



НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

Говор на презентацији
Извештаја о инфлацији – август 2015.

Бранко Хинић, генерални директор Директората
за економска истраживања и статистику

Београд, 19. август 2015.

Даме и господо, поштовани представници медија и колеге економисти,

Добро дошли на презентацију августовског Извештаја о инфлацији на којој ћемо вам представити анализе актуелних и очекиваних кретања у економији и образложити одлуке које је, у складу с њима, донела Народна банка Србије.

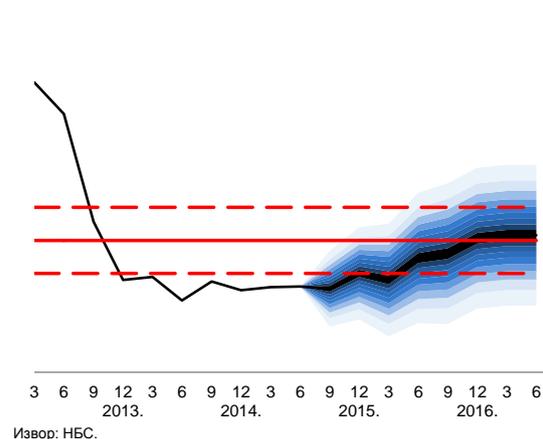
Од нашег последњег сусрета у мају, међугодишња инфлација је наставила да се креће испод доње границе циља, док је раст бруто домаћег производа у другом тромесечју био већи од очекиваног. Пројекција инфлације је нижа у односу на мајску, јер су цене примарних производа ниже од претходно очекиваних. У складу с тим, инфлација ће се до средине наредне године кретати око доње границе дозвољеног одступања од циља, а након тога ће се постепено приближити циљу од 4,0%.

Пројекцију раста бруто домаћег производа у 2015. години ревидирали смо навише – са 0,0% на 0,5%, јер ће, по свему судећи, пад домаће потрошње бити мањи од претходно очекиваног. Као и у мају, очекујемо раст бруто домаћег производа у 2016. од 1,5%, који ће бити вођен инвестицијама и нето извозом, а у мањој мери и потрошњом домаћинстава.

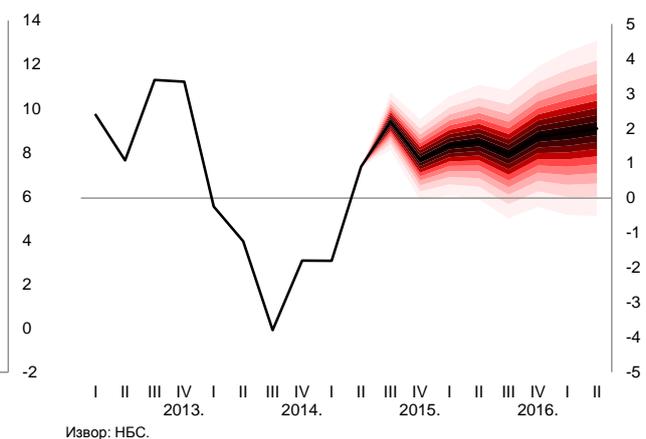
Повољна фискална кретања су настављена, а на нивоу године очекујемо нижи буџетски дефицит од пројектованог. Поред смањења унутрашње неравнотеже, даље се смањује и спољна неравнотежа – текући дефицит у првој половини године нижи је за око 30,0% у односу на исти период претходне и очекујемо да ће он у овој години износити нешто изнад 4% бруто домаћег производа.

Реагујући на ниже инфлаторне притиске, Народна банка Србије наставила је да ублажава монетарну политику смањењем референтне каматне стопе на 5,5%. Очекујемо да адекватна реакција тржишта неће изостати, тј. да ће доћи до даљег смањења динарских каматних стопа на тржишту новца и кредита, што би требало да допринесе опоравку домаће привреде.

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



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



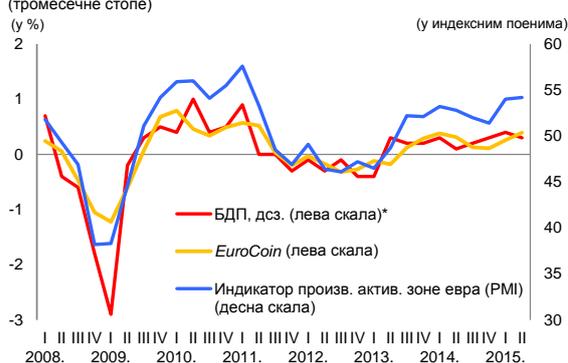
* * *

Монетарне политике централних банака развијених земаља још увек су експанзивне, што, уз ниске светске цене нафте, ствара повољне услове за глобални економски опоравак. Све експанзивнију монетарну политику у наредном периоду водиће Европска централна банка, али се ФЕД приближава одлуци о почетку повећања референтне стопе. Будући да карактер монетарне политике ФЕД-а у великој мери одређује глобалну ликвидност, то је један од основних фактора

неизвесности у међународном окружењу. Тржишта очекују да ће до те одлуке доћи до краја године, али се након прошлонедељне девалвације кинеског јуана процењује да би она могла бити и одложена.

Економска активност зоне евра од краја прошле године убрзава раст, чему доприносе мере монетарне политике Европске централне банке, као и ниске цене нафте и слабљење евра. Раст зоне евра се позитивно одражава и на економска кретања у земљама централне и источне Европе. Висока глобална ликвидност и даље је повољна за прилив капитала у ове земље, што, уз ниске цене нафте и ниску инфлацију, омогућава и њиховим централним банкама да даље ублаже своје монетарне политике и тиме допринесу опоравку привреде.

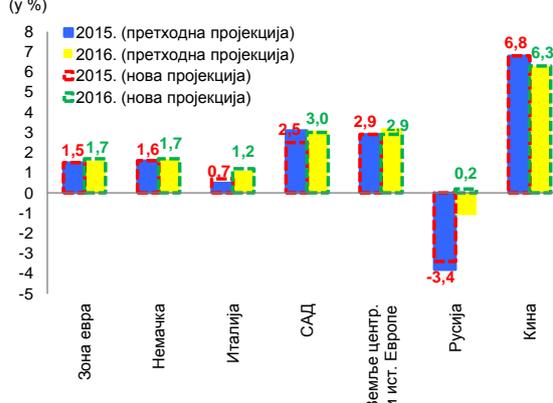
Графикон 3. Кретање БДП-а и показатеља економске активности зоне евра (тримесечне стопе)



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

* Прелиминарна процена за Т2 2015.

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



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

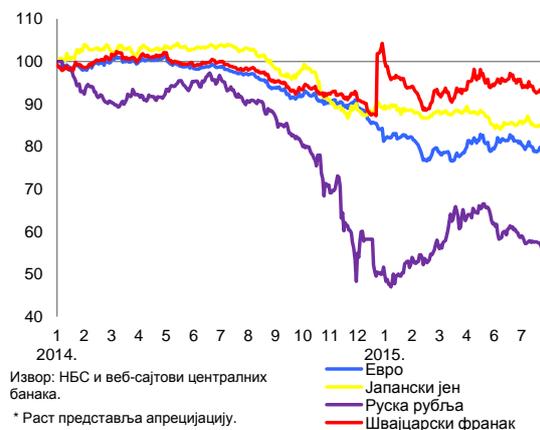
За овај регион, па и Србију, значајно је смањење неизвесности у погледу кризе у Грчкој, не толико због њених директних, већ због евентуалних индиректних ефеката преко утицаја на међународно финансијско тржиште и привреду зоне евра. Грчка криза до сада није изазвала претерано велике потресе на међународном финансијском тржишту и повлачење инвеститора из ризичније активе. Чини се да је важније питање да ли ће грчка криза ограничити привредни раст зоне евра, у коју одлази око 45% нашег извоза. За сада, већина водећих институција и аналитичара није мењала пројекције раста бруто домаћег производа зоне евра.

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



Извор: Блумберг.

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



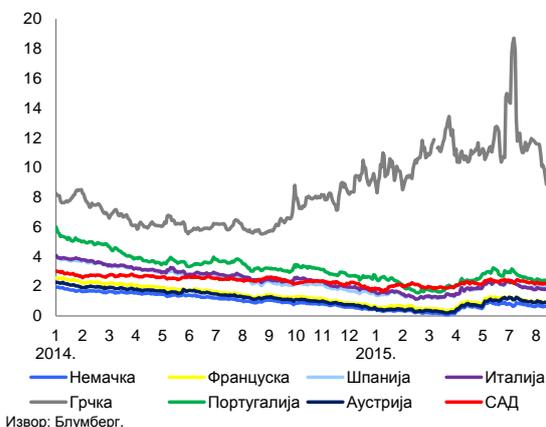
Извор: НБС и веб-сајтови централних банака.

* Раст представља апрецијацију.

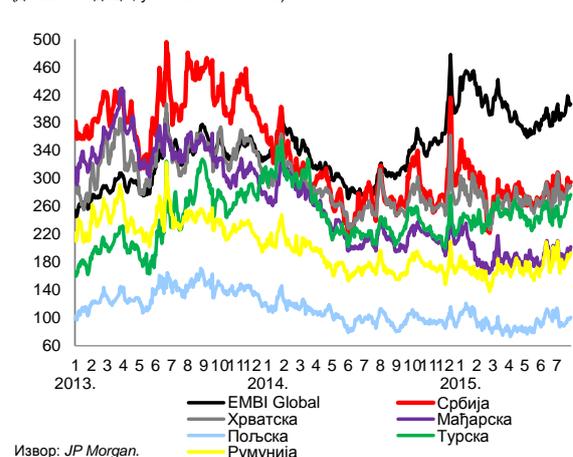
Значајан извор неизвесности у међународном окружењу представља и кретање цена нафте. Очекивање да ће повећање референтне каматне стопе ФЕД-а бити одложено привремено је

ослабило dolar, што је ишло у прилог опоравку цена нафте у другом тромесечју. Међутим, у јулу су цене нафте поново почеле да падају, спутивши се на испод 50 долара за барел. До краја године не би требало да дође до знатнијег раста њених цена, због и даље високих светских залиха, повратка Ирана на тржиште и неизвесне динамике глобалног опоравка.

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

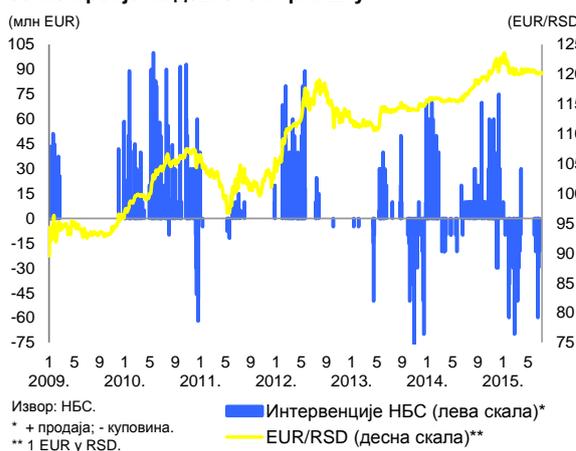


Графикон 8. Показатељ премије ризика – EMBI по земљама (дневни подаци, у базним поенима)

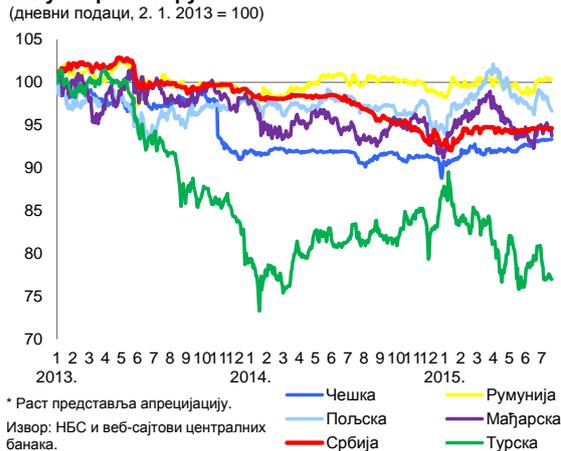


И поред присутне неизвесности на међународном тржишту, захваљујући домаћим факторима, пре свега побољшаној фискалној и екстерној позицији земље, као и успешној првој ревизији аранжмана с Међународним монетарним фондом, премија ризика Србије, мерена EMBI, остала је стабилна и током протеклих месеци кретала се око 290 базних поена. Таква кретања подстакла су јачање апрецијацијских притисака. Како би ублажила прекомерне краткорочне осцилације курса, без намере да утиче на тренд његовог кретања, Народна банка Србије је од априла до краја јула интервенисала на међубанкарском девизном тржишту куповином 380,0 милиона евра и продајом 30,0 милиона евра.

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



Графикон 10. Кретање курсева одређених националних валута према еврџу*

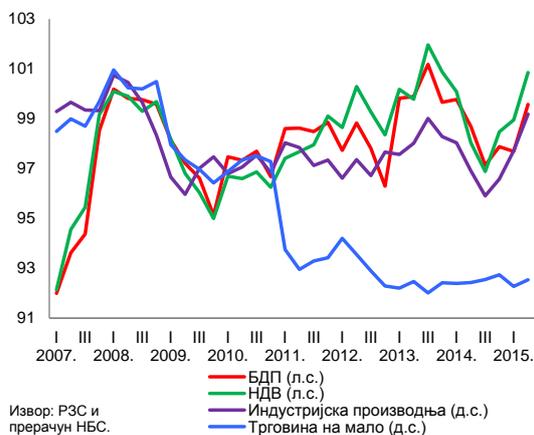


* * *

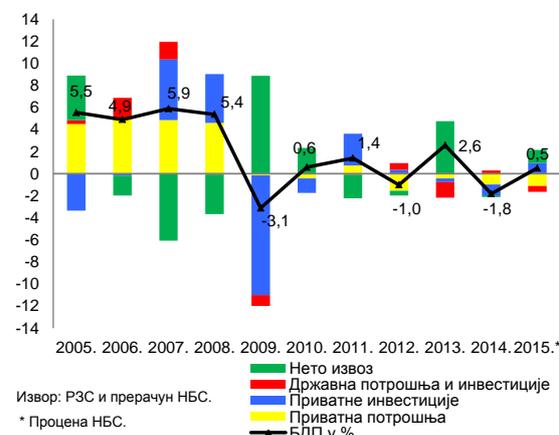
Захваљујући добрим резултатима у индустрији и грађевинарству, раст бруто домаћег производа у другом тромесечју већи је од очекиваног и износи 1,9% десезонирано. Раст индустријске производње подржале су ниске цене енергената на трошковној страни, а опоравак зоне евра на страни тражње. Опоравку грађевинарства допринело је интензивирање реализације капиталних пројеката, као и нова законска решења у тој области. Посматрано с расходне стране, реформе

пословног амбијента и побољшање финансијске позиције предузећа, пре свега услед пада цена нафте, позитивно су се одразили на раст приватних инвестиција. То је, уз мање негативне ефекте фискалне консолидације на финалну потрошњу од очекиваних, био главни разлог позитивног доприноса домаће тражње расту бруто домаћег производа у другом тромесечју.

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



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



Раст бруто домаћег производа забележен је и на међугодишњем нивоу (0,9%), захваљујући пре свега опоравку рударства и енергетике од последица прошлогодишњих поплава. Очекујемо да ће бруто домаћи производ ове године порастати за 0,5%, за разлику од мајске пројекције када смо очекивали стагнацију. Таква очекивања заснивамо на бољим перформансама индустрије и грађевинарства, иако ће пад пољопривредне производње, услед суше, бити већи од очекиваног. Посматрано с расходне стране, доследно фискално прилагођавање, праћено спровођењем структурних реформи, требало би да резултира већим инвестицијама и нето извозом. Негативан допринос бруто домаћем производу у овој години очекујемо по основу финалне потрошње, који ће ипак бити мањи од претходно очекиваног, што је и главни разлог ревизије раста бруто домаћег производа у овој години. Мањи пад потрошње очекујемо по основу неколико фактора: већег расположивог дохотка домаћинстава захваљујући паду цена нафтних деривата, расту дознака и повећању масе зарада у приватном сектору, али и ниској инфлацији. Иако опоравак екстерне тражње позитивно утиче на наш извоз, допринос нето извоза биће нижи, јер ће се због већих инвестиција и блажег пада потрошње повећати увоз.

Раст бруто домаћег производа у 2016. требало би да буде вођен инвестицијама и нето извозом, а позитиван допринос очекујемо и по основу потрошње домаћинстава. У складу с наставком фискалног прилагођавања, потрошња државе би и следеће године требало да забележи пад. Неизвесност у погледу остварења пројекције бруто домаћег производа представљају резултати овогодишње пољопривредне производње, брзина привредног опоравка зоне евра и ефекти фискалне консолидације и структурних реформи.

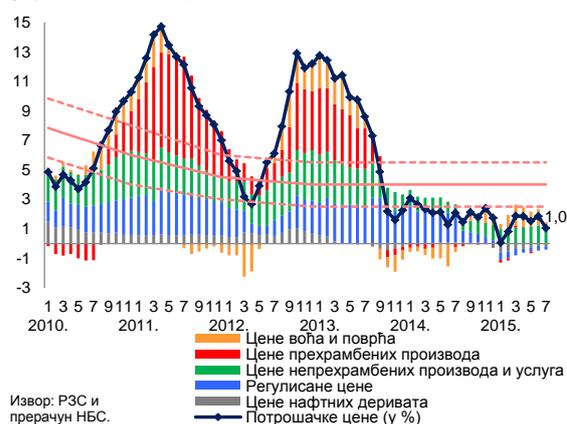
* * *

Инфлаторни притисци су остали ниски и током другог тромесечја како по основу већине домаћих фактора, тако и по основу ниске инфлације у међународном окружењу и ниских цена примарних производа на светском тржишту. Међугодишња инфлација је наставила да се креће испод доње границе циља, а у јулу је услед снажног пада цена поврћа износила 1,0%. На кретање инфлације испод циља у највећој мери су утицали изостанак очекиваних корекција регулисаних цена у

претходној години и пад цена нафтних деривата услед израженог пада светских цена нафте крајем претходне и почетком ове године.

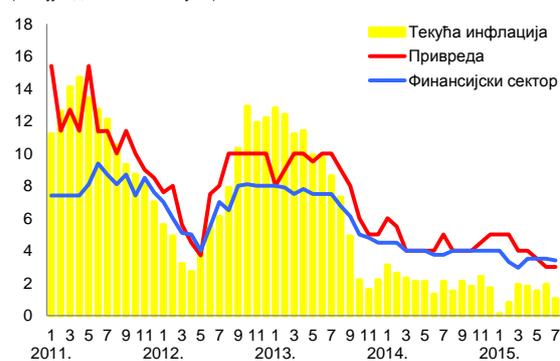
Као резултат ниске инфлације и ниских инфлаторних притисака, инфлациона очекивања стабилизована су у границама циља како за годину дана унапред, тако и средњорочно, што је кључан предуслов стабилизације инфлације и повећања ефикасности мера монетарне политике.

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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

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



Извор: Галуп, Ипсос, Нинамедиа и НБС.

* Агенција Нинамедиа од децембра 2014, а агенције Ипсос и Галуп у претходном периоду. Анкета није спроведена у новембру 2014.

Према нашој централној пројекцији, међугодишња инфлација ће се у наредној години дана кретати око доње границе дозвољеног одступања од циља, уз могућ улазак у границе циља крајем ове или почетком следеће године. У другој половини 2016. године очекујемо њено постепено приближавање циљу од 4,0%.

За разлику од претходног, у наредном периоду позитиван допринос инфлацији даће и регулисане цене, пре свега августовско поскупљење електричне енергије. Поред тога, инфлација ће порастити и по основу ниске прошлогодишње базе, која је првенствено последица прошлогодишњег појевтињења цигарета и нафтних деривата. Насупрот њима, дезинфлаторно ће деловати ниске светске цене нафте, ниска агрегатна тражња, ниска инфлација у међународном окружењу и рестриктивна фискална политика.

Када је реч о храни, очекујемо да ће умерено поскупети индустријско-прехранбени производи, услед раста цена сировина у њиховој производњи, тј. појединих примарних пољопривредних производа погођених сушом. Цене воћа и поврћа су у првој половини године биле на високом нивоу, па се због базног ефекта очекује да оне, упркос ефектима суше, у преосталом делу године имају нижи међугодишњи раст у поређењу с првом половином године.

Највећа неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације управо се односи на кретање цена примарних пољопривредних производа и њихов утицај на цене хране. Поред тога, ризици пројекције тичу се и утицаја кретања у међународном окружењу на премију ризика земље и прилив капитала, а у одређеној мери и потенцијалног одступања од претпоставке о расту регулисаних цена у 2016. години.

* * *

У складу с ниским инфлаторним притисцима, референтна каматна стопа је и у јуну, четврти месец заредом, смањена за 50 базних поена, на 6,0%. У јулу није мењана, али је у августу поново

смањена за 50 базних поена, на 5,5%. Након постизања договора Грчке с међународним кредиторима, екстерни ризици су нижи, што, уз аранжман с Међународним монетарним фондом и повољније економске и платнобилансне резултате од очекиваних, доприноси релативној стабилности девизног тржишта и повољнијој перцепцији инвеститора за улагања у Србију. Имајући то у виду, као и дезинфлаторни утицај већине домаћих фактора, ниску инфлацију у међународном окружењу и стабилизована инфлациона очекивања у границама циља, Извршни одбор је у августу одлучио да настави са ублажавањем монетарне политике.

Будући да су екстерни ризици и даље присутни, карактер монетарне политике у наредном периоду зависиће пре свега од оцене њиховог потенцијалног инфлаторног утицаја. Такође, релевантан фактор биће и овогодишња пољопривредна сезона, тј. кретање цена примарних пољопривредних производа на домаћем и светском тржишту. Очекујемо да ће наставак успешне реализације мера фискалне консолидације и структурних реформи, уз аранжман с Међународним монетарним фондом, допринети одрживости јавних финансија и даљем побољшању макроекономских перспектива земље. То ће смањити изложеност домаће привреде негативним екстерним утицајима и даље побољшати услове за привредни раст.

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

