

НАРОДНА БАНКА

СРБИЈЕ



Извештај о инфлацији – новембар 2010. године

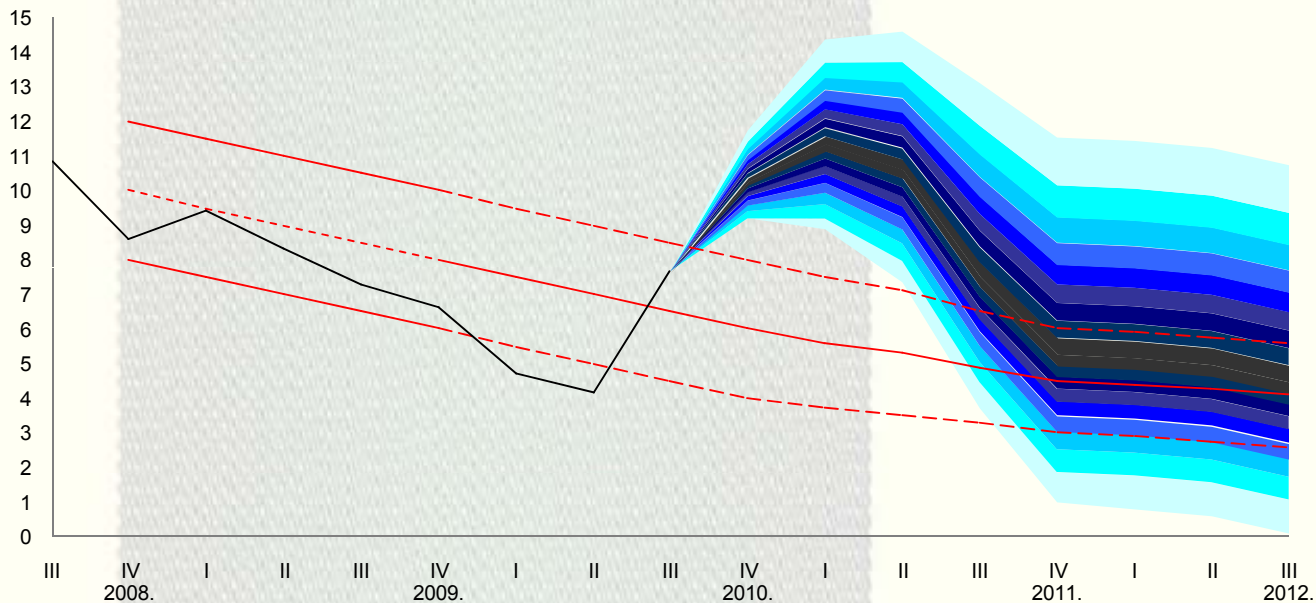
Београд, 17. новембар 2010.

Новембарски Извештај о инфлацији - основна запажања

- Међугодишња инфлација у октобру износи 8,9%, што је изнад горње границе дозвољеног одступања од циља (6,3±2%).
- На убрзање инфлације у Т3 (2,6%) утицао је првенствено раст цена индустријско-прехранбених производа, као и мањи од сезонски уобичајеног пад цена пољопривредних производа. Остали фактори су раст инфлационих очекивања, досадашња депрецијација динара и смањење дезинфлаторних утицаја агрегатне тражње.
- Реални раст БДП-а у 2010. ће бити око 1,5%, а кључни фактор раста нето извоз. Негативни производни јаз наставља да се смањује, иако је опоравак економске активности у Т3 благо успорен (1,4%), највише због пада пољопривредне производње. У 2011. очекујемо раст БДП-а од 3,0 до 3,5%, пре свега по основу раста инвестиција, а у мањој мери и нето извоза и финалне потрошње.
- **Очекујемо да ће се инфлација у наредном периоду кретати изнад горње границе дозвољеног одступања од циља, а да ће се од половине наредне године смањивати и крајем 2011. вратити у границе циља (4,5±1,5%). НБС користи и користиће све расположиве инструменте у својој надлежности да би се то остварило.**
- Кључни ризици пројекције су кретања цена хране, инфлаторних очекивања и премије ризика.

Пројекција инфлације

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



- Процењујемо да ће се међугодишња инфлација у наредном периоду кретати изнад циља, а да ће се крајем следеће године вратити у границе циља ($4,5 \pm 1,5\%$).
- Монетарна политика својим мерама активно делује тако да инфлација у средњем року буде у границама дозвољеног одступања од циља.
- У наредном периоду вероватно је повећање референтне каматне стопе, као и рестриктивности монетарне политике по основу других инструмената из надлежности НБС.

Теме

Инфлација

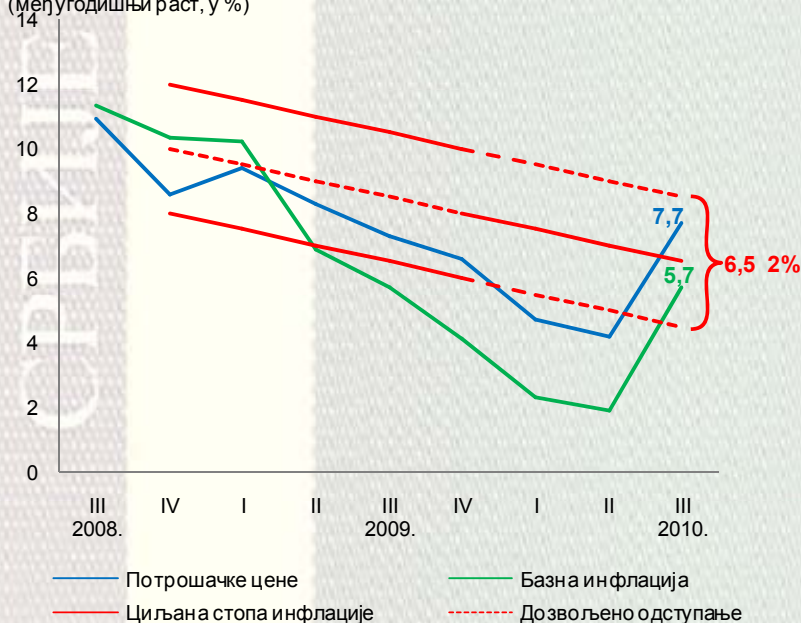
Економска и спољнотрговинска активност

Финансијска тржишта и односи са иностранством

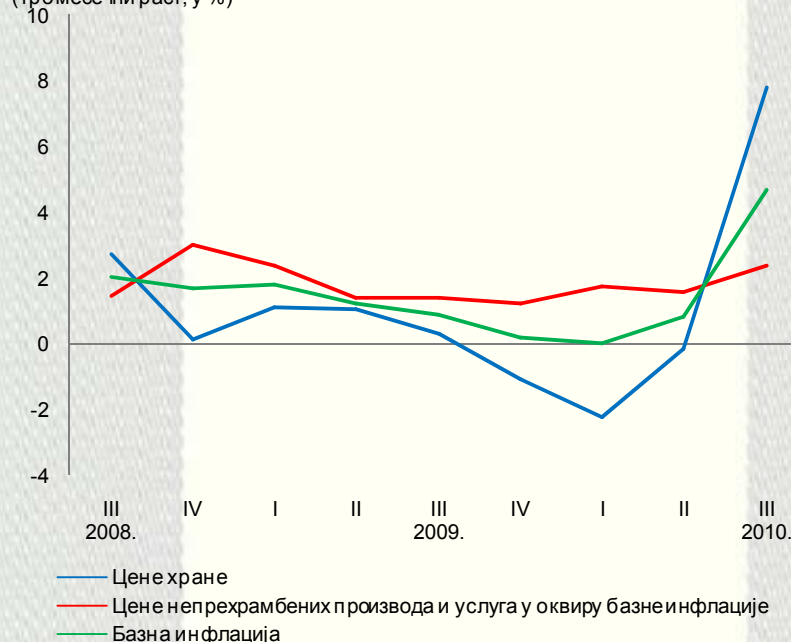
Пројекција инфлације

Инфлација се у ТЗ вратила у границе дозвољеног одступања од циља

Графикон 2. Кретање цена
(међугодишњи раст, у %)



Графикон 3. Базна инфлација по компонентама
(тримесечни раст, у %)



- У ТЗ је настављено убрзање раста укупне инфлације пре свега као последица снажног раста цена хране (7,8%), али и мањег од сезонски уобичајеног пада цена пољопривредних производа (-10,1%).
- Поређења ради, допринос индустријско-прехрамбених производа у ТЗ 2009. износио је 0,1 п.п., а у ТЗ 2010. 2,1 п.п., док је допринос пољопривредних производа у ТЗ 2009. износио -1,6 п.п, а у ТЗ 2010. -0,9 п.п.
- Бржи раст цена непрехрамбених производа последица је у великој мери преносног ефекта депрецијације динара из претходног периода на цене, као и ефекта преливања раста цена хране на цене осталих производа путем инфлационих очекивања.
- Регулисане цене су у ТЗ успориле раст (1,9%); у оквиру групе највиши раст забележен је код цена комунално-стамбених услуга, цигарета и лекова.

Утицај цена хране на остваривање циљане стопе инфлације

Табела 1. Осцилирање цена хране по земљама (стандардне девијације)*
Дец. 2006 - Јул 2010.

	Учешће хране у ИПЦ у 2010.	Цене хране**		Релативне цене хране***	
		Ниво	Мг. стопе	Ниво	Мг. стопе
Србија	34,1	15,7	12,3	5,3	8,1
Бугарска	19,0	10,3	10,7	4,0	5,6
Мађарска	17,0	9,3	5,5	3,5	4,5
Македонија	34,3	7,6	9,0	3,6	4,7
Румунија	32,6	6,9	4,5	2,2	3,0
Словенија	14,6	6,2	5,7	2,6	3,4
Хрватска	25,6	6,0	5,9	2,4	3,6
ЕУ-27	14,2	4,0	3,3	1,6	2,1

* Прорачун НБС на основу података Еуростата.

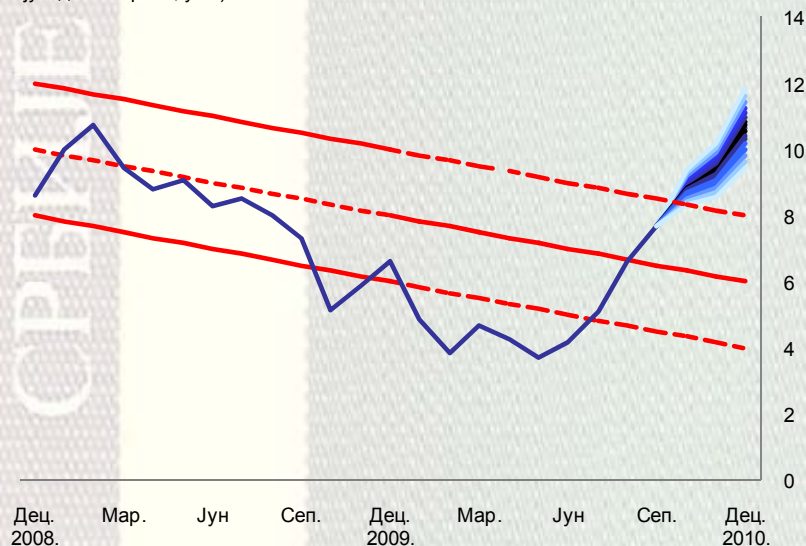
** Цене пољопривредних и индустријско прехранбених производа

*** Однос цена хране и општег нивоа цена.

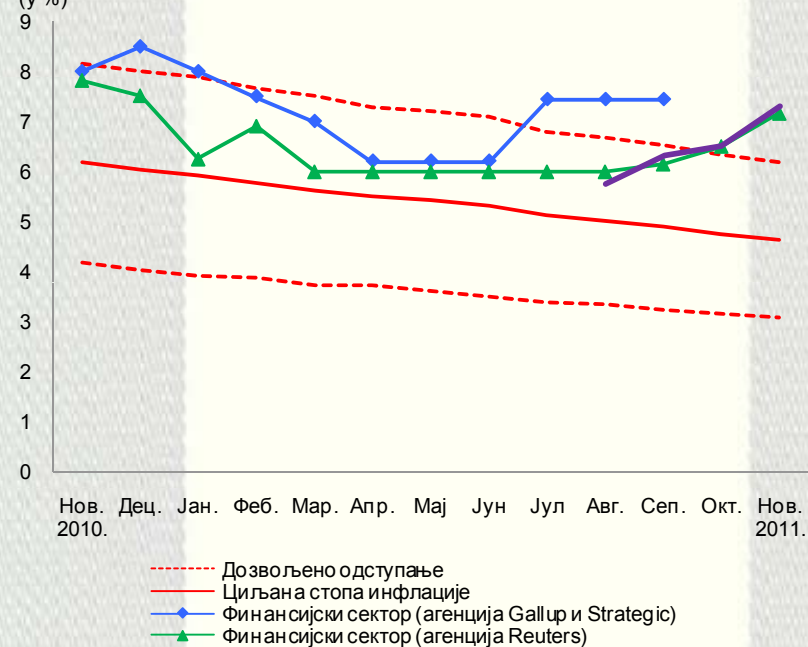
- Цене хране у Србији карактерише висок степен осцилирања, а оне имају знатно учешће у индексу потрошачких цена.
- Пољопривредни шок и последични раст цена хране главни су разлози одступања инфлације од циља ове године.
- Унапређење мера аграрне политике (робне резерве, антициклична увозна и извозна политика и антимонополска политика) допринело би смањењу степена осцилирања цена хране у будућности.

Очекивано кретање инфлације у Т4

Графикон 4. Краткорочна пројекција инфлације
(међугодишњи раст, у %)



Графикон 5. Очекивана и циљана инфлација за наредну годину
(у %)



- Цене хране, инфлациона очекивања, постојећи депрецијацијски притисци, као и регулисане цене, определиће кретање инфлације у Т4. Највећа неизвесност пројекције тиче се кретања цена хране и регулисаних цена.
- У октобру и новембру је настављен раст инфлационих очекивања на 6,5% и 7,2%, респективно (Блумберг).

Теме

Инфлација

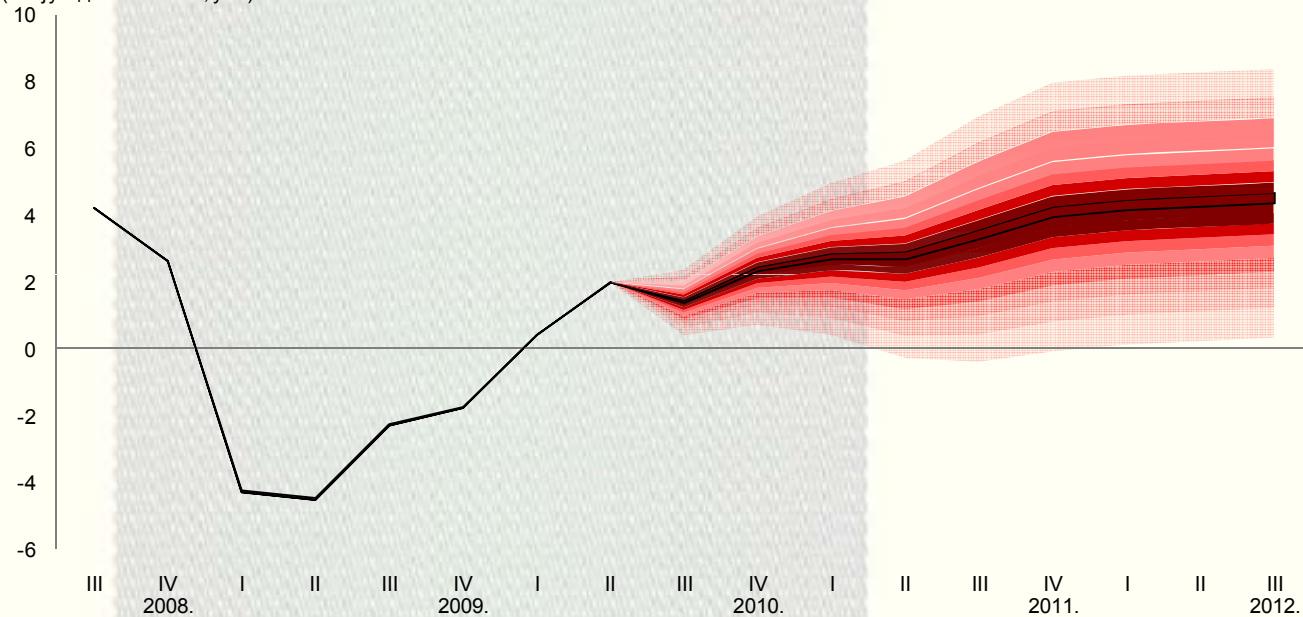
Економска и спољнотрговинска активност

Финансијска тржишта и односи са иностранством

Пројекција инфлације

Умерен раст економске активности у 2010.

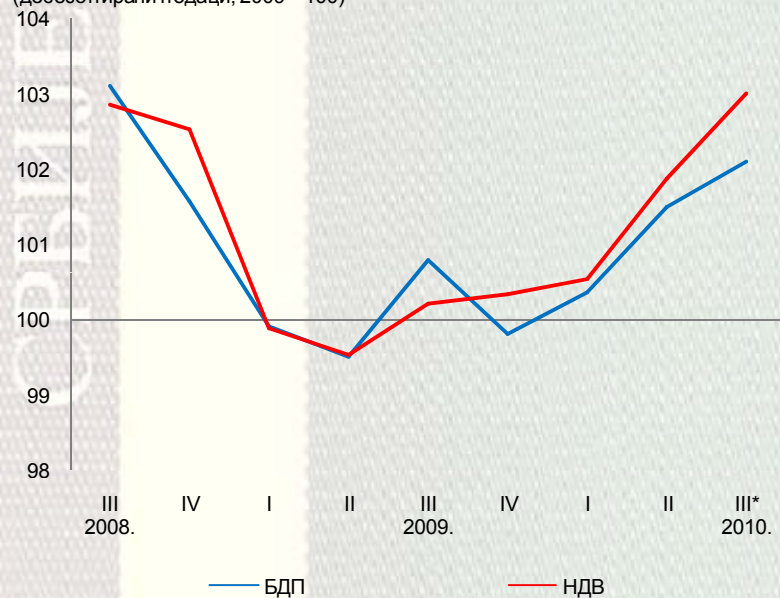
Графикон 6. Пројекција раста бруто домаћег производа
(међугодишње стопе, у %)



- Благи опоравак економске активности у 2010. и раст БДП-а од 1,5% одређени су већим нето извозом (2,2 п.п.) и опоравком инвестиција (0,5 п.п.).
- У наредној години очекујемо бржи раст БДП-а (3,0 – 3,5%), који ће бити заснован пре свега на расту инвестиција.

Успоравање раста БДП-а

Графикон 7. Кретање индикатора економске активности
(десезонирани подаци, 2009 = 100)



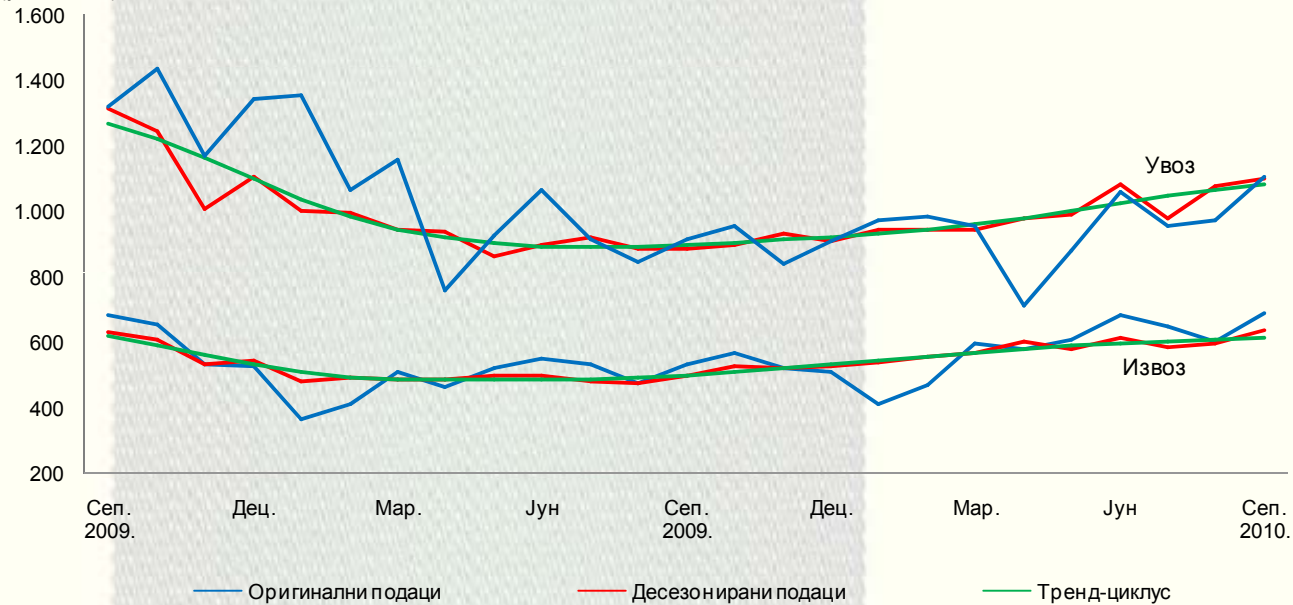
Графикон 8. Производни јаз*
(процентуално одступање од тренда)



- Процењујемо да је у Т3 дошло до успоравања раста БДП-а (1,4% мг., десезонирано 0,6% у односу на претходно тромесечје). То је последица пре свега очекиваног пада пољопривредне производње, а код мг. раста и више базе.
- НДВ убрзава раст (2,8% мг.) и у Т3 је враћен на ниво пре кризе. Највећи допринос убрзању раста дали су саобраћај и телекомуникације и финансијско посредовање.
- Иако је у 2010. нето извоз дао доминантан допринос смањењу негативног производног јаза, највећи допринос у Т3 имају приватне инвестиције и потрошња становништва.

Бржи раст увоза од извоза у ТЗ

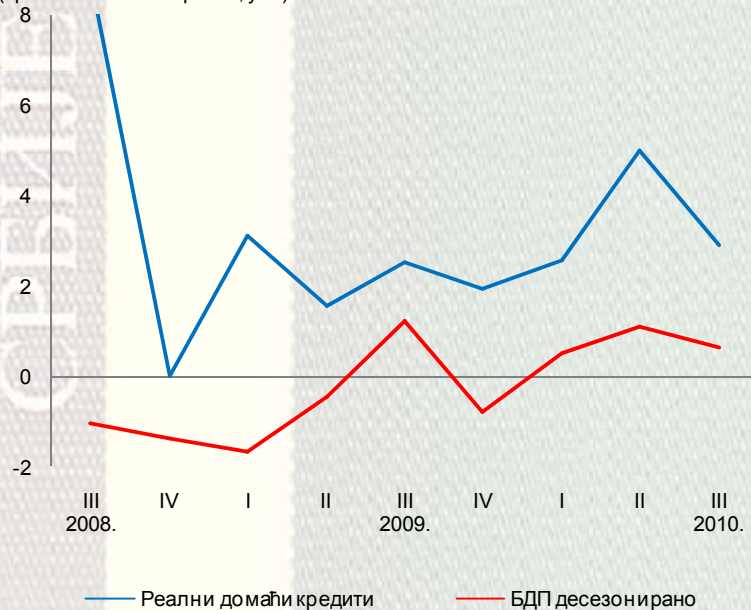
Графикон 9. Извоз и увоз робе
(у млн EUR)



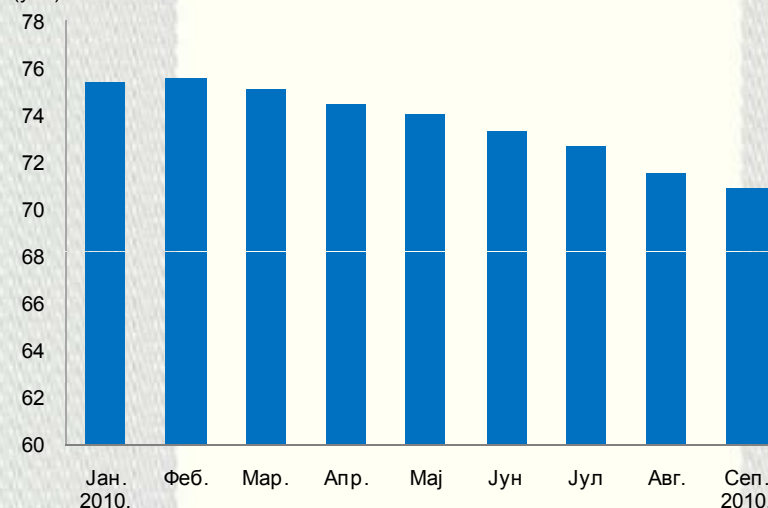
- Према десезонираним подацима, у ТЗ је остварен бржи раст увоза од извоза.
- Секторски посматрано, међугодишњем расту спољнотрговинске размене у ТЗ највише су допринели:
 - код извоза – основни метали, хемијски производи и храна,
 - код увоза – средства за репродукцију.

Успоравање раста кредитне активности

Графикон 10. Реални домаћи кредити и реални БДП
(тримесечне стопе раста, у %)



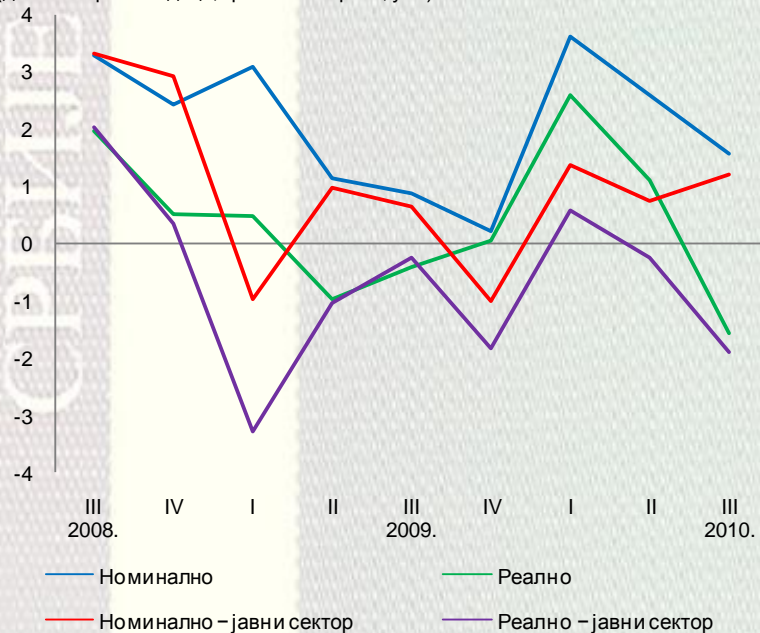
Графикон 11. Учешће индексираних у укупним потраживањима
од привреде и становништва
(у %)



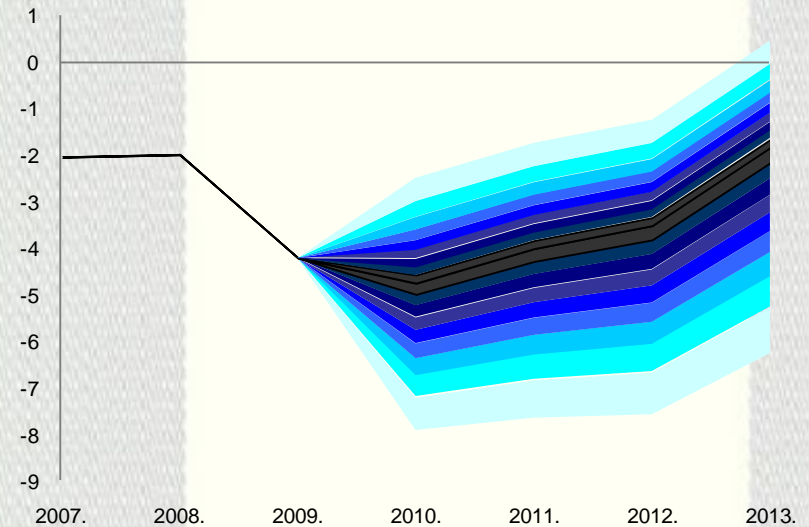
- Реалан раст кредита је спорији у односу на Т2 (2,9%), пре свега код привреде.
- И обим одобрених субвенционисаних кредита се смањује из месеца у месец. Од октобра је престало субвенционисање динарских готовинских кредита. Од новембра се смањује део камате који субвенционисе држава за кредите за ликвидност, а максимална каматна стопа за клијенте ограничена је нивоом референтне стопе.
- Процес динаризације даје резултате: учешће индексираних потраживања у укупним потраживањима од привреде и становништва се и даље смањује (са 75,6% у фебруару на 70,9% у септембру).

Зараде и фискална кретања

Графикон 12. **Нето зараде – укупно и јавни сектор**
(десезонирани подаци, тромесечни раст, у %)



Графикон 13. **Пројектовани консолидовани буџетски резултат**
(у % БДП-а)



- Реалне зараде су забележиле пад у ТЗ, како у јавном сектору, тако и приватном.
- Консолидовани буџетски дефицит у ТЗ износио је 27,5 млрд динара. За целу 2010. очекујемо дефицит у висини од 4,5% БДП-а, с тим да би се до 2013. дефицит постепено смањило до 1,8% БДП-а.
- Процењујемо ипак да су ризици остварења пројекције израженији у правцу вишег дефицита, на кратак рок због предстојећег ребаланса, а на средњи рок због ризика остваривања планиране фискалне консолидације.

Фискална одговорност – увођење фискалних правила

- Фискална правила уведена су изменама и допунама Закона о буџетском систему.
- Јавни дуг је лимитиран на 45% БДП-а.
- Консолидовани буџетски дефицит је лимитиран на 1% БДП-а у средњем року, с дозвољеним краткорочним одступањима.
- Циљ је да се обезбеди вођење антицикличне фискалне политике – да фискални дефицит у годинама рецесије може бити већи од 1%, а у годинама експанзије мањи или се може остварити суфицит:

$$d_t = d_{t-1} - a (d_{t-1} - d^*) - b (g_t - g^*)$$

d_t – ниво фискалног дефицита, d^ – циљни фискални дефицит, g_t – реална стопа раста БДП-а, g^* – потенцијална средњорочна реална стопа раста БДП-а, a – брзина прилагођавања оствареног дефицита циљном дефициту, b – одступање фискалног дефицита од циљног због одступања оствареног БДП-а од потенцијалног.*

- Очекујемо да ће уведена правила позитивно допринети фискалној дисциплини, одрживости јавних финансија, а тиме и макроекономској стабилности земље.

Теме

Инфлација

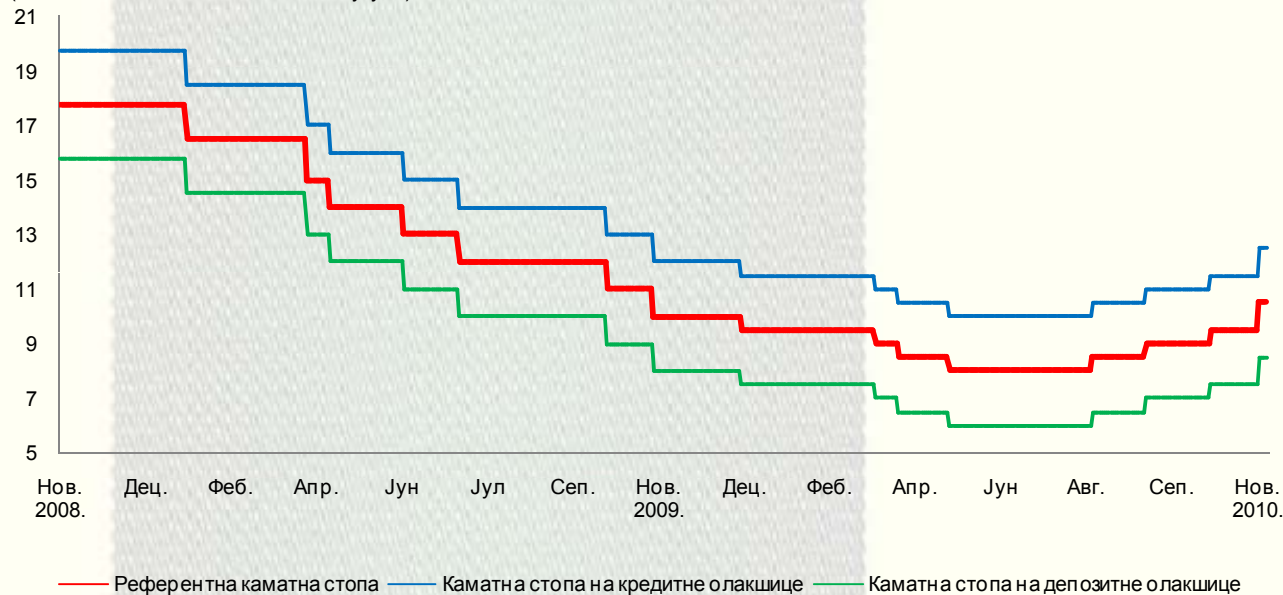
Економска и спољнотрговинска активност

Финансијска тржишта и односи са иностранством

Пројекција инфлације

Референтна каматна стопа повећана на 10,5%

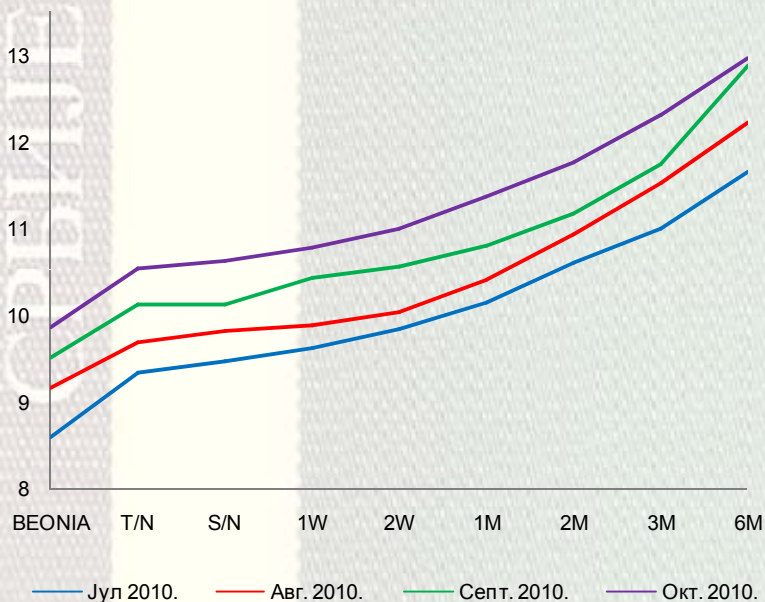
Графикон 14. Кретање коридора каматних стопа Народне банке Србије
(дневни подаци, на годишњем нивоу, у %)



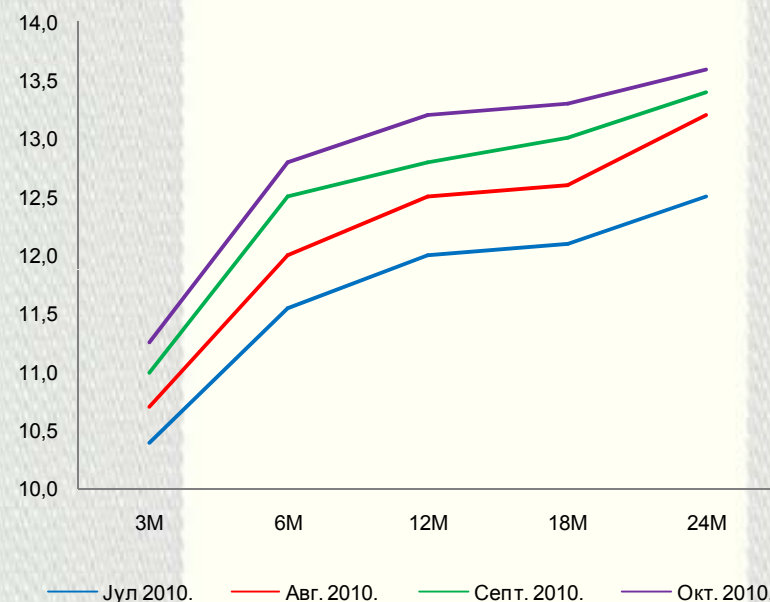
- При доношењу одлуке о повећању Извршни одбор је узео у обзир пре свега потребу заустављања раста инфлаторних притисака, подстакнутих растом цена хране, ефекте раније депрецијације динара, као и бржи опоравак агрегатне тражње од очекиваног.

Раст каматних стопа на тржишту новца настављен

Графикон 15. Крива приноса на међубанкарском тржишту новца (крај периода, у %, на међугодишњем нивоу)



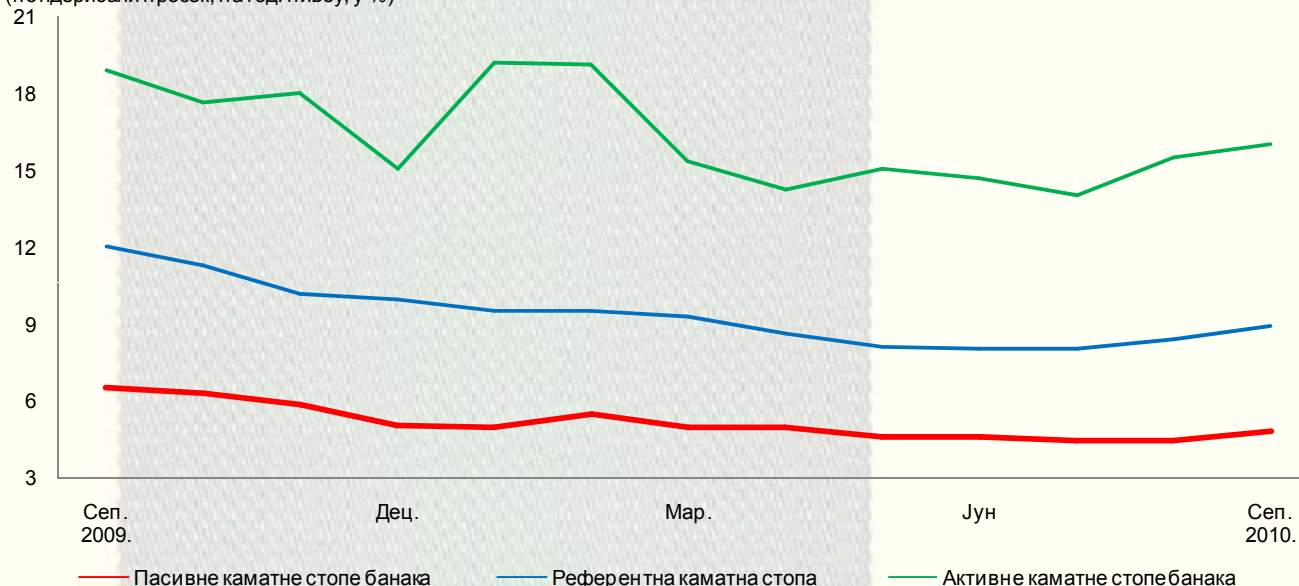
Графикон 16. Крива приноса на државне хартије од вредности (крај периода, у %, на међугодишњем нивоу)



- Раст каматних стопа на тржишту новца који је започет средином Т2 настављен је у октобру.
- Извршне стопе на трезорске записе у новембру су се кретале у распону од 11,3% за рочност од три месеца до 13,6% за рочност од 18 месеци.
- Упркос расту извршних стопа, реализација на аукцијама је и даље релативно ниска.
- Промет на секундарном тржишту је и даље низак.

Референтна каматна стопа и каматне стопе пословних банака

Графикон 17. Референтна каматна стопа и каматне стопе пословних банака*
(пандерисани просек, на год. нивоу, у %)

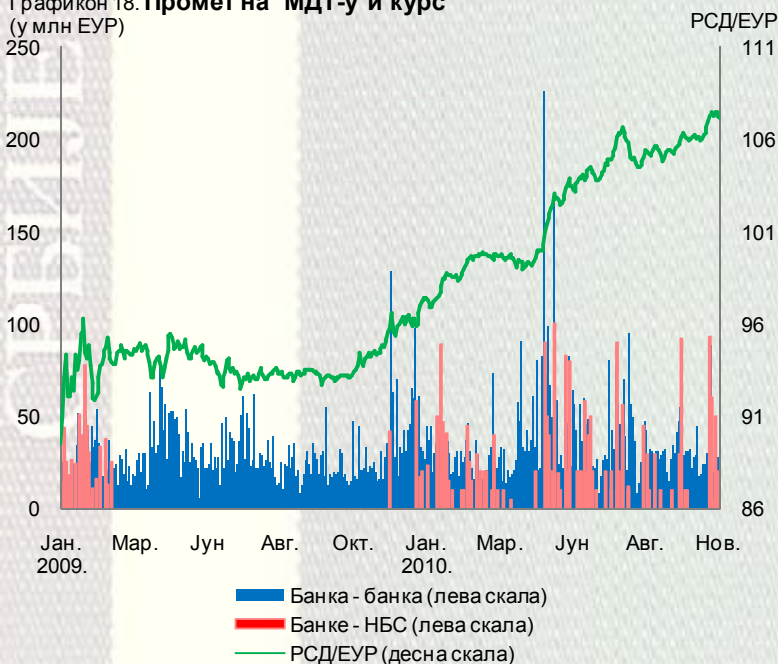


* Активне каматне стопе односе се и на индексиране и на динарске кредите.

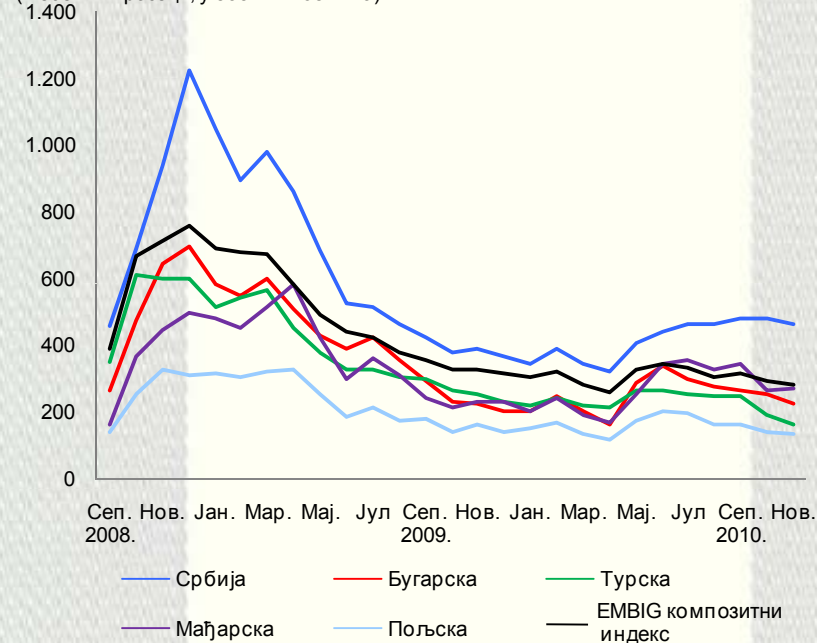
- Од августа се повећавају и просечне каматне стопе банака на новоодобрене кредите привреди и становништву – у септембру су износиле 16,0%. Расту активних каматних стопа допринео је и мањи обим субвенционисаних кредита, као и благи раст каматних стопа на европском међубанкарском тржишту.
- Пасивне каматне стопе су забележиле изванредан раст – у септембру су износиле 4,9%.

Наставак депрецијацијских притисака...

Графикон 18. Промет на МДТ-у и курс
(у млн ЕУР)



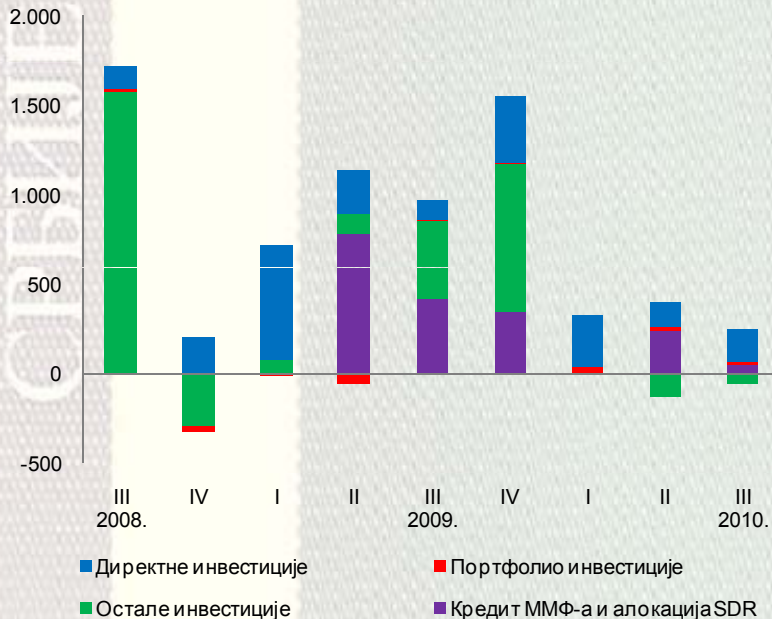
Графикон 19. Показатељ премије ризика – ЕМВИ по земљама
(месечни просеци, у базним поенима)



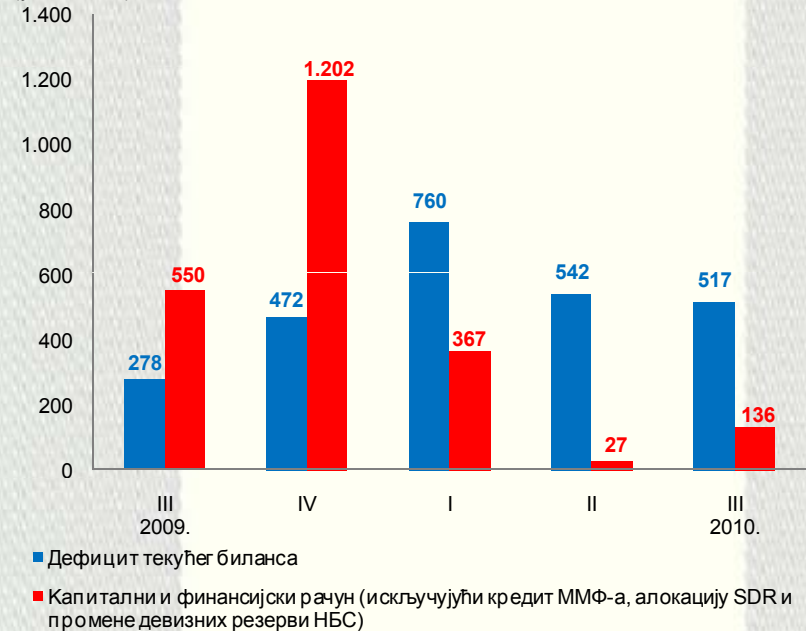
- Динар је у ТЗ ослабио према еврџу у просеку 3,6%, у октобру за 0,8%. Томе су допринели повећана премија ризика земље од маја, низак прилив капитала по основу СДИ и раздуживање банака и предузећа према иностранству.
- Висок ниво девизних резерви НБС (9,5 млрд евра) обезбеђује стабилност девизног тржишта. Ради смањења прекомерних дневних осцилација курса и/или стимулисања обима промета, НБС је у ТЗ интервенисала нето продајом 585,2 млн евра, а у октобру са 173 млн евра.
- Премија ризика земље, мерена ЕМВИ, остала је у ТЗ и октобру повећана. Од почетка новембра ЕМВИ је падао и 12. новембра је износио 445 б.п. Према рејтинг агенцији *Fitch*, изгледи за Србију су побољшани с негативног на стабилан.

...уз низак прилив капитала из иностранства

Графикон 20. Структура финансијског биланса (у млн EUR)



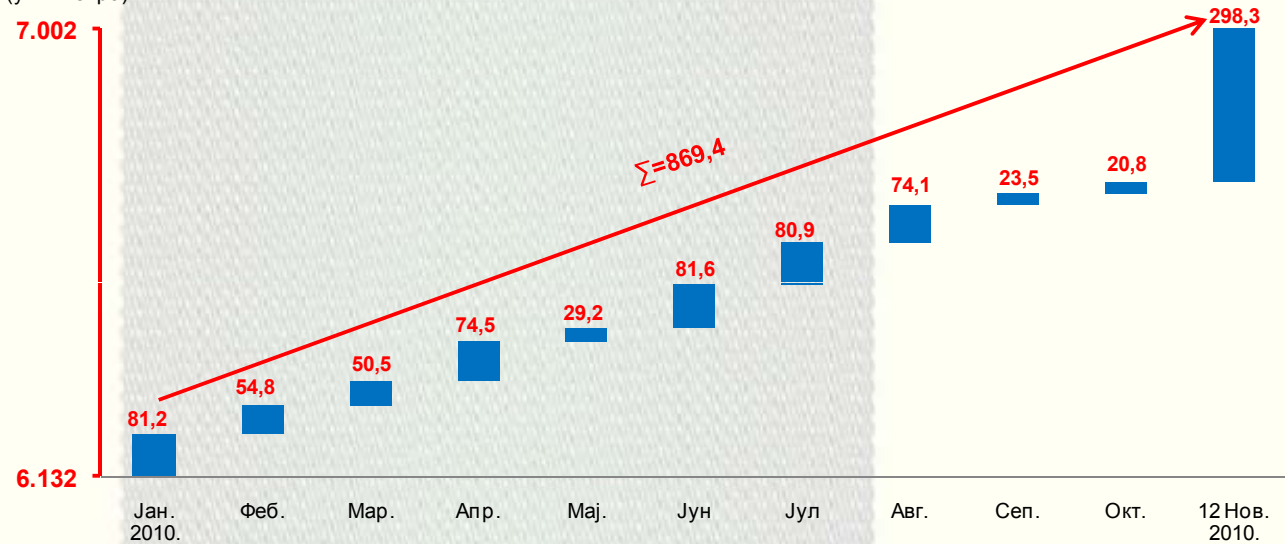
Графикон 21. Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала (у млн EUR)



- Прилив капитала по основу СДИ ће у 2010. бити релативно низак. У Т3 тај прилив је износио свега 176 млн евра, а банке и предузећа су се раздуживали према иностранству (105 и 134 млн евра, респективно).
- У септембру је по основу актуелног *stand-by* аранжмана с ММФ-ом повучено, у оквиру пете трансхе, око 15% расположивих средстава (53,5 млн евра).

Штедња становништва

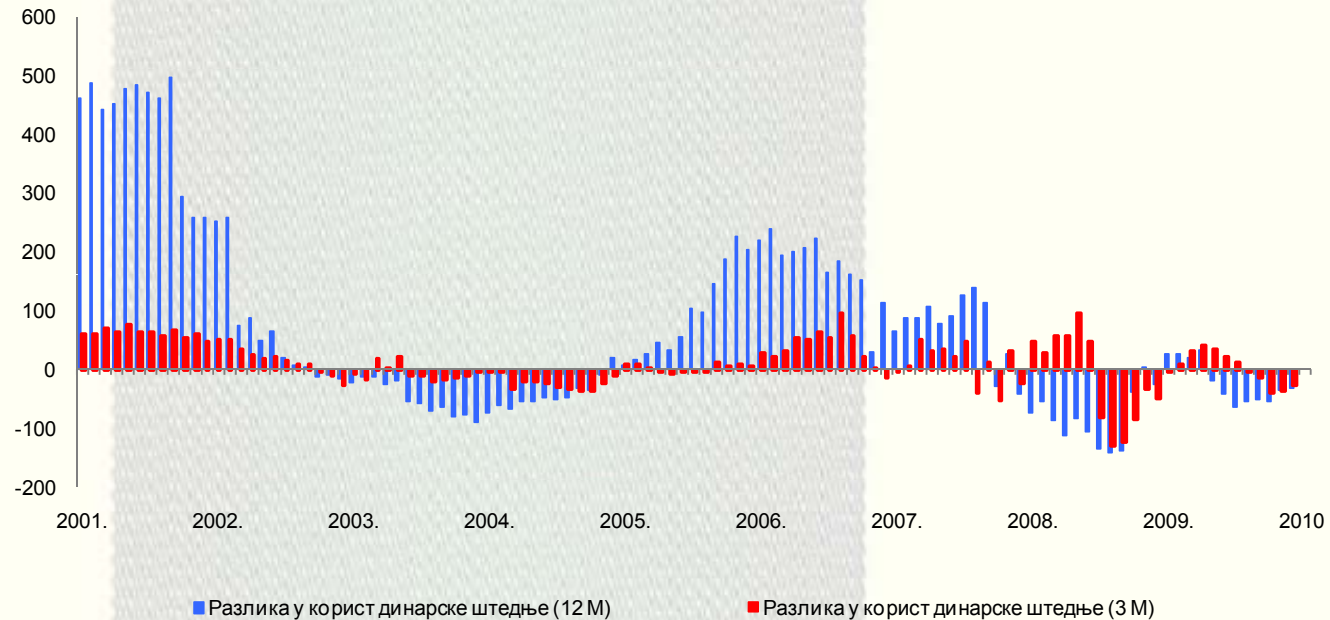
Графикон 22. Прираст штедње грађана
(у млн евра)



- Према прелиминарним подацима, од почетка “Недеље штедње” укупна штедња грађана је повећана за 298,3 млн евра.

Исплативост штедње у периоду од 2001. до 2010.

Графикон 23. Исплативост штедње по периодима од 2001. до 2010. године
(у EUR)



- Анализа исплативости штедње показала је да је у неким периодима било исплативије штедети у динарима, а у неким у девизама. Ипак, у већем броју периода (од укупно посматраних 108) било је исплативије штедети у динарима.
- Динарска штедња је била профитабилнија у односу на девизну штедњу исте рочности захваљујући повољнијем пореском третману и вишим каматним стопама на динарске штедне улоге.

Теме

Инфлација

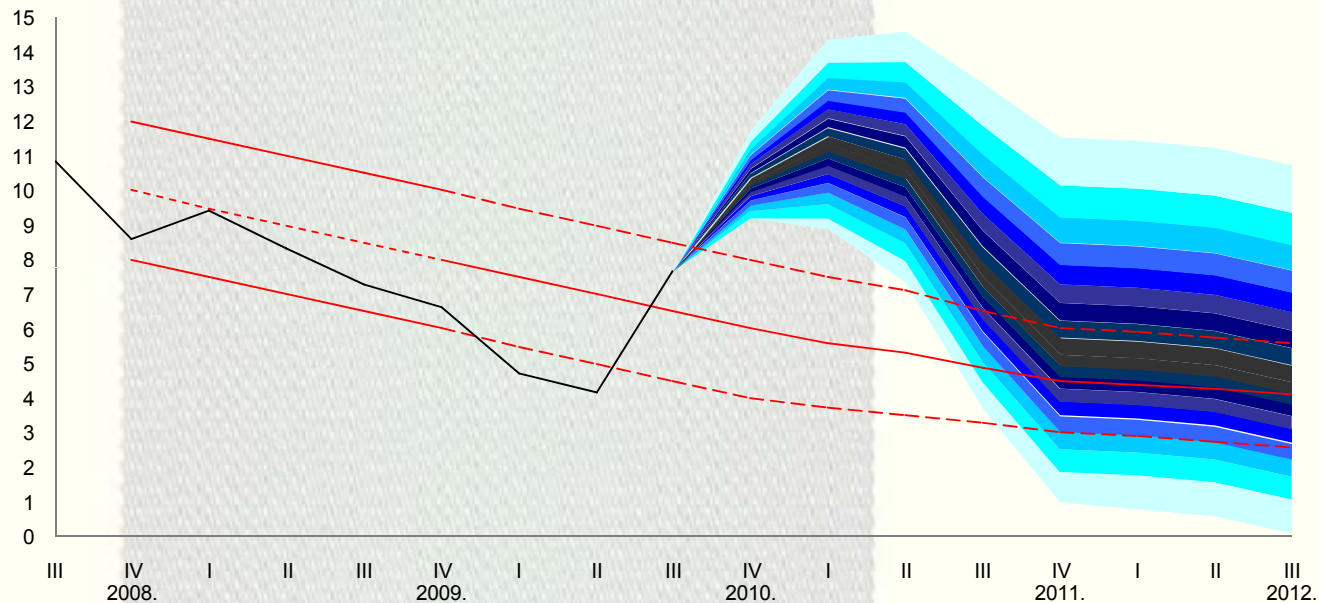
Економска и спољнотрговинска активност

Финансијска тржишта и односи са иностранством

Пројекција инфлације

Пројекција инфлације

Графикон 24. Пројектована инфлација
(међугодишње стопе, у %)



- Процењујемо да ће се међугодишња инфлација у наредном периоду кретати изнад циља, а да ће се крајем следеће године вратити у границе циља (4,5±1,5%).
- Монетарна политика својим мерама активно делује тако да инфлација у средњем року буде у границама дозвољеног одступања од циља.
- У наредном периоду вероватно је повећање референтне каматне стопе, као и рестриктивности монетарне политике по основу других инструмената из надлежности НБС.