

НАРОДНА БАНКА

СРБИЈЕ



Извештај о инфлацији и актуелна макроекономска кретања

Радован Јелашић, гувернер Народне банке Србије

Београд, 4. јун 2007. године

Садржај

- Функција и структура Извештаја о инфлацији
- Извештај о инфлацији – први квартал 2007.
 - Резиме – оцена актуелних макроекономских кретања
 - Краткорочне процене
 - Средњорочна пројекција и процена ризика
 - Фактори који су определили одлуке НБС
- Стабилност цена – “у срцу” монетарне политике

Зашто НБС припрема и објављује Извештај о инфлацији?

- Меморандум НБС о принципима новог оквира монетарне политике (30. август 2006).
- Формално усвајање режима циљане инфлације у 2008.
 - Формални прелазак на потпуно пливајући режим курса;
 - Усвајање заједничког Меморандума Владе и НБС о међусобној подели одговорности.
- У основи режима циљане инфлације:
 - Транспарентност монетарне политике;
 - Ефикасна комуникација с јавношћу.

Функција Извештаја о инфлацији

- Периодично (тримесечно) систематизовање и презентовање информација о инфлацији.
- **Интерна улога:** основ за доношење одлука Монетарног одбора НБС.
- **Екстерна улога:** основни инструмент комуникације НБС с јавношћу.



Структура Извештаја о инфлацији

- **Анализа текућих макроекономских кретања**
 - **Кретање инфлације**
 - Остварење циљане инфлације;
 - Очекивана инфлација у наредном тромесечју;
 - **Детерминанте инфлације**
 - Монетарни услови (каматне стопе и девизни курс);
 - Увозне цене;
 - Платнобилансна кретања;
 - Монетарна кретања и монетарна политика;
 - Кретање понуде и тражње;
 - Кретања на тржишту рада;
- **Пројекције инфлације**
 - Средњорочне пројекције инфлације;
 - Приказ претпоставки на којима се пројекције заснивају;
 - Анализа главних ризика у остварењу циљане инфлације;
 - Анализа мера монетарне политике потребних за остварење циљева;

Извештај о инфлацији за прво тромесечје 2007.

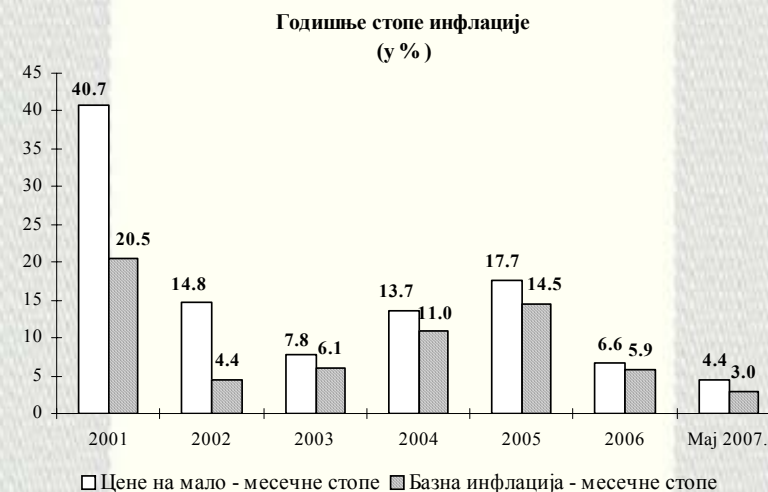
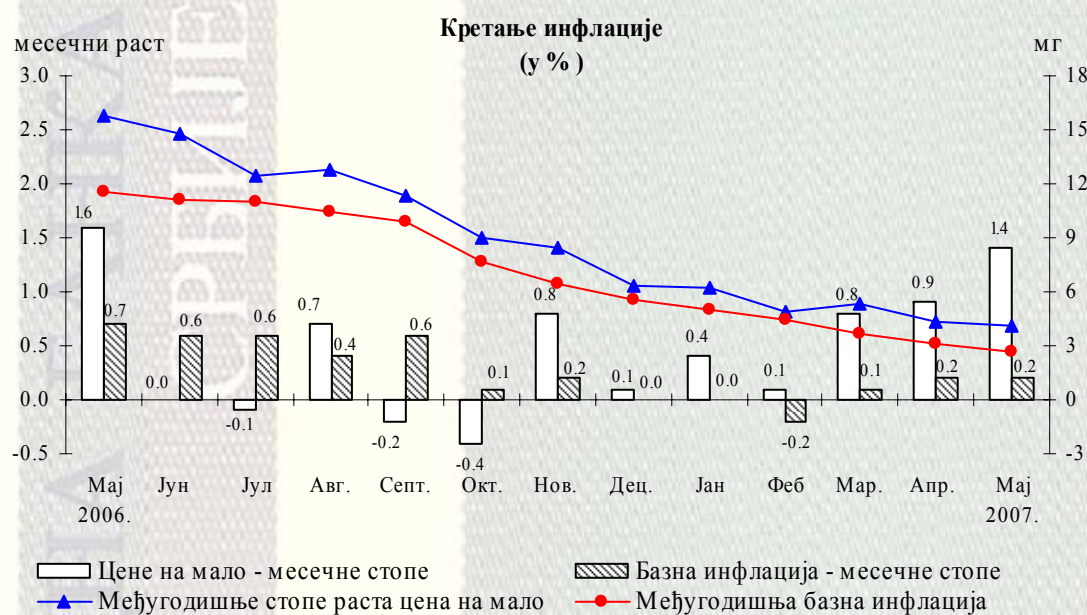
- **Кретање инфлације у првом тромесечју**

- Базна инфлација је ушла у негативну зону (-0,1%);
- Међугодишња стопа базне инфлације (4,0%) је на доњој граници циљаног распона (4-8%);
- Укупна инфлација износи 1,2% и доминантно је одређена кретањем регулисаних цена;
- Међугодишњи раст цена на мало је 5,6% у марту.

- **Детерминанте инфлације у првом тромесечју**

- Дезинфлаторни ефекти кумулиране реалне апресијације динара из друге половине претходне године надјачали су инфлационе ефекте осталих фактора:
 - Номиналне депресијације динара (3,2% у односу на евро);
 - Увозне инфлације и раста светских цена нафте;
 - Раста агрегатне тражње (подстакнуте повећањем зарада);
 - Појачане кредитне активности банака.

Актуелна кретања инфлације – мај 2007. године



Мај 2007:

- Међугодишња базна инфлација 3% - испод доње границе циља за 2007.
- Међугодишњи раст цена на мало 4,4% - испод очекивања.

Очекивано кретање инфлације у другом тромесечју 2007.

Доприноси расту цена на мало
(у процентним поенима)



* Процена НБС.

Промене регулисаних цена у I и II тромесечју 2007.

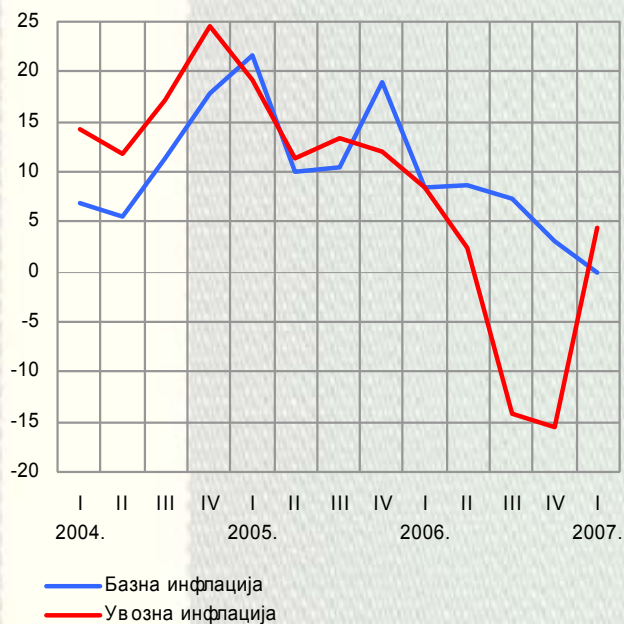
	Стопа раста (%)	Доприноси расту цена на мало (пп)
Q1	Комун.-стамб.услуге	7,7
	Цигарете (акцизе)	11,8
	Нафтни деривати	-1,3
	Остало	0,3
Укупно		1,2
Q2	Ел. енергија	15,0
	Нафтни деривати	~ 7,0
	Лекови	~ 3,7
	Остало	~ 0,4
Укупно		~ 2,2

- Базна инфлација у другом тромесечју: око 0,9% (међугодишња до 3%).
- На базну инфлацију деловаће:
 - Трошковни ефекти раста цена електричне енергије и нафтних деривата,
 - Дезинфлаторни ефекти кумулиране реалне апресијације динара из 2006.
 - Номинална депресијација динара, кроз пораст увозних цена.
- Укупна инфлација у другом тромесечју: око 3% (међугодишња око 5%).

1. Детерминанте инфлације:

Увозна инфлација је већа од базне

Базна и увозна инфлација
(тримесечне стопе раста на годишњем нивоу)



Извор: НБС и Eurostat.

Кретање цена нафте
(у САД доларима)



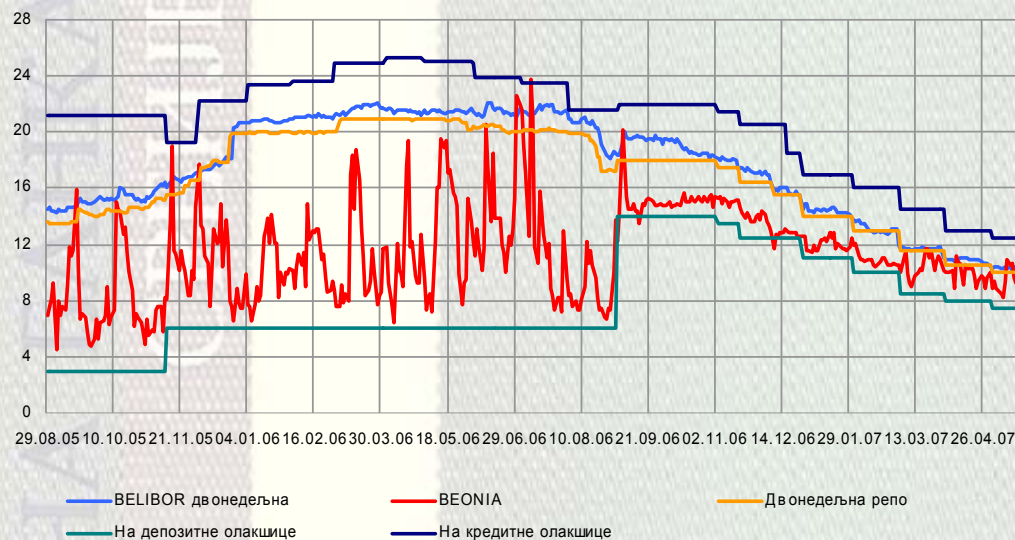
Извор: Reuters.

- За разлику од кретања у 2006, увозна инфлација је већа од базне и претежно је одређена кретањем номиналног курса динара;
- Од фебруара цене нафте на светском тржишту бележе раст, што се директно одражава на поскупљење домаћих деривата.

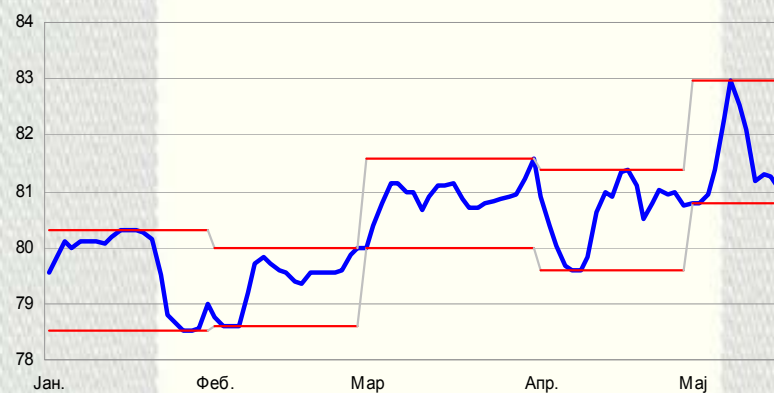
2. Детерминанте инфлације: Курс динара и каматне стопе

Кретање каматних стопа

(дневни подаци, на годишњем нивоу, у %)



Кретање курса динара према евр

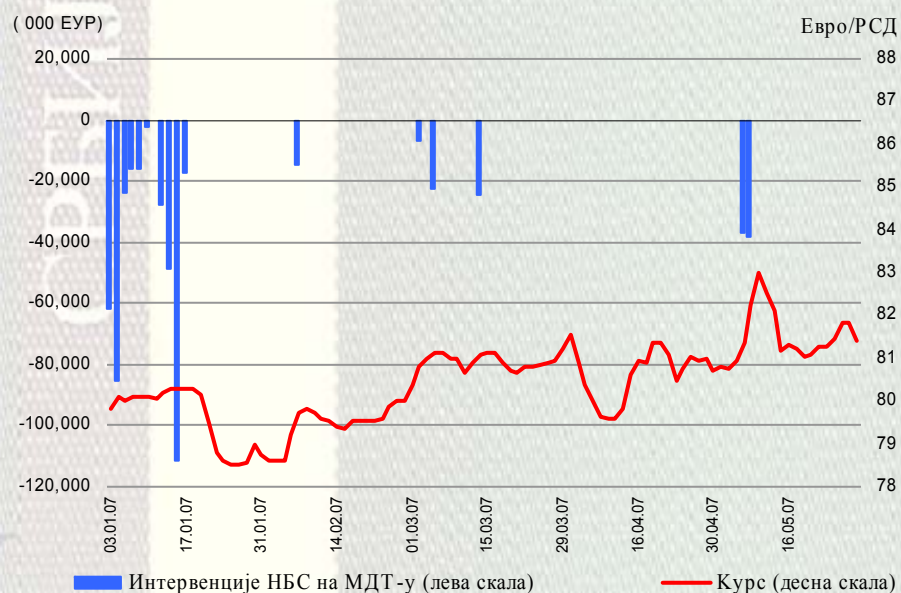


Извор: Народна банка Србије и Reuters.

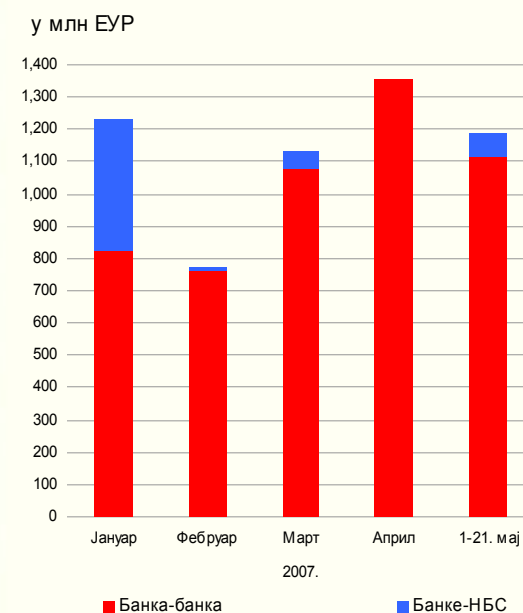
- Вредност динара је у току 2007. године постепено смањивана (депресијација око 3%);
- Смањење референтне каматне стопе праћено је смањењем каматних стопа на међубанкарском тржишту, као и активних и пасивних каматних стопа банака.

2. Детерминанте инфлације: Курс динара и каматне стопе

Куповина/продаја девиза од стране НБС на МДТ-у и курс евра



Структура промета банкарског сектора на међубанкарском девизном тржишту



Извор: НБС.

- Од 14. марта до 8. маја НБС није интервенисала на МДТ-у.
- У мају НБС је интервенисала два пута (у износу од 75 милиона евра) са јасним циљем да се спрече високе дневне осцилације изазване политичким факторима.
- Обим купопродаје девиза међу банкама на МДТ-у износи преко 90% промета.

3. Детерминанте инфлације: Фискална кретања и политика

Структура јавних расхода
(у млрд динара)

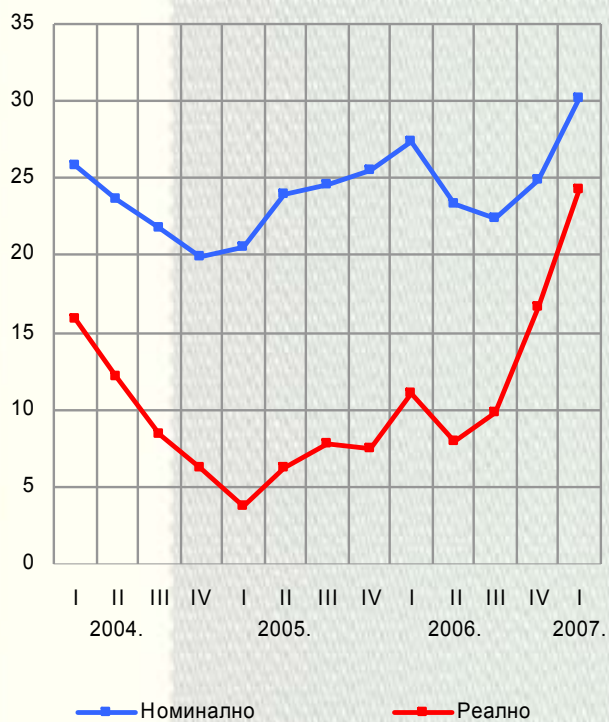


Извор: Прерачунато на бази података Министарства
финансија Републике Србије.

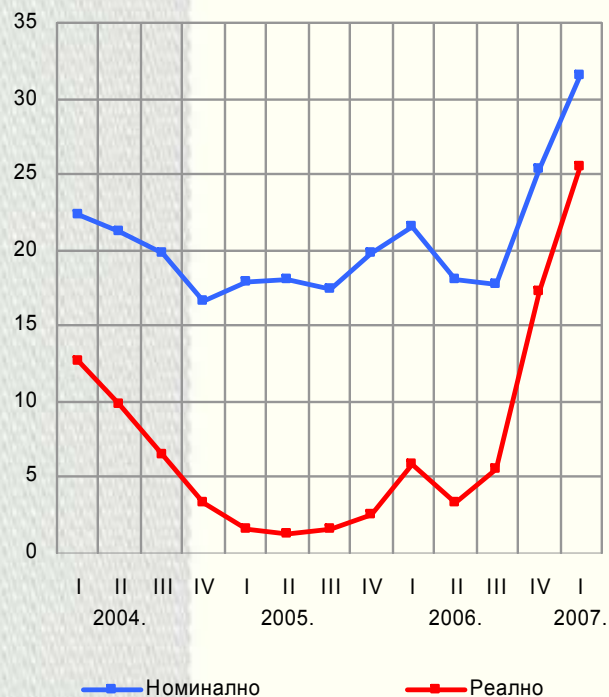
- У првом тромесечју, према методологији ММФ-а, остварен је дефицит од 2,3 милијарди динара (0,5%БДП), док је у априлу забележен суфицит од 8,9 милијарди динара.
- Са становишта утицаја на инфлацију, фискална политика је имала рестриктиван карактер, будући да је повећан обим расхода праћен већим растом прихода.
- Повећању расхода доминантно су допринеле исплате запосленима и пензионерима, као и за инвестиције.

4. Детерминанте инфлације: Кретање зарада

Кретање просечних нето зарада
(међугодишњи раст, у %)



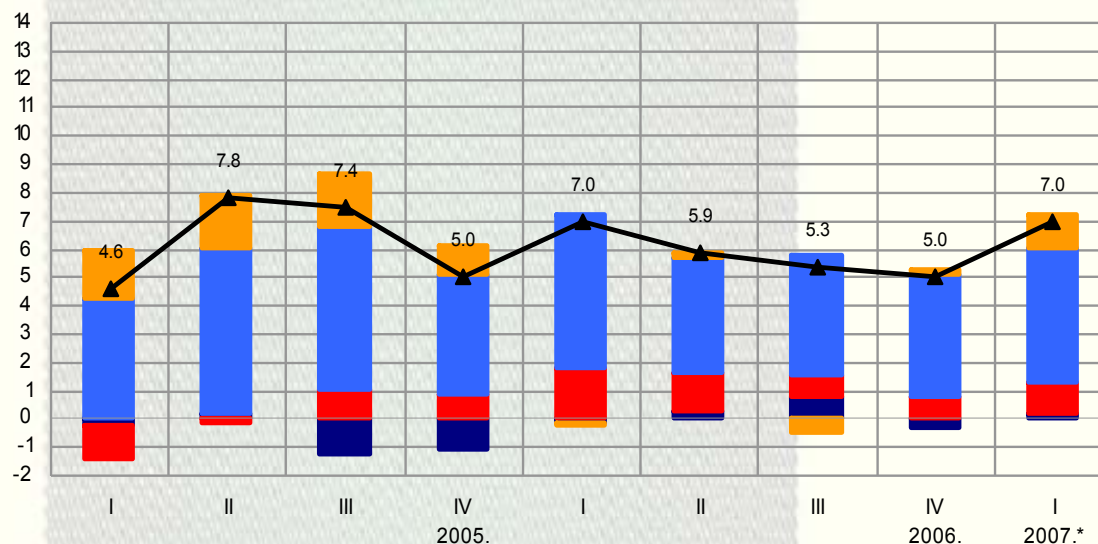
**Кретање просечних нето зарада
у јавном сектору**
(међугодишњи раст, у %)



- Зараде су у првом тромесечју испољиле убрзан раст, а нарочито у јавном сектору. Месечно посматрано раст се успорава, што потврђују и априлски подаци.

5. Детерминанте инфлације: Економска активност

Допринос тромесечном расту БДП-а
(у процентним поенима)



■ Пољопривреда, рибарство и шумарство
■ Индустрија и грађевинарство
■ Услуге
■ Порези минус субвенције
▲ БДП (%)

*Процена НБС.

- Раст агрегатне тражње, започет крајем прошле године, није се до сада одразио на раст цена, већ на раст економске активности и увоза. Ово се објашњава променом структуре употребе БДП у корист инвестиција.
- Оцењени међугодишњи раст БДП у првом тромесечју од 7% је релативно висок, али значајно узрокован повећањем пореза на додату вредност.
- Погољно је да се раст економске активности добрим делом може објаснити и повећањем извоза.

6. Детерминанте инфлације: Економски односи са иностранством

Извоз и увоз робе

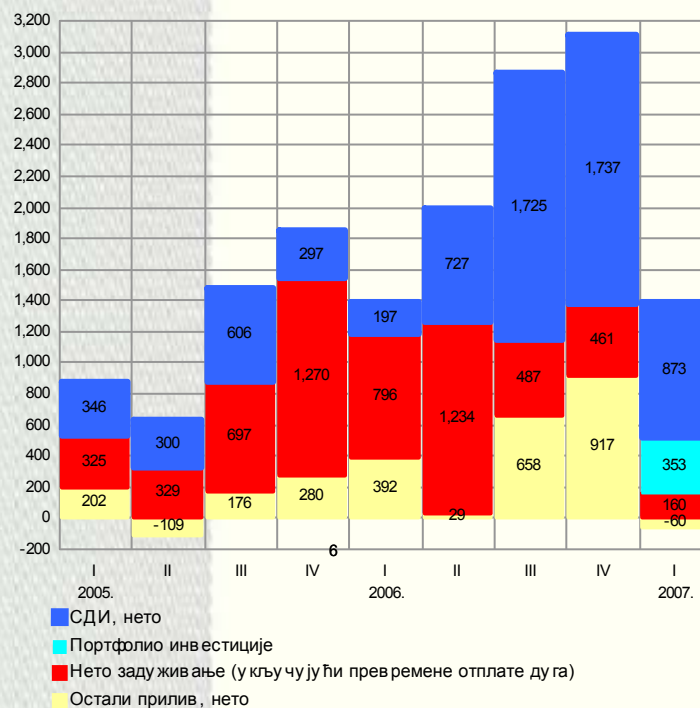
(у млн САД долара)



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

Структура прилива капитала

(у млн САД долара)



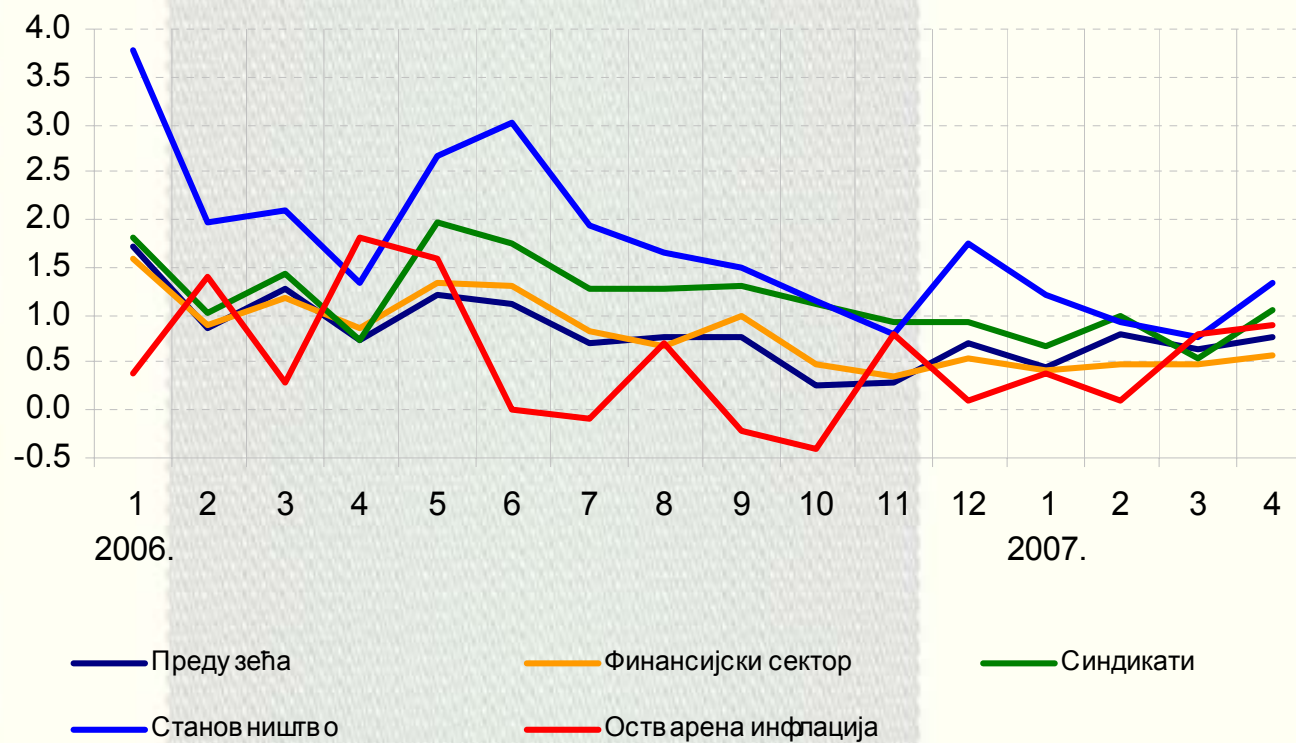
- Настављен је тренд раста робног извоза и убрзања раста увоза;
- Дефицит увоза и извоза роба и услуга се номинално и у односу на БДП повећава;
- Завршена је превремена отплата дуга према ММФ-у.

Инфлаторна очекивања, према *Медиум Галуп*

- НБС у сарадњи са *ТНС Медиум Галуп*, прати инфлациона очекивања четири сектора: предузећа, финансијског сектора, становништва и синдиката.
- Према резултатима Анкете, код свих сектора, дошло је до пада инфлационих очекивања.
- У последња четири месеца, инфлациона очекивања предузећа и финансијског сектора стабилизовала су се на месечном нивоу од око 0,5%, односно 6,2% на годишњем нивоу. Код синдиката су очекивања нешто виша, 0,7% (8,7% на годишњем нивоу), а очекивања становништва су, по правилу, знатно виша од очекивања осталих сектора.

Инфлаторна очекивања према *Медиум Галуп*

Просечна месечна инфлациона очекивања за наредна три месеца



Инфлаторна очекивања, према Ројтерсу*



*Анкетом обухваћени дилери банака и економисти из института

Инфлаторна очекивања – закључак

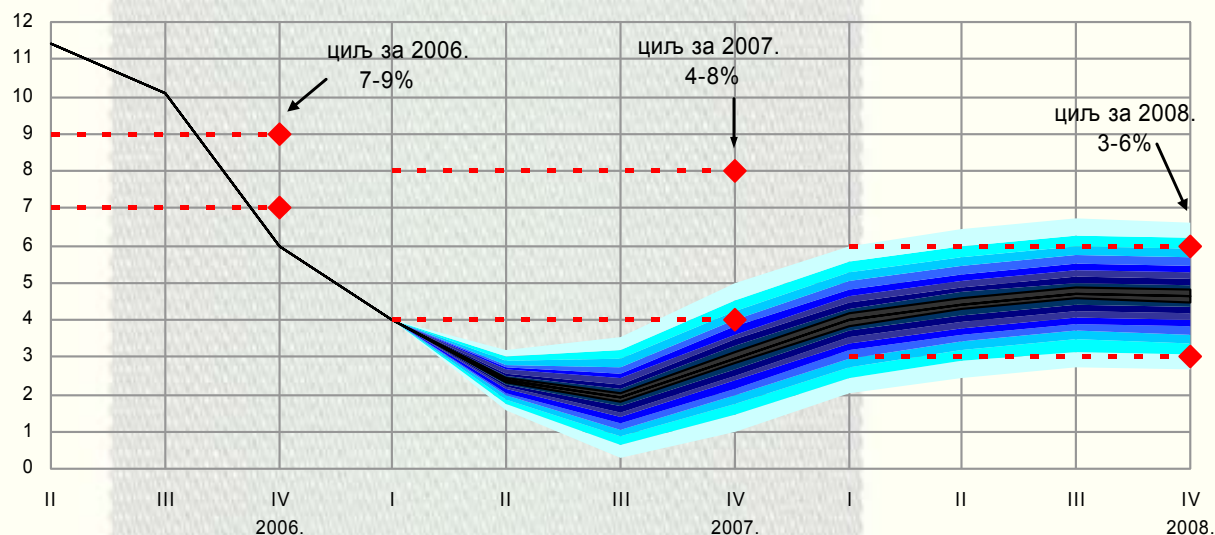
- Инфлаторна очекивања још увек нису довољно добро усидрена
 - Већа су и од стварне инфлације;
 - Већа су од пројектоване и таргетиране инфлације;
- Следи да НБС треба да демонстрира одлучност да оствари циљ, упркос шокова – кредибилитет се гради!
- Што се пре оствари перманентни таргет, боље је, јер ће очекивања бити добро усидрена

Пројекција базне инфлације

- Пројекције базне инфлације за период од наредних шест квартала су водич за монетарну политику.
- Пројекције базне инфлације утичу на формирање инфлаторних очекивања
- То што је стварна инфлација испод таргета говори да је монетарна политика чврста
- То што су инфлаторна очекивања и даље висока, говори да монетарна политика и даље мора остати чврста

Пројекција базне инфлације

Пројектована базна инфлација
(међу годишње стопе, у %)



- Према централној пројекцији НБС, базна инфлација ће у 2007. износити око 3%, а укупна око 6%;
- Постоји ризик од подбацивања циљаног коридора базне инфлације (4–8%) и занемарљиво мали ризик од његовог пребацивања;
- Већ у првој половини 2008. године базна инфлација ће се наћи у границама циљаног распона за ту годину (3–6%).

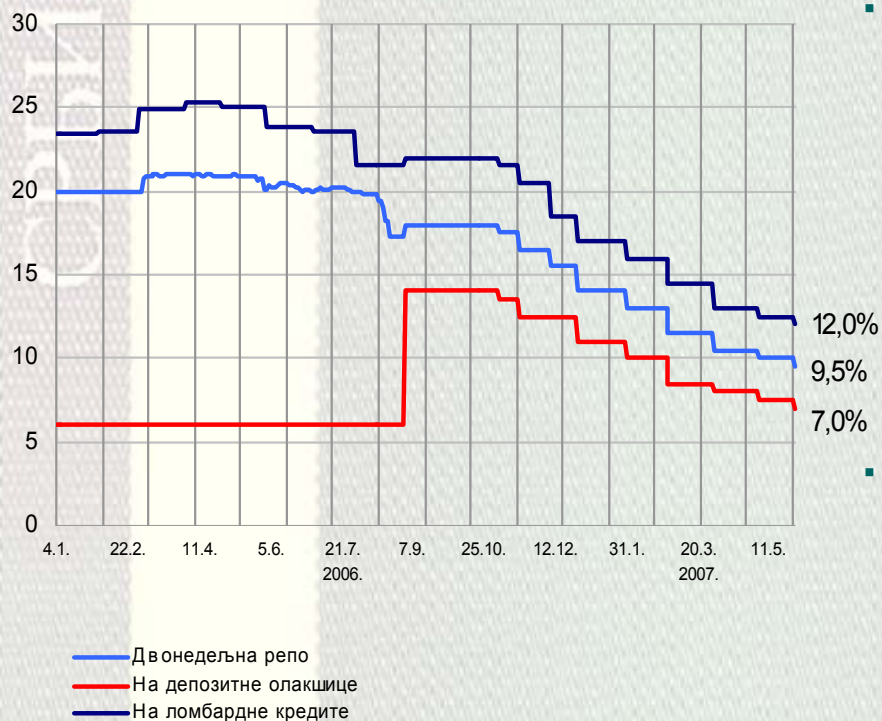
Пројекција базне инфлације

- Ризици постоје, али ће монетарна политика реаговати тако да ограничи њихов евентуални утицај.
- Кључни ризици:
 - фискална кретања (будући да још није усвојен буџет за 2007. годину);
 - корекције регулисаних цена;
 - кретања светских цена нафте.
- Са овом пројекцијом, у случају неостварења кључних ризика, конзистентно је умерено ублажавање рестриктивности монетарне политике у наредна два тромесечја.

Одлука о референтној каматној стопи НБС

Каматне стопе НБС

(дневни подаци, на годишњем нивоу, у %)



- Референтна каматна стопа је смањена са 10,0% на 9,5%
- Кључни аргументи за смањење стопе су:
 - Базна инфлација је испод планираног распона од 4-8%;
 - Стабилан курс динара у условима готово потпуног одсуства НБС са девизног тржишта.
 - Пад каматне стопе само прати пад стопе инфлације
- Ризици:
 - Инфлаторна очекивања су изнад остварене инфлације;
 - Висок раст зарада;
 - Буџет Републике Србије није усвојен;
 - Недефинисан план корекција регулисаних цена, као и неизвесност у погледу кретања светских цена нафте.

Промене на девизном тржишту јачају ефикасност референтне каматне стопе НБС

- Од данас, 4. јуна 2007, НБС ће организовати фиксинг састанак само по потреби!
- Фиксинг састанак, на коме НБС купује и продаје девизе, биће организован само у изузетним случајевима:
 - **превеликих дневних осцилација;**
 - **поремећаја ликвидности тржишта;**
- За грађане се укидањем фиксинга ништа не мења!

Стабилност цена , “у срцу” монетарне политике

- **John Kenneth Galbraith** је још пре 30 година рекао: “Кад је новац лош, сви траже да он буде бољи; када је добар, мисли се о другим стварима”. Другим речима, Централна банка је успешна само кад људи брину о другим стварима: порезима, штедњи, инвестицијама, запошљавању и економском благостању, уместо о вредности новца
- Фокусирање ЦБ само на стабилност цена (класичан пример један инструмент – један циљ) омогућује Влади да се фокусира на друге циљеве: раст, запосленост, конкурентност.

Стабилност цена: како је дефинисати?

- У Мађарској, стопа инфлације од 3,5%
- У Пољској, стопа инфлације од 2,5%
- ЕЦБ дефинише стабилност цена као стопу инфлације мању од 2%
- Према Мастрихт критеријуму, није једнозначно одређена; то је покретни циљ између 1,8% и 3,5%; он нас обавезује да поставимо **перманентни таргет** од 2,5% плус (минус) 1%, али и да јасно дефинишемо пут који нас води до тог перманентног таргета

Брзина дезинфлације у Србији: утврђен је циљ базне инфлације за 2008.

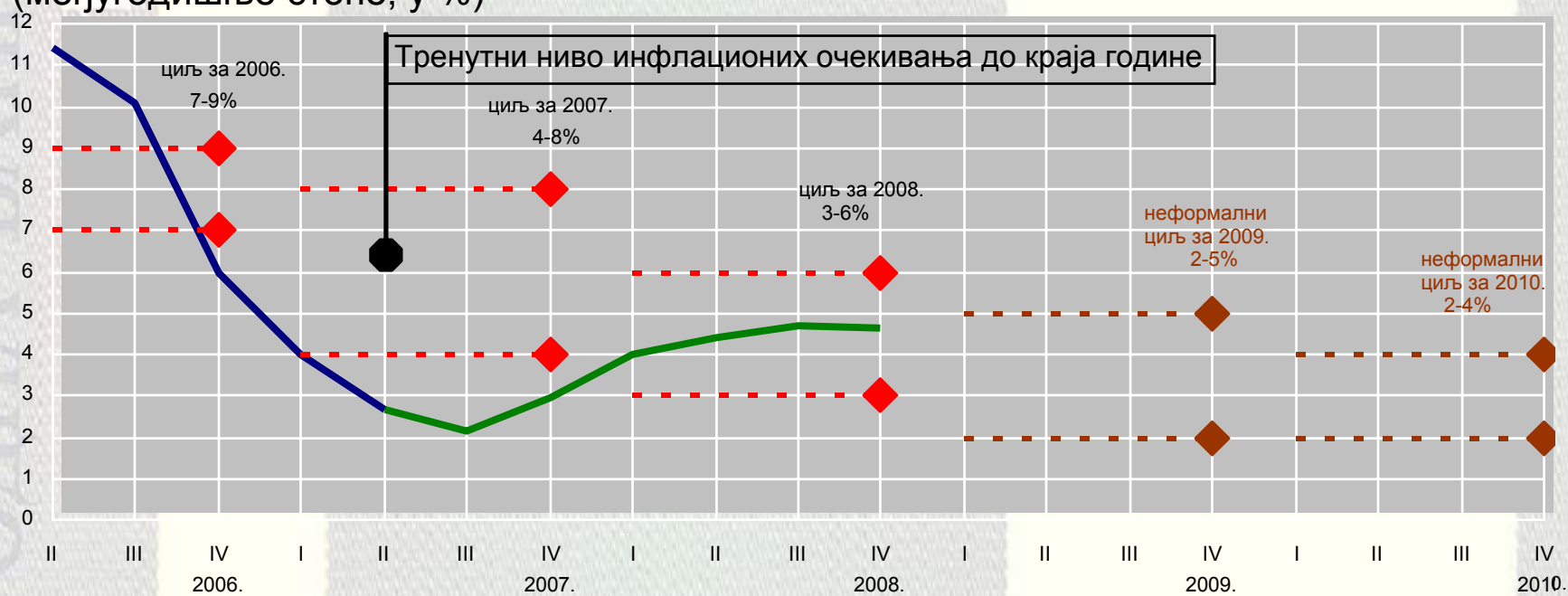
- Постављање циљева у облику годишње стопе инфлације треба да скрене пажњу са кратког на дужи рок
- Инфлациони циљеви постављени су дефинисањем циљне стопе базне инфлације
 - Децембар 2006: 7-9%, међугодишњи раст
 - Децембар 2007: 4-8%, међугодишњи раст
- Шта даље?
 - **Децембар 2008: 3-6%, међугодишњи раст** (Монетарни одбор је усвојио Меморандум НБС о утврђивању циљане стопе базне инфлације за 2008. годину у распону 3-6% за децембар 2008. у односу на децембар 2007).

Брзина дезинфлације у Србији: утврђен је циљ базне инфлације за 2008.

- Циљ одражава одлучност НБС да настави дезинфлаторни процес (циљани распон је ужи и на nižем нивоу од прошлoгодишњег).
- Инсистирање на распону уместо на централној тенденцији показује да за НБС, одступања од циља нису симетрична (одступања испод таргета не третирају се на исти начин као одступања изнад таргета).
- У току су консултације са Владом око утврђивања циља за укупну инфлацију.

Брзина дезинфлације у Србији: 2006-2010.

Дугорочни циљеви за базну инфлацију
(међугодишње стопе, у %)



Брзина дезинфлације у Србији: 2009-2010.

- Инфлациони циљеви за период 2009-2010. биће постављени у будућности (2008), али највероватније:
 - **Децембар 2009: 2-5%, међугодишњи раст базне инфлације**
 - **Децембар 2010: 2-4%, међугодишњи раст базне инфлације**
 - НБС жели да постепено снижава стопу инфлације да би достигла ниво компатибилан са оним што се сматра ценовном стабилношћу, односно перманентним таргетом

Брзина дезинфлације у Србији: оквир монетарне политике

- Нови оквир монетарне политике се фокусира само на стабилност цена;
- Он нам даје:
 - номинално сидро за усидравање инфлаторних очекивања
 - критеријум за доношење монетарних одлука