



НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

Говор на презентацији  
Извештаја о инфлацији – мај 2015.

---

Бранко Хинић, генерални директор Директората  
за економска истраживања и статистику

Београд, 20. мај 2015.

*Даме и господо, поштовани представници медија и колеге економисти,*

Добро дошли на презентацију мајског Извештаја о инфлацији на којој ћемо вам представити наше виђење актуелних и очекиваних економских кретања и образложити одлуке које је Народна банка Србије донела од нашег последњег виђења у фебруару.

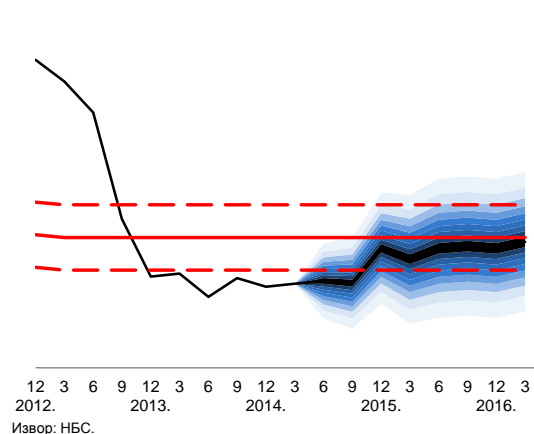
Инфлација се тренутно креће испод циља, али је након минимума у јануару, у фебруару отпочела постепен раст. Њен повратак у границе циља очекујемо у другој половини године. Нова пројекција инфлације благо је нижа у односу на пројекцију објављену у фебруарском Извештају о инфлацији, пре свега услед очекиваног нижег раста регулисаних цена.

Очекујемо да ће економска активност ове године стагнирати, за разлику од фебруарске пројекције када смо очекивали благ пад. Пројекцију смо кориговали навише због нешто бржег опоравка зоне евра, нашег главног спољнотрговинског партнера, и мањег пада финалне потрошње од очекиваног, чему доприносе и ниже цене нафте. За наредну годину нисмо мењали пројекцију раста бруто домаћег производа од 1,5%.

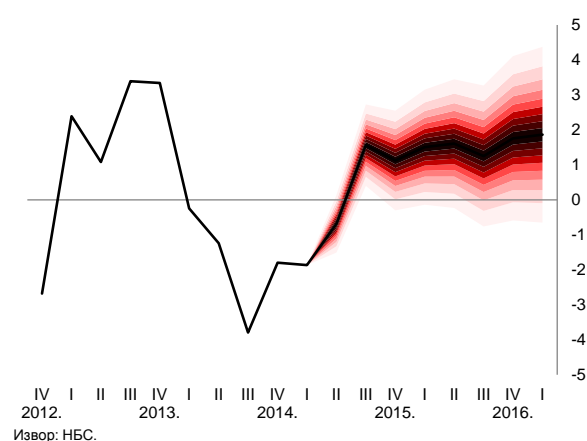
Прво тромесечје ове године обележили су добри фискални резултати. Консолидовани фискални дефицит износио је 2,4% процењеног бруто домаћег производа и, према нашој оцени, уз доследно спровођење фискалне консолидације, ове године биће мањи од 5,9% бруто домаћег производа, колико је предвиђено Фискалном стратегијом. Поред смањења унутрашње неравнотеже, очекујемо и смањење спољне неравнотеже – процењујемо да ће се дефицит текућег рачуна у овој години смањити на 4,2% бруто домаћег производа (са 6,0% бруто домаћег производа у прошлој години) захваљујући опоравку наших главних спољнотрговинских партнера, нижој цени нафте и ревитализацији рударства и енергетике.

Монетарну политику наставили смо да ублажавамо, доприносећи тиме економском опоравку у условима смањене фискалне експанзије. Референтна каматна стопа смањена је на најнижи ниво у режиму циљања инфлације, с обзиром на процену да у наредном периоду неће бити већих инфлаторних притисака, као и на постигнути аранжман с Међународним монетарним фондом и високу ликвидност на међународном финансијском тржишту.

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



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



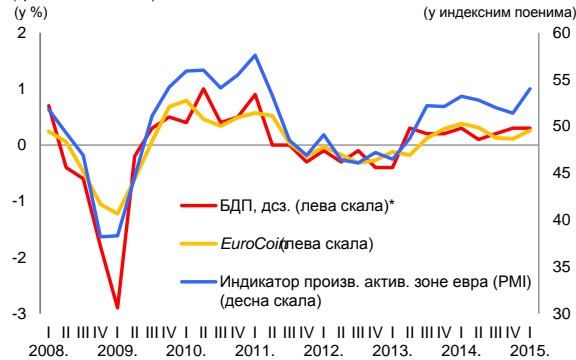
\* \* \*

Кретања у међународном окружењу обележила је неизвесност по основу неколико кључних питања: какви ће бити економски ефекти квантитативног попуштања Европске централне банке, када ће ФЕД почети да повећава референтну каматну стопу и како ће се кретати цена нафте у наредном периоду.

Европска централна банка је почетком марта започела програм куповине државних хартија земаља чланица и, по свему судећи, први резултати нових мера монетарне политике су охрабрујући – реалне каматне стопе се смањују, а евро слаби, што уз ниске цене нафте има стимулативни ефекат на привреду. Очекивани ефекти мера Европске централне банке и позитивна кретања економских показатеља у првом тромесечју утицали су на повећање прогнозе раста бруто домаћег производа зоне евра у 2015, која сада, према Међународном монетарном фонду и *Consensus Forecast-y*, износи 1,5%.

Опоравак у зони евра почео је да се прелива и на регион централне и источне Европе. Квантитативно попуштање Европске централне банке и ниска цена нафте отворили су простор централним банкама овог региона да додатно ублаже своје монетарне политике. То би – али уз потребно структурно прилагођавање – требало да помогне земљама региона да побољшају конкурентност на светском тржишту и убрзају привредни раст, упркос присутним геополитичким напетостима.

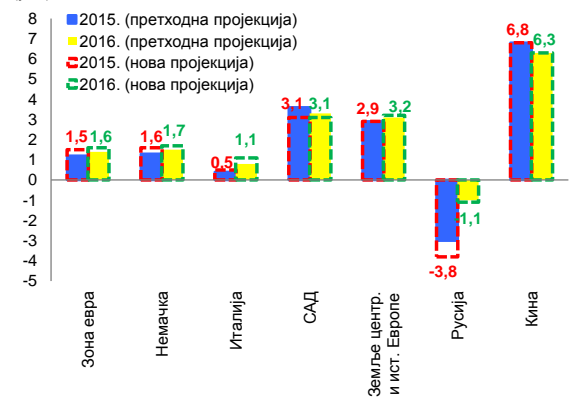
Графикон 3. Кретање БДП-а и индикатора економске активности зоне евра (тримесечне стопе)



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

\* Прелиминарна процена за Т1 2015.

Графикон 4. Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2015. и 2016. годину ММФ-а (у %)



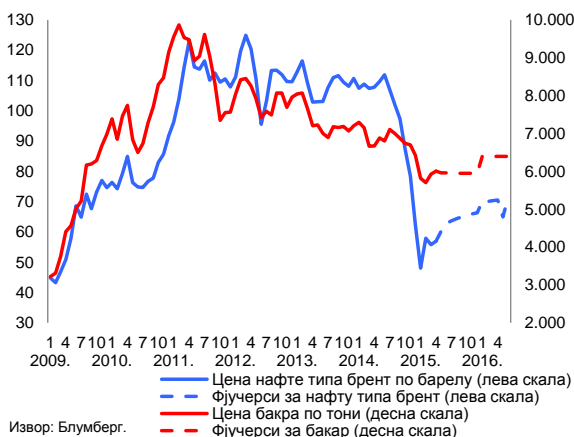
Извор: ММФ WEO Update (јануар 2015) и ММФ WEO (април 2015).

За разлику од Европске централне банке и других централних банака, ФЕД се припрема да започне повећање референтне каматне стопе. На састанку у марту наговестио је да би се то могло десити током лета, али је због неповољнијих података о економској активности и ситуацији на тржишту рада од очекиваних, на састанку у априлу изостао наговештај када би се то могло десити. Аналитичари оцењују да би до првог повећања референтне стопе могло доћи током трећег тромесечја, док фјучерси указују да ће ФЕД с повећањем сачекати до децембра.

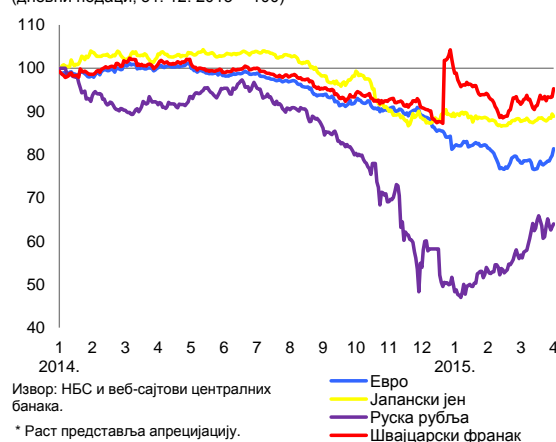
Након што је у јануару била на најнижем нивоу још од почетка 2009, светска цена нафте је у наредним месецима повећана, али је и даље знатно нижа него у претходном периоду. С обзиром на то да се главни фактори ниске цене нафте више налазе на страни понуде него на страни тражње, очекује се њен позитиван утицај на раст светске привреде. Као што смо истакли у фебруару, уколико се ниже цене нафте одрже у дужем временском периоду, може се очекивати повољан

утицај на спољнотрговински биланс и економску активност Србије. То је један од разлога што смо пројекцију раста бруто домаћег производа за ову годину кориговали навише.

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

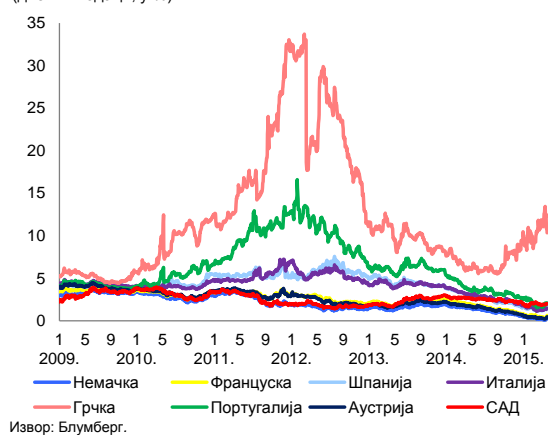


Графикон 6. Кретање курсева одређених националних валута према долару\* (дневни подаци, 31. 12. 2013 = 100)

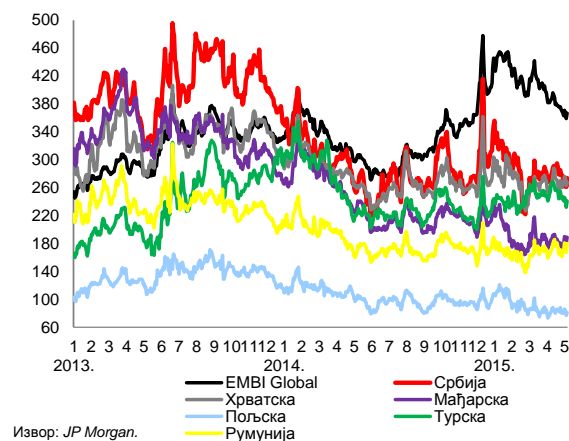


Премија ризика Србије, мерена *EMBI*, мања је него почетком године и тренутно износи 267 базних поена. Смањењу премије ризика допринели су пре свега споразум с Међународним монетарним фондом и спровођење фискалне консолидације, као и потврда кредитног рејтинга земље. Међутим, промене *EMBI* изазивало је и варирање приноса на референтну америчку десетогодишњу хартију услед неизвесности око почетка повећања референтне стопе ФЕД-а.

Графикон 7. Принос на десетогодишње обвезнице по земљама (дневни подаци, у %)



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

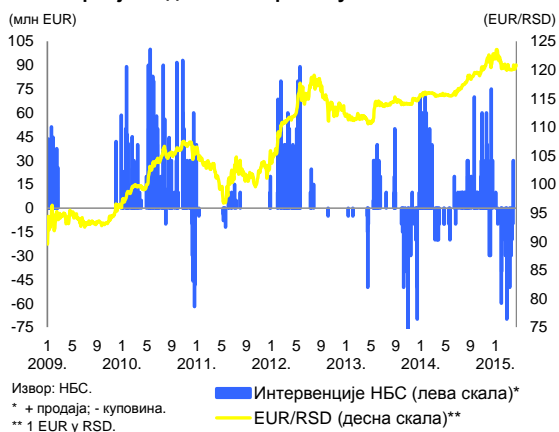


Повећана ликвидност на међународном финансијском тржишту и ниске, а све више и негативне стопе приноса на државне хартије развијених земаља утицале су на веће усмеравање токова капитала према тржиштима у спону, укључујући и наше. Важан додатни подстицај било је фискално прилагођавање, као и закључење аранжмана с Међународним монетарним фондом. Потврда тога су висока улагања нерезидентата у динарске државне хартије у фебруару и марту, што се одразило на њихову већу тражњу за динарима. Смањење тражње увозника енергената за девизама, релативно низак дефицит на рачуну робе и услуга и релативно висок нето откуп ефективног страног новца од мењача у марту били су додатни фактори апрецијацијских притисака на динар.

Како би ублажила прекомерне краткорочне осцилације курса, без намере да утиче на његов тренд кретања, Народна банка Србије је интервенисала на међубанкарском девизном тржишту како

куповином, тако и продајом девиза. Након што је у јануару продала 90 милиона евра, Народна банка Србије је у наредним месецима претежно интервенисала куповином (400 милиона евра), а знатно мање продајом (30 милиона евра).

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



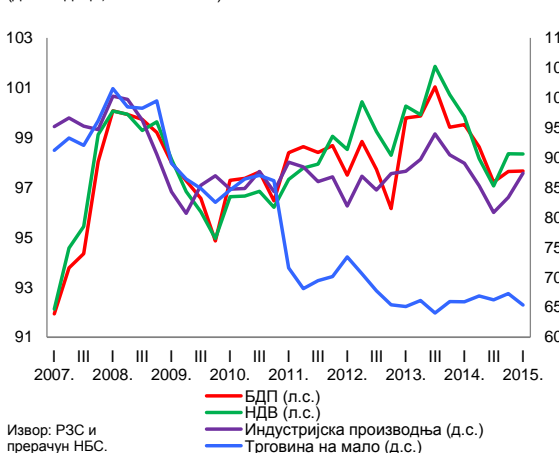
Графикон 10. Кретање курсева одређених националних валута према еврџу\* (дневни подаци, 2. 1. 2013 = 100)



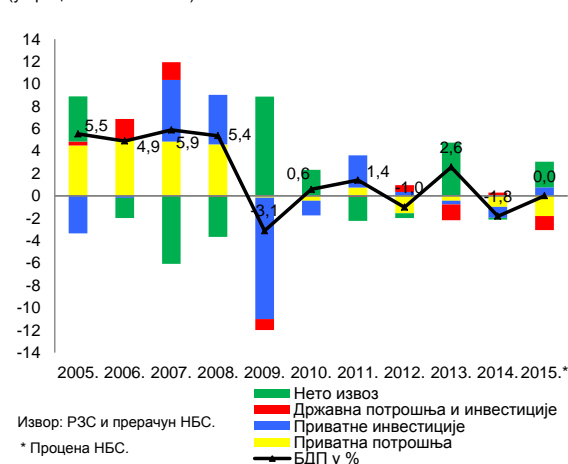
\* \* \*

Опоравак екстерне тражње, кроз допринос прерађивачкој индустрији, и наставак ревитализације рударско-енергетског комплекса неутралисали су негативна кретања у услужним секторима у току првог тромесечја, тако да је бруто домаћи производ остао непромењен у односу на претходно тромесечје. Охрабрује чињеница да је дошло до опоравка већег броја извозно оријентисаних грана, што пружа солидну основу за раст у наредним тромесечјима. У односу на исти период претходне године, бруто домаћи производ је, према процени Републичког завода за статистику, смањен у првом тромесечју за 1,9%. Ипак, позитивна кретања забележена су у прерађивачкој индустрији, чији је физички обим производње, након три узастопна тромесечја пада, остварио међугодишњи раст.

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



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



Услед бржег опоравка зоне евра и нижих цена нафте, очекујемо да ће раст нето извоза у овој години бити нешто већи, као и да ће пад потрошње домаћинстава бити мањи од претходно

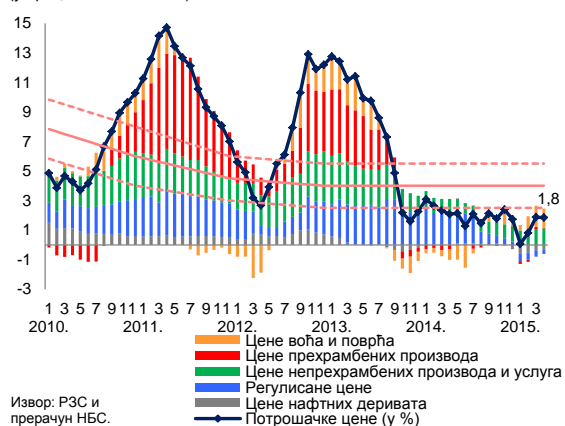
очекиваног. Стога смо процену раста бруто домаћег производа за 2015. ревидирали навише, тако да уместо благог пада очекујемо стагнацију економске активности. Посматрано с расходне стране, позитиван допринос очекујемо по основу нето извоза и у мањој мери од приватних инвестиција, док ће негативан допринос имати финална потрошња домаћинстава и државе. Посматрано с производне стране, допринос индустријске производње требало би да буде позитиван и већи од претходно очекиваног по основу прерађивачке индустрије. Позитиван допринос очекујемо и од опоравка производње у сектору рударства и енергетике након прошлогодишњег поплавама узрокованог оштећења капацитета. С друге стране, мања финална потрошња негативно ће се одразити на активност услужних сектора, који ће вероватно дати највећи негативан допринос расту бруто домаћег производа. Негативан допринос очекујемо и од пољопривредне производње, с обзиром на високу базу прошле године услед врло добре сезоне.

Неизвесност у погледу остварења пројекције бруто домаћег производа представљају пре свега брзина привредног опоравка зоне евра и темпо фискалне консолидације и структурних реформи. Наравно, неизвесност се односи и на успешност овогодишње пољопривредне сезоне. У ову пројекцију нису укључени потенцијални позитивни ефекти железаре у Смедереву.

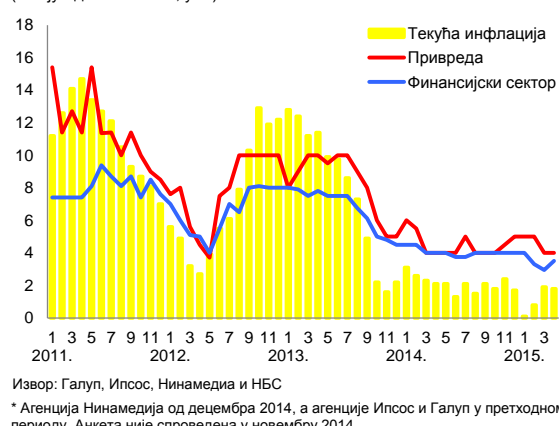
\* \* \*

Међугодишња инфлација је, у складу са очекивањима изнетим у фебруарском Извештају о инфлацији, и током првог тромесечја наставила да се креће испод доње границе дозвољеног одступања од циља. Након што се у јануару спустила на минимум (0,1%), инфлација је у фебруару отпочела раст и постепен повратак ка циљу. У априлу је износила 1,8%. Ниске стопе инфлације резултат су комбинованог деловања неколико фактора – ниске агрегатне тражње, ниске инфлације у међународном окружењу, ниских цена примарних производа, пре свега нафте, и изостанка очекиваних корекција регулисаних цена.

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 ће се у границе циља ( $4,0 \pm 1,5\%$ ) вратити у другој половини године и затим до краја периода пројекције наставити кретање у оквиру тих граница.**

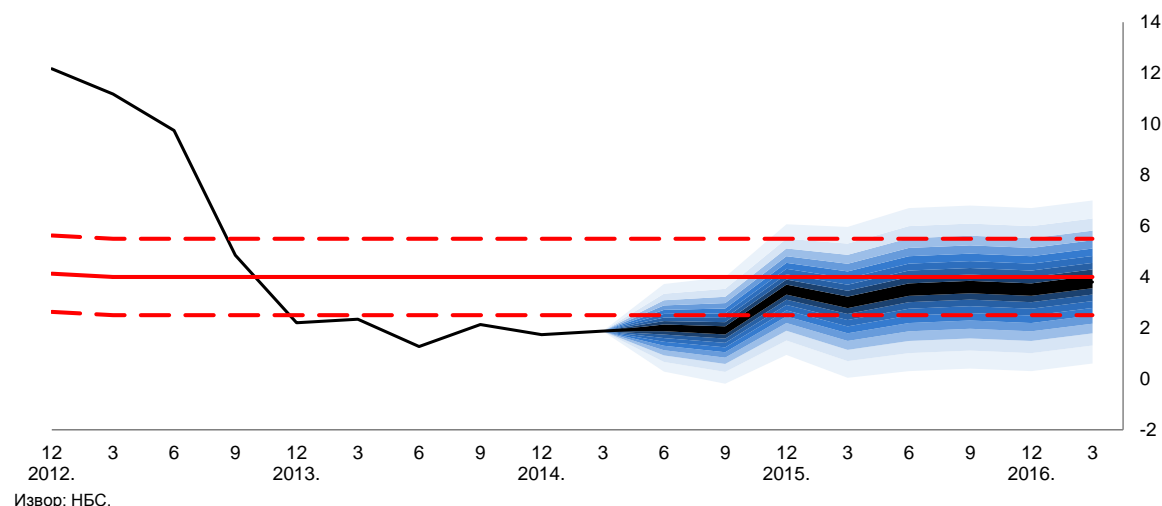
Очекивано повећање инфлације у наредном периоду биће вођено порастом цена свега неколико производа (цигарета, нафтних деривата и електричне енергије), који су у знатној мери допринели томе да се инфлација у протеклој години дана креће испод доње границе циља, као и ефектима ниске прошлогодишње базе. Ризици остварења пројекције инфлације односе се на кретања у међународном окружењу, укључујући кретање цена примарних производа, одступање од претпоставке о расту регулисаних цена, а у одређеној мери и на успешност овогодишње пољопривредне сезоне.

\* \* \*

Процењујући да у наредном периоду неће бити већих инфлаторних притисака, Извршни одбор Народне банке Србије наставио је да ублажава монетарну политику. Имао је у виду и да су инфлациона очекивања стабилизована у границама циља, да је повећано интересовање за улагања у Србију захваљујући фискалној консолидацији и аранжману с Међународним монетарним фондом, као и да су кретања у међународном окружењу повољнија. Референтна каматна стопа је у периоду март–мај смањена за укупно 150 базних поена, на 6,5%. То је уједно и њен најнижи ниво у режиму циљања инфлације. Поред тога, Извршни одбор је на седници у мају смањио коридор каматних стопа у односу на референтну стопу са  $\pm 2,5\%$  на  $\pm 2,0\%$ . Та мера је усмерена на даљу стабилизацију каматних стопа на међубанкарском новчаном тржишту.

Карактер монетарне политике у наредном периоду определиће у највећој мери дешавања у међународном окружењу и њихов утицај на кретање капитала и премију ризика Србије, као и кретање цене нафте и пољопривредних производа. Наставак доследног спровођења фискалне консолидације и структурних реформи требало би да створи додатни простор за ублажавање монетарне политике. При томе, желимо да истакнемо значај спровођења аранжмана с Међународним монетарним фондом и изразимо задовољство што су за сада сви постављени квантитативни критеријуми испуњени. Тако су нето девизне резерве Народне банке Србије на крају марта биле знатно више у односу на доњу границу постављену програмом, а међугодишња инфлација кретала се у оквиру договореног распона. Такође, фискална кретања су била у складу с циљевима програма и највећи део мера фискалне консолидације је спроведен како је и планирано. Очекујемо да ће тако бити и у наредном периоду, у коме ће од посебног значаја бити структурне политике, пре свега у области реструктурирања државних предузећа и побољшања окружења за нове инвестиције, а које једине могу повећати привредни раст и запосленост на дуги рок.

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



Извор: НБС.