

НАРОДНА БАНКА

СРБИЈЕ



Кључне детерминанте кретања цена у Србији - емпиријски преглед девет година транзиције

Радован Јелашић – гувернер Народне банке Србије

Копаоник, 9. март 2010.

“Макроекономска” транзиција између наслеђа, очекивања и могућности финансирања

- Модел макроекономске стабилности и раста заснивао се на високом приливу по основу СДИ и кредита (око 25 млрд. EUR од 2001) – већи део привредног раста односио се на неразмењива добра;
- Резултати модела су видљиви у високим стопама раста а) БДП-а, б) стандарда становништва, в) инвестиција, али и у г) високом текућем платном дефициту, д) јачем везивању економске активности за домаћу тражњу и е) компаративно високом нивоу инфлације, што указује на његову дугорочну неодрживост;
- Смањењем прилива из иностранства, у условима кризе, дошло је до “принудног” прилагођавања нивоа агрегатне тражње;
- Одрживост раста подразумева повећање извозне понуде и/или инвестиционе тражње као одговор привреде на смањење домаће тражње (текуће потрошње);
- Девизни курс може позитивно да утиче на извоз само у садејству са активном политиком доходака у јавном сектору, чиме би се умањили ефекти депресијације на инфлацију – у 2009. години је много урађено, али шта ће бити 2010. године?

Цене робе и услуга и у Србији одређују тражња и понуда, као и очекивања

Тражња

- Потрошачка тражња: зараде, пензије, социјални трансфери, дознаке и други приходи становништва, умањено за нето штедњу и нето инвестиције;
- Инвестиције: СДИ, домаће и инострано задуживање...;
- Потрошња државе;
- Нето извоз: извоз умањен за увоз робе и услуга.

Понуда

- Производне могућности;
 - Продуктивност фактора;
 - Факторске цене:
 - камата,
 - зараде,
 - увозне цене,
 - порези.
-
- Становништво задржава статус нето повериоца, а привреда нето дужника.
 - Држава несклад између изворних прилива и одлива затвара, све мање, приватизационим приходима а, све више, задуживањем (2009. године + 1,4 млрд. EUR).

Монетарна политика је у току десет претходних година прошла кроз три кључне фазе

Октобар 2000.

I. Стабилизација

- девизни курс као номинално сидро;
- либерализација цена;
- престанак монетизације фискалног дефицита;
- константно присуство НБС на МДТ.

2003.

II. Таргетирање курса

- програм с ММФ-ом;
- одржавање стабилног реалног курса динара – програмирана депресијација динара;
- стерилизација операцијама на отвореном тржишту.

Август 2006.

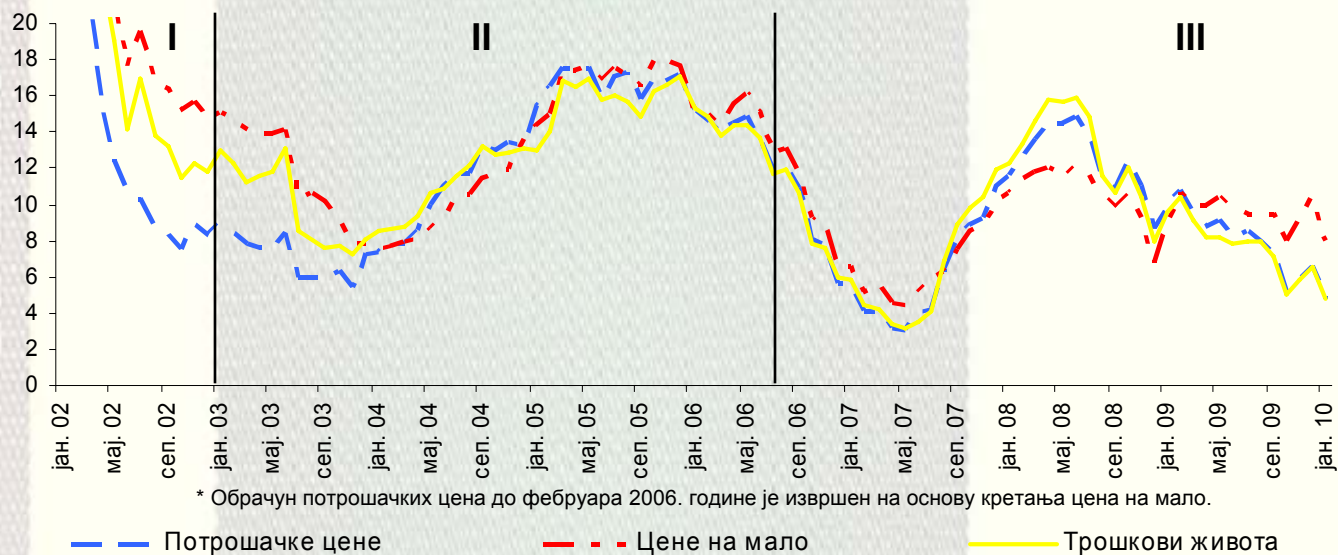
III. Таргетирање инфлације

- стопа инфлације је једини нумерички циљ;
- референтна стопа основни инструмент;
- девизни курс индикатор монетарне политике – резултат, а не циљ;
- повећање транспарентности монетарне политике.

Кретање инфлације је било прилично неравномерно у периоду 2001-2009.

Кретање инфлације у периоду 2002 - 2009.

(међугодишње стопе раста, у %)



Кретање инфлације – у односу на дезинфлаторну путању - у највећој мери, резултат је:

- шокова на страни тражње: нагле корекције навише пензија и зарада у јавном сектору;
- исправљања паритета код регулисаних цена, посебно наглашено до средине 2005;
- шокова на страни понуде (храна): инфлаторан утицај у 2007/08, дефлаторан у 2008/9;
- екстерних шокова (увозне цене примарних производа, посебно нафте): инфлаторан утицај у 2008, а дефлаторан у 2009. години.

ЗАРАДЕ су за девет година транзиције расле далеко брже од продуктивности

Кретање реалних зарада, продуктивности
(базни индекси 2001)



- Учешће масе зарада се више него утростручило у БДП-у закључно са 2008. годином. Прво смањење тек 2009. године;
- Кретање зарада у великој мери било је у функцији избора:

○ 2007 = +34%

○ 2008 = +16%

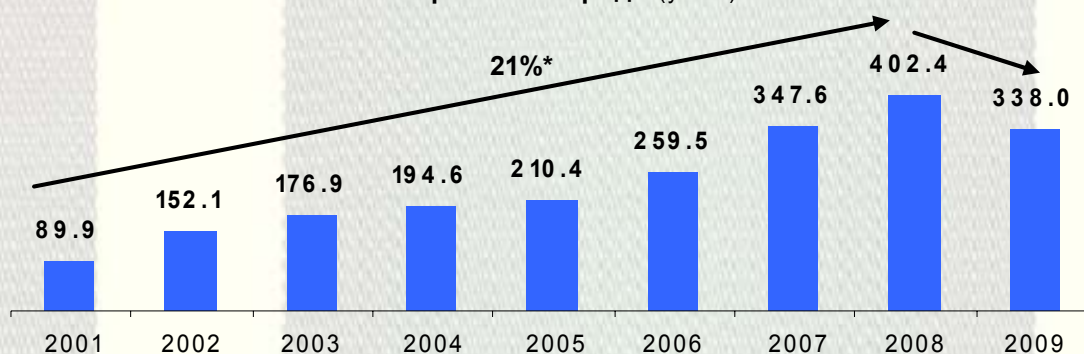
Избори:

А - парламентарни 1/2007.

Б – председнички 1/2008.

В - парламентарни 5/2008.

Просечне зараде (у ЕУР)



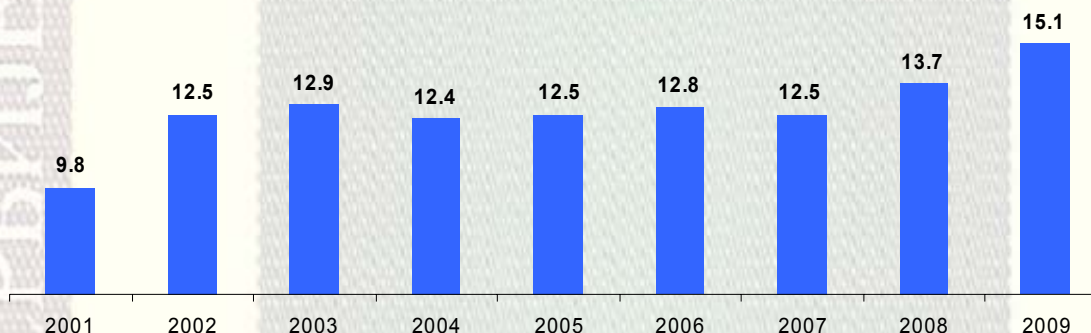
*Кумулативна годишња стопа раста.

А

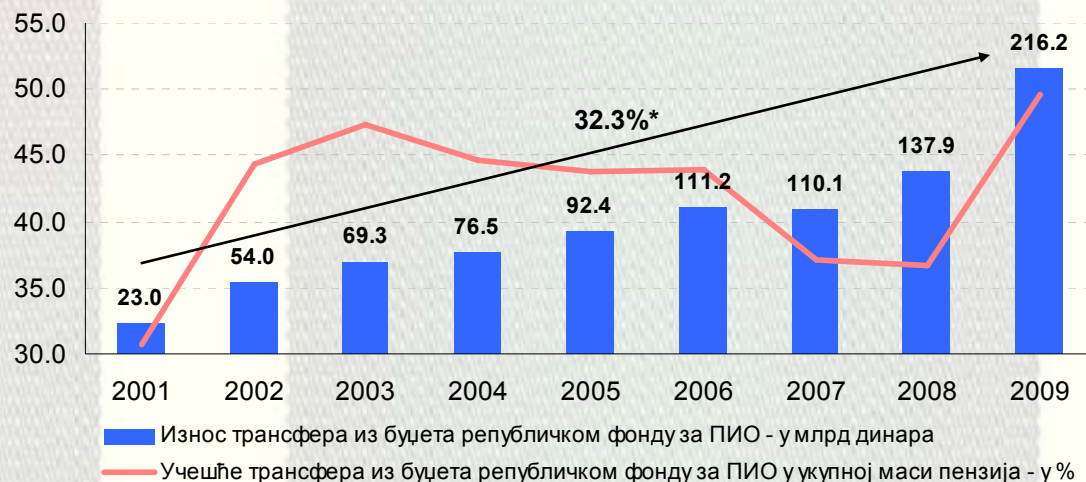
Б В

Повећање ПЕНЗИЈА је финансирано трансферима из буџета

Маса пензија
(учешће у % БДП)



Трансфери из буџета републичком фонду ПИО



*кумулативна годишња стопа раста

- Трансфери из буџета за пензије су “појели” добар део буџета!;
- Према садашњем програму с ММФ-ом, требало би да се учешће пензија у БДП-у врати на 10% до 2015. године;
- Препорука ММФ-а из 2004. да се пензије вежу само за потрошачке цене допринела је да се удео пензија у БДП-у не повећава (смањен у 2007. години).

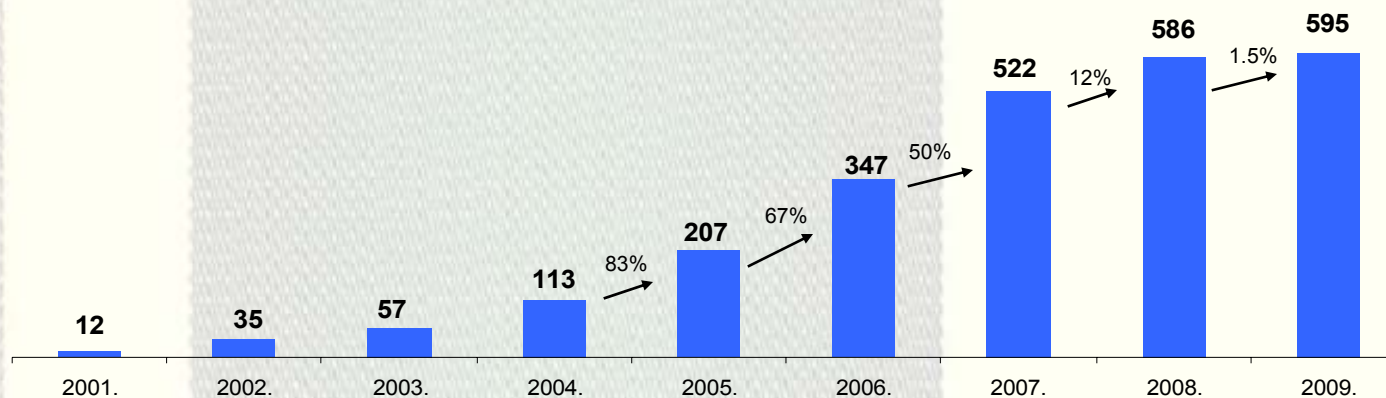
СТРАНЕ ДИРЕКТНЕ ИНВЕСТИЦИЈЕ су у просеку износиле око 1,4 млрд EUR годишње



- Током девет година транзиције нето СДИ су износиле укупно 12,3 млрд EUR;
- Од тога, приходи буџета по основу приватизације око 5,1 млрд EUR (по “кеш” принципу).

Убрзани пораст КРЕДИТА ФИЗИЧКИМ ЛИЦИМА прекинула је тек криза!

Обим кредита физичким лицима по глави становника
(у ЕУР)

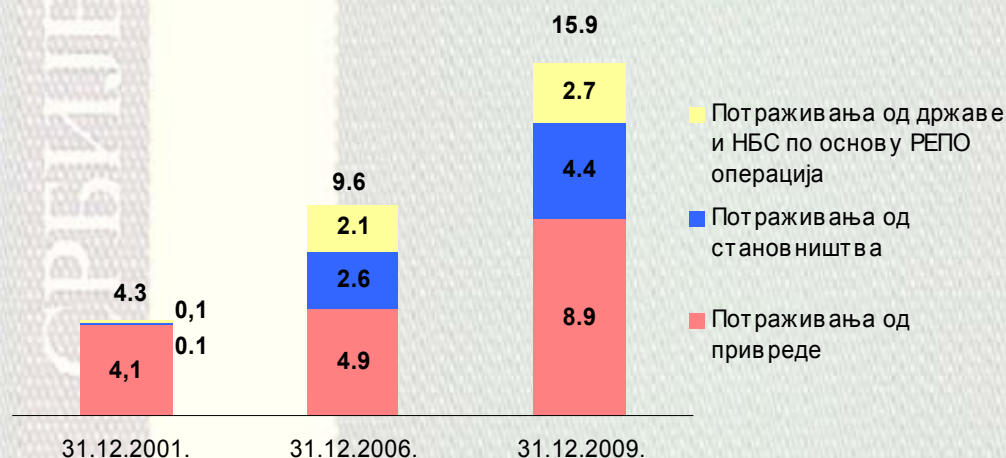


- Укупни кредити које су банке крајем 2009. године одобриле домаћинствима износе 4,32 млрд. EUR (од тога 24% у RSD, а 76% у EUR);
- Укупни прираст кредита физичким лицима за период 2002-2009. износи 4,1 млрд. EUR.

КРЕДИТНИ ПОРТФЕЉ ПРЕДУЗЕЋИМА се до 2009. године повећао како из домаћих, тако и из иностраних извора

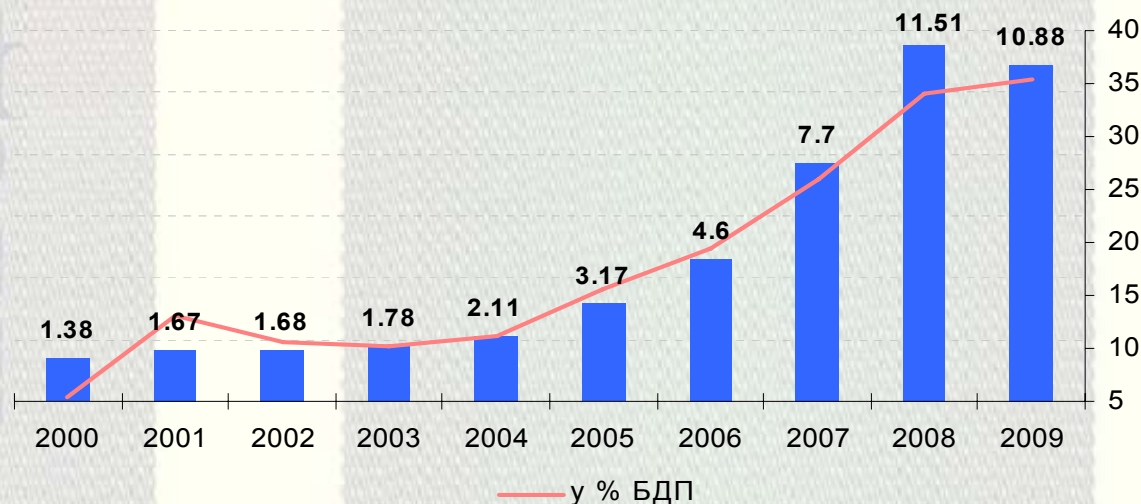
Кредитни портфељ комерцијалних банака

(у ЕУР млрд)



Задуживање предузећа у иностранству

(у ЕУР млрд)



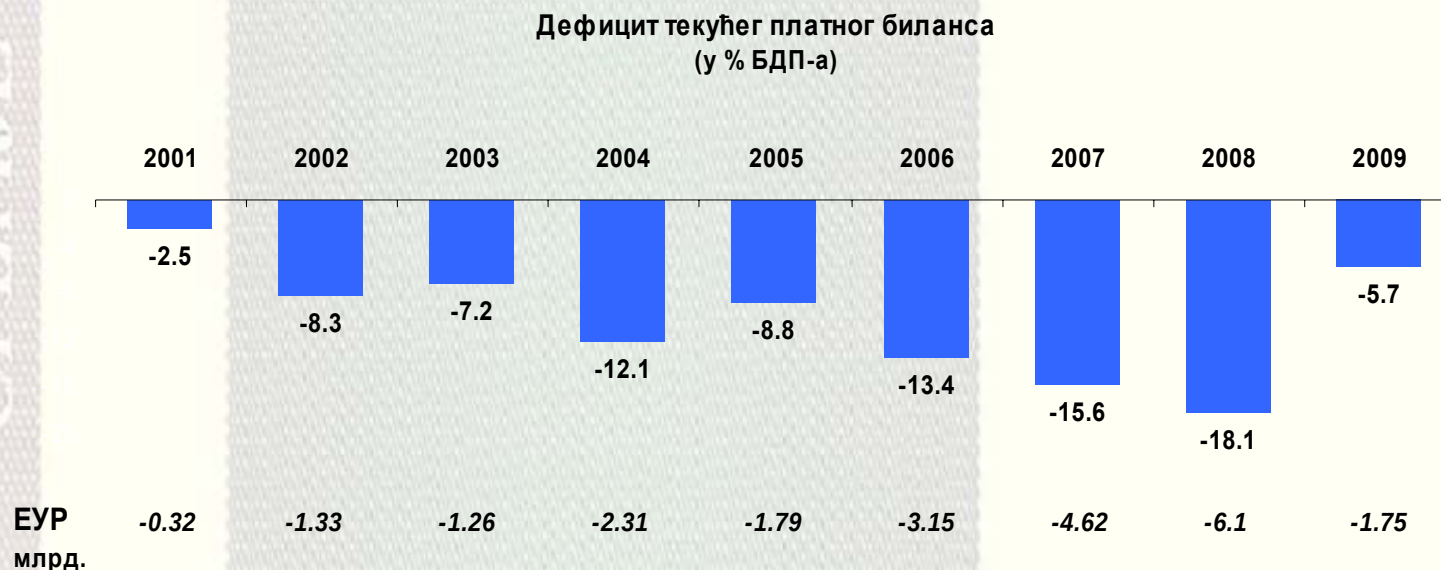
- Обим директног задуживања у иностранству је зависио од степена рестриктивности монетарне политике;
- Иако се кредитни портфељ банака у Србији у 2009. години повећао, ниво прекограничних кредита (*cross border*) се смањио за око 620 млн EUR;
- Ниво задуживања банака крајем 2009. године износи 4,6 млрд. EUR, а осталих предузећа 10,9 млрд. EUR;
- Однос кредита од банака у Србији и из иностранства се значајно мењао током транзиције!

Обим ЈАВНИХ РАСХОДА ни у годинама високог прилива приватног капитала није смањен



- Постојећа структура јавних расхода не обезбеђује одржив привредни раст у дугом року;
- Чак и у годинама када су остварени високи приливи по основу приватизације, учешће инвестиционе потрошње је било ниско.

На све притиске које је вршила тражња реаговао је текући дефицит платног биланса



- Прилагођавање 2009. године од 4,35 млрд. EUR је било знатно веће од очекиваног;
- Током 2009. године капитални приливи, посебно СДИ, били су већи од текућег платног дефицита, што је довело до раста девизних резерви и због тога није било потребе да се новац од ММФ-а троши!

“Pass-through” курса на цене је добро познат...

- “Pass-through” ефекат девизног курса – директан и индиректан утицај шокова везаних за кретање девизног курса на домаће цене.
 - Директан канал: кроз промене цена увозних добара и инпута (трошковна инфлација);
 - Индиректан канал: кроз утицај на нето извоз и промену нивоа агрегатне тражње (инфлација тражње).
- Анализе “pass-through” ефекта за Србију*:
 - у кратком року 0,2-03 (у текућем тромесечју);
 - у средњем року око 0,6 (до годину дана).
- Анализа “pass-through” ефекта на изнети начин даје оцену потенцијалног утицаја курса на цене не узимајући у обзир остале факторе!

*НБС (2007, 2008), Младеновић и др. (2007).

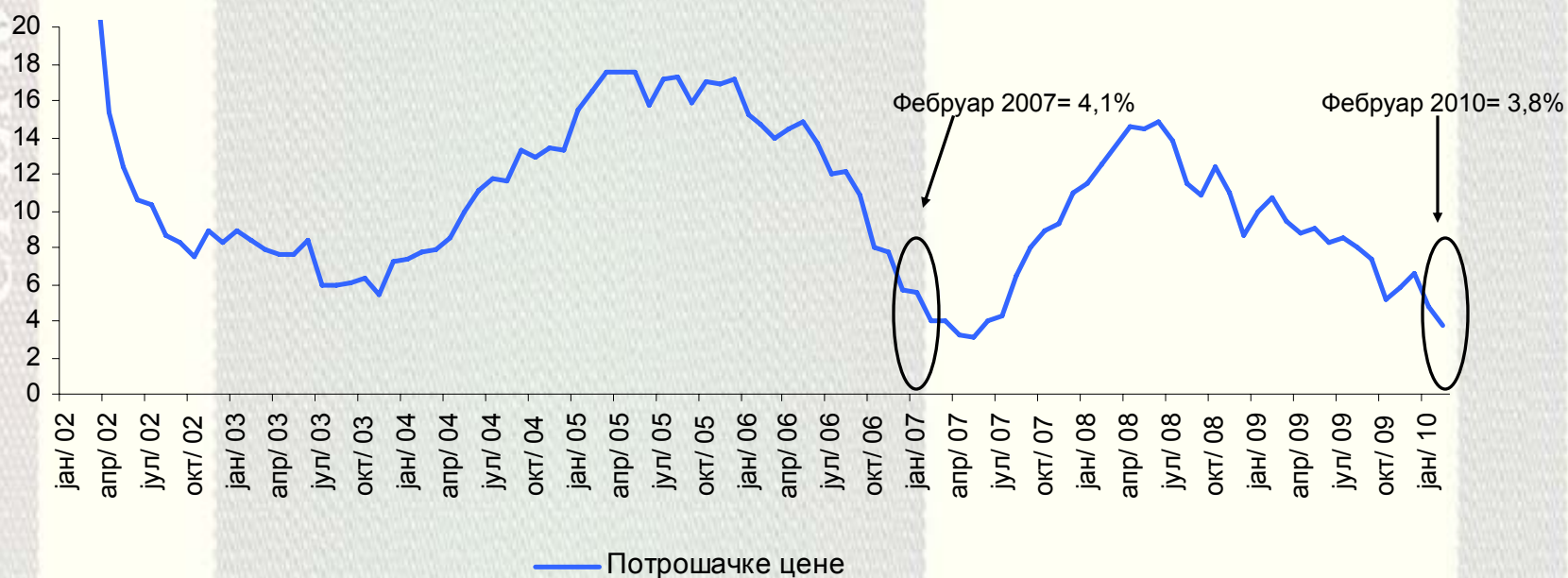
... али његов коначни ефекат на цене зависи од многих других макроекономских фактора!

Утицај номиналне депресијације од укупно 30% (24% у периоду од септембра 2008. до фебруара 2009) на инфлацију у 2009. години у највећој мери је неутралисан по основу:

1. знатног пада агрегатне тражње (кредити, мање СДИ, већа штедња, итд.);
2. смањења извора потрошње (замрзавање зарада и пензија, пад запослености);
3. пада цена нафте и других примарних производа;
4. знатног смањења спољнотрговинске размене због пада светске тражње;
5. смањења инфлационих очекивања;
6. пада јавне потрошње.

Србија је већ једном била у сличној позицији са становишта кретања цена...

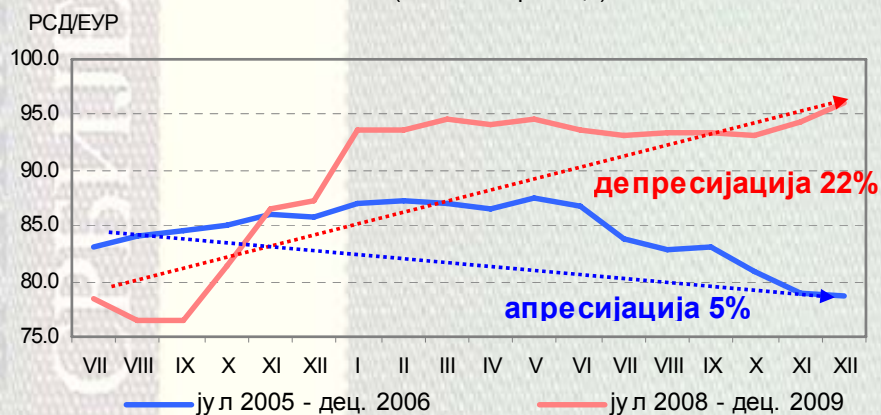
Кретање инфлације у периоду 2001 - 2009.
(међугодишње стопе раста, у %)



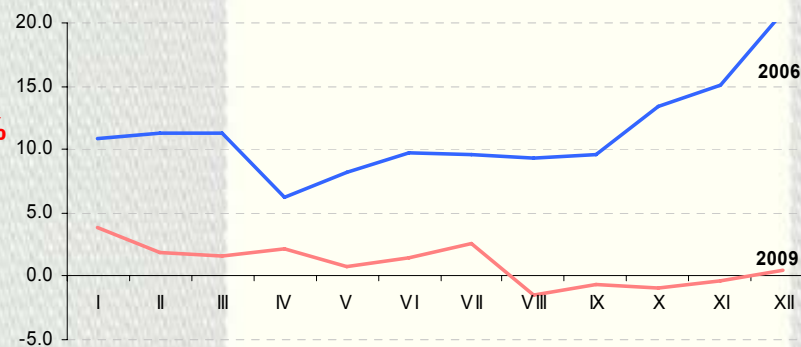
Почетком 2010. године инфлација је на годишњем нивоу била слична оној од пре три године!

... али под драстично другачијим осталим условима

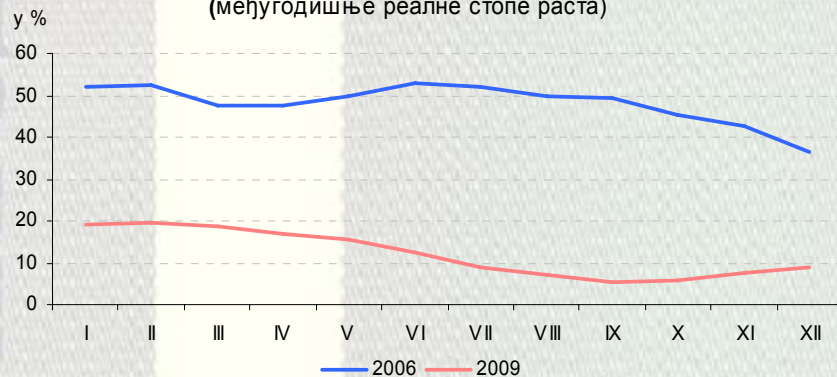
Кретање курса динара
(месечни просеци)



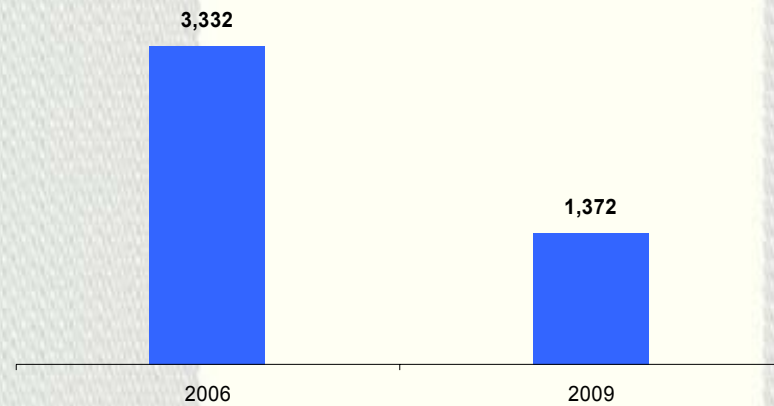
Кретање реалних нето зарада
(међугодишње стопе раста)



Кредити привреди и становништву
(међугодишње реалне стопе раста)



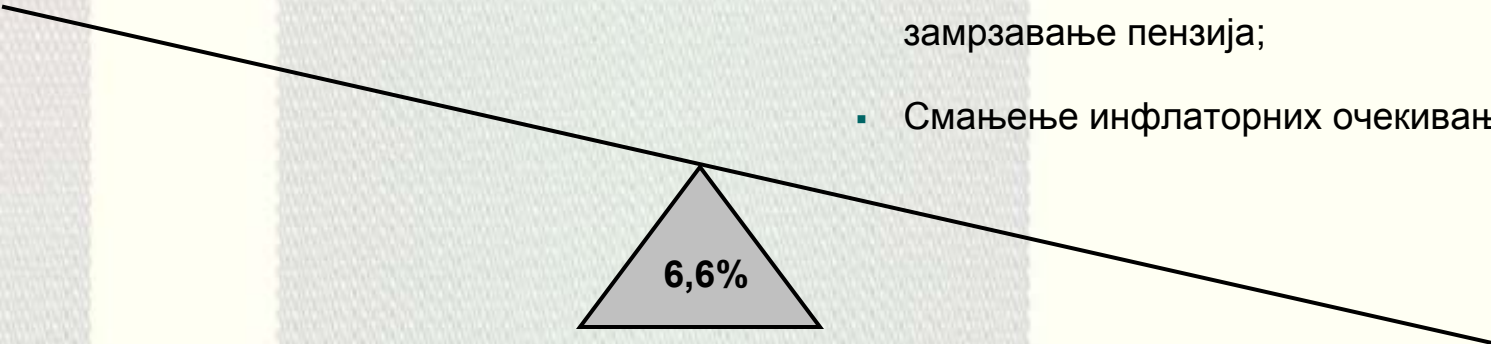
Кретање страних директних инвестиција
(у ЕУР млн)



Зашто је током 2009. године инфлација ипак била у планираним оквирима?

- Пораст регулисаних цена од 15,5%;
- Депресијација динара од 25%.

- Пад домаће и иностране тражње;
- Пад светских цена нафте и других примарних производа;
- Замрзавање зарада у јавном сектору и замрзавање пензија;
- Смањење инфлаторних очекивања...



6,6%

Иако 2010. неће бити као 2006. година,

- Кључна разлика је да ће се раст заснивати на екстерној тражњи, док ће раст домаће тражње биће успоренији због ограничених могућности финансирања:
 - кредити банака у Србији ће се мало (незнатно) повећати;
 - прекогранични кредити ће, у најбољем случају, остати на нивоу претходне године;
 - СДИ ће бити оскудне (пројекција за 2010. годину 1,4 млрд. EUR, а за 2011. годину 1,4–1,7 млрд. EUR);
 - консолидовани дефицит ће бити нижи (4% БДП-а у 2010. и 3% БДП-а у 2011);
 - текући платни дефицит уместо 13,4% свега 8-9%.

... и овога пута ће највећи изазов бити текућа потрошња!

- Повећање плата у јавном сектору и пензија не би требало да буде политичка него пре свега економска категорија (“кол’ко пара тол’ко музике”!);
- Проблем Србије је смањена домаћа тражња, али решење не може бити повећање текуће потрошње - за то, просто, недостаје новац - него повећање јавних инвестиција - за шта пак имамо новца!!!;
- Свођење текуће потрошње је болно, непопуларно, али нужно пошто смо сви (?) већ одавно свесни тог проблема!

Чему нас учи сопствена економска историја?

- Враћање на претходни модел раста заснованог на прекомерној домаћој потрошњи је неодрживо - пошто води “грчком” сценарију;
- Криза је донела отрежњење, а економска политика треба да истраје у избегавању замки прошлости;
- **Остаје да се види да ли је промена карактера економске политике била само израз нужде (програм с ММФ-ом) или промене модела понашања (Србија је схватила да мора да се мења)!!!**