



НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

Говор на презентацији
Извештаја о инфлацији – мај 2014.

Бранко Хинић, генерални директор Директората
за економска истраживања и статистику

Београд, 14. мај 2014.

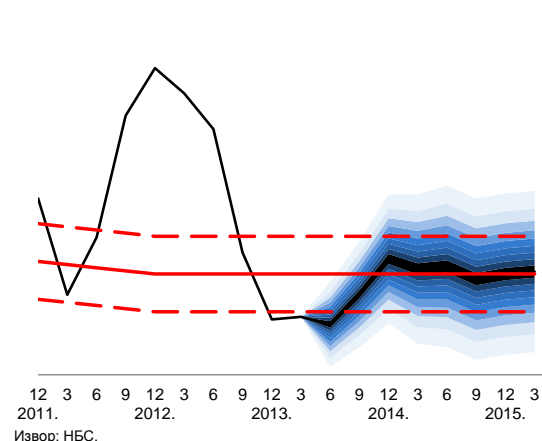
Даме и господо, поштовани представници медија и колеге економисти,

У периоду од наше фебруарске презентације *Извештаја о инфлацији* инфлаторни притисци су остали ниски, а екстерна неравнотежа је наставила да се смањује. Међугодишња инфлација кретала се око доње границе дозвољеног одступања од циља и у априлу је износила 2,1%. Таквом кретању инфлације допринело је неколико фактора: мере монетарне политике, ниски трошковни притисци, ниска агрегатна тражња, пад инфлационих очекивања и стабилан курс динара.

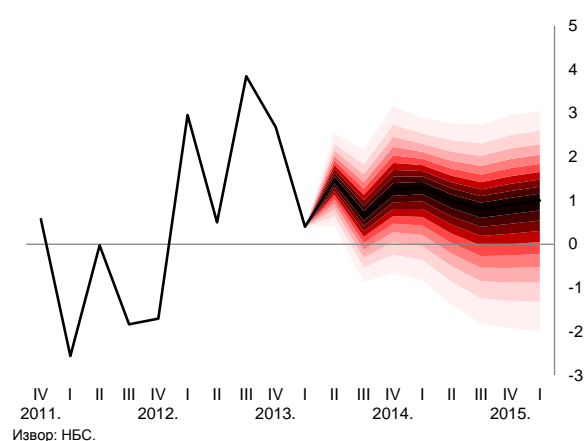
Међугодишња инфлација би до краја овог тромесечја требало да настави да се креће око доње границе циља. Након тога, у другој половини године, започеће постепен пораст ка циљу, али ће до краја периода пројекције остати у границама циља ($4 \pm 1,5\%$).

Према нашој пројекцији, раст БДП-а ће ове године бити нижи него 2013. и износиће око 1,0%. Тај раст требало би да буде вођен нето извозом, на шта ће позитивно утицати започети економски опоравак зоне евра, нашег главног спољнотрговинског партнера. С друге стране, допринос финалне потрошње остаће негативан и биће појачан краткорочно негативним ефектима додатних мера фискалне консолидације. Из истог разлога би и раст БДП-а у 2015. требало да буде спорији него што смо очекивали у фебруару.

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



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



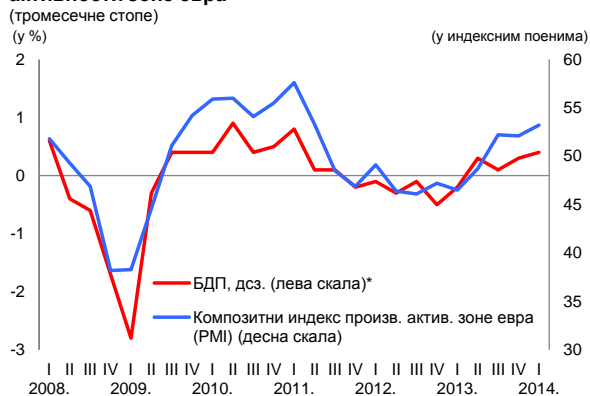
* * *

Опоравак зоне евра је у првом тромесечју настављен, а економски изгледи за ову и наредну годину побољшани – у 2014. очекује се раст од 1,2%, а у 2015. од 1,5%. Постепен опоравак тражње у тој зони требало би позитивно да утиче на кретање наше економске и спољнотрговинске активности. С друге стране, инфлација у зони евра и даље је знатно испод циља. Имајући у виду ризике које са собом носи сувише дуг период ниске инфлације, званичници ЕЦБ-а указали су на могућност релаксације монетарне политике у наредном периоду, укључујући и коришћење неконвенционалних мера.

За разлику од ЕЦБ-а, ФЕД је на састанцима у марту и априлу одлучио да настави са смањивањем обима квантитативних олакшица. Док су на одлуку да започне то смањивање инвеститори широм света у јануару реаговали продајом ризичне активе земаља у успону, пре свега оних с највећим дефицитом текућег рачуна платног биланса, реакција глобалних

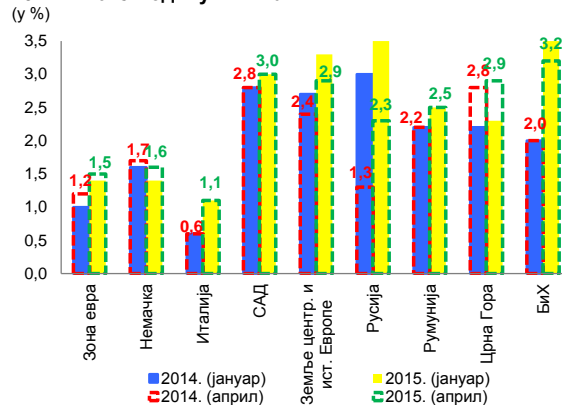
финансијских тржишта на naredne одлуке ФЕД-а била је знатно блажа. Ипак, редуковање монетарног стимуланса америчке централне банке и даље представља потенцијални извор повећане волатилности финансијских тржишта земаља у успону.

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



* Процена Consensus Forecast-а за Т1 2014.

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

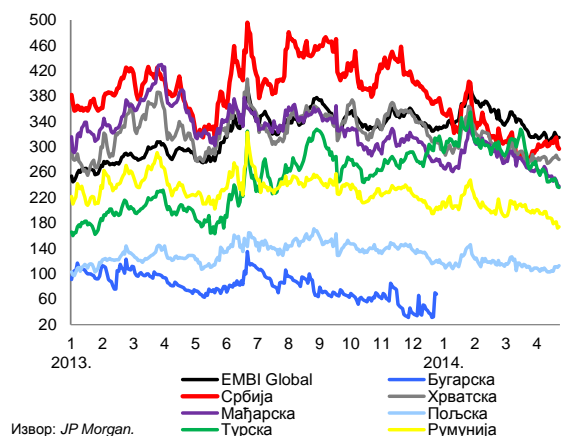


* Ревизија у односу на јануарски WEO Update.

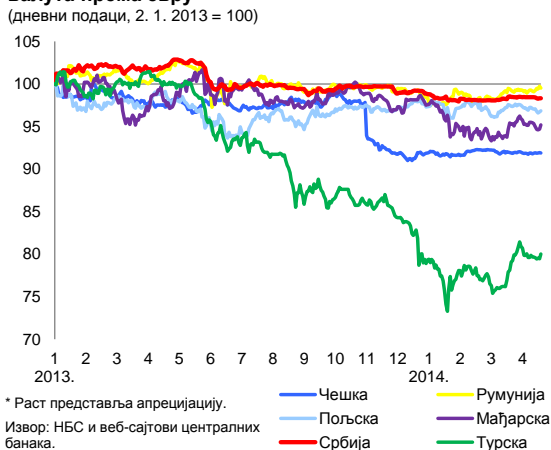
Извор: ММФ WEO Update (јануар 2014) и ММФ WEO (април 2014).

Важан елемент међународног окружења у претходном периоду биле су и још актуелне геополитичке тензије у вези са Украјином. Украјинска криза све више отвара и питање њеног потенцијалног утицаја на глобалне економске токове. У случају даљег неповољног развоја догађаја, та криза могла би имати индиректан негативан утицај на Србију – преко раста светских цена, пре свега енергената и житарица, односно преко трговинског и финансијског канала уколико би се погоршала економска кретања у земљама с којима највише сарађујемо. Такође, евентуално повећање аверзије инвеститора према ризику и додатно смањење њихове изложености према земљама у успону вероватно би за те земље, а тиме и Србију, значило пораст премије ризика и притиске у правцу слабљења њихових валута.

Графикон 5. Показатељ премије ризика – EMBI по земљама (дневни подаци, у базним поенима)



Графикон 6. Кретање курсева одређених националних валута према еврџ*



Почетак 2014. године обележили су депрецијацијски притисци на динар изазвани и глобалним и домаћим факторима. Иако очекивана, одлука ФЕД-а о смањивању квантитативних олакшица узроковала је привремен раст премије ризика и депрецијацијске притиске у свим земљама

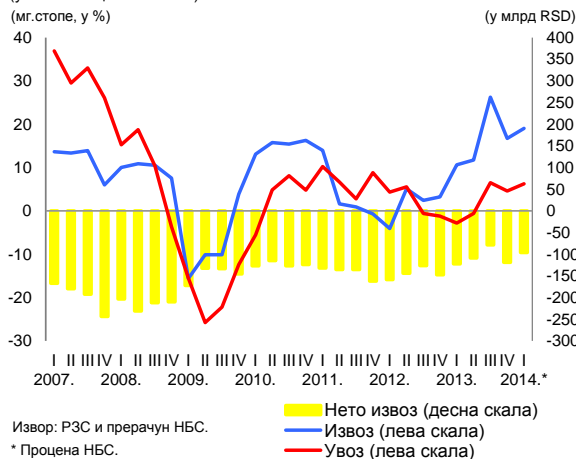
региона, посебно у току јануара. У нашем случају, тим притисцима допринела је и сезонски већа тражња увозника енергената за девизама. Насупрот томе, низак дефицит текућег рачуна платног биланса деловао је у правцу умањења притисака на девизно тржиште, као и нето продаја девиза од стране нерезидената од друге половине марта, која је допринела апрецијацијским притисцима. Процењујући да су наведени притисци краткорочног карактера, Народна банка Србије је до средине марта интервенисала на МДТ-у продајом, а од краја марта и у априлу куповином девиза.

Премија ризика свих земаља у региону, мерена *EMBI*, забележила је пад од почетка године, а највише у случају Србије. *EMBI* за Србију тренутно се креће на нивоу од око 260 б.п., што је његова најнижа вредност од новембра 2007. године.

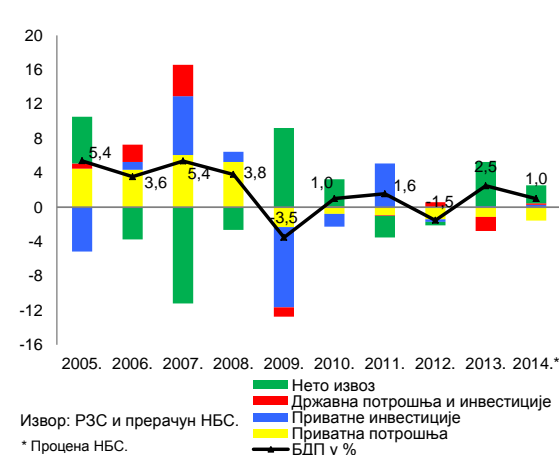
* * *

Према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, БДП је у првом тромесечју успорио раст на 0,4% мг. Према нашој процени, тај раст је био вођен нето извозом, док је допринос приватних инвестиција и приватне потрошње био негативан. Посматрано с производне стране, позитиван допринос је потекао од индустрије и услужних сектора, а негативан од пољопривреде и грађевинарства. Ипак, пад активности у сектору грађевинарства био је знатно мањи у односу на претходна тромесечја.

Графикон 7. **Извоз и увоз робе и услуга**
(у сталним ценама 2010)



Графикон 8. **Доприноси годишњем расту БДП-а**
(у процентним поенима)



Позитиван допринос нето извоза расту БДП-а у првом тромесечју био је резултат бржег раста извоза од увоза. Највећи допринос повећању извоза потекао је од извоза моторних возила, а добри прошлогодишњи резултати у пољопривреди наставили су да се одражавају и на извоз пољопривредних производа. Такође, позитиван сигнал представља то што су у првом тромесечју готово све гране прерађивачке индустрије извезле више него у истом тромесечју прошле године. Као резултат, 12-месечна покривеност увоза извозом наставила је да се повећава и у марту је износила око 75%, што је њен највиши забележен ниво до сада.

Према нашој процени, екстерна неравнотежа наставиће да се смањује, уз пад дефицита текућег рачуна платног биланса ове године на испод 4,0% БДП-а. Томе ће највише допринети наставак раста извоза вођен екстерном тражњом, односно опоравком наших главних спољнотрговинских

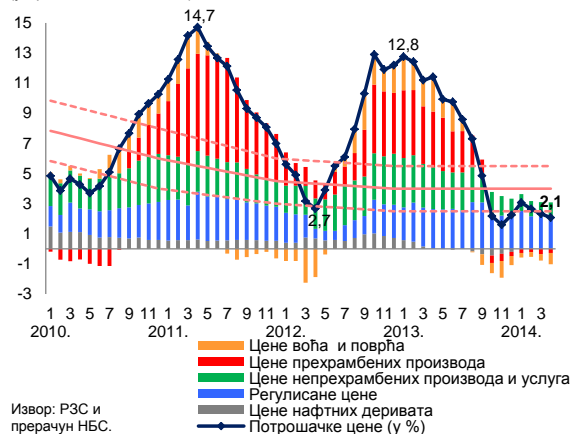
партнера. Истовремено, пад домаће тражње у условима фискалне консолидације требало би да утиче на успоравање увоза. У прилог очекиваном смањењу спољне неравнотеже говоре и кретања у првом тромесечју, када је дефицит текућег рачуна платног биланса био дупло нижи него у истом периоду прошле године.

Упркос очекиваном опоравку зоне евра, раст БДП-а ове и следеће године требало би да буде спорији у односу на 2013. годину. Спорији раст ове године биће последица исцрпљивања ефеката фактора на страни понуде, који су водили раст прошле године (тј. пољопривреде, аутомобилске и нафтне индустрије), као и спровођења фискалне консолидације. Због очекиваног фискалног прилагођавања, чији су ефекти на БДП у кратком року неминовно негативни, допринос потрошње домаћинства и државе расту остаће негативан ове и следеће године. Међутим, фискална консолидација и најављене структурне реформе отвориће простор за бржи и одржив раст БДП-а у средњем року.

* * *

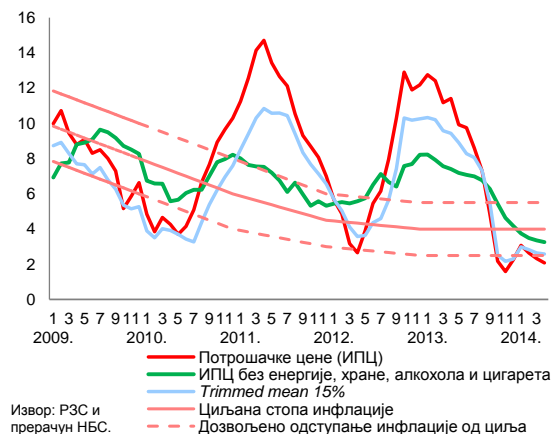
Инфлаторни притисци остали су ниски у прва четири месеца текуће године како по основу тражње, тако и по основу трошкова. Иако су цене примарних пољопривредних производа наставиле раст, трошкови сировина у производњи хране и даље су на ниском нивоу. У претходном периоду није било ни знатнијих притисака по основу увозних цена. Забележени раст потрошачких цена од 1,8% био је последица пре свега повећања посебне стопе ПДВ-а и акциза.

Графикон 9. Доприноси компоненти ИПЦ међугодишњој инфлацији (у процентним поенима)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон 10. Кретање цена (међугодишње стопе, у %)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

За разлику од укупне инфлације, која се последњих неколико месеци креће око доње границе циља, базна инфлација се од октобра прошле године налази у границама циља. Она је у априлу износила 3,3%. Да подсетим, базна инфлација представља део индекса потрошачких цена на који мере монетарне политике највише утичу.

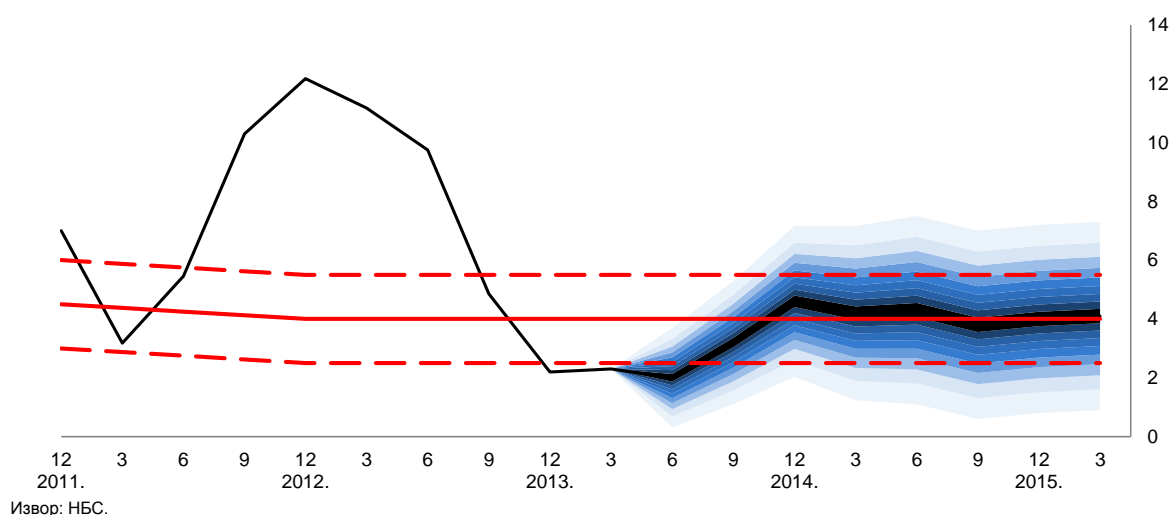
Према нашој процени, међугодишња инфлација ће се и у другом тромесечју кретати око доње границе дозвољеног одступања од циља. Иако ће ниска прошлогодишња база код цена хране допринети постепеном порасту инфлације у другој половини године, она ће се до краја периода пројекције кретати у оквиру граница циља.

Главни дезинфлаторни фактор остаје ниска домаћа тражња, чије дејство ће бити појачано најављеним мерама фискалне консолидације. С друге стране, с наступањем нове пољопривредне сезоне, цене хране деловаће умерено инфлаторно. Претпоставка пројекције је да ће, након врло добре прошлогодишње, овогодишња пољопривредна сезона бити просечна. Тиме би се трошкови у производњи хране вратили на свој неутралан ниво, а цене хране кретале сличном динамиком као остале компоненте потрошачких цена.

Поред тога, у пројекцији је претпостављен допринос регулисаних цена инфлацији у овој години од око 2,0 п.п. Међутим, будући да поскупљење електричне енергије још није потврђено, у случају његовог изостанка, допринос регулисаних цена био би мањи за око 0,5 п.п., тј. дошло би до одступања инфлације наниже у односу на пројектовану путању.

Инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред наставила су да се крећу у границама циља. У марту су на ниво циља смањена и инфлациона очекивања привреде. Кретање тих очекивања показује да је, са становишта постизања циља, за разлику од претходних година, утицај овог фактора сада неутралан.

Графикон 11. **Пројектована инфлација**
(међугодишње стопе, у %)



Ризици у погледу остварења пројекције инфлације односе се првенствено на потенцијална одступања од претпоставки о кретању цена примарних пољопривредних производа и на кретања у међународном окружењу, а у одређеној мери и на домаћа фискална кретања.

* * *

Полазећи од анализе текућих и очекиваних макроекономских кретања, Извршни одбор Народне банке Србије је на последњој седници донео одлуку да референтну каматну стопу снизи за 50 б.п., на ниво од 9,0%.

Наставак ублажавања монетарне политике у наредном периоду зависиће, пре свега, од јачине потенцијалних негативних ефеката екстерних шокова на премију ризика земље и цене примарних производа, као и од брзине и интензитета фискалне консолидације и успешности овогодишње пољопривредне сезоне.

Дакле, екстерно окружење и даље карактерише неизвесност у погледу токова капитала према земљама у успону, која је повећана избијањем украјинске кризе. Због тога је важно да се спроведу фискална консолидација и структурне реформе, пре свега у области јавног сектора, тржишта рада и пословног амбијента. Тиме би се ојачали економски фундаменти, тј. створио основ за одржив економски раст, и повећала отпорност наше економије на потенцијалне екстерне шокове. Истовремено, отворио би се простор за даље ублажавање монетарне политике.