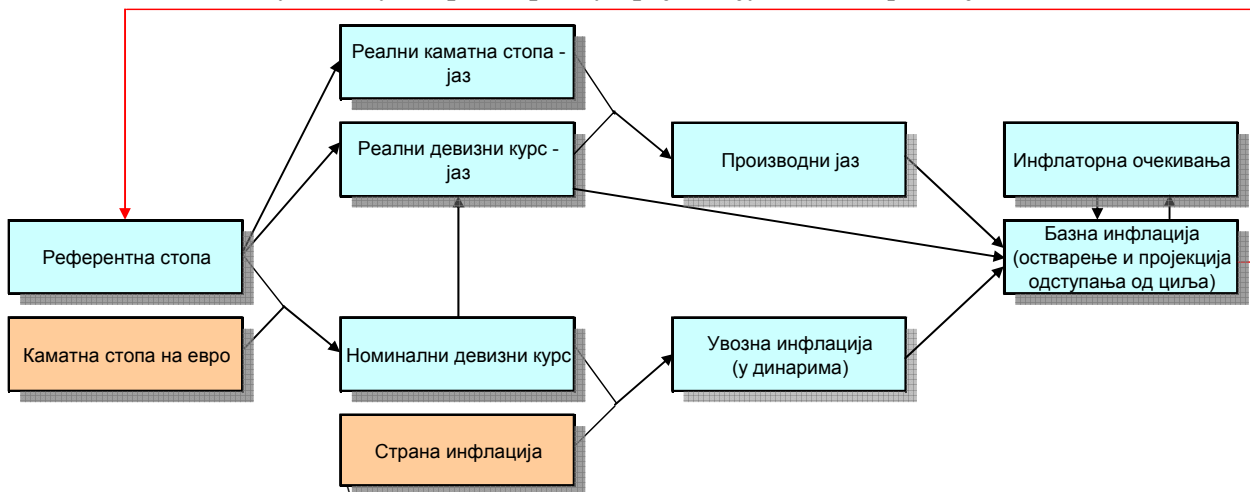
Додатак 2. Модел за средњорочну пројекцију базне инфлације

Основно средство које се за пројекцију базне инфлације користи је тромесечни модел трансмисионог механизма монетарне политике путем референтне каматне стопе. Модел служи и као помоћно средство при доношењу одлука монетарне политике за пројектовање путање референтне каматне стопе која је конзистентна са остварењем циљаног нивоа инфлације.

Суштина модела је трансмисиони механизам референтне каматне стопе преко номиналног канала (девизни курс) и реалног канала (јаз реалног девизног курса и производни јаз). На основу очекиваног (пројектованог) одступања базне инфлације од циља, Народна банка Србије подешава референтну каматну стопу, чиме преко номиналног и реалног канала делује на инфлацију.

У односу на модел који смо приказали у Извештају о инфлацији за прво тромесечје 2007. године као новину уводимо производни јаз као меру тражње, на који креатори монетарне политике утичу преко реалног девизног курса и реалне каматне стопе.

Поједностављена шема трансмисионог механизма
у моделу за средњорочну пројекцију базне инфлације



Модел садржи четири основне једначине – за инфлацију, девизни курс, референтну каматну стопу и производни јаз – и већи број помоћних једначина и идентитета. Основне једначине су:

1) Базна инфлација

$$\text{базна} = a_{11} \cdot \text{базна}(-1) + a_{12} \cdot \text{инфл очек} + (1 - a_{11} - a_{12}) \cdot (\text{увоз инфл} - \text{тренд реал курса}) + a_{13} \cdot \text{јаз реал курса}(-1) + a_{14} \cdot \text{производни јаз}(-1)$$

2) Девизни курс – непокривени каматни паритет

$$\text{курс} = \text{очек курс}(+1) + (-\text{кам} + \text{евро кам} + \text{прем})$$

3) Референтна каматна стопа

$$\text{кам} = a_{31} \cdot \text{кам}(-1) + (1 - a_{31}) \cdot [\text{неутр кам} + a_{32} \cdot \text{очекивано одступање инфл од циља}]$$

4) Производни јаз – мера тражње

$$\text{производни јаз} = a_{41} \cdot \text{производни јаз}(-1) + a_{42} \cdot [a_{43} \cdot \text{јаз реал курса} + (1 - a_{43}) \cdot \text{јаз реал камате}]$$

1) Инфлација – Филипсова крива

Овом једначином представљено је кретање базне инфлације у зависности од њеног кретања у претходном периоду, инфлаторних очекивања, кретања увозних цена, јаза реалног ефективног курса динара и производног јаза:

$$\text{базна} = a_{11} \cdot \text{базна}(-1) + a_{12} \cdot \text{инфл очек} + (1 - a_{11} - a_{12}) \cdot (\text{увоз инфл-тренд реал курса}) + a_{13} \cdot \text{јаз реал курса}(-1) + a_{14} \cdot \text{производни јаз}(-1)$$

Елементи једначине су:

- **Претходна инфлација (базна(-1))** у једначини одражава постојање одређеног степена инерције кретања инфлације. Када дође до значајних промена фактора који утичу на базну инфлацију, због инерције у понашању привредних субјеката потребно је извесно време да се то знатније одрази на саму инфлацију;
- **Инфлаторна очекивања (инфл очек)** јесу очекивања економских субјеката у погледу кретања цена у наредном периоду и веома много утичу на само кретање инфлације. Висока инфлаторна очекивања могу узроковати пораст инфлације чак и када се за то нису стекли реални услови;
- **Увозна инфлација (увоз инфл)** зависи од кретања девизног курса и стране инфлације. Како девизни курс осцилира знатно више него страна инфлација, његов утицај на кретање увозне инфлације је доминантнији;
- **Тренд реалног курса (тренд реал курса)** показује просечну дугорочну тенденцију кретања реалног курса. Другим речима, он нам говори за колико ће домаће цене у дугом року расти брже од страних (изражених у истој валути). Будући да очекујемо да ће код нас у наредном периоду раст продуктивности бити бржи у односу на иностранство, требало би да домаће цене расту брже од страних када их изразимо у истој валути (реална апresiasiја);
- **Јаз реалног курса с доцњом (јаз реал курса(-1))**, тј. одступање реалног курса од његовог тренда, представља меру прекомерне депresiasiције или апresiasiције. Реални курс можемо схватити као апроксимацију реалног маргиналног трошка, тј. учешћа трошка (увозна компонента) у приходу (домаћа цена). Када је јаз апresiasiјски, то значи да је маргинални трошак релативно низак у односу на оно што би се очекивало на основу дугорочног тренда реалног курса. То даље значи да има простора да у наредном периоду маргинални трошак порасте тако што ће домаће цене расти спорије од увозних (курс + страна инфлација) коригованих за тренд реалног курса. Другим речима, апresiasiјски јаз делује дезинфлаторно. Реални курс је у исто време фактор тражње за домаћим производима, тј. конкурентности домаће привреде, па незатварање апresiasiјског јаза у дужем року може да узрокује успоравање економске активности (видети једначину производног јаза).
- **Производни јаз с доцњом (производни јаз(-1))** представља меру тражње, која се дефинише као разлика између остварене производње и њеног равнотежног нивоа (у наставку: тренд), тј. производње коју је могуће остварити с постојећом радном снагом, капиталом и продуктивношћу без притиска на раст цена. За разлику од тренда који је дефинисан дугорочним факторима, јаз је одређен краткорочнијим факторима, као што су, на пример, кретање зарада, кретање кредитне активности или карактер монетарне политике. Позитиван производни јаз значи да са стране тражње долазе инфлаторни притисци и обрнуто.

2) Девизни курс – непокривени каматни паритет

Једначина непокривеног каматног паритета (НКП) указује да приноси на две валуте, кориговани за премију ризика, теже да се изједначе. Под претпоставком да је, у случају динара и евра, премија ризика нула, то би значило да очекивана депresiasiја динара у односу на евро наредних годину дана износи 11,25%, зато што би управо толика депresiasiја била неопходна да се изједначе приноси на ове две валуте имајући у виду да је тренутно разлика између две референтне каматне стопе 11,25 п.п. (15,25% на динаре и 4% на евре). Овај прорачун, међутим, занемарује чињеницу да се на девизним тржиштима на ризичније валуте тражи додатни принос,

који се назива *премија ризика*. Премија ризика изједначава преференције инвестирања у динар и у евро. Да бисмо у том случају добили очекивану депресијацију, разлику између две каматне стопе требало би да коригујемо за премију ризика:

$$\text{очекивана депресијација} = \text{кам} - \text{евро кам} - \text{прем}$$

Како је очекивана депресијација једнака разлици између очекиваног курса у наредном периоду (**очек курс(+1)**) и садашњег девизног курса (**курс**), преуређујући горњу једначину добијамо форму НКП, коју користимо у моделу:

$$\text{курс} = \text{очек курс(+1)} + (-\text{кам} + \text{евро кам} + \text{прем}),$$

чији елементи су:

- **Каматне стопе (кам и евро кам)**. У моделу користимо тржишне пандане референтних стопа код нас и у ЕУ: двонедељни Belibor (за динаре) и једнонедељни EURIBOR (за евро);
- **Очекивани курс (очек курс(+1))** јесу очекивања економских субјеката у погледу кретања девизног курса у наредном периоду;
- **Премија ризика (прем)** у највећој мери зависи од става страних инвеститора.

3) Номинална каматна стопа – функција реакције монетарне политике

Ова једначина дефинише основне елементе на основу којих се доноси одлука о висини референтне каматне стопе и кључна је за стабилизовање економије. Правило монетарне политике – одступање прогнозиране инфлације од циља – кључни је елемент при доношењу одлуке о промени референтне стопе. Када је прогнозирана инфлација испод циља, монетарна политика треба да буде експанзивна, тј. референтна стопа треба да буде испод неутралне. Обрнуто важи када је пројектована инфлација изнад циља. Ипак, да би се избегла нестабилност, монетарна политика не би требало да прави нагле заокрете. Због тога је у једначину укључена претходна каматна стопа, која обезбеђује стабилност њеног кретања:

$$\text{кам} = a_{31} \cdot \text{кам}(-1) + (1 - a_{31}) \cdot [\text{неутр кам} + a_{32} \cdot \text{очекивано одступање инфл од циља}]$$

чији су елементи:

- **Претходна референтна стопа (кам(-1))** осигурава одређени степен инерције, тј. стабилности кретања референтне стопе. Коефицијент уз претходну референтну стопу може да има вредност између нуле и један. Висина овог коефицијента исказује склоност креатора монетарне политике ка наглом мењању референтне стопе;
- **Неутрална каматна стопа (неутр кам)** представља онај ниво каматне стопе који има неутралан утицај на инфлацију. Другим речима, када је референтна стопа на неутралном нивоу, монетарна политика није ни рестриктивна ни експанзивна;
- **Правило монетарне политике (очекивано одступање инфлације од циља)** дефинише где референтна стопа треба да се налази у односу на неутралну. Када је прогнозирана инфлација испод циља, референтна стопа треба да буде испод неутралне и обрнуто.

4) Производни јаз – мера тражње

Креатори монетарне политике на тражњу за домаћим производима и услугама, тј. производни јаз, делују преко реалног девизног курса и реалне каматне стопе. Реална апресијација девизног курса значи релативно поскупљење домаћих добара у односу на увозна, што смањује тражњу за њима. Обрнуто важи у случају реалне депресијације. Раст реалне каматне стопе (номинална каматна стопа минус инфлаторна очекивања) утиче на повећање штедње и смањење тражње за кредитима, што резултира смањеном тражњом за добрима и услугама. Једначина је дефинисана тако да рестриктивни карактер монетарне политике, тј. апресијацијски јаз реалног курса и позитиван јаз реалне каматне стопе, доводи до негативног производног јаза и обрнуто.

$$\text{производни јаз} = a_{41} \cdot \text{производни јаз}(-1) + a_{42} \cdot [a_{43} \cdot \text{јаз реал курса} + (1 - a_{43}) \cdot \text{јаз реал камате}]$$

- **Претходни производни јаз (производни јаз (-1))** дефинише инерцију у кретању производног јаза. Промене у карактеру монетарне политике не одражавају се одмах на производни јаз, већ постепено.
- **Јаз реалне каматне стопе (јаз реал. камате)** јесте одступање реалне каматне стопе од њеног равнотежног нивоа. Он се најчешће дефинише као ниво каматне стопе који је конзистентан с равнотежним нивоом производње и стабилном инфлацијом. Уколико је реална камата изнад равнотежног нивоа (позитиван јаз), то води дезинфлацији и успоравању производне активности и обрнуто.

* * *

Када је реч о осталим релевантним факторима, њихово кретање пројектује се или на основу помоћних моделских једначина или усвајањем претпоставки у погледу њиховог кретања. Поред четири основне једначине које смо описали, модел садржи знатан број помоћних једначина којима се описује кретање фактора као што су: инфлаторна очекивања, очекивани девизни курс, премија ризика, као и трендови производње, реалног курса и реалне камате.

У погледу кретања екстерних фактора – светске цене нафте, инострана инфлација, основна каматна стопа ЕЦБ, однос USD/EUR – усвајају се претпоставке за наредни период засноване на очекивањима светских економиста, док се претпоставке у погледу кретања регулисаних цена без деривата и цена пољопривредних производа дефинишу у Народној банци Србије на основу планова државе (републичка Влада и локалне самоуправе) и експертских процена.

На основу различитих претпоставки моделски се израђује неколико сценарија. Један од њих који сматрамо као највероватнији издвајамо као основни и његове резултате објављујемо у Извештају о инфлацији. Остали сценарији имају улогу да пре свега креаторима монетарне политике укажу на правац деловања уколико ствари не крену очекиваним током.

Додатак 3. Промене обавезне резерве банака и пруденцијалне мере за ограничење кредитног раста

А) Промене обавезне резерве банака

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.

Ред. бр.	Правни основ	О с н о в а	С т о п а	Плаћање кам. на средства издвојене о. р.	Први обрачун	Очекивани ефекат мера
1.	35/08	Динарска – непромењена Девизна – непромењена <i>10% обрачунате обавезне резерве у еврима издваја се у динарима. За израчунавање просечног дневног књиговодственог стања средстава која чине основицу за обрачун обавезне резерве узимају се у обзир сви дани у претходном календарском месецу. За израчунавање просечног дневног стања издвојене обавезне резерве узимају се у обзир сви дани у обрачунском периоду. Обрачун обавезне резерве врши се 17. у месецу, а обрачунски период траје од 18. у месецу до 17. у наредном месецу. Камата по основу обавезне резерве обрачунава се и плаћа, односно наплаћује у валути у којој се врши издвајање обавезне резерве. Камата на износ просечног дневног стања издвојене динарске обавезне резерве обрачунава се и плаћа другог радног дана по истеку обрачунског периода.</i>	Непромењена Непромењена	Плаћа се Не плаћа се	17. 5. 2008.	28,2 млрд динара (10% динарске противвредности обрачунате обавезне резерве у еврима) издваја се на жиро-рачун

Б) Пруденцијалне мере за ограничење кредитног раста

Ред. бр.	Правни основ	О с н о в а	О п и с	Претходно стање
1.	35/08	Одлука о усклађивању стања бруто пласмана одобрених становништву са основним капиталом банака	Овом изменом из бруто пласмана изузимају се само динарски кредити без девизне клаузуле одобрени становништву за непосредно улагање у пољопривредну производњу и динарски кредити без девизне клаузуле одобрени предузетницима за непосредно улагање у производне и услужне намене из њихове делатности.	Ступа на снагу 30. јуна 2008.
2.	35/08	Одлука о адекватности капитала	Овом изменом из обрачуна девизне позиције искључује се, као одбитна ставка, посебна резерва за процењене губитке.	Престаје да важи 1. јула 2008, када ступа на снагу нова истоимена одлука („Службени гласник РС“, бр. 129/07)
3.	35/08	Одлука о класификацији билансне активе и ванбилансних ставки	Овом изменом је повећано учешће, односно депозит (са 20% на 30%) при одобравању кредита – као услов да се потраживање не класификује у најлошију категорију (Д) и уведено додатно треће изузеће од тога: кредити одобрени у динарима који нису индексирани девизном клаузулом (пored стамбеног кредита и обавеза по кредитним картицама).	Престаје да важи 1. јула 2008, када ступа на снагу нова истоимена одлука („Службени гласник РС“, бр. 129/07)

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 другом тромесечју 2008.	9
III.1.1.	Структура промета на МДТ-у	18
III.3.1.	Платни биланс Републике Србије	23
III.3.2.	Позиције текућег биланса у % БДП-а	23
III.3.3.	Кредитни токови по секторима	24
III.3.4.	Доприноси стопи раста девизних резерви НБС	25
III.3.5.	Нето девизне трансакције НБС с монетарним ефектом	25
III.4.1.	Допринос делова активе стопи раста примарног новца	30
III.4.2.	Допринос делова активе стопи раста МЗ	30
III.4.3.	Стопе раста монетарних агрегата	30
III.4.4.	Бруто пласмани банака физичким лицима	32
III.5.1.	Фискални резултат	39
III.5.2.	Консолидовани јавни расходи	39
III.5.3.	Индикатори кретања инвестиција	40
III.5.4.	Индикатори кретања инвестиција (стопе раста, у %)	41
III.7.1.	Очекивања на крају тромесечја у погледу кретања инфлације у наредних 12 месеци	45
III.7.2.	Очекивања банкарског сектора	45
А)	Индикатори екстерне позиције Србије 2001 – 2007.	50
Б)	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 првом тромесечју 2008 .	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.	Репо каматна стопа НБС	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 BELEX15 у 2008.	16
III.1.8. Индекси BELEX15, CROBEX И NTX у 2008.	16
III.1.9. Кретање курса динара према евр	17
III.1.10. Дневне промене курса динара према евр	17
III.1.11. Номинални курс динара	18
III.1.12. Показатељ премије ризика – EMBI И CDS	18
III.2.1. Базна и увозна инфлација	20
III.2.2. Кретање цена нафте	20
III.4.1. Креирање примарног новца	29
III.4.2. Кретање монетарних агрегата дефлационирано ценама на мало	29
III.4.3. Међугодишњи раст кредита привреди и становништву	31
III.4.4. Извори раста пласмана банака	31
III.4.5. Секторски распоред кредита банака	32
III.5.1. Допринос међугодишњем расту БДП-а	34
III.5.2. Кретање БДП-а – процене по тромесечјима	34
III.5.3. Раст индикатора економске активности (десезониране тромесечне стопе раста, на годишњем нивоу)	35
III.5.4. Раст индикатора економске активности (међугодишње стопе раста)	35
III.5.5. Производни јаз и базна инфлација	36
III.5.6. Кретање тражње становништва и БДП-а	37
III.5.7. Јавни приходи и расходи (методологија ММФ-а)	38
III.5.8. Структура јавних расхода	38
III.5.9. Раст увоза капиталних добара	40
III.6.1. Кретање просечних нето зарада	42
III.6.2. Кретање просечних нето зарада у јавном сектору	42
III.6.3. Кретање продуктивности, бруто реалних плата и јединичних трошкова рада у индустрији	43
III.6.4. Незапосленост	43
III.6.5. Запошљавање	44
IV.1.1. Пројектована базна инфлација	47
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
18. фебруар	10,75	0
28. фебруар	11,50	+75
13. март	14,50	+300
28. март	14,50	0
17. април	14,50	0
24. април	15,25	+75
Планиране седнице Монетарног одбора у 2008. години		
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 18. 02. 2008.

Разматрајући актуелна економска кретања, Монетарни одбор Народне банке Србије је одлучио да референтну каматну стопу задржи на непромењеном нивоу од 10,75 одсто. Имајући у виду да је у јануару базна инфлација износила 0,3 одсто и да је била нижа од очекиване, као и то да је почетком фебруара извршена последња корекција референтне каматне стопе, Монетарни одбор сматра да још нема довољно информација о утицају поштравања монетарне политике на кретање базне инфлације.

На данашњој седници Монетарни одбор је разматрао и квартални Извештај о инфлацији. У Извештају је констатовано да се, након убрзања инфлације у другом полугодишту прошле године, у 2008. ушло с високим инфлаторним притисцима. Кретање инфлације у првом тромесечју ове године биће одређено повећаним инфлаторним очекивањима, фискалном експанзијом, повећањем светске инфлације, растом цена енергената и акцизних производа, као и нешто већим осцилацијама курса од уобичајених.

Монетарни одбор ће пажљиво пратити даља економска кретања и поштриће монетарну политику у складу с циљем да до краја године међугодишња стопа раста базне инфлације буде унутар циљаног распона од 3 до 6 одсто.

Саопштење са седнице Монетарног одбора 28. 2. 2008.

Монетарни одбор Народне банке Србије је на данашњој седници разматрао актуелна економска кретања и донео одлуку да референтну каматну стопу повећа за 0,75 процентних поена, на ниво од 11,50 одсто.

Разлоге за поштравање монетарне политике гувернер Народне банке Србије Радован Јелашић саопштиће на конференцији за новинаре, која ће бити одржана у петак, 29. фебруара, с почетком у 10 часова.

Саопштење са седнице Монетарног одбора 13. 3. 2008.

Монетарни одбор Народне банке Србије је на данашњој седници разматрао актуелна економска кретања и одлучио да референтну каматну стопу повећа за 3 процентна поена, са садашњих 11,5 на 14,5 одсто.

Монетарни одбор је констатовао да је неминовно да се степен рестриктивности монетарне политике одмах додатно повећа, како би се до краја године базна инфлација остварила у пројектованом оквиру од 3 до 6 одсто.

Према оцени Монетарног одбора, нагло је појачан утицај неекономских и екстерних фактора у условима погоршаних макроекономских перформанси. Приметни су пораст премије ризика, уздржаност страних инвеститора у погледу улагања у Србију, као и сужавање домаћег тржишта капитала због повлачења инвеститора, пре свега страних. Уз знатно повећана инфлаторна очекивања, обим промета на девизном тржишту је смањен, што ствара додатне депресијацијске притиске.

Осим на ове разлоге који налажу ургентно поштравање монетарне политике, Монетарни одбор је упозорио и на факторе који у наредном периоду могу у великој мери да утичу на повећање инфлаторних притисака. То су раст и приближавање цене сирове нафте најпесимистичкијим очекивањима, али и опасност од повећања фискалних издатака, уобичајених уочи избора.

Монетарни одбор ће пажљиво пратити даља економска кретања и степен рестриктивности монетарне политике одређивати у складу с потребом да она делује проактивно и обезбеди остварење пројекције циљане базне инфлације.

Наредна седница Монетарног одбора, према предвиђеном календару, одржаће се 28. марта 2008. године.

Саопштење са седнице Монетарног одбора 31. 3. 2008.

Након разматрања актуелних економских кретања, Монетарни одбор Народне банке Србије је на данашњој седници одлучио да референтну каматну стопу задржи на непромењеном нивоу, од 14,5 одсто.

Монетарни одбор је донео неколико одлука из области монетарне политике, које ће на конференцији за новинаре образложити гувернер Радован Јелашић.

Саопштење са седнице Монетарног одбора 17. 4. 2008.

Монетарни одбор Народне банке Србије је на данашњој седници разматрао актуелна економска кретања и одлучио да референтну каматну стопу задржи на непромењеном нивоу од 14,5 одсто.

Наредна седница Монетарног одбора одржаће се 24. априла 2008. године. Тада ће се сагледати ефекти нових мера из области монетарне политике и супервизије и размотрити најновије средњорочне прогнозе. У складу с тим, Монетарни одбор ће оценити колики је степен рестриктивности монетарне политике потребан за остварење овогодишње пројекције базне инфлације од 3 до 6 одсто.

Саопштење са седнице Монетарног одбора 24. 4. 2008.

Након разматрања актуелних економских кретања, Монетарни одбор Народне банке Србије је на данашњој седници одлучио да референтну каматну стопу повећа за 0,75 процентних поена и она сада износи 15,25 одсто.

Разлоге за поштравање монетарне политике образложиће на конференцији за новинаре гувернер Радован Јелашић.