



Извештај о инфлацији – август 2008.

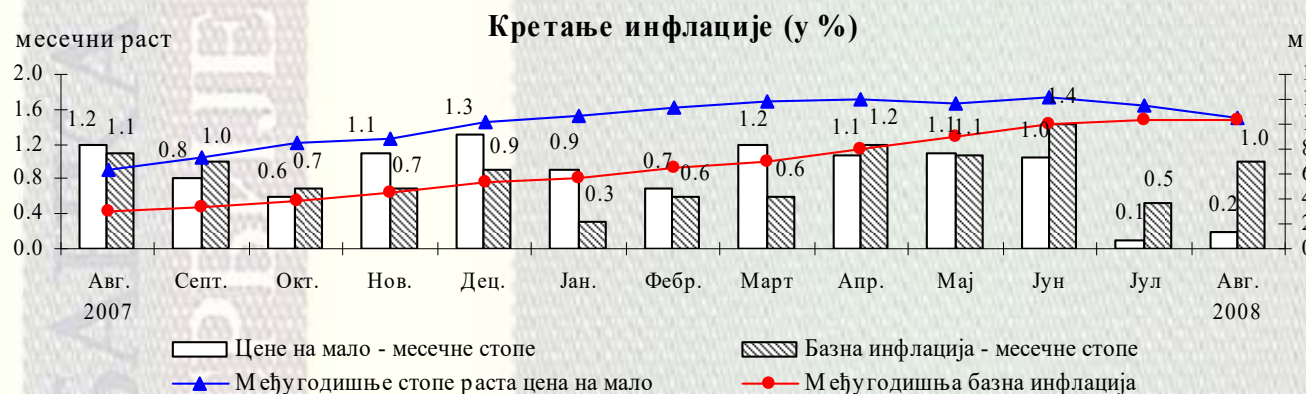
Радован Јелашић – гувернер Народне банке Србије

Београд, 02. септембар 2008. године

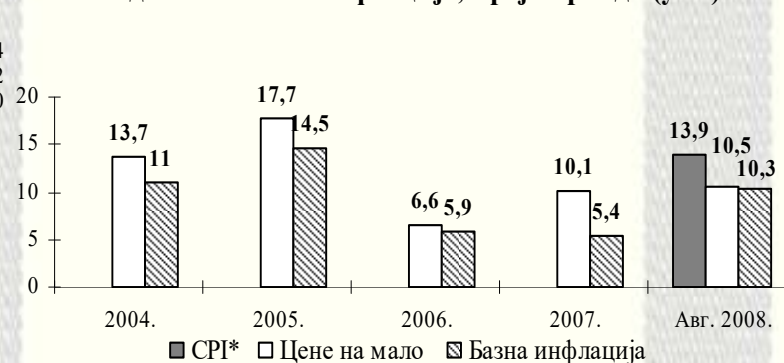
Садржај

- Одлука и кретање референтне каматне стопе у наредном периоду
- Пројекција инфлације
- Инфлација и њени фактори
- Монетарни услови и финансијска тржишта
- Монетарна политика у наредном периоду

Међугодишња инфлација је од почетка године изнад циљаног распона



Годишње стопе инфлације, крај периода (у %)

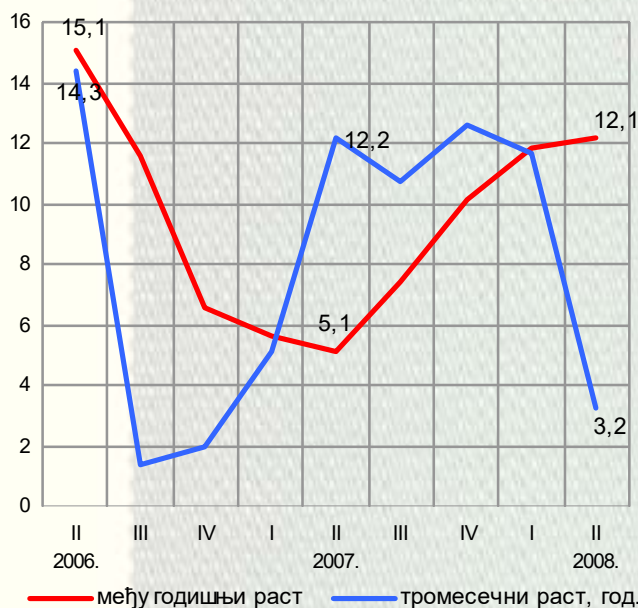


* CPI - Consumer Price Indeks= Индекс потрошачких цена, податак за јул 2008.

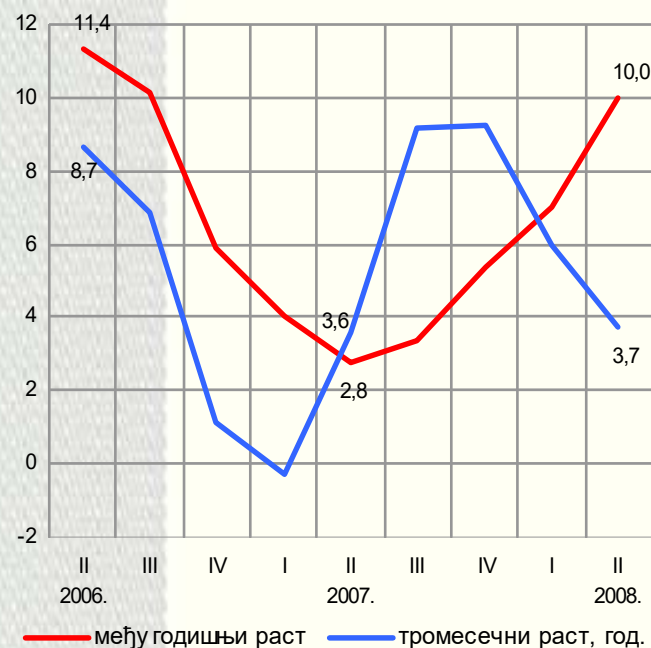
- Међугодишња базна инфлација је наставила раст изнад циљаног распона, у августу износи 10,3% и на нивоу је јулске;
- Од укупног међугодишњег раста цена на мало у августу од 10,5%, више од половине је удео регулисаних цена (5,6%);
- Пад међугодишњих стопа је резултат чињенице да је убрзање раста цена уследило након наглог повећања цена хране и деривата у августу 2007.
- Међугодишњи раст индекса потрошачких цена у јулу износи 13,9%;

Базна инфлација не успорава месечни раст

Цене на мало
(у %)



Базна инфлација
(у %)



- Сходно очекивањима, у другом тромесечју 2008. године, базна инфлација се нашла изнад горње границе циљаног распона, 10,0%мг, са изузетно високим тромесечним растом (3,7%);
- Раст цена на мало у другом тромесечју износио 3,2% (12,1% мг), са доприносом регулисаних цена од 1,5%;
- Високе стопе базне инфлације забележене и у јулу и августу (0,5% и 1,0%).

Узроци убрзања инфлације су привременог карактера, а њено успоравање очекујемо у средњем року

- Узроци неочекиваног раста инфлације у другом тромесечју 2008.
 - Раст цена хране;
 - Раст цена нафте;
 - Одложени ефекти номиналне депресијације из првог тромесечја;
 - Висока инфлаторна очекивања.
- Тренутно дезинфлаторно делују следећи фактори:
 - Светске цене нафте и хране бележе пад;
 - Депресијација динара;
 - Нема индикација инфлаторних притисака са стране тражње – за сада! (производни јаз на неутралном нивоу, зараде успоравају раст, а кредити се крећу испод тренда);
 - Компоненте монетарних услова указују на појачање рестриктивног карактера монетарне политике (реална каматна стопа и реални девизни курс).

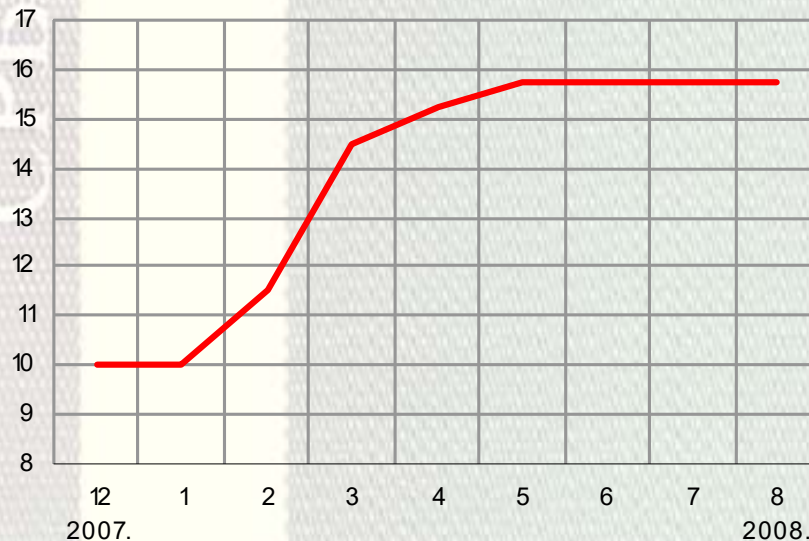
Монетарни одбор НБС је одлучио да задржи референтну каматну стопу на непромењеном нивоу од 15,75%

- Инфлација у 2. тромесечју је убрзана и изнад наших очекивања, али је оцењено да већина фактора у средњем року делује дезинфлаторно (цене хране и нафте, апресијација динара и успорена тражња);
- Усвајањем средњорочних циљева инфлације у мају продужен је временски хоризонт монетарне политике са једне на три године;
- Задржавање референтне каматне стопе на садашњем нивоу вратиће базну инфлацију у циљани распон средином наредне године;
- Кључни аргументи за задржавање референтне стопе су:
 - Висока инфлаторна очекивања
 - Ризици везани за неизвесно кретање цена нафте и
 - Очекивана експанзивност фискалне политике
- У средњем року очекујемо смањење референтне стопе ако се горе наведени ризици смање и оствари пројекција инфлације.

Иако је НБС правовремено преузела рестриктивне и непопуларне мере...

Кретање репо стопе НБС

(крајем месеца, на годишњем нивоу, у %)

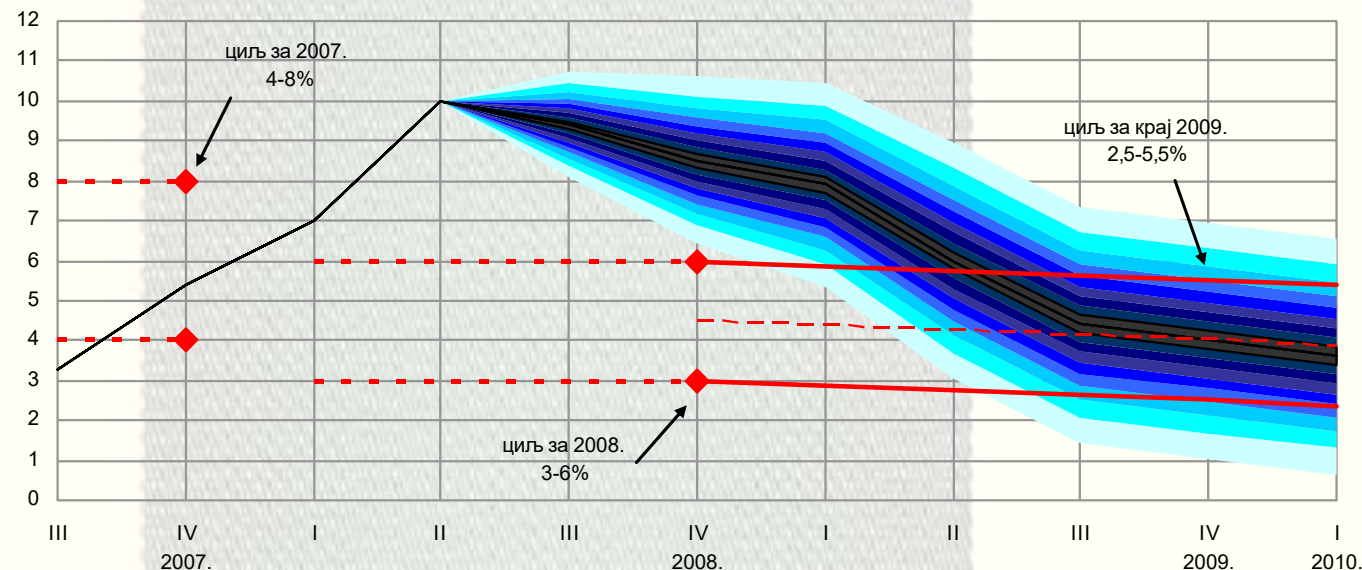


Извор: НБС

- НБС је била прва централна банка која је већ крајем јануара почела са знатним повећањем референтне каматне стопе: са 10.00% - 15.75%;
- НБС је успела да својим мерама успори раст кредита, пре свега физичким лицима;
- НБС је константно указивала на неодговарајуће мере владе, у циљу апсорбовања екстерних инфлаторних шокова и уједно и давала предлоге базиране на најбољој светској пракси.

...циљ за 2008, утврђен априла 2007, сада већ извесно, неће бити остварен – враћање у коридор средином 2009. године

Пројектована базна инфлација
(међугодишње стопе, у %)



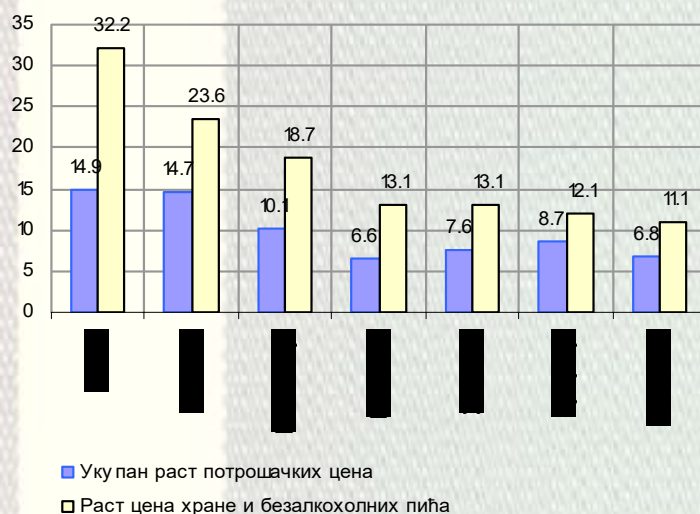
- Базна инфлација у 2008. години ће бити изнад циљаног распона;
- Централна пројекција базне инфлације за крај 2008. износи 8,7%, а укупне 9,4%;
- Са овом пројекцијом конзистентан постојећи ниво рестриктивности монетарне политике;
- Главни ризици остварења пројекције: фискална политика и светске цене нафте.

Зашто НБС није успела да оствари циљ базне инфлације од 3 до 6%?

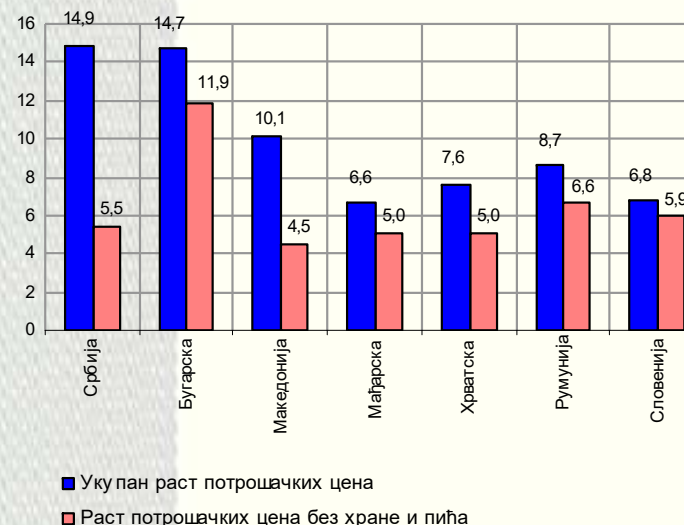
- Повећана рестриктивност НБС била је неутралисана деловањем других фактора:
 - Скок светских цена хране и сирове нафте, али и других примарних производа, - пошто се ради о “шоковима” на страни понуде - нити је могао бити анулиран утицајем монетарне политике;
 - Изборне тензије у земљи и у односима са светом условили су раст неповерења и турбуленције на девизном и тржишту капитала, што је одгодило утицај мера НБС;
 - Одгођен утицај светске финансијске кризе.
- Чак и драстично поштравање монетарне политике у протеклом периоду не би вратило базну инфлацију у оквиру циљаног распона.

Растућа инфлација и одступање од циља су светски феномени

Потрошачке цене
(јун 2008/јун 2007, у %)

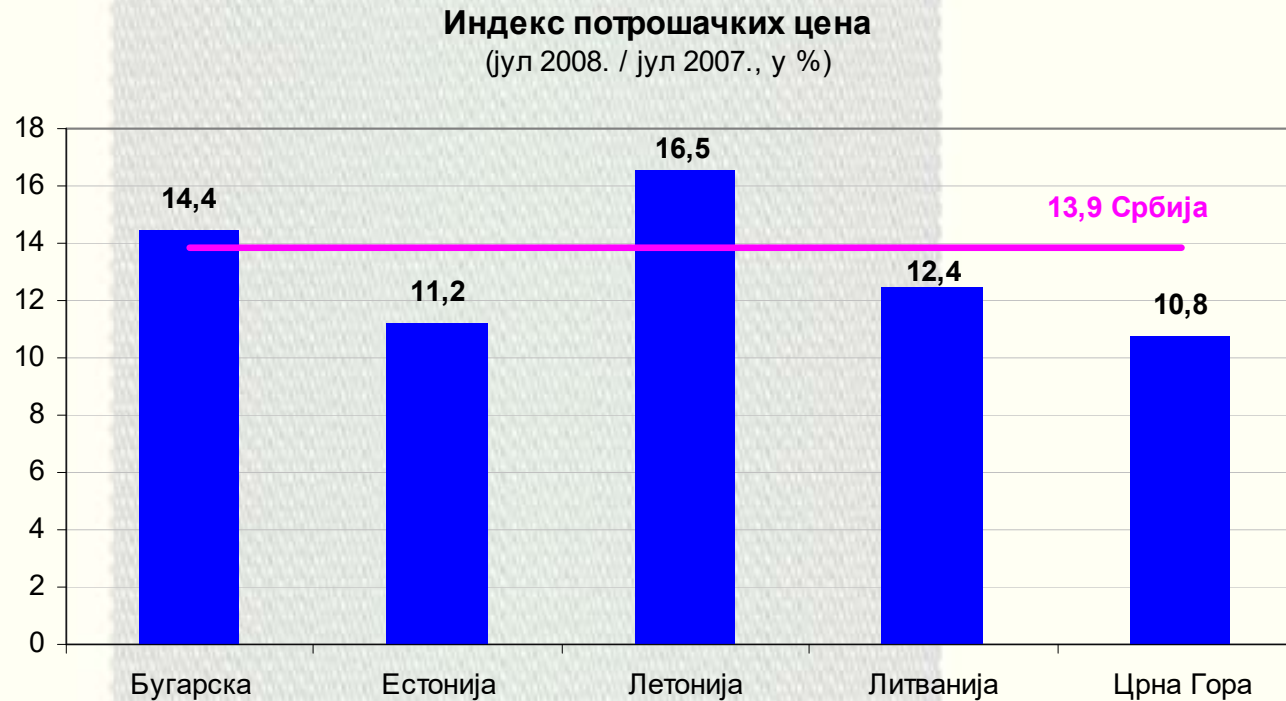


Потрошачке цене без хране и безалкохолних пића
(јун 2008/јун 2007, у %)



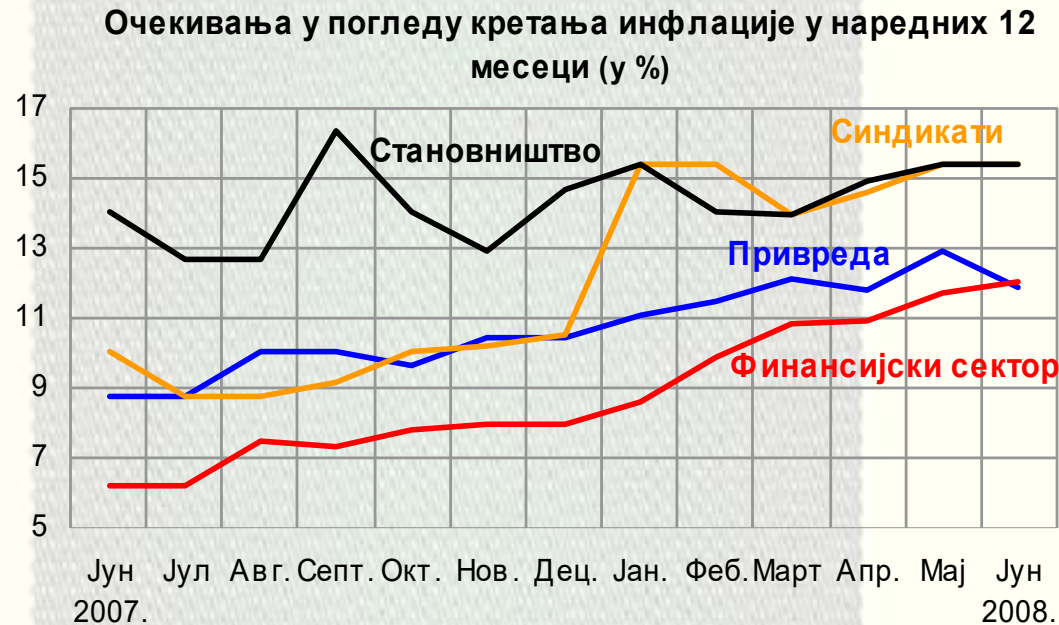
- Иако је Србија убедљиви регионални рекордер по расту цена хране, разлике у погледу укупне инфлације нису у тој мери значајне
- Ако искључимо ефекте поскупљења хране и пића, инфлација у Србији је нижа у поређењу са Бугарском, Румунијом и Словенијом
- Од земаља које дефинишу инфлацију као циљ једино је Бразил, и то незнатно, испод горње границе циљаног распона

Фиксни курс или страна валута нису гаранција ниске инфлације



Напомена: Бугарска и Естонија валутни одбор, Летонија и Литванија валутни одбор са бендом ($\pm 15\%$ око централне вредности која се не мења) и Црна Гора са потпуном евризацијом

Раст инфлаторних очекивања, инициран претходним факторима, допринео је даљем убрзању инфлације



Извор: Анкета (TNS Medium Gallup).

- Кључни фактор убрзања инфлације у последњим месецима;
- Јунска инфлаторна очекивања финансијског сектора за период од наредних 12 месеци остварила су раст у односу на претходни месец и износе 12,1%;
- Инфлаторна очекивања се не сузбијају преко ноћи и, као и цене, ригидна су на доле.

Динар је у току другог тромесечја апресирао за 1,9% према еврџ

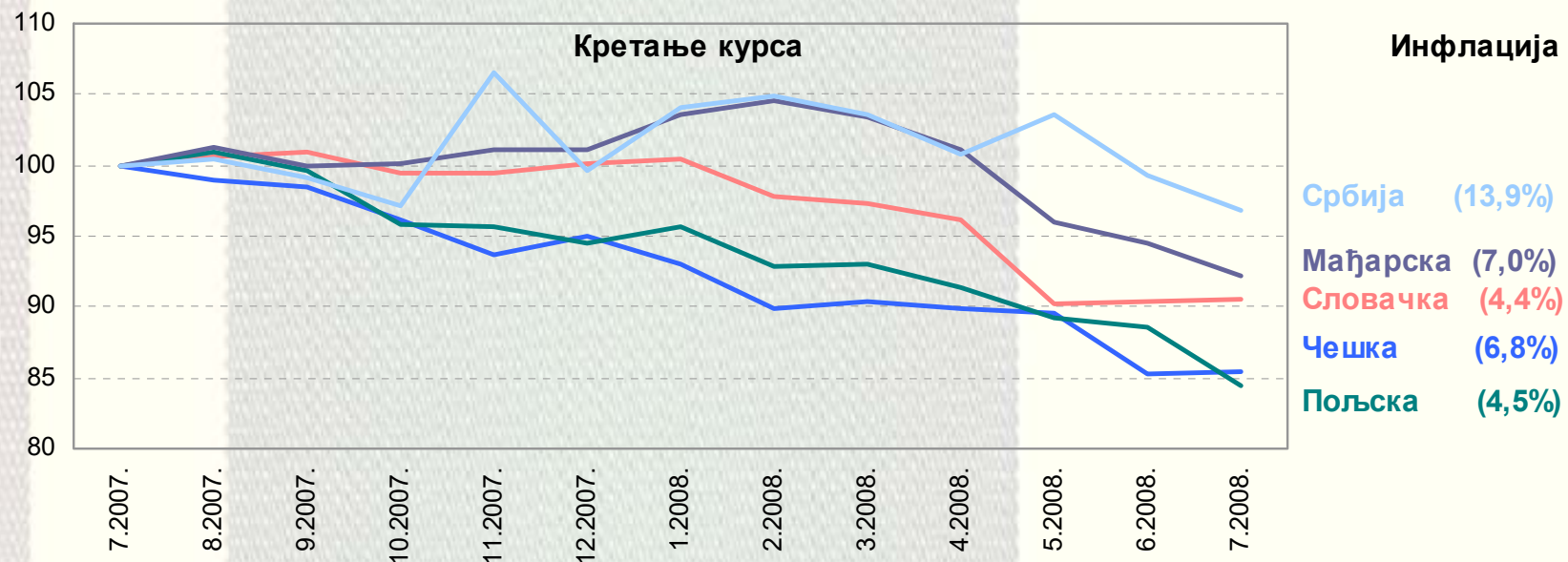
Кретање курса динара према еврџ у 2007. и 2008. години



- У току јула и августа динар је наставио да јача према еврџ.
- 7. августа 2008. године динар је достигао највишу вредност у односу на еврџ од октобра 2004. године (75,75 RSD/EUR).

Вишу инфлацију од планиране имају и земље са значајном апресијацијом

Кретање курса* (31.7.2007 = 100) и међугодишња промена потрошачких цена

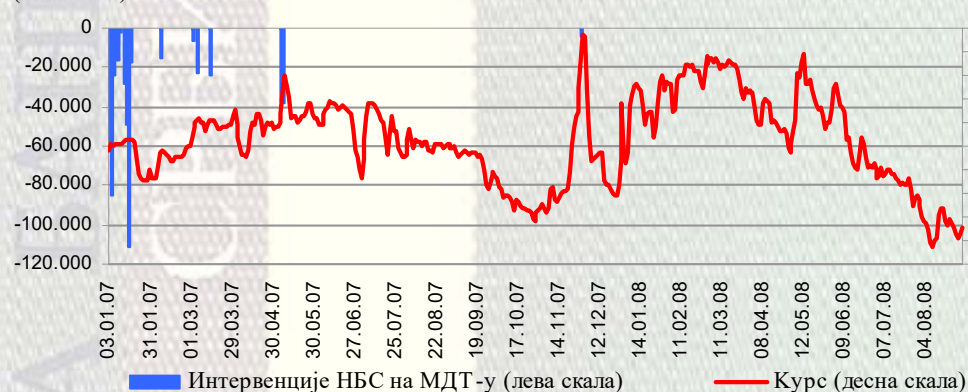


* Крај периода. Индекс испод 100 указује на апресијацију, изнад 100 - на депресијацију.

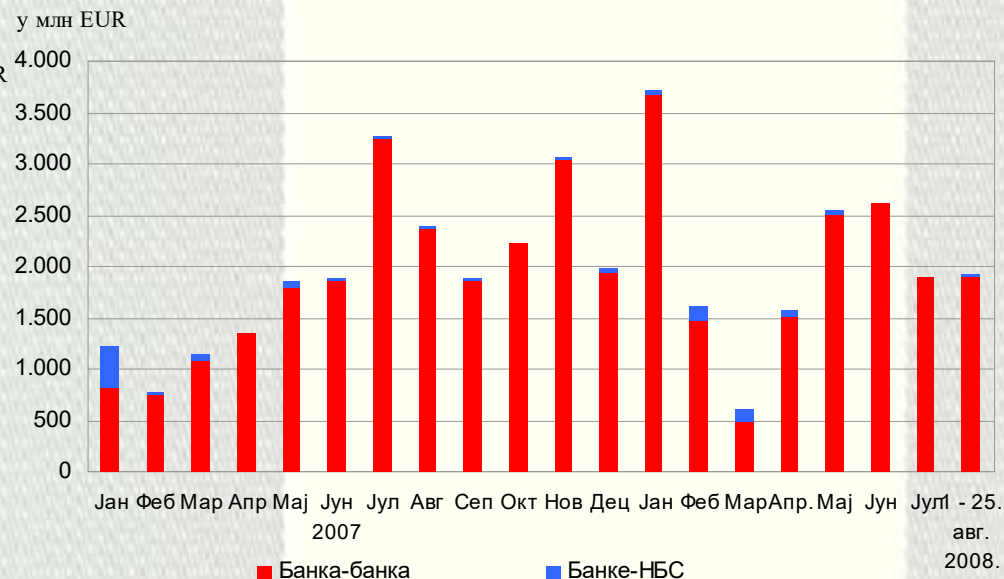
- Без обзира да ли кретање курса националних валута тумачимо као “колатералну штету” или “инструмент” обуздавања инфлације, јасно је да постоји обрнута корелација између апресијације и инфлације
- Евидентно је да је апресијација најмања у Србији, што је разумљиво имајући у виду специфичности (а пре свега политичку нестабилност у протеклом периоду)

Рад девизног тржишта у току другог тромесечја је стабилизован...

Куповина/продаја девиза од стране НБС на фиксинг састанку и курс евра
(000 EUR)



Структура промета банкарског сектора на МДТ-у у 2007. и 2008. години*



* НБС на МДТ-у продаје део откупљених девиза од мењача.

- Да би стимулисала трговину и повећала ликвидност на међубанкарском девизном тржишту, нарочито у предизборном периоду, НБС је продавала део нето откупљених девиза од мењача;
- Након што је рад девизног тржишта стабилизован и обим трговине повећан, НБС је обуставила своје продаје.
- Три интервенције у августу због прекомерних дневних осцилација вредности динара.

Како се НЕ рачуна тржишни курс!

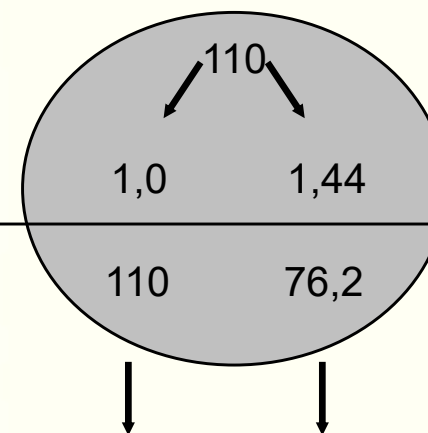
ПРИМЕР

Трошкови производње у мерним јединицама

	<u>31. август 2005</u>	<u>31. август 2008</u>	Промена
- Струја	10	15	+50%
- Радна снага	23	35	+52%
- Транспорт	15	20	+33%
- Репроматеријал	35	40	+14%

Трошкови у РСД	83		+33%
Продајна цена у ЕУР	1,0		

Курс	83
-------------	-----------

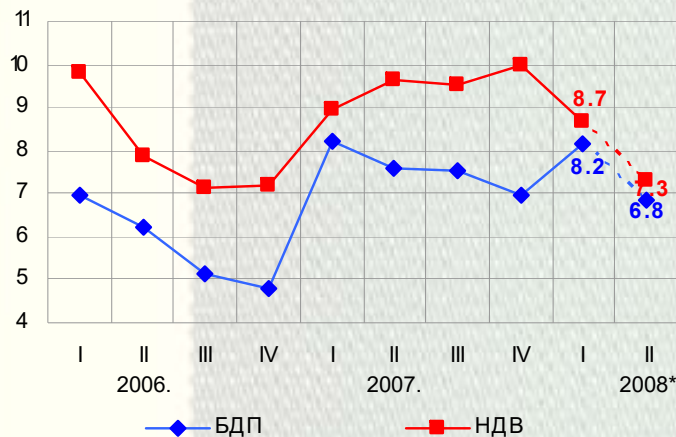


Изведени /
Жељени
курс

Тржишни
курс

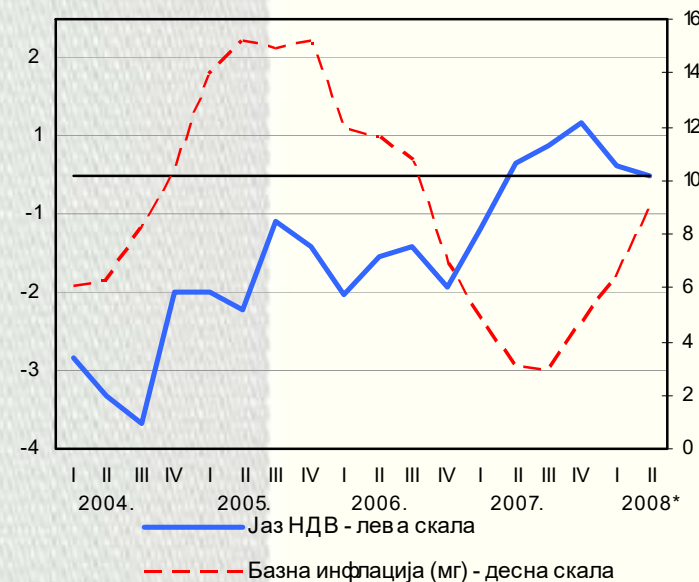
Са стране тражње, за сада, нема значајнијих инфлаторних притисака

Раст индикатора економске активности
(међугодишње стопе раста)



* Процена НБС.

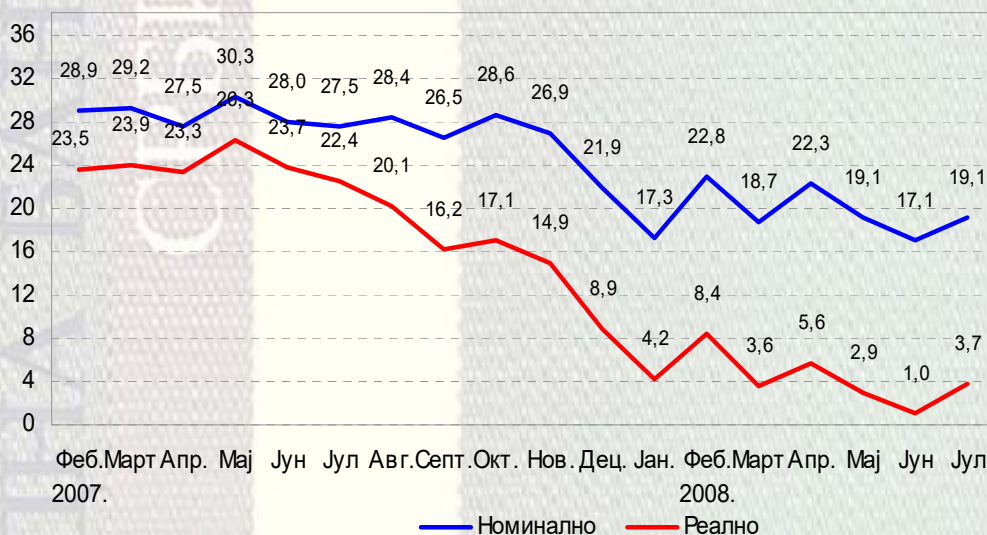
Производни јаз и базна инфлација



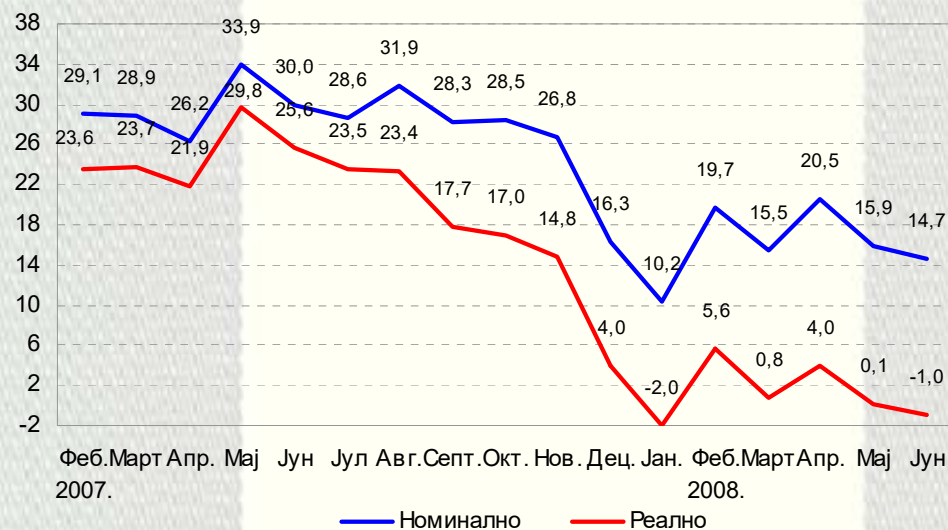
- Економска активност бележи стабилно високе стопе раста;
- Тражња становништва се успорава;
- Инфлаторан утицај тражње, мерен производним јазом НДВ-а, је заустављен.

Успоравање раста реалних зарада

Просечна нето зарада
(међугодишњи раст, у %)



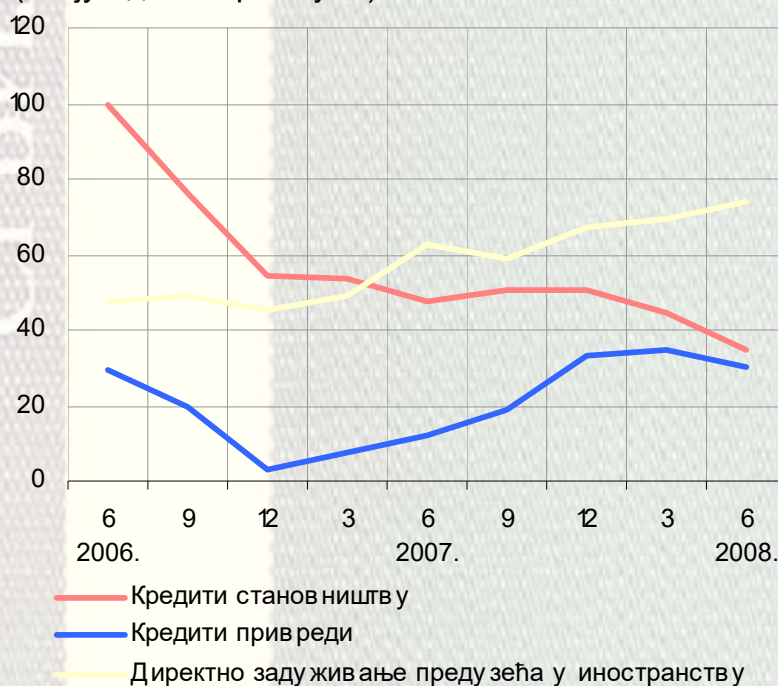
Просечна нето зарада у јавном сектору
(међугодишњи раст, у %)



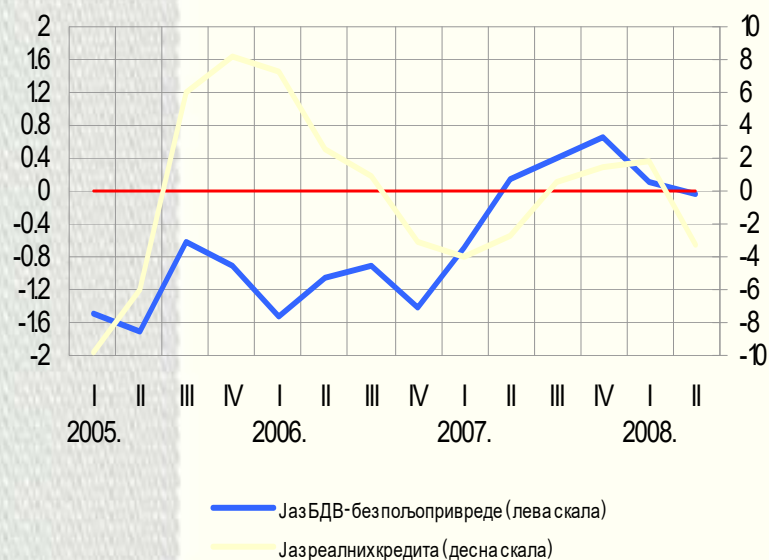
- Реалне зараде од почетка године бележе опадајућу тенденцију и доприносе успоравању раста тражње становништва.
- У јулу је поново дошло до извесног убрзања раста зарада.

Кредитна активност је успорена од почетка године

Домаћи кредити и директно задуживање предузећа у иностранству (међугодишњи раст у %)



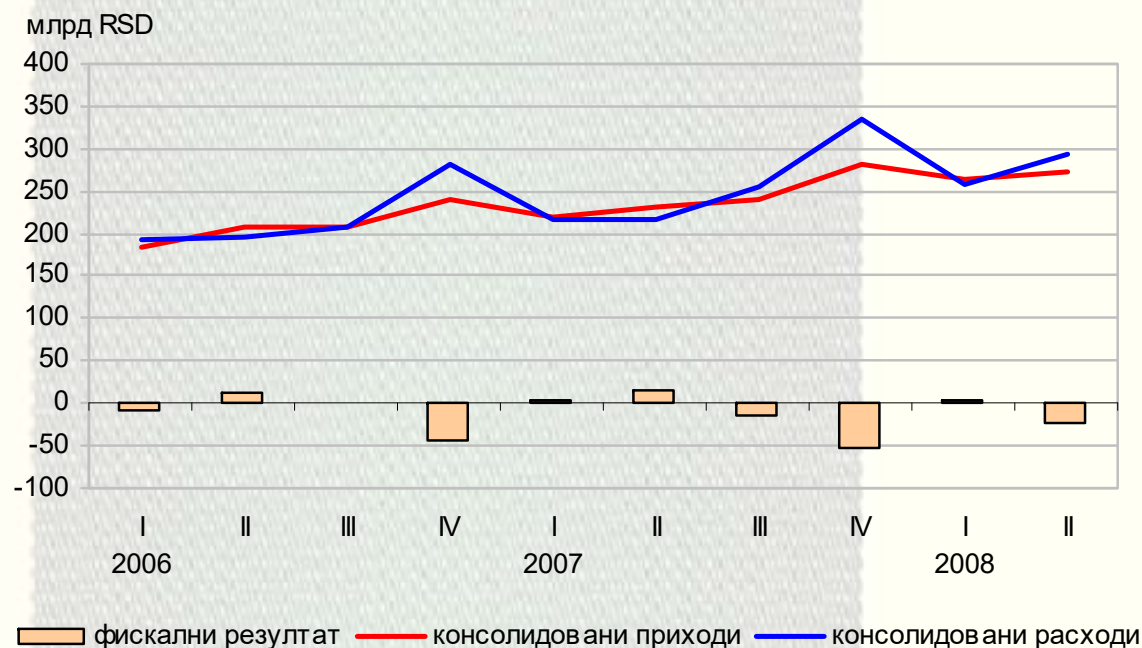
Веза између реалних кредита приватном сектору и економске активности



- Кредитна активност домаћих банака се успорава;
- Иако се директно задуживање привреде у иностранству наставља, инфлаторни притисци по том основу нису евидентни.

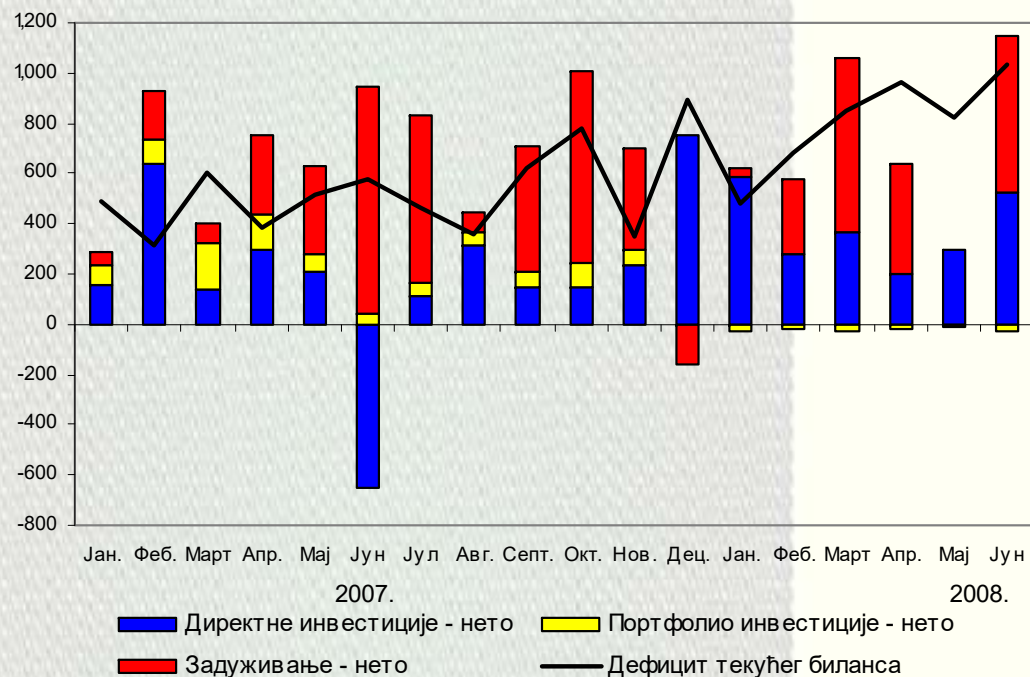
У другом тромесечју фискална политика је имала изразито експанзиван карактер

Тромесечни консолидовани приходи, расходи и фискални резултат



- Фискална политика у другом тромесечју била је изразито екпанзивна: креирана је додатна ликвидност у износу од око 34 милијарде динара, и то претежно по основу исплата становништву (зараде, пензије, исплата девизне штедње);
- Иако је у јулу остварен суфицит од 4 млрд. динара, у трећем тромесечју очекујемо наставак експанзивности.

Јавна потрошња је допринела паду девизних резерви и погоршању платнобилансних кретања



- Политичка неизвесност негативно је утицала на платнобилансна кретања у априлу и мају;
- Одговорна фискална политика, кроз обарање јавне потрошње и буџетског дефицита, дала би кључан допринос смањењу платнобилансне неравнотеже.

Ванредно повећање пензија погоршава фискалну позицију, а питање је шта са тиме добијају пензионери (1/2)

- Ванредно повећање пензија од 10% – по рачуници владе – значи повећање расхода за око РСД 3 млрд МЕСЕЧНО;
- Очекивано већи порески приходи буџета у 2008. ГОДИНИ од око РСД 15-18 млрд, овом одлуком, директно се враћају у потрошњу, што ће додатно подстаћи инфлацију;
- Наравно, за НБС, повећање пензија само по себи није спорно, али је проблематично као повод за проширење буџетског оквира, а не за прерасподелу унутар њега
- Иако је за нарушавање макроекономске стабилности ово више него довољно, остаје питање да ли је то само почетак испуњавања “музичких жеља” буџетских корисника.

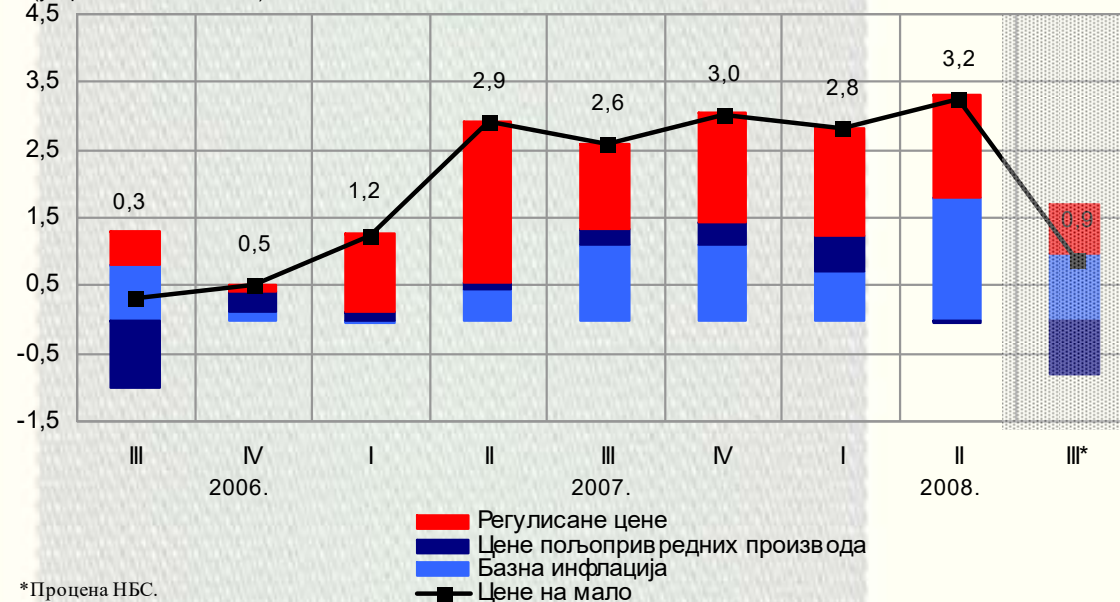
Ванредно повећање пензија погоршава фискалну позицију, а питање је шта са тиме добијају пензионери (2/2)

- Резултатом нико неће бити задовољан ни на средњи рок:
 - ✓ Фискална политика ће добити експанзивни карактер са очекиваним погоршањем фискалне позиције;
 - ✓ Монетарна политика ће морати да одговори повећањем или дужим задржавањем постојећег степена рестриктивности;
 - ✓ Привреда ће се суочити са вишом инфлацијом и скупљим финансирањем;
 - ✓ Пензионери ће имати илузију да су трајно поправили свој социјални статус, иако ће пад активности и раст цена ограничити могућности одрживог финансирања и убрзо смањити реалну вредност њихових примања!
- Од ММФ-а до рејтинг агенција сви су већ јасно дали на знање Србији да је њен кључни проблем у фискалној политици, а овај корак ће додатно и значајно погоршати ситуацију.

Иако очекујемо успоравање базне инфлације у наредним месецима, међугодишња инфлација ће још неко време бити висока

Допринос расту цена на мало

(у процентним поенима)



- Очекујемо да ће базна инфлација у трећем тромесечју бити нижа у поређењу са другим (1,8-2,3%), а међугодишња ће почети да опада и на крају трећег тромесечја биће у распону 9,6-10,1%
- Кључни фактори: инфлаторна очекивања, поскупљење електричне енергије кроз пораст трошкова производње, инерција у кретању цена, номинална апресијација динара кроз пад увозних цена, отворен апресијацијски јаз реалног девизног курса
- Међугодишњи раст цена на мало крајем трећег тромесечја износиће око 10,3%, што је ниже у поређењу са другим тромесечјем (12,1%)

Монетарна политика у наредном периоду

- Монетарни одбор процењује да је задржавање постојећег нивоа рестриктивности у кратком року довољно да доведе до враћања базне инфлације у циљане оквире половином наредне године, посебно имајући у виду слабљење инфлаторних притисака са стране понуде (храна, нафта), јачање динара и успоравање тражње становништва.
- С друге стране, још увек висока инфлаторна очекивања, као и неизвесност у погледу фискалне политике, неће још неко време омогућити да се монетарна политика знатније ублажи.
- Монетарни одбор је мишљења да би највећи допринос обарању инфлације дала одговорна фискална политика кроз обарање јавне потрошње и буџетског дефицита. Ребаланс буџета за текућу и нови буџет за наредну годину даће одговоре на многа питања и у великој мери одредити карактер монетарне политике у наредном периоду.

У фокусу у августовском извештају о инфлацији

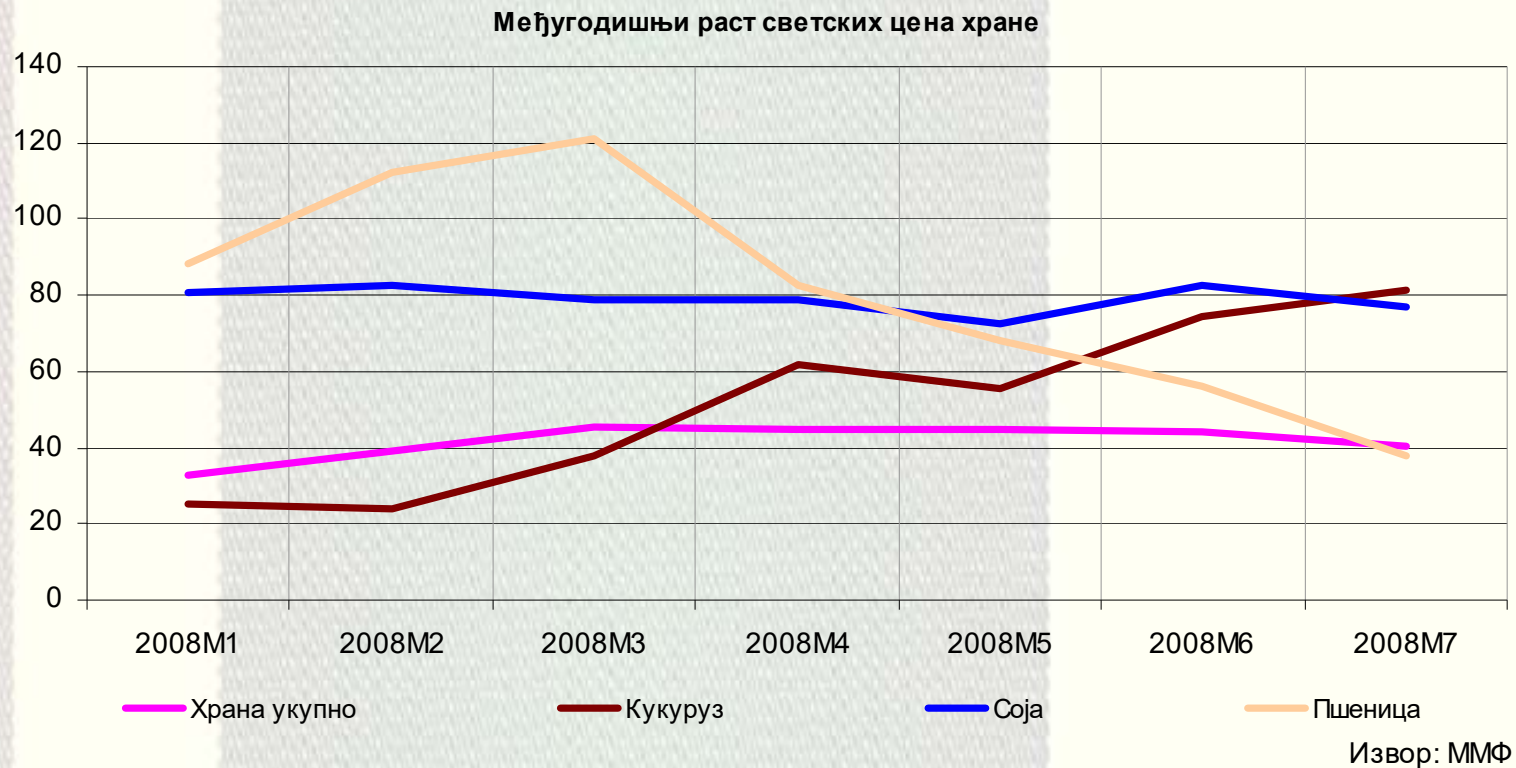
- Инфлација и цене хране у Србији у поређењу са земљама у региону;
- (Не)остваривање циљане инфлације по земљама;
- Да ли је метод искључења даекватан за обрачун базне инфлације;
- Монетарна политика у периоду нафтног и пољопривредног шока (август 2007-јун 2008.);
- Да ли је јак динар непријатељ српске економије?;
- Последице раста цена примарних производа и реакција креатора економске политике
- Доступност дугорочних извора финансирања, институције и инфлација;
- Цене нафте и привредни раст ;
- Макроекономски ефекти емитовања државних обвезница
- Фискални дефицит и инфлација – да ли је граница од 3% прихватљива за Србију? ;
- Тржиште рада у Србији у поређењу са земљама у окружењу

Разно

- Посета техничке мисије ММФ-а средином септембра ради упознавања са тренутном економском ситуацијом у земљи, са посебним острвом на фискалну политику и припрему буџета за 2009. годину;
- Овог месеца ћемо објавити позив заинтересованим лицима за учешће у избору за Вицегувернера у енглеском Економисту као и домаћој штампи;
- Конференција средином септембра о заштити потрошача;
- Посете
 - Члан ИО ЕЦБ, гђа Tumpel-Gugerell 1. септембар
 - Гувернер Казахстана г. Anvar Saidenov 29. септембар
 - Гувернер Швајцарске г. Jean-Pierre Roth 3. октобар
 - Гувернер Руске федерације г. Sergey Ignatiev 28-29. октобар
- ...

ДОДАТАК

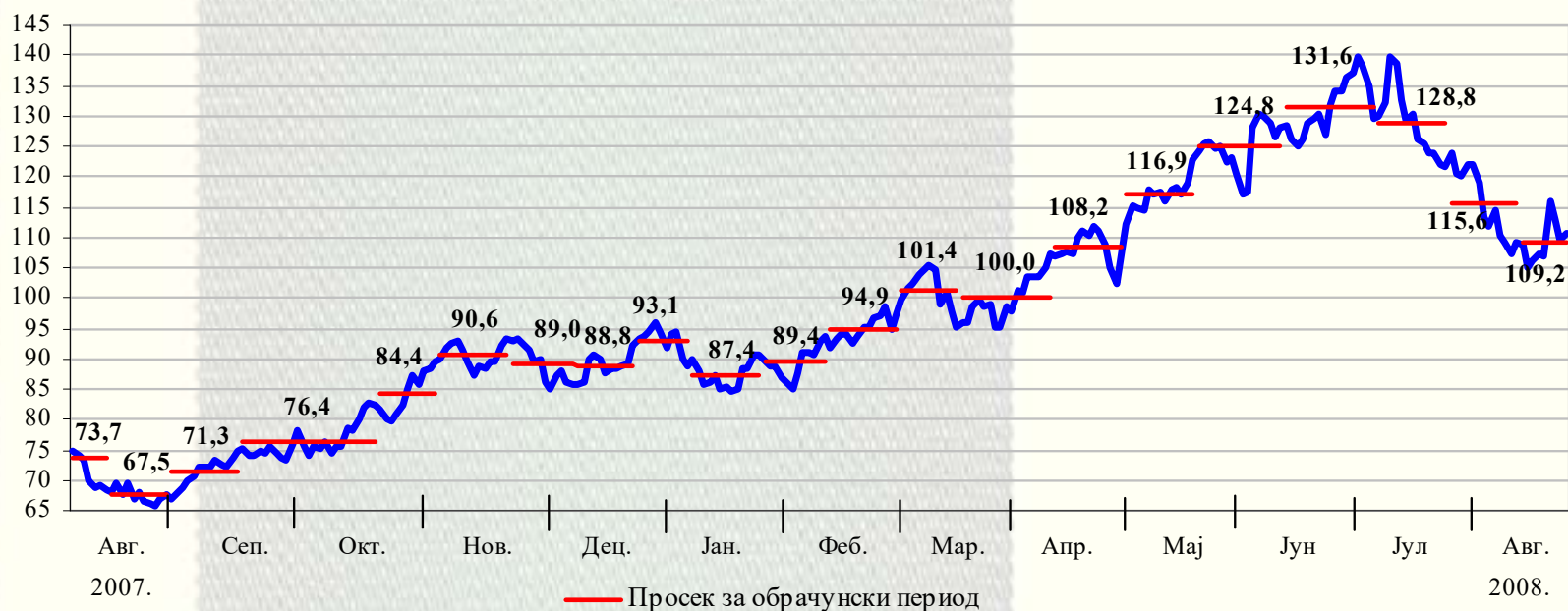
Светске цене хране су и даље високе, али тренутно у паду под утицајем сезонских фактора



- Кључни фактор убрзања инфлације у претходном периоду, не само у Србији
- Повољни временски услови најављују добру годину у пољопривреди, па се очекује да цене хране буду фактор дезинфлације у наредном периоду.

Светске цене нафте тренутно су знатно ниже од јунских

Светска цена уралске нафте по барелу (у USD)



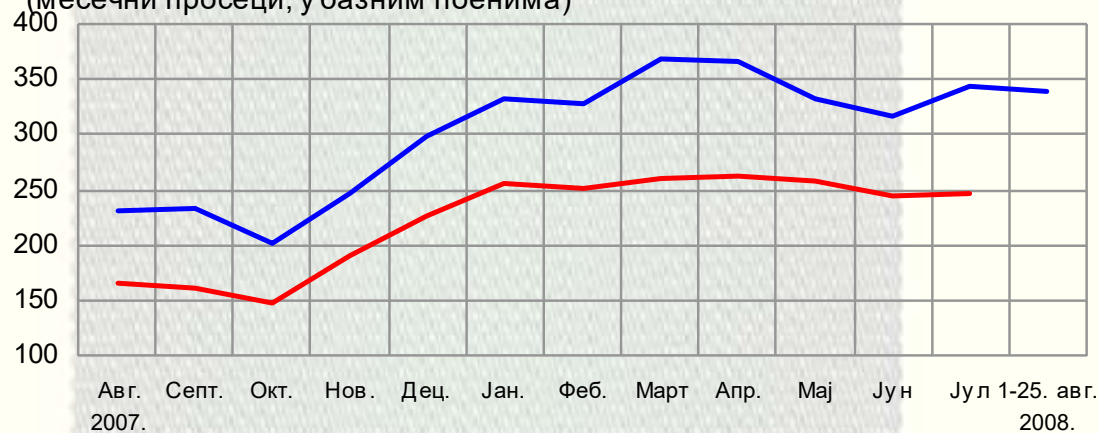
- И поред знатног пада у односу на јунски ниво, цене сирове нафте су више за преко 50% у односу на исти период претходне године;
- Прогнозе даљег кретања цена нафте су крајње неизвесне и по том основу производе значајан ризик у погледу остваривања пројекције инфлације.

Очекивања инвеститора: пад, а затим благи пораст премије ризика...

Показатељи премије ризика за Србију- EMBI *и

CDS **

(месечни просеци, у базним поенима)



Извор: JP Morgan.

— EMBI — CDS

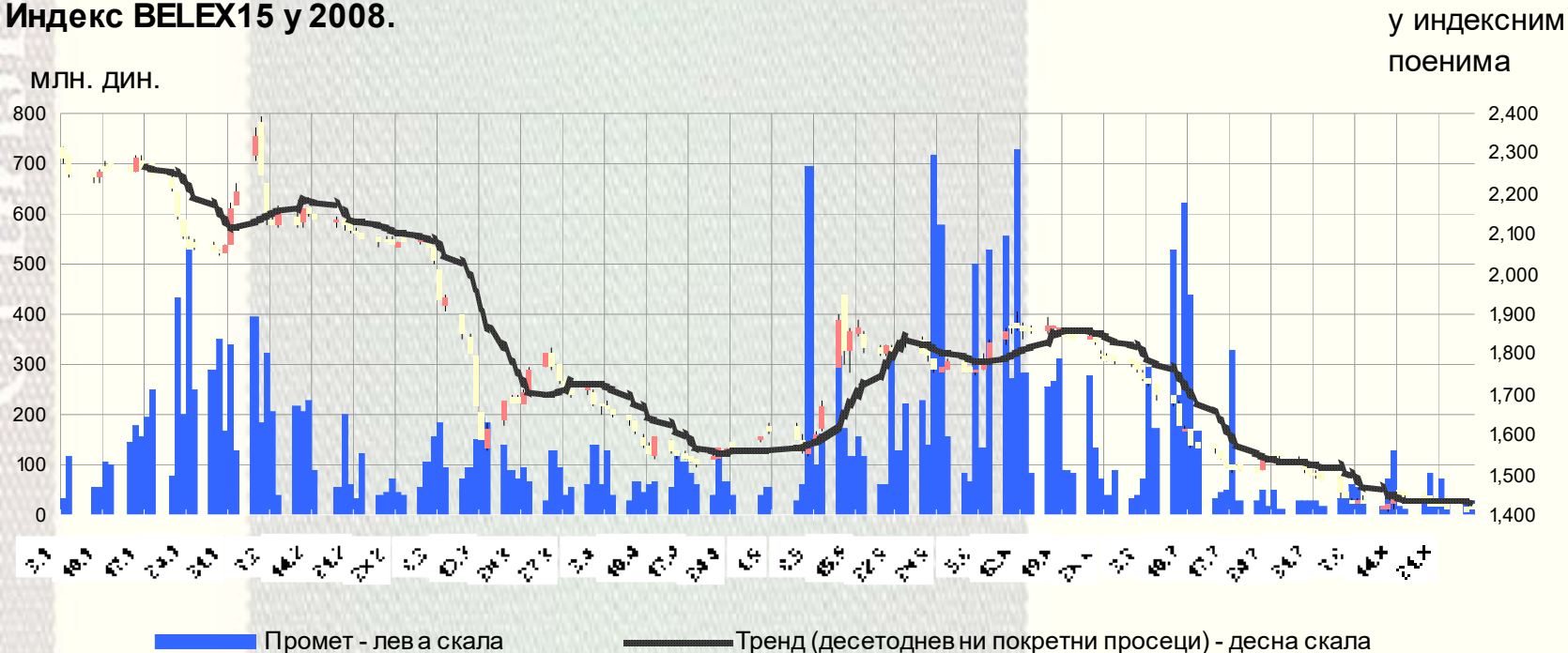
*) **ЕМБИ** је разлика у приносу на државне обвезнице САД и Србије на међународном тржишту

) **CDS је credit default swap

- Пад премије ризика земље у другом тромесечју, а од јуна нови пораст.
- Финансијска криза у свету показује знаке смиривања, али инвеститори и даље траже високу премију за улагања на ризичнија тржишта.

... што се негативно одразило на активност на тржишту капитала

Индекс BELEX15 у 2008.



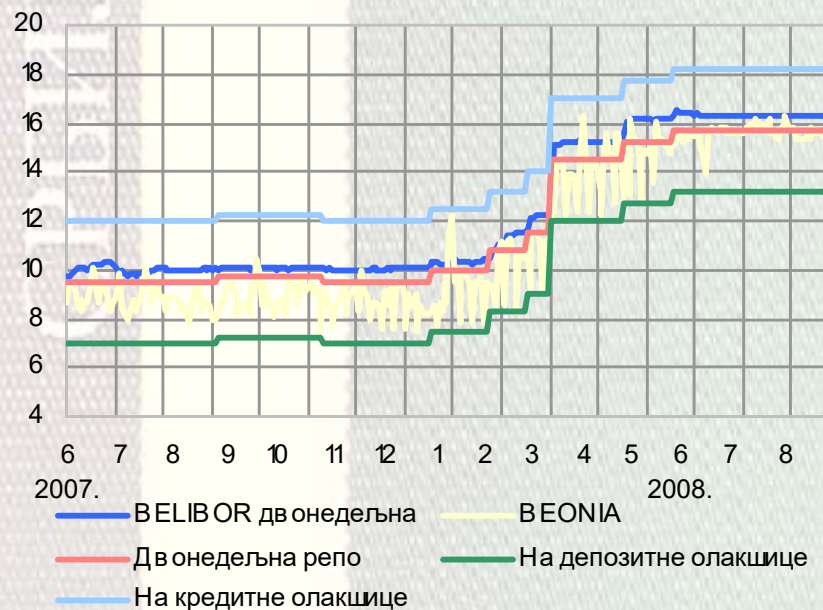
Извор: Београдска берза.

- У јулу и августу настављен пад берзанских индекса Belex15 и Belexline;
- Слична кретања забележена и у земљама у окружењу.
- Смањује се учешће страних инвеститора.

Обе компоненте монетарних услова указују на рестриктивнији карактер монетарне политике; референтна стопа повећана за 150 базних поена у другом тромесечју

Кретање каматних стопа

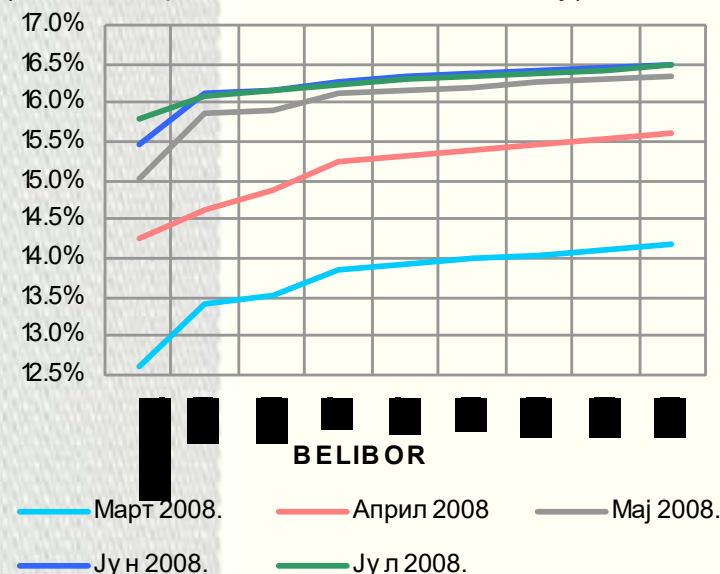
(дневни подаци, на годишњем нивоу, у %)



Извор: Народна банка Србије и Reuters.

Крива приноса на међубанкарском тржишту новца

(месечни просеци, на годишњем нивоу)



Извор: Народна банка Србије и Reuters.

- Каматне стопе на тржишту новца, као и активне и пасивне каматне стопе банака прате промене референтне стопе НБС;
- Активне стопе банака су у већој мери реаговале на раст референтне стопе од пасивних – што је резултирало растом каматне марже у марту;
- Смањење нагиба криве приноса указује да банке очекују ниже каматне стопе у будућности.