

НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

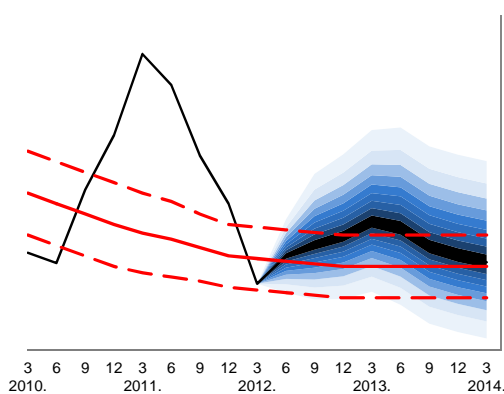
Говор вицегувернера Бојана Марковића на
презентацији Извештаја о инфлацији
за мај 2012. године

Београд, 16. мај 2012.

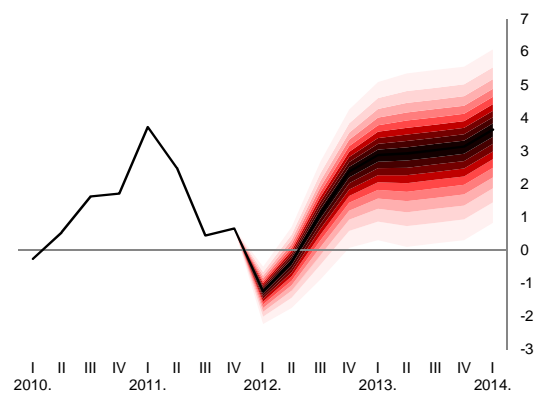
Даме и господо, поштовани представници медија и колеге економисти,

Међугодишња инфлација је, након годину дана континуираног пада, у априлу износила 2,7%, што је њен најнижи ниво од 1980. године од када су расположиви упоредиви подаци. То је уједно и нешто испод доње границе дозвољеног одступања од циља за овај месец, чиме су се потврдиле наше пројекције из претходних Извештаја о инфлацији. Од маја, међутим, очекујемо умерен пораст инфлације, која би се крајем текуће и у првој половини наредне године могла привремено кретати око горње границе дозвољеног одступања од циља, да би се након тога вратила ка циљу.

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



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



Бруто домаћи производ је у првом тромесечју био у паду како због изузетно хладног времена, тако и због пада привредне активности наших главних спољнотрговинских партнера. Рецесионе тенденције у зони евра одразиће се негативно на српску привреду и у наставку године, али због почетка производње у аутомобилској индустрији, у 2012. ипак очекујемо скроман привредни раст од 0,5%.

Народна банка Србије од јануара није кориговала референтну каматну стопу са садашњих 9,5%, али је у априлу донела одлуку о снижавању стопе девизне обавезне резерве, уз повећање учешћа динарског дела у девизној издвојеној обавезној резерви.

* * *

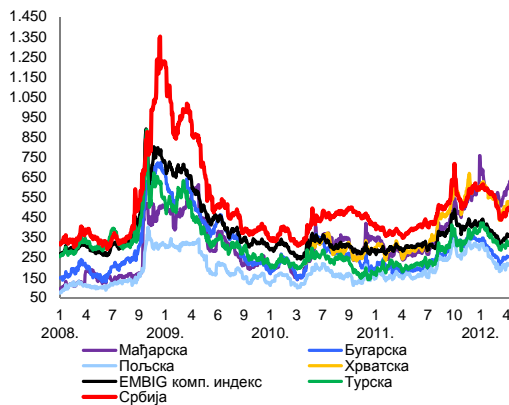
Нови Извештај о инфлацији објављујемо у атмосфери постизборне неизвесности у погледу брзине формирања будуће републичке владе. **Из угла макроекономске стабилности и смањења ризика земље, пожељно је да се будућа влада брзо формира и да потом донесе ефикасне мере фискалне консолидације, тј. мере ради смањења буџетског дефицита и зауздавања даљег раста јавног дуга.** То укључује и обнављање аранжмана с Међународним монетарним фондом, којим би се допринело повољнијој перцепцији ризика Србије, што би имало стабилизирајући утицај на финансијска тржишта.

Криза јавног дуга у зони евра показивала је извесне знаке смиривања након успешне реализације (*debt swap*) аранжмана Грчке уз учешће приватних инвеститора и експанзивних мера Европске централне банке, али се у последњих десетак дана јавила нова неизвесност у

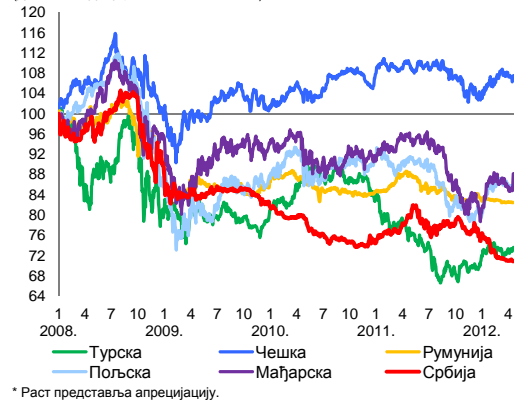
вези с формирањем владе у Грчкој. Ситуација у реалном сектору зоне евра је такође и даље пуна изазова, што показује пад економске активности у четвртном тромесечју 2011. и стагнација у првом тромесечју 2012. Прогнозе раста привреде зоне евра за текућу годину су и даље негативне, док се за земље у региону очекује успорен привредни раст.

Ипак, смиривање кризе јавног дуга у земљама зоне евра и експанзивне мере Европске централне банке, уз добијање статуса кандидата и потврду кредитног рејтинга, довели су до пада премије ризика Србије. У току ове године, у поређењу са земљама у окружењу, *EMBI* је у највећем паду био код Србије.

Графикон 3. Показатељ премије ризика – *EMBI* по земљама (дневни подаци, у базним поенима)



Графикон 4. Кретање курсева одређених националних валута према еврџу* (дневни подаци, 31. 12. 2007 = 100)



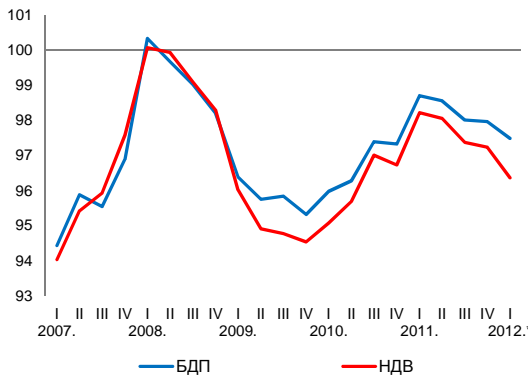
* Раст представља апријацију.

Упркос томе, динар је у овом периоду ослабио према еврџу. На депрецијацијске притиске утицало је више фактора: повећан увоз енергената због хладног времена, пад извоза, одлазак приватног власника из смедеревске железаре, одлагање ревизије аранжмана с ММФ-ом, повећано трошење динарских средстава државе и смањен прилив капитала.

* * *

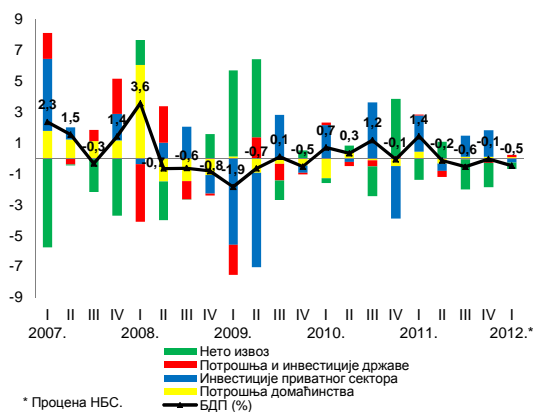
Рецесионе тенденције у зони евра и успорен раст привреда у региону су, уз талас изузетно хладног времена у фебруару, утицали на пад економске активности у Србији почетком ове

Графикон 5. Кретање индикатора економске активности (десезонирани подаци, П1 2008 = 100)



* Процена НБС.

Графикон 6. Доприноси тромесечном расту БДП-а (у процентним поенима)

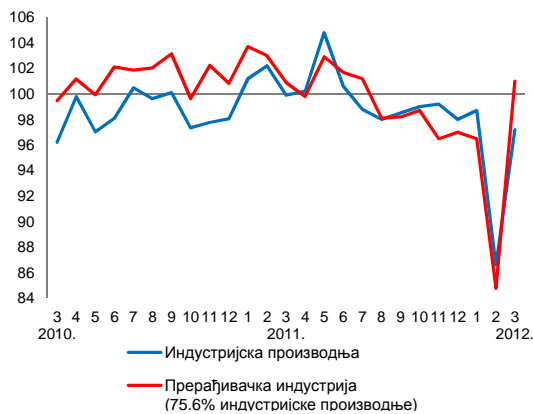


* Процена НБС.

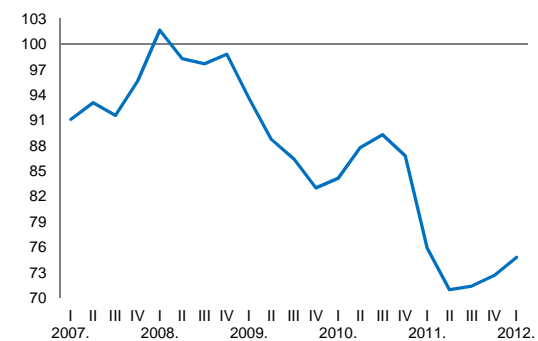
године. Бруто домаћи производ је у првом тромесечју, према прелиминарним проценама, био нижи за 0,5% у односу на претходно тромесечје, а за 1,3% у односу на исти период претходне године.

Неповољне временске прилике у фебруару довеле су до отежаног снабдевања и обуставе испоруке електричне енергије великом броју предузећа. То је, уз привремену обуставу производње у смедеревској железари, условило да производња у прерађивачкој индустрији у овом месецу опадне чак за 12%. У марту је, међутим, поред нормализације производње, дошло и до делимичног надокнађивања пропуштене производње из фебруара, па је у том месецу производња у прерађивачкој индустрији порасла за 19%.

Графикон 7. **Индустријска производња**
(десезонирани подаци, 2011 = 100)

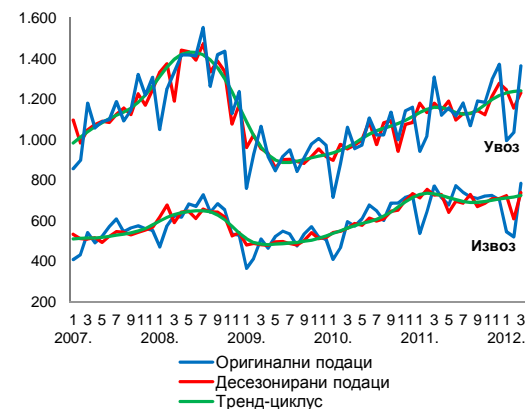


Графикон 8. **Кретање трговине на мало**
(десезонирани подаци, П1 2008 = 100)

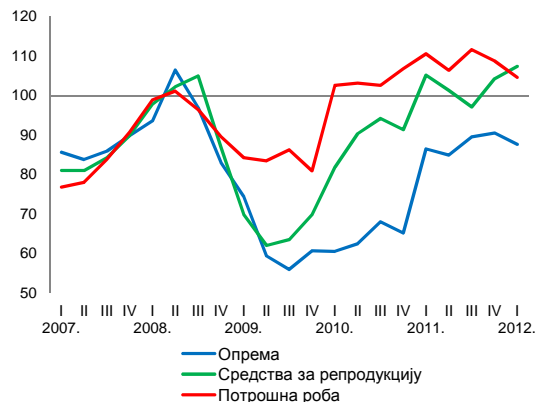


Исти фактори имали су пресудан утицај и на кретање извоза, који је у току прва три месеца 2012. имао сличну динамику као прерађивачка индустрија, док је на нивоу целог тромесечја забележен његов благ пад. У структури извоза, највише су опали извоз основних метала, хемикалија и хемијских производа, док је извоз пољопривредних производа и електричне опреме порастао.

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



Графикон 10. **Кретање главних компоненти увоза**
(десезонирани подаци, П1 2008 = 100)



Хладно време је утицало на раст увоза енергената и тиме репроматеријала и увоза у целини. С друге стране, увоз опреме и потрошних добара забележио је пад.

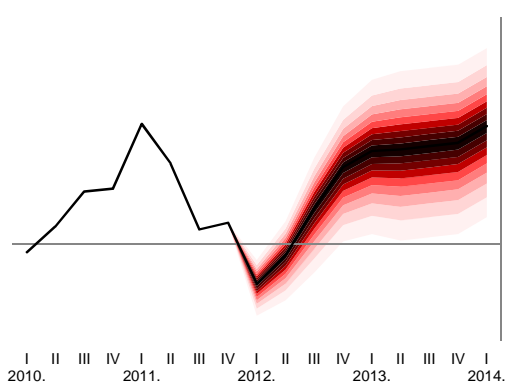
Поред негативног доприноса нето извоза, паду економске активности у првом тромесечју допринео је и пад инвестиција приватног сектора, на шта указује пад увоза опреме и активности у грађевинарству, такође добрим делом због неповољних временских прилика.

Насупрот томе, раст промета у трговини на мало указује на позитиван али скроман допринос потрошње домаћинстава економској активности.

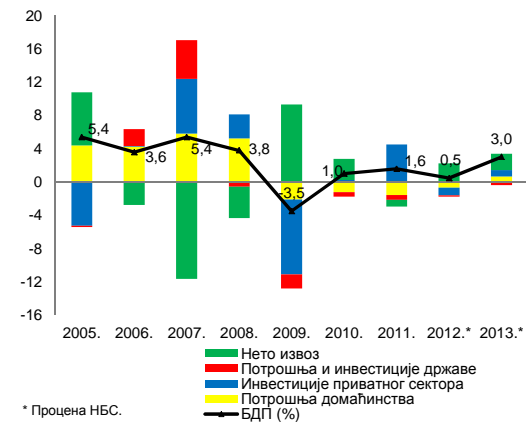
У наредним тромесечјима очекујемо раст економске активности, који ће се на нивоу целе 2012. године кретати око 0,5%. У кратком року, позитиван допринос домаћој тражњи очекује се по основу повећаних расхода државе у првој половини године. С друге стране, рецесија у зони евра и успорен економски раст наших осталих спољнотрговинских партнера имаће негативан одраз на тражњу за нашим производима и прилив страних директних инвестиција у току ове године. И поред тога, поједине већ реализоване и текуће инвестиције у извозним гранама, првенствено у аутомобилској индустрији, почеће да се одражавају на раст производње и извоза од друге половине године. На раст извоза стимулативно ће деловати и слабљење динара из претходног периода. С обзиром на високу незапосленост и скроман привредни раст, и ове године очекујемо пад финалне потрошње. То ће, уз смањење инвестиционе тражње и слабљење динара из претходног периода, вероватно резултирати и падом увоза у току 2012. године.

До видљивијег раста српске привреде од око 3% могло би доћи у 2013. години, пре свега због раста производње у аутомобилској индустрији, која је углавном намењена извозу, али ће то у великој мери зависити од брзине глобалног економског опоравка. Спорији раст од овога могао би се десити у случају снажније фискалне консолидације. Ипак, сматрамо да је консолидација пожељна, јер би допринела макроекономској стабилности, одрживости јавног дуга, паду ризика земље и тиме трошкова задуживања, што би све заједно имало позитиван дугорочан утицај на економску активност у Србији.

Графикон 11. Пројекција раста бруто домаћег производа (међугодишње стопе, у %)



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



* Процена НБС.

И овог пута истичемо наш став да је од брзине привредног раста у кратком року важнија његова одрживост, што подразумева наставак померања извора раста од домаће финалне потрошње ка нето извозу и инвестицијама, пре свега у извозне секторе.

* * *

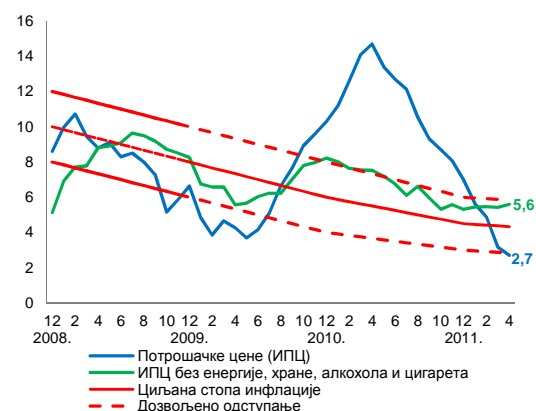
Инфлација је у последњој години дана била у континуираном паду, пре свега као резултат пада трошковних притисака на цене хране, ниске агрегатне тражње, као и рестриктивних мера монетарне политике у периоду најјачих инфлаторних притисака.

Пад међугодишње инфлације био је нарочито снажан у првим месецима ове године, као резултат изласка високих поскупљења с почетка 2011. из њеног обрачуна. Инфлација је са 7,0%, колико је износила у децембру, пала на 3,2% крајем првог тромесечја и 2,7% у априлу 2012, што је најнижи ниво међугодишње инфлације од 1980. године од када су расположиви упоредиви подаци. То је уједно и нешто испод доње границе дозвољеног одступања од циља за тај месец. Таквим кретањем инфлације потврдиле су се наше пројекције из претходних Извештаја о инфлацији.

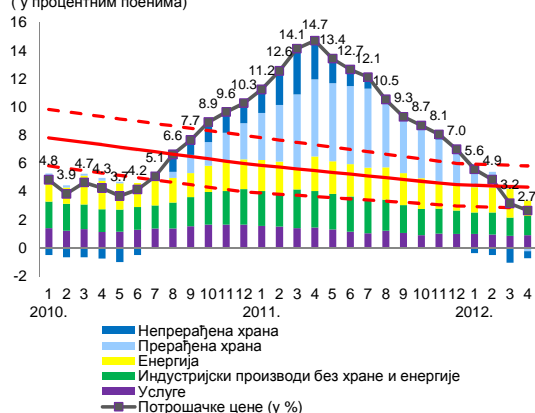
У току првог тромесечја потрошачке цене су порасле 2,0%, а на њихово кретање је у супротним смеровима деловало неколико фактора.

Раст увозних цена услед слабљења динара имао је засад скроман инфлаторни утицај, с обзиром на то да су се увозници, суочени с ниском тражњом, у највећој мери уздржавали од повећања цена на домаћем тржишту. До одређених поскупљења по овом основу је ипак дошло, што је највидљивије код девизно-индексираних цена, попут закупа стана и аутомобила. То је и основни разлог раста инфлације групе непрехрамбених производа и услуга чије се цене слободно формирају на тржишту.

Графикон 13. Кретање цена (међугодишње стопе, у %)



Графикон 14. Доприноси компоненти ИПЦ међугодишњој инфлацији (у процентним поенима)



Ако се изузме знатно поскупљење јаја, цене хране су и у првом тромесечју деловале дезинфлаторно.

Насупрот томе, знатнији допринос расту потрошачких цена дала су поскупљења: нафтних деривата (већим делом као последица раста светских цена нафте почетком године) и цигарета због редовног усклађивања акциза с растом потрошачких цена у претходној години. Раст регулисаних цена изостао је у досадашњем делу године.

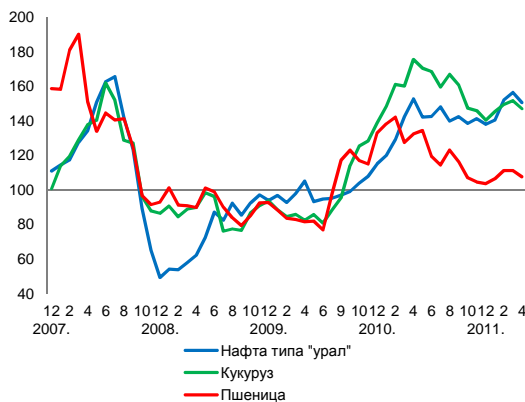
Након априлског минимума, очекујемо да ће од маја доћи до умереног пораста међугодишње инфлације и њеног враћања ка циљу, а затим и кретања око горње границе дозвољеног одступања од циља крајем текуће и у првој половини наредне године, да би се након тога вратила ка циљу.

У другом тромесечју 2012, расту инфлације највише ће допринети раст цена воћа и поврћа с доласком нове пољопривредне сезоне. Ово очекивање базирамо на чињеници да је због пада у претходној сезони, ниво ових цена тренутно низак, те да изврстан потенцијал за њихов раст постоји чак и у случају просечне пољопривредне сезоне.

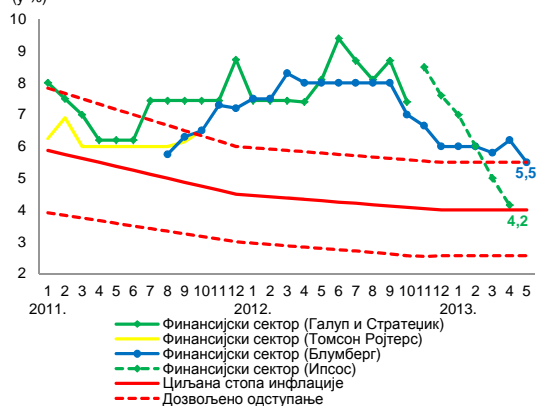
Поред тога, очекујемо да ће након формирања будуће владе бити надокнађен изостанак раста регулисаних цена у досадашњем делу године, што ће утицати на раст укупне инфлације у том периоду. На средњи рок, међутим, раст регулисаних цена требало би да буде спорији него у претходним годинама, будући се оне приближавају економски одрживом нивоу.

Светске цене нафте, које су почетком године достигле историјски максимум изражено у еврима, од почетка априла су у снажном паду, па по овом основу очекујемо дезинфлаторан утицај у наредним месецима.

Графикон 15. Кретање светских цена примарних производа (2010 = 100)



Графикон 16. Очекивана и циљана инфлација за 12 месеци унапред (у %)



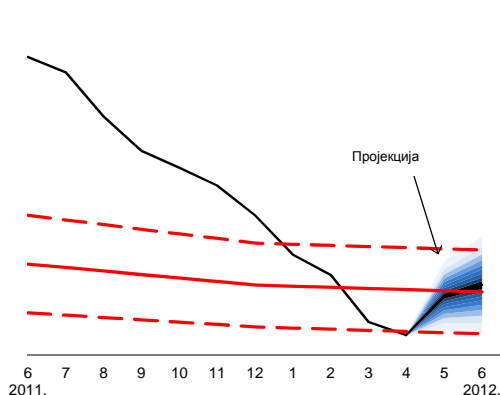
Поред тога, с обзиром на високу стопу незапослености и скромне перспективе економског раста Србије и њених најважнијих спољнотрговинских партнера, процењујемо да ће ниска агрегатна тражња успоравати ценовни раст у наредном периоду. У том правцу деловаће и очекиване мере фискалне консолидације будуће владе.

На успоравање ценовног раста ће деловати и нижа инфлациона очекивања, која су у последњих осам месеци пала за око 2 процентна поена.

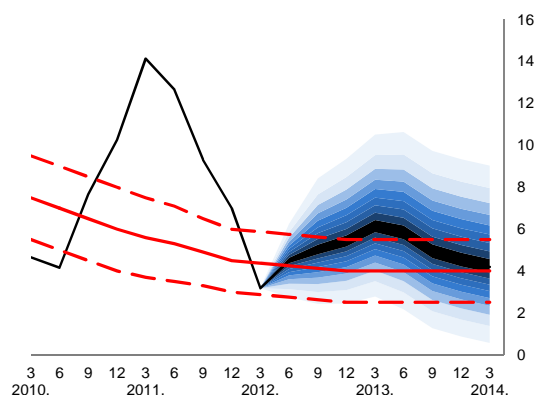
Раст увозних цена због слабљења динара из претходног периода могао би изазвати одређене инфлаторне притиске. Вероватно је, ипак, да ће увозници, због ниске тражње, у већој мери реаговати смањењем својих маржи него повећањем цена. Штавише, очекиване мере фискалне консолидације будуће владе, уколико буду довољног интензитета, на јесен би могле утицати на јачање динара и пад увозних цена.

Ипак, у целини, долазак нове пољопривредне сезоне, раст увозних цена у претходном периоду и већи раст регулисаних цена након формирања републичке владе ће (упркос ниској агрегатној тражњи) довести до (умереног) приближавања инфлације горњој граници дозвољеног одступања од циља крајем текуће и у првој половини наредне године, да би се након тога постепено вратила ка циљу.

Графикон 17. **Краткорочна пројекција инфлације**
(међугодишње стопе, у %)



Графикон 18. **Пројектована инфлација**
(међугодишње стопе, у %)



Кључни ризици ове пројекције тичу се фискалне политике будуће владе, развоја ситуације у међународном окружењу и кретања цена хране и регулисаних цена.

У тренутку када су финансијска тржишта веома осетљива на показатеље одрживости јавног дуга, изостанак брзих и снажних мера фискалне консолидације будуће владе, могао би да има инфлаторне последице кроз раст премије ризика и појачане депрецијацијске притиске.

Уколико би, с друге стране, мере фискалне консолидације укључиле повећање пореза на додатну вредност, то би довело до једнократног привременог раста цена, али би на средњи рок инфлаторни притисци били нижи због јачања динара и пада премије ризика.

На кретање премије ризика и девизног курса, као и брзину привредног раста Србије, утицаће и развој ситуације у зони евра, која је још увек пуна изазова, с обзиром да финансијска тржишта бурно реагују на сваку неповољну вест.

У овом периоду године, присутни су и ризици у оба смера повезани с доласком нове пољопривредне сезоне. Временски услови и кретање цена пољопривредних производа на светском тржишту имаће знатног утицаја на њихово кретање и на домаћем тржишту, па самим тим и на трошковне притиске на цене хране.

Неизвесност је присутна и у погледу кретања регулисаних цена, тј. брзине којом ће будућа влада и локалне самоуправе отклањати ценовне диспаритете услуга које су у њиховом домену.

Извршни одбор Народне банке од јануара није кориговао референтну каматну стопу са 9,5%. Међутим, узимајући у обзир пројекцију инфлације, у априлу је донета одлука да се стопа обавезне резерве смањи са 30% на 29% за рочности до две године, односно са 25% на 22% за рочности преко две године, уз повећање процента издвајања девизне обавезне резерве у динарима за 5 процентних поена за све рочности. Циљ ове мере био је да: допринесе благом стабиловању кретања инфлације и кретања на девизном тржишту, благо смањи трошкове финансирања банака и стимулише њихове дугорочне изворе, што би требало да има позитивног утицаја на финансијску стабилност.

Кретање референтне каматне стопе у наредном периоду зависиће првенствено од брзине и интензитета фискалне консолидације коју би требало да донесе Влада по свом формирању. **Уколико фискална консолидација и структурне реформе буду интензивније и ефикасније, остваривање ценовне и финансијске стабилности биће могуће уз мању рестриктивност монетарне политике.**