



НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

Говор вицегубернера Бојана Марковића на  
презентацији Извештаја о инфлацији  
за мај 2011. године

---

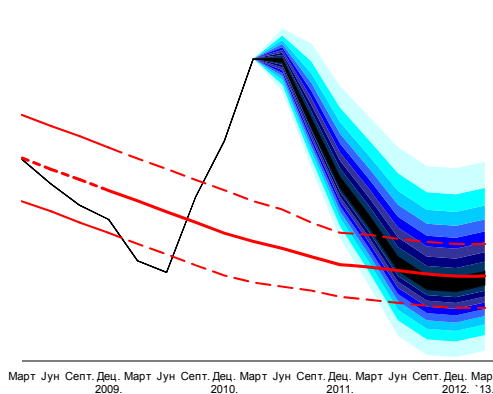
Београд, 18. мај 2011.

*Поштовани представници медија и колеге економисти,*

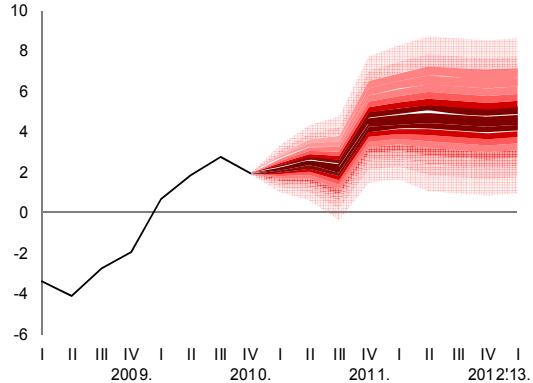
*добро дошли на презентацију поводом објављивања Извештаја о инфлацији за мај 2011!*

Након привременог пада у последњем тромесечју прошле године, опоравак економске активности се наставио у првом тромесечју ове године. Очекујемо да ће се умерени опоравак економске активности наставити и у наредном периоду, уз структурно прилагођавање од потрошње ка инвестицијама и смањивање екстерне неравнотеже. Највећи допринос расту БДП-а у 2011. требало би да да инвестициона активност, подстакнута повољнијим изгледима економског опоравка у Србији и међународном окружењу. С друге стране, висока незапосленост ће, и поред одмрзавања зарада у јавном сектору, утицати на то да допринос потрошње домаћинства расту БДП-а, иако позитиван, буде скроман. Допринос нето извоза ће и даље бити позитиван, мада мањи него у претходном периоду, делом као последица реалне апрецијације динара, али и очекиваног раста увоза опреме и репроматеријала услед раста економске активности.

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



Графикон 2. Пројекција раста бруто домаћег производа  
(међугодишње стопе, у %)



Инфлација је у марту износила 14,1% и тиме је шести месец заредом била изнад граница дозвољеног одступања од циља. Као што је Споразумом с Владом о циљању инфлације предвиђено, Народна банка Србије је у априлу писмом обавестила Владу о разлозима тог одступања, о томе у ком периоду се очекује повратак инфлације у границе дозвољеног одступања од циља, као и о мерама економске политике за враћање инфлације на циљ. У међувремену, инфлација је у априлу износила 14,7%, у складу са очекивањима Народне банке Србије.

Очекујемо да ће инфлација свој максимум достићи у априлу или мају, а затим ће почети да опада ка циљу, да би се у границама дозвољеног одступања од циља нашла у првој половини 2012. године. Заоштравањем монетарне политике у претходном периоду, Народна банка је настојала да на одржив начин, уз минимизирање негативних последица по економску активност и запосленост, постепено врати

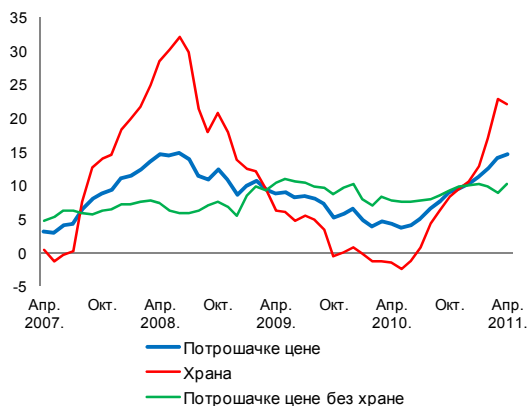
инфлацију у границе циља. Поред мера монетарне политике, враћању инфлације ка циљу доприносе и стабилна инфлациона очекивања и ниска агрегатна тражња, као и постепено слабљење инфлаторних притисака по основу цена хране, чије је поскупљење било основни узрок раста инфлације у претходном периоду.

Данашњом презентацијом желим да вам представим: наше виђење инфлације и макроекономских кретања у претходном периоду; приказ и објашњење мера монетарне политике које је Народна банка спровела; наша очекивања у погледу кретања инфлације и економске активности у наредном периоду; као и мере монетарне политике које ће, у складу с тим, Народна банка спроводити.

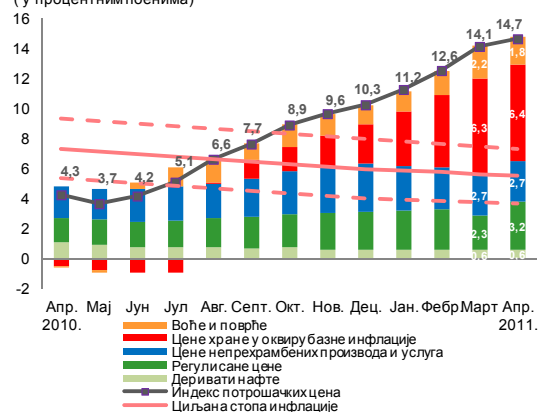
### ИНФЛАЦИЈА И МАКРОЕКОНОМСКА КРЕТАЊА

Инфлација је у првом тромесечју 2011. износила 5,5%, док је раст цена хране био 10,6%. Цене индустријско-прехрамбених производа порасле су 8,0%, пре свега као последица трошковних притисака у њиховој производњи, по основу високих цена примарних пољопривредних производа, пшенице и кукуруза, на пример. Нарочито снажан раст забележен је код цена воћа и поврћа, 25,3%, што је знатно више од раста сезонски уобичајеног за ово доба године.

Графикон 3. Потрошачке цене са и без хране (међугодишње стопе)



Графикон 4. Доприноси компоненти ИПЦ међугодишњој инфлацији (у процентним поенима)



Од јуна 2010. до марта 2011. међугодишња инфлација је порасла са 4,2% на 14,1%, односно за 9,9 процентних поена, од чега је чак 9 процентних поена последица раста прехрамбене инфлације.

С друге стране, охрабрује смиривање раста цена непрехрамбених производа које се формирају слободно, на тржишту. Непрехрамбена база инфлација је пала са 2,6% у Т4 2010. на 0,7% у Т1 2011, чему су допринела стабилна инфлациона очекивања, али и исцрпљивање ефеката прошлогодишње депрецијације, као и јачање динара на прелазу између претходне и текуће године. Поред тога, поскупљење хране је, због

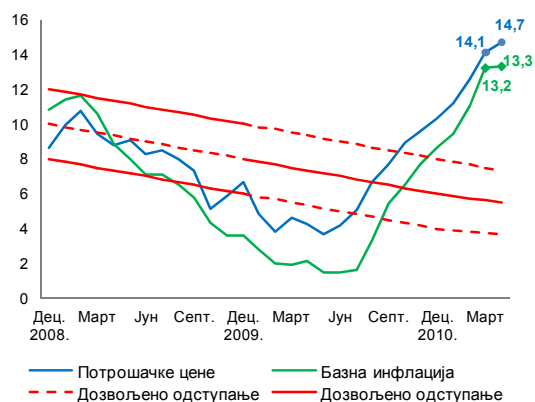
нееластичности тражње за овим производима, оставило мање расположивог дохотка за куповину непрехрамбених производа, чиме је непрехрамбена базна инфлација додатно смањена.

Пораст прехранбене компоненте базне инфлације био је израженији него пад њене непрехрамбене компоненте, па је у целини базна инфлација у Т1 била у порасту.

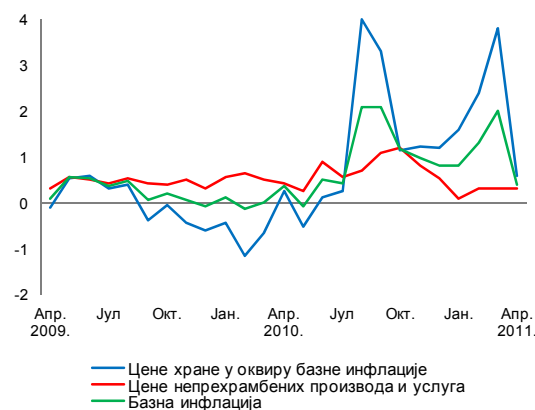
Прошле недеље Републички завод за статистику објавио је податак да је априлска инфлација износила 1,1% месечно, односно 14,7% међугодишње, што је у складу са очекивањима Народне банке Србије. Иако је та стопа висока, детаљнија економска анализа указује да су инфлаторни притисци у априлу опали. Наиме, највећи део априлског раста потрошачких цена био је генерисан поскупљењем електричне енергије, чији је допринос расту потрошачких цена износио 0,8 процентних поена од укупно 1,1% у априлу.

Подаци за април дају и прве назнаке слабљења инфлаторних притисака по основу цена хране. Цене воћа и поврћа су биле у паду, што је атипично за овај месец, а цене индустријско-прехранбених производа су успориле раст, са 3,8% у марту на 0,6% у априлу. Раст цена непрехрамбених производа које се формирају на тржишту се већ трећи месец заредом стабилизовао на релативно ниским 0,3%, па је априлска базна инфлација у целини износила 0,4%.

Графикон 5. Кретање цена  
(међугодишњи раст, у %)



Графикон 6. Базна инфлација по компонентама  
(месечни раст, у %)

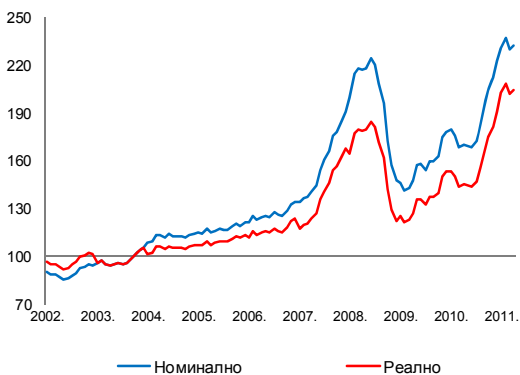


Регулисане цене већ трећу годину заредом расту брже него што је планирано. Након априлског поскупљења електричне енергије, раст ових цена је у прва четири месеца ове године износио 8,8%, па је већ сада готово извесно да ће договорени оквир за ову годину, који износи  $7 \pm 2\%$ , поново бити премашен.

Индекс светских цена хране достигао је рекордан ниво у првом тромесечју, надмашивши тако претходни историјски максимум из средине 2008. године. При том, цене појединих примарних пољопривредних производа, попут пшенице, у последњој години дана су код нас расле више него светске цене, те би се могао очекивати њихов

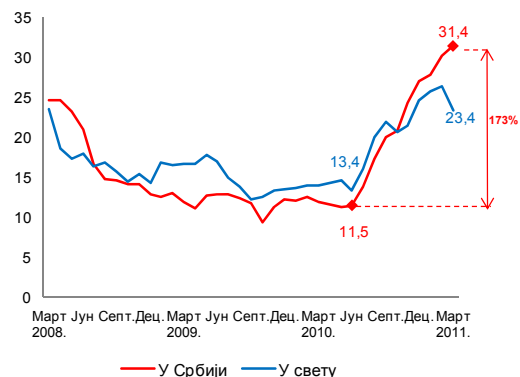
пад. Стога, након нове пољопривредне сезоне очекујемо благ пад цена хране, иако не на ниво с почетка 2010.

Графикон 7. Индекс светских цена хране (2002 - 2004 = 100)



Извор: FAO, UN.

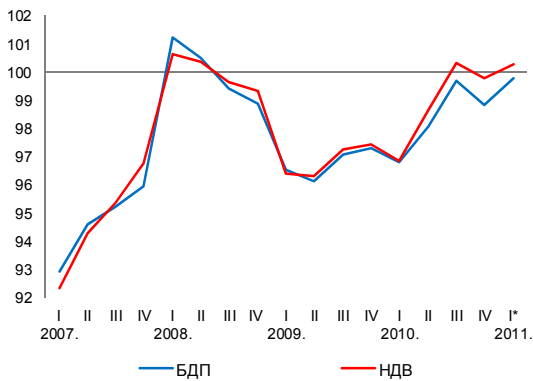
Графикон 8. Кретање светске и домаће цене пшенице (у RSD/кг)



Извор: Продуктна берза Нови Сади ММФ.

Као што смо најавили у фебруарском Извештају о инфлацији, економска активност је, након пада крајем 2010. године, узрокованог привременим факторима, почетком 2011. поново била у порасту. Наша је процена да је раст БДП-а у првом тромесечју 2011. износио 1% тромесечно, односно 2,4% међугодишње, чиме се ниво БДП-а приближио преткризном максимуму.

Графикон 9. Кретање индикатора економске активности (десезонирани подаци, 2008 = 100)



\* Процена НБС.

Графикон 10. Доприноси тромесечном расту БДП-а (у п.п.)



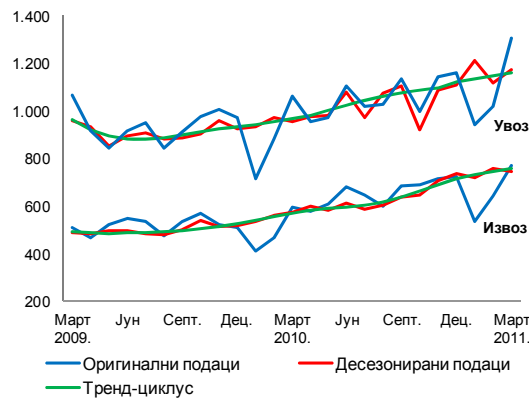
\* Процена НБС.

Најзначајнији позитиван допринос БДП-у бележе приватне инвестиције, док је лична потрошња и даље у паду. За разлику од претходног периода, нето екстерна тражња је имала негативан допринос расту БДП-а, услед бржег раста увоза од извоза.

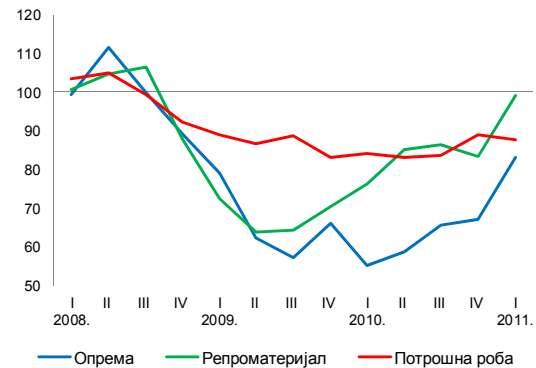
Спорији раст извоза је последица пре свега успоравања извоза хране, док су његовом расту најснажнији допринос дали основни метали, чему су погодиле њихове високе цене на светском тржишту. У односу на преткризни ниво (јануар–септембар 2008), извоз у марту је био виши за 17%.

Увоз је у Т1 растао брже од извоза. Охрабрујуће је, међутим, што је раст увоза у првом тромесечју био заснован на расту увоза репроматеријала од 30% и, након дужег времена, расту увоза опреме, док је увоз средстава за потрошњу био у паду. Раст увоза опреме од 17% указује на растућу инвестициону активност. У прошлости раст увоза опреме и репроматеријала био је праћен растом економске активности у наредном периоду.

Графикон 11. Извоз и увоз робе  
(у млн EUR)

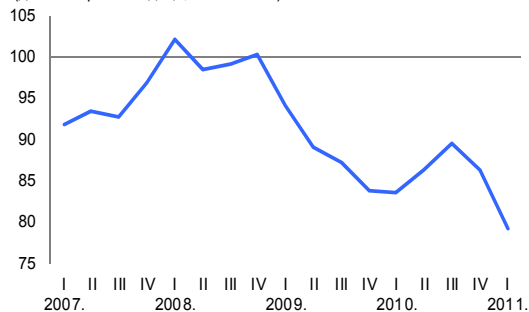


Графикон 12. Кретање главних компоненти увоза  
(десезонирано, 2008=100)



На наставак пада личне потрошње указује даљи пад промета у трговини на мало почетком године. Такође, реална примања становништва, као кључни извор потрошње, у првом тромесечју су била у паду због раста инфлације, док су потрошачки кредити у овом периоду успорили раст.

Графикон 13. Кретање трговине на мало  
(десезонирани подаци, 2008 = 100)



Графикон 14. Реална потраживања банака по кредитима и директно задуживање предузећа у иностранству  
(тримесечне стопе раста, у %)



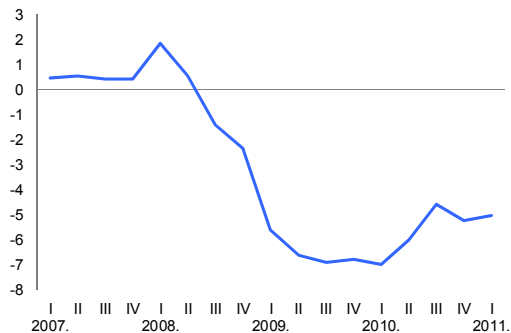
\* Дефлационирано инфлацијом, по искључењу ефекта промене курса.

Раст економске активности у првом тромесечју утицао је на благо затварање негативног производног јаза. Ипак, процењујемо да је агрегатна тражња и даље на ниском нивоу и да ће као таква деловати дезинфлаторно у наредном периоду.

Претходне две године забележено је померање структуре БДП-а од домаће тражње, како личне тако и инвестиционе, ка нето извозној тражњи. Смањивање структурне екстерне неравнотеже захтева, а то и очекујемо, да у наредном периоду, поред извоза,

раст у све већој мери буде генерисан инвестицијама, док би мерама економске политике требало и даље настојати да се раст личне потрошње задржи у реалним оквирима.

Графикон 15. Производни јаз  
(процентуално одступање од тренда)



Графикон 16. Доприноси годишњем расту БДП-а  
(у процентним поенима)

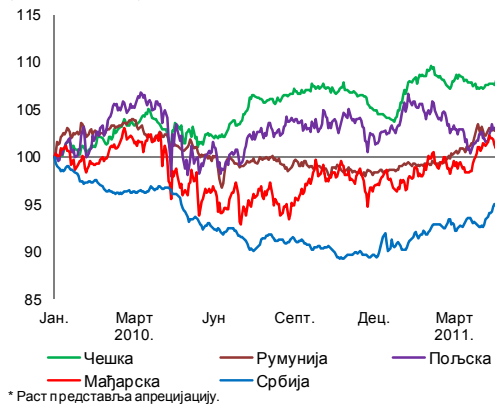


Структурно прилагођавање које подразумева нижи допринос личне потрошње је социоекономски болно, јер у кратком року има цену у нешто споријем економском опоравку и нижем животном стандарду, али оно представља основу за одржив развој привреде на дужи рок. Због тога смо мишљења да је од брзине економског раста у наредном периоду важније померање структуре БДП-а ка нето извозу и инвестицијама, а смањење удела личне потрошње.

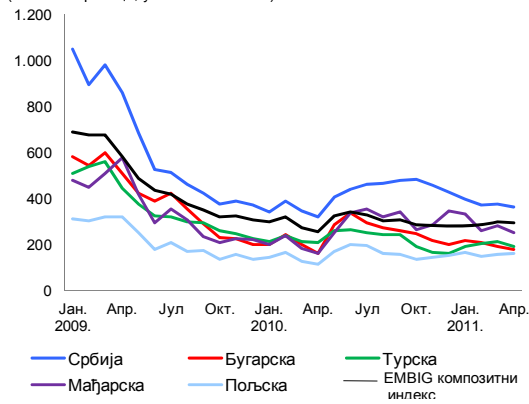
Ово структурно прилагођавање је уочено и од стране инвеститора у Србију и један је од узрока повећаног прилива капитала у последње време.

Јачање динара према евр, започето у децембру 2010, наставило се и у прва четири месеца 2011. године. Слична кретања забележена су и у другим источноевропским економијама са флексибилним девизним курсом, као последица пада премије ризика и јачања поверења страних инвеститора. Јачању динара су допринеле и рестриктивне

Графикон 17. Кретање курсева одређених националних валута према евр<sup>\*</sup>  
(04.01.2010. = 100)



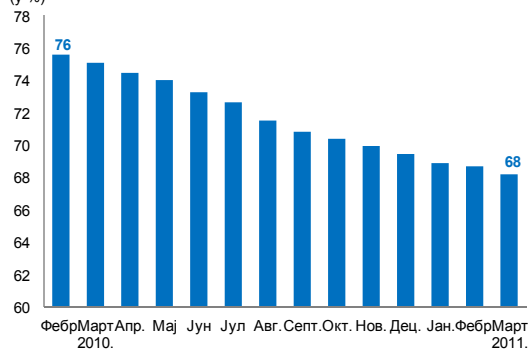
Графикон 18. Показатељ премије ризика – ЕМБИ по земљама  
(месечни просеци, у базним поенима)



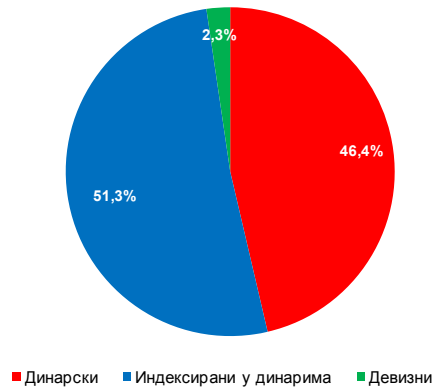
мере монетарне политике, које је Народна банка предузела у настојању да ублажи инфлаторне притиске, а то су повећање референтне стопе и промена регулативе о обавезној резерви банака. Девизни курс у Србији је флексибилан и у наредном периоду су могуће осцилације курса у оба смера. Једини поуздан начин да се привреда и становништво заштите од могућих негативних последица тих осцилација јесте да се позајмљује у валути у којој се остварују приходи или да се користе инструменти заштите од девизног ризика.

У последњој години дана смањена је зависност привреде и становништва од промене курса, јер је у том периоду удео девизних и индексираних у укупним кредитима смањен са 76 на 68%. При томе је скоро половина нових кредита одобрена у динарима, без валутне клаузуле, тако да промена курса не утиче на њихове кориснике. Такође, позитивна промена је и повећано коришћење инструмената заштите од девизног ризика.

Графикон 19. Учешће девизних и индексираних у укупним потраживањима банака од привреде и становништва (у %)



Графикон 20. Учешће динарских и девизних кредита у укупним новоодобреним кредитима (март 2011.) (у %)

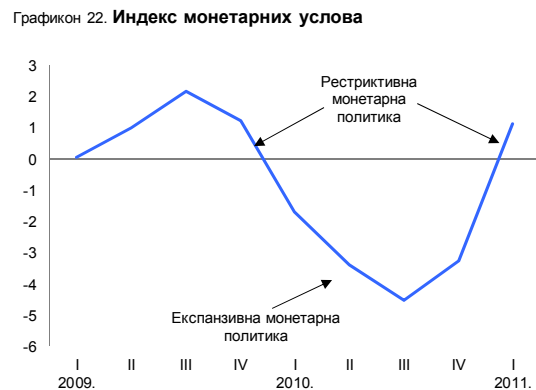
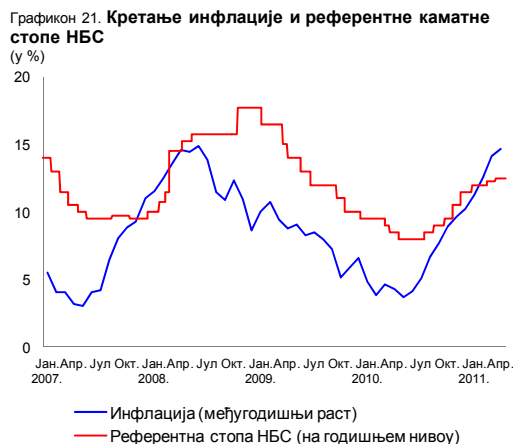




## МОНЕТАРНА ПОЛИТИКА У ПРЕТХОДНОМ ПЕРИОДУ

Народна банка Србије је на почетку 2011. године, реагујући на инфлаторне притиске, наставила да поштрава монетарну политику.

Од почетка године, референтна каматна стопа повећана је за један процентни поен, на 12,5%, док је од почетка циклуса повећања, у августу 2010, повећана за 4,5 процентних поена. Поред тога, новом одлуком о издвајању обавезне резерве смањена је раније планирана релаксација.



Мерено индексом монетарних услова, оцењујемо да је монетарна политика у првом тромесечју попримила рестриктиван карактер. На то указују обе компоненте индекса монетарних услова. Прво, јачање динара почетком године уз вишу инфлацију довело је до реалне апрецијације и отварања апрецијацијског јаза. У исто време, реална референтна стопа је повећана изнад њеног тренда, који је опао услед пада премије ризика Србије.

И поред рестриктивних мера које је Народна банка предузела у претходних осам месеци, инфлација ће се до краја 2011. кретати изнад горње границе циља, у које ће се, према очекивањима, вратити у првој половини 2012. године. Због тога би се могло поставити питање: зашто реакција централне банке није била снажнија?

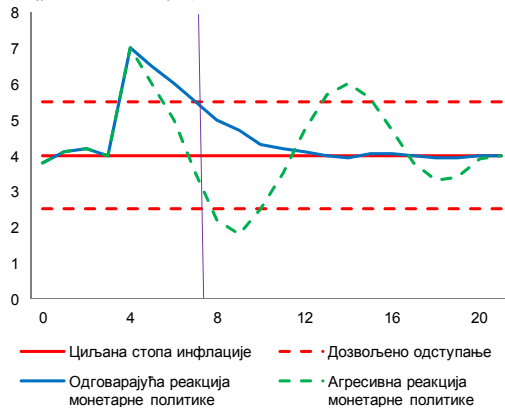
У одговору на ово питање најпре је битно истаћи да је инфлациони циљ Народне банке Србије постављен континуирано, тј. за сваки месец у години, а не само за крај године, како се понекад погрешно интерпретира у јавности. Због тога је остварење циљане инфлације у нпр. марту или јуну за Народну банку од подједнаке важности као и њено остварење у децембру.

Иако је стабилност цена основни циљ Народне банке Србије, треба такође истаћи да задатак монетарне политике у режиму циљане инфлације није да инфлација по сваку цену буде на циљу. Ценовно прилагођавање је често неопходан елемент

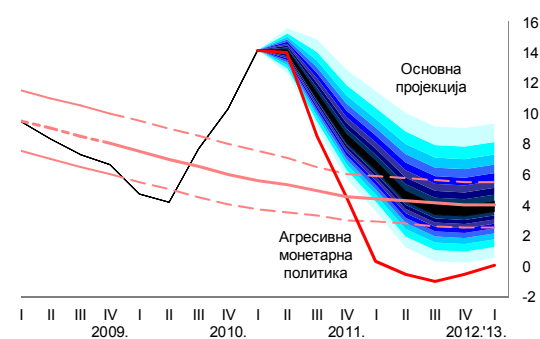
прилагођавања на шокове понуде, какав је био прошлогодишњи прехранбени. Задатак монетарне политике у режиму циљане инфлације је да реагује свим расположивим инструментима како би се инфлација након ценовних шокова, инфлаторних или дезинфлаторних, увек што брже, али на одржив и стабилан начин, постепено вратила ка циљу.

У Осврту 1 Извештаја о инфлацији илустрована је разлика у кретању инфлације као резултат различитих реакција монетарне политике на инфлаторни шок. Када је реакција монетарне политике одговарајућа, инфлација се након иницијалног шока враћа у границе циља нешто касније него у случају изузетно агресивне реакције, али зато након прилажења циљу ту и остаје у средњем року. У случају врло агресивне реакције, инфлација се враћа ка циљу брже, али због временског помака деловања мера монетарне политике, она обично знатно подбацује циљ, а затим изазива осцилације и стабилизује се око циља знатно спорије него у случају одговарајуће реакције монетарне политике на иницијални инфлаторни шок.

Графикон 23. Инфлација при различитим реакцијама монетарне политике (међугодишње стопе, у %)



Графикон 24. Пројектована инфлација при одговарајућој и агресивној монетарној политици (међугодишње стопе, у %)



Висока нестабилност инфлације и каматне стопе није добра за економију зато што ствара неповољан амбијент за привредне субјекте, уносећи неизвесност у доношење пословних одлука, и због тога се одговарајућом монетарном политиком настоји да се макроекономска нестабилност избегне колико год је то могуће.

У случају Србије, на пример, агресивнијим повећањем референтне стопе у току друге половине 2010. и почетком 2011. године Народна банка је могла да утиче на бржи повратак инфлације у границе циља. То би, међутим, довело до снажних дезинфлаторних притисака и подбацавања доње границе циља у току 2012. године, а можда чак и до дефлације.

## ОЧЕКИВАЊА ЗА НАРЕДНИ ПЕРИОД – ИНФЛАЦИЈА, ЕКОНОМСКА АКТИВНОСТ И МЕРЕ МОНЕТАРНЕ ПОЛИТИКЕ

У 2011. очекујемо раст БДП-а од око 3%, а у 2012. око 4,5%, који ће бити заснован пре свега на расту инвестиција и нето извоза.

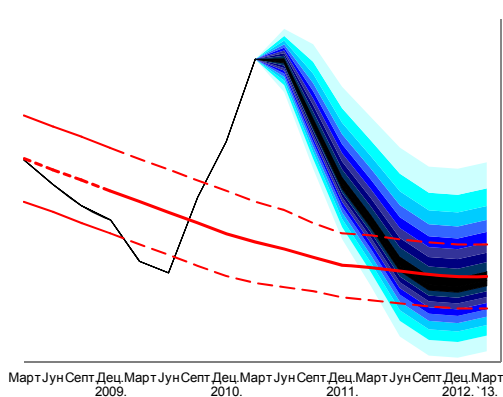
Инфлација у Србији ће свој максимум достићи у априлу или мају, а затим ће почети да опада ка циљу, да би се у границама дозвољеног одступања од циља наша у првој половини 2012. године.

Агрегатна тражња ће, и поред опоравка економске активности, у наредном периоду и даље деловати дезинфлаторно. С даљим опоравком економске активности дезинфлаторни притисци по основу тражње ће бити све слабији.

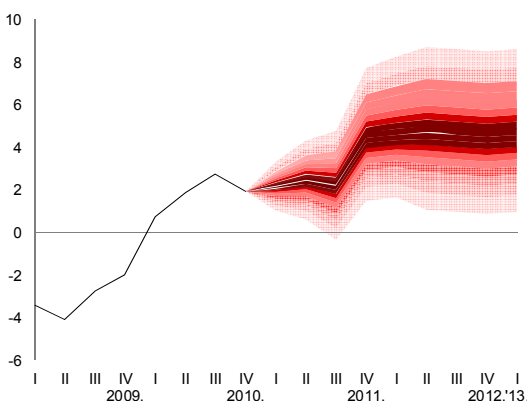
На пад инфлаторних притисака утицаће и стабилна инфлациона очекивања, као и стабилна увозна инфлација.

Кретање међугодишње инфлације у наредном периоду, поред месечних стопа, биће у значајној мери одређено тзв. базним ефектом, тј. месечним стопама инфлације из одговарајућег периода 2010. године. Да подсетим, раст инфлације генерисан ценама хране започет је од јуна, а изразито снажан раст од августа 2010. године. Како из обрачуна међугодишње инфлације буду излазила прошлогодишња поскупљења, а улазиле нове, ниже стопе инфлације, тако ће и међугодишње стопе инфлације бити у паду. Због тога очекујемо да ће пад међугодишње инфлације уследити од јуна, а да ће бити нарочито снажан од августа 2011. године.

Графикон 25. Пројектована инфлација  
(међугодишње стопе, у %)



Графикон 26. Пројекција раста бруто домаћег производа  
(међугодишње стопе, у %)



Кључни ризици пројекције налазе се у кретању цена пољопривредних производа, кретању премије ризика и фискалној политици.

Прво, пројекција инфлације базира се на претпоставци да ће нова пољопривредна сезона бити просечна, те да ће цене пољопривредних производа од нове сезоне бити у

умереном паду, иако се неће вратити на ниво с почетка 2010. На основу тога очекујемо да се инфлација врати у границе циља у првој половини 2012. године. Уколико би се поновила врло лоша пољопривредна сезона, пад цена пољопривредних производа би вероватно изостао, па би се и инфлација спорије вратила у границе циља. У супротном, у случају добре пољопривредне сезоне, пад ових цена могао би бити знатно бржи, па би се и инфлација брже вратила у границе циља.

Други ризик представља кретање премије ризика Србије, која рефлектује поверење страних инвеститора у Србију. У току претходне године, премија ризика је снажно осцилирала: најпре је расла од маја, као резултат кризе јавног дуга у неким чланицама еврозоне, што је изазвало депрецијацијске притиске на динар, а затим је крајем 2010. и почетком 2011. пала, изазивајући апрецијацијске притиске. У наредном периоду не можемо у потпуности искључити изненађења на овом плану, што би могло да има последице на брзину враћања инфлације ка циљу.

Трећи ризик је улога фискалне политике у одржавању макроекономске стабилности. Свако знатније премашивање планираног фискалног дефицита би повећало инфлаторне притиске по основу тражње, али би могло узроковати и поновни раст премије ризика и бекство капитала уз депрецијацијске притиске и спорије враћање инфлације ка циљу. С друге стране, држање фискалног дефицита у оквиру планираног поспешило би пројектовано враћање инфлације ка циљу.

У целини, процењујемо да су ризици пројекције благо асиметрични навише.

На основу пројекције инфлације, а узимајући у обзир ризике, Извршни одбор Народне банке Србије процењује да је референтна каматна стопа при врху или на врху тренутног циклуса. Ради одржавања инфлације у границама циља у средњем року, Народна банка Србије ће вероватно и у наредном периоду спроводити рестриктивну монетарну политику користећи све расположиве инструменте монетарног регулисања.

На крају, понављам да смо уверени да се високе стопе инфлације неће задржати на дужи период и да очекујемо повратак инфлације у границе циља до средине наредне године.

Захваљујем на пажњи.