



НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

Говор на презентацији  
Извештаја о инфлацији – фебруар 2015.

---

Бранко Хинић, генерални директор Директората  
за економска истраживања и статистику

Београд, 19. фебруар 2015.

Даме и господо, поштовани представници медија и колеге економисти,

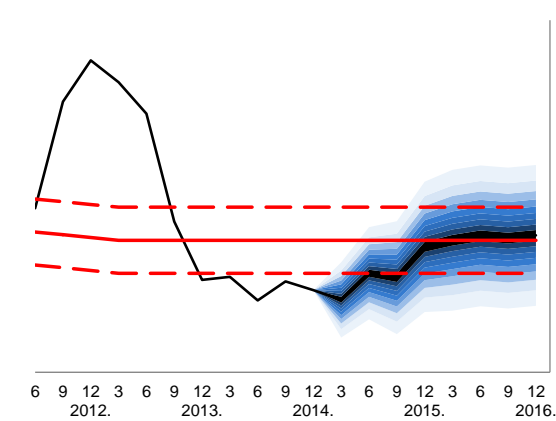
Добро дошли на презентацију фебруарског Извештаја о инфлацији. Пошто је ово наш први сусрет у овој години, искористићу прилику да вам пожелим много успеха у раду и извештавању о активностима Народне банке Србије.

Изгледи за кретање инфлације и економске активности нису се променили у односу на претходни Извештај о инфлацији. Под утицајем привремених фактора, међугодишња инфлација је наставила да се креће испод доње границе дозвољеног одступања од циља. У јануару ове године, услед високе прошлогодишње базе узроковане повећањем стопе ПДВ-а, инфлација је вероватно забележила свој нови историјски минимум, али би средином године требало да се врати у границе циља и да затим настави кретање унутар њих.

Бруто домаћи производ највероватније ће ове године забележити благ пад под утицајем додатних мера фискалне консолидације и, отуда, мање финалне потрошње домаћинства и државе. Процењујемо да ће опоравак економске активности уследити од наредне године, јер очекујемо да ће доследно фискално прилагођавање и спровођење структурних реформи резултирати већим инвестицијама и нето извозом.

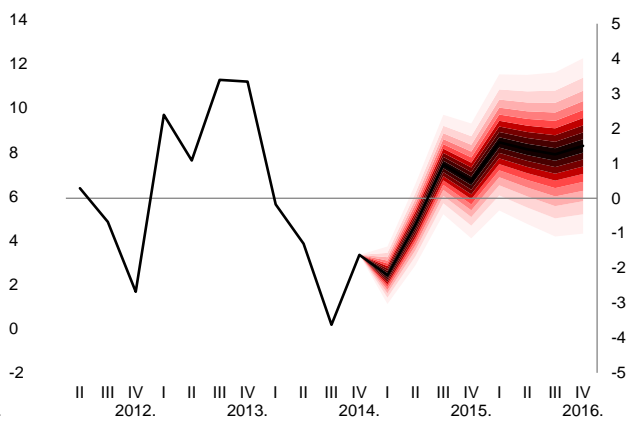
Упркос негативним ефектима поплава, тенденција смањења текућег дефицита платног биланса је настављена – са 6,1% у 2013. на 5,9% бруто домаћег производа у 2014, а у овој години процењујемо да ће бити смањен на 4,3%, пре свега по основу ефеката фискалне консолидације, опоравка енергетског сектора и нижих увозних цена енергената.

Графикон 1. **Пројектована инфлација**  
(међугодишње стопе, у %)



Извор: НБС.

Графикон 2. **Пројекција раста БДП-а**  
(међугодишње стопе, у %)



Извор: НБС.

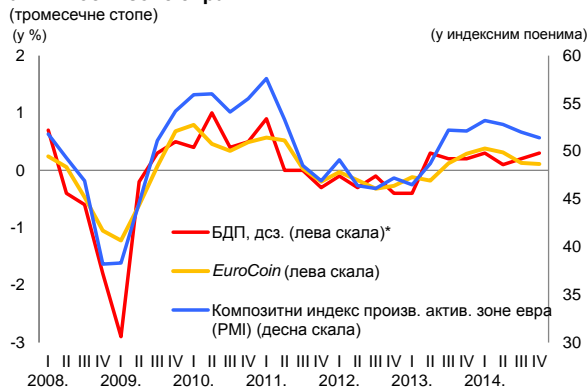
\* \* \*

Главна обележје кретања у међународном окружењу је неизвесност – од динамике економског опоравка и ефеката дивергентних монетарних политика и неочекиваних потеза водећих централних банака до кретања цене нафте на светском тржишту и присутних геополитичких тензија.

Упркос оштром паду цене нафте, глобални раст се одвија успореном динамиком, са изузетком САД, које су оствариле снажан раст економске активности. Позитивна кретања у реалном сектору подстакла су ФЕД да оконча програм квантитативних олакшица и најави почетак повећања своје референтне стопе у овој години.

Због појачаних дефлаторних притисака и успореног опоравка економске активности, ЕЦБ се у пуној мери ослабила на неконвенционалне мере монетарне политике. Најпре је програм куповине приватних хартија од вредности проширен, а затим је донета и одлука о откупу државних хартија чланица зоне евра, чиме су неконвенционалне мере ЕЦБ-а постале сличне квантитативном попуштању ФЕД-а. Овим програмом предвиђено је да се до септембра 2016. убризга у систем преко 1.100 милијарди евра, на шта су финансијска тржишта реаговала смањењем приноса на државне хартије у свим чланицама зоне евра, изузев Грчке.

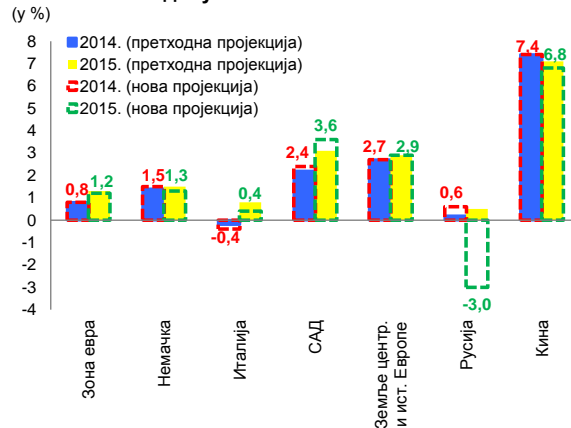
Графикон 3. Кретање БДП-а и индикатора економске активности зоне евра



Извор: Eurostat, Markit Group и Banca d'Italia.

\* Прелиминарна процена за Т4 2014.

Графикон 4. Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2014. и 2015. годину ММФ-а



Извор: ММФ WEO (октобар 2014) и ММФ WEO Update (јануар 2015).

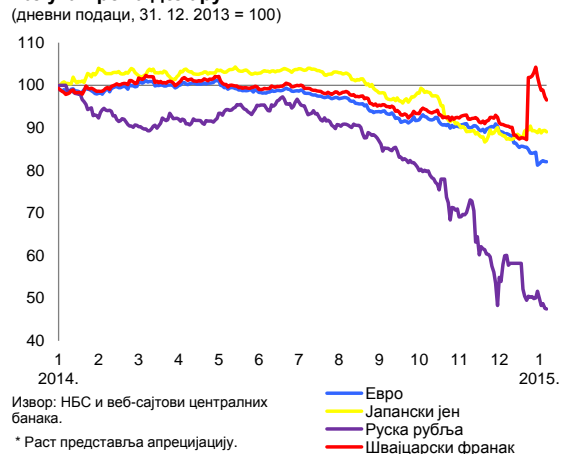
Различит карактер монетарних политика ЕЦБ-а и ФЕД-а вероватно ће у наредном периоду изазвати даље слабљење евра. Таква очекивања су определила одлуку централне банке Швајцарске да након више од три године укине минимални девизни курс франка у односу на евро, што је уздрмало светско финансијско тржиште, а посебно кредитна тржишта појединих земаља централне и источне Европе у којима је део кредитног портфолија банака деноминован у францима. Регулатори у земљама овог региона траже начине да олакшају терет отплате кредита дужницима узрокован јачањем франка. Кредити у швајцарским францима у Србији представљају око 3% бруто домаћег производа, што је знатно мање него у Пољској (око 8%) и Хрватској (око 7%) или пак својевремено у Мађарској (око 25%).

Кретања на робним тржиштима у четвртном тримесечју обележио је даљи пад цене нафте, али још оштрији него у претходном тримесечју. У јануару се цена нафте спустила испод 50 долара по барелу, чиме је више него преполовљена у односу на средину прошле године. С обзиром на то да је Србија нето увозник сирове нафте, уколико се ниже цене нафте одрже у дужем временском периоду, може се очекивати значајан утицај на спољнотрговински биланс, инфлацију и економску активност.

Графикон 5. Кретање цена нафте и бабра  
(просечне месечне цене, у USD)

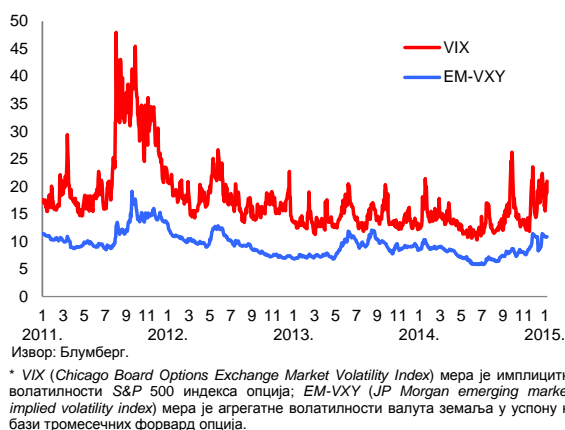


Графикон 6. Кретање курсева одређених националних валута према долару\*

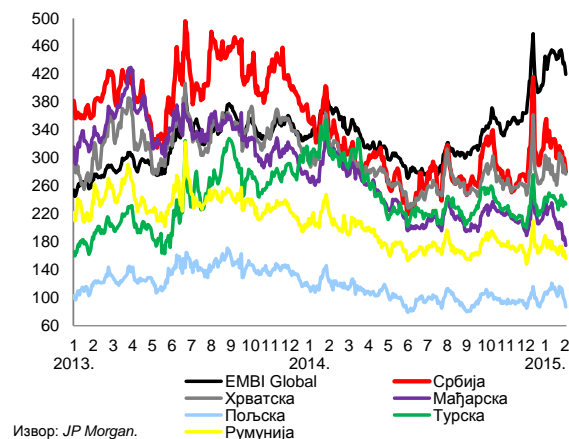


Поменута дешавања повећала су нестабилност на међународном финансијском тржишту, што је навело инвеститоре да поново преиспитују своје процене ризика улагања. То се негативно одразило на прилив капитала и појачало притиске на већину валута земаља у успону, а међу њима и на динар. Премија ризика Србије пратила је регионалну динамику и тренутно износи око 300 базних поена.

Графикон 7. Имплицитна волатилност глобалног финансијског тржишта (у %)

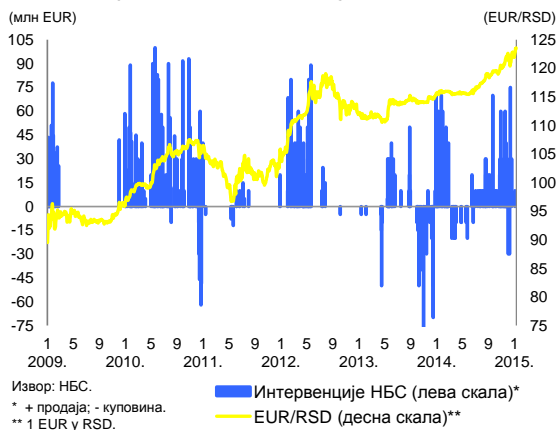


Графикон 8. Показатељ премије ризика – EMBI по земљама (дневни подаци, у базним поенима)

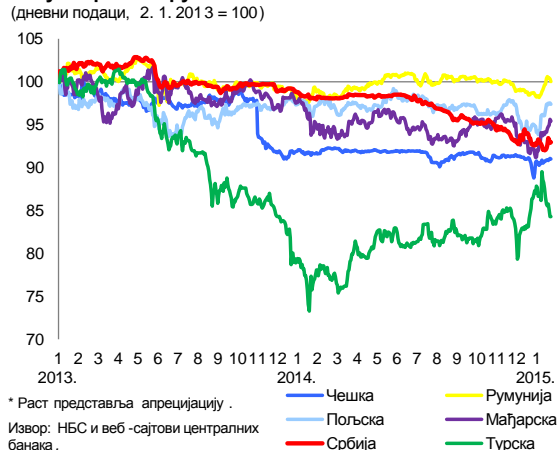


Тражња за девизама на домаћем тржишту била је повећана током четвртог тромесечја, делом због већих плаћања по основу увоза енергената. Већој тражњи за девизама допринели су и исплате добити иностраним власницима, одржавање уравнотежене девизне позиције банака и раздуживање предузећа. То је за последицу имало преовладавање депрецијацијских притисака. Како би ублажила прекомерне краткорочне осцилације курса, без намере да утиче на тренд његовог кретања, Народна банка Србије је у току четвртог тромесечја интервенисала на девизном тржишту нето продајом девиза у износу од 765,0 милиона евра, а од почетка ове године нето продајом 80,0 милиона евра.

Графикон 9. Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту



Графикон 10. Кретање курсева одређених националних валута према евр<sup>\*</sup>

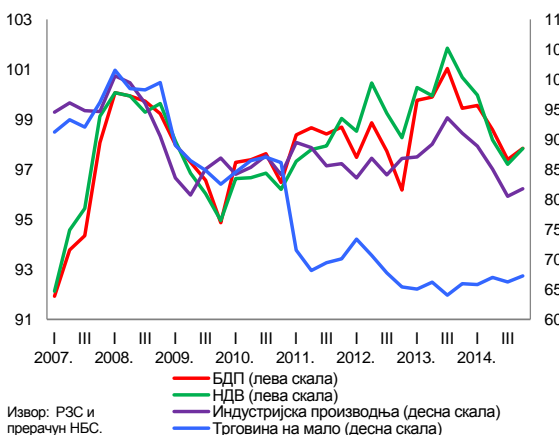


Иако су инфлаторни притисци били ниски, повећана неизвесност на међународном финансијском тржишту и њен утицај на токове капитала и премију ризика налагала је да ублажавање монетарне политике буде опрезно. Референтна каматна стопа је последњи пут смањена у новембру за 50 базних поена, на 8,0%. Кредитна активност је наставила да расте током четвртог тромесечја захваљујући програму субвенционисаних кредита привреди, али спорије него у претходном тромесечју. Међутим, имајући у виду окончање овог програма, кредитна активност у овој години највероватније наставиће да се успорава, што је определило Народну банку Србије да смањи стопе девизне обавезне резерве.

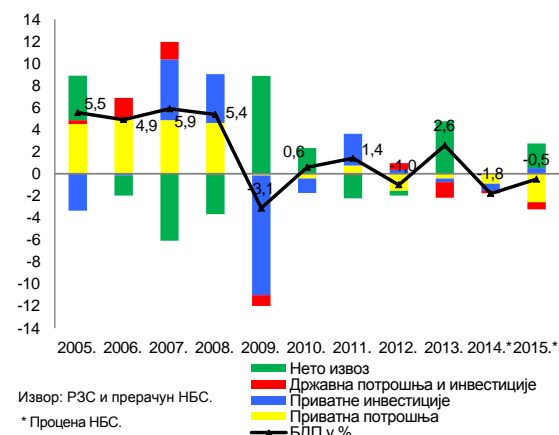
\* \* \*

Негативни ефекти мајских поплава на економску активност постепено се смањују. Иако је њен пад у прошлој години био првенствено последица штета које су поплаве нанеле енергетици и рударству, индустријска производња се у последњем тромесечју опоравила делом због пораста производње у овим секторима. То се одразило на раст бруто домаћег производа у четвртном тромесечју, који, према процени Народне банке Србије, износи 0,5% десезонирано. С расходне стране, раст бруто домаћег производа резултат је повољнијих кретања у спољнотрговинској размени, док је домаћа тражња стагнирала – инвестиције и потрошња домаћинства биле су у паду, који је компензован већом потрошњом државе. Посматрано на међугодишњем нивоу, бруто домаћи производ је у четвртном тромесечју опао за 1,6%, што представља знатно успоравање пада у

Графикон 11. Кретање индикатора економске активности (дс. подаци, П1 2008 = 100)



Графикон 12. Доприноси годишњем расту БДП-а (у процентним поенима)



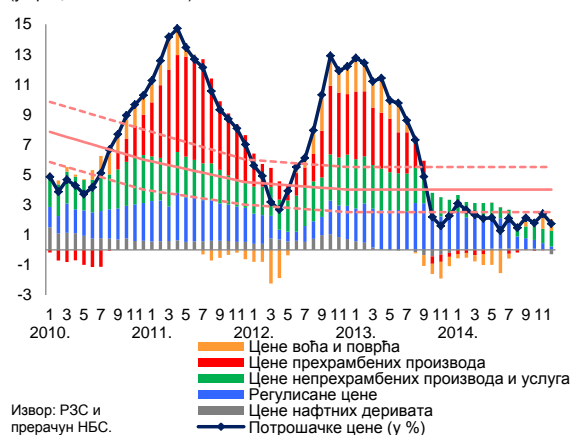
односу на претходно тромесечје. Имајући то у виду, процењујемо да је пад бруто домаћег производа у 2014. био око 1,8%. Процењујемо да ће бруто домаћи производ у овој години забележити благ пад од 0,5%.

Према подацима Анкете о радној снази, тржиште рада наставља да се опоравља. Стопа незапослености је даље смањена и крајем године је износила 16,8%. Постепен раст запослености и реалног дохотка становништва у условима ниске инфлације требало би да допринесе расту економске активности од 2016. године. Ипак, највећи подстицај том расту очекује се од већих инвестиција и нето извоза, захваљујући пре свега напретку у фискалном прилагођавању и структурним реформама, као и позитивним ефектима екстерне тражње.

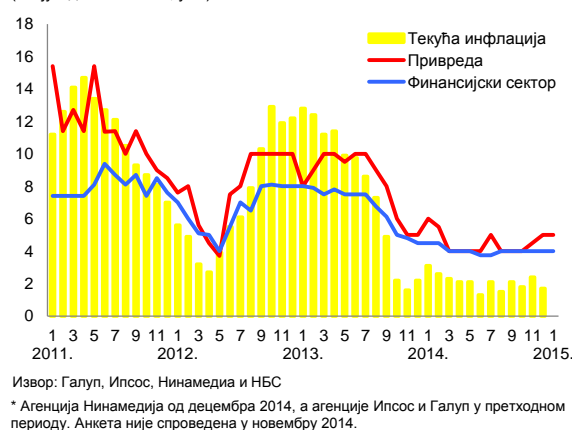
\* \* \*

Као што смо и очекивали у новембарском Извештају о инфлацији, међугодишња инфлација је и током четвртог тромесечја наставила да се креће испод доње границе циља и у децембру је износила 1,7%. Притом, базна инфлација је умерено расла и у децембру се приближила доњој граници дозвољеног одступања од циља, чему је допринела и депрецијација динара из претходног периода. Кретање инфлације испод доње границе циља током већег дела 2014. у највећој мери било је последица деловања привремених фактора – неочекивано ниског раста регулисаних цена и снажног пада цена примарних пољопривредних производа и светске цене нафте. С друге стране, дезинфлаторни притисци по основу ниске агрегатне тражње и ниска инфлација у међународном окружењу били су у складу с нашим претходним очекивањима.

Графикон 13. Доприноси компоненти ИПЦ међугодишњој инфлацији (у процентним поенима)



Графикон 14. Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред\* (међугодишње стопе, у %)



**Према нашој централној пројекцији, међугодишња инфлација би средином године требало да се врати у границе дозвољеног одступања од циља ( $4,0 \pm 1,5\%$ ) и да се затим од краја године креће око циља.**

Поред предузетих мера монетарне политике, на такво кретање инфлације утицаће очекиване корекције регулисаних цена, ефекти досадашње депрецијације динара и постепено ишчезавање дезинфлаторних притисака по основу цена примарних пољопривредних производа. С друге стране, раст цена успораваће ниска агрегатна тражња, појачана мерама фискалног прилагођавања, и ниска инфлација у међународном окружењу, упркос експанзивним монетарним политикама централних банака.

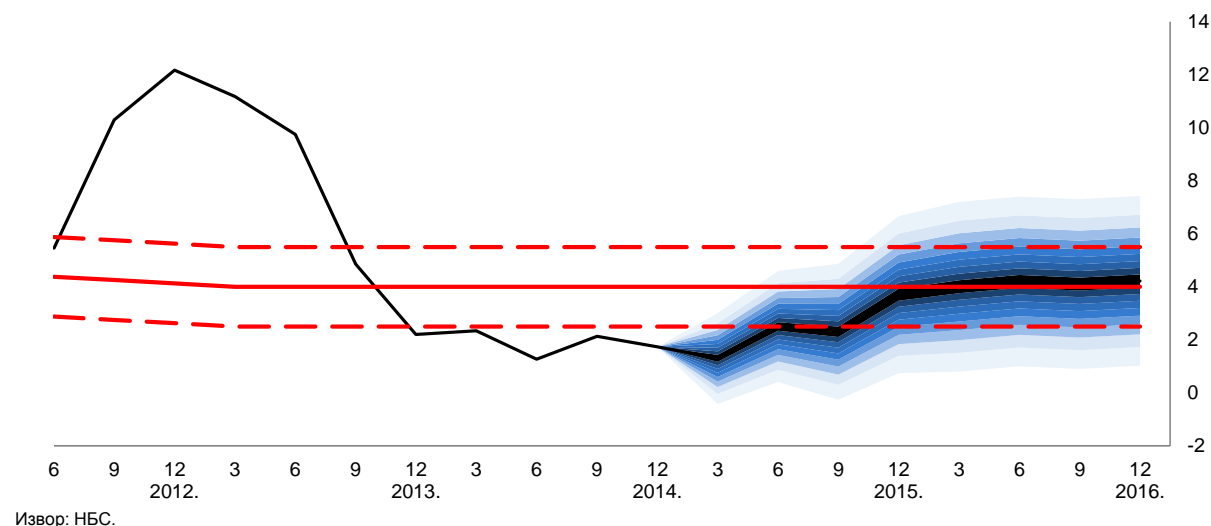
Стабилизацији инфлације унутар граница циља допринеће и усидреност инфлационих очекивања. Захваљујући дужем периоду ниске инфлације и ниским очекиваним инфлаторним притисцима, инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде како за годину, тако и за две године унапред крећу се у границама циља. Од када се прате, ово је најдужи период њиховог кретања у тим границама.

\* \* \*

Извршни одбор Народне банке Србије је на последњој седници донео одлуку да референтну каматну стопу задржи на непромењеном нивоу од 8,0%. Ради трајне стабилизације инфлације на ниском нивоу, прилагођавање монетарне политике је опрезно, посебно ако се имају у виду изражене геополитичке тензије, као и присутне нестабилности на међународном робном и финансијском тржишту. Оне би за последицу могле да имају повећање аверзије инвеститора према ризику, успоравање токова капитала и неизвеснији ефекат предузетих мера монетарне политике развијених земаља, посебно ЕЦБ-а, на економски опоравак наших кључних спољнотрговинских партнера.

Ублажавање монетарне политике у наредном периоду зависиће првенствено од оцене потенцијалног утицаја фактора из међународног окружења на кретање капитала и премију ризика Србије, као и од кретања цена примарних производа на светском и домаћем тржишту и њиховог потенцијалног утицаја на остале цене. Захваљујући предузетим и најављеним мерама консолидације, ризици који потичу од фискалне политике мањи су него у претходном периоду. Започете структурне реформе и фискална консолидација допринеће смањењу спољноекономске неравнотеже и олакшаће спровођење монетарне политике, што би требало да допринесе дугорочно одрживом привредном расту.

Графикон 15. **Пројектована инфлација**  
(међугодишње стопе, у %)



Извор: НБС.