



НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

Говор на презентацији  
Извештаја о инфлацији – новембар 2013.

---

Бранко Хинић, генерални директор Директората  
за економска истраживања и статистику

Београд, 19. новембар 2013.

*Даме и господо, поштовани представници медија и колеге економисти,*

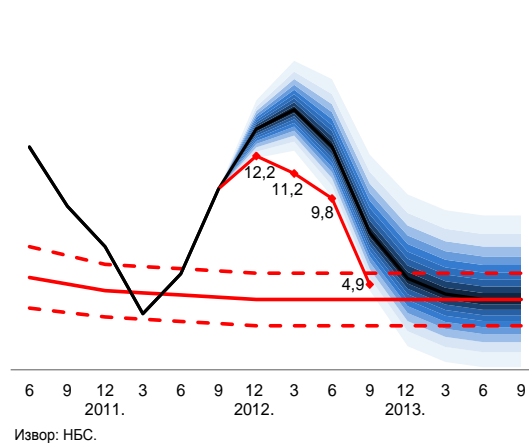
Од наше последње презентације Извештаја о инфлацији у августу, инфлаторни притисци су наставили да слабе, а опоравак економске активности је настављен.

Као што смо најављивали последњих годину и по дана, међугодишња инфлација се у септембру вратила у границе дозвољеног одступања од циља. Иако је у октобру (када је износила 2,2% међугодишње) била испод доње границе циља, очекујемо да ће се у наредном периоду кретати у оквиру тих граница. Наша нова пројекција инфлације нижа је у односу на пројекцију из августа, пре свега захваљујући врло доброј пољопривредној сезони, чији су се ефекти одразили на цене хране у већој мери него што смо очекивали.

Пројекција раста бруто домаћег производа за 2013. остала је иста (очекујемо раст од око 2%), док смо пројекцију раста за 2014. смањили на око 1,5%. Кључан разлог су очекивани пратећи ефекти мера фискалне консолидације на потрошњу у кратком року. Међутим, спровођење ових мера је неопходно како би се обезбедиле одрживост јавних финансија и макроекономска стабилност које су неопходан услов за одржив економски раст.

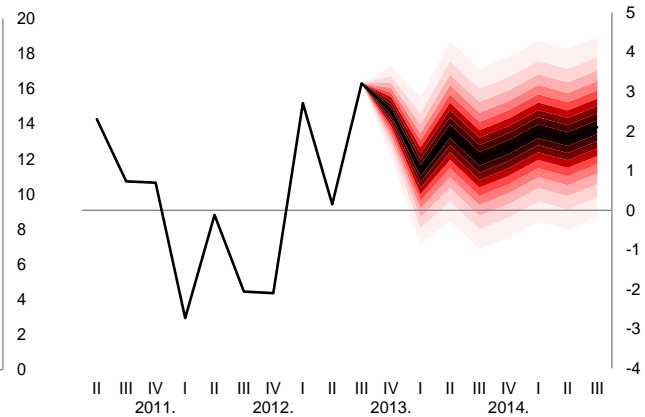
Смањење спољне неравнотеже је настављено чак и брже него што смо очекивали. Као резултат, дефицит текућег рачуна платног биланса ће ове године, према нашој пројекцији, износити између 4% и 5% бруто домаћег производа.

Графикон 1. **Остварење пројекције инфлације из новембра 2012, по тромесечјима** (међугодишње стопе, у %)



Извор: НБС.

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



Извор: НБС.

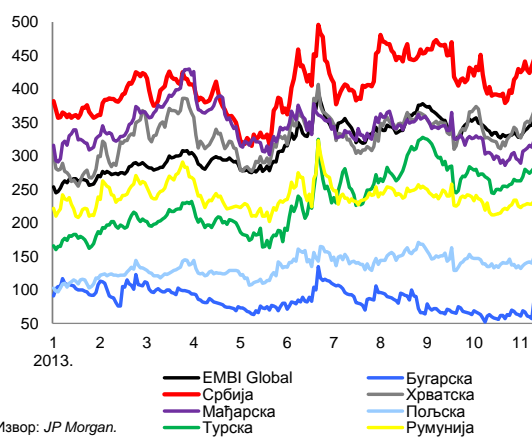
\* \* \*

Светска економска дешавања су и током претходног тромесечја у највећој мери била под утицајем кретања у Сједињеним Америчким Државама како по основу ишчекивања одлуке о смањењу обима квантитативних олакшица, тако и по основу буџетске кризе и достизања дозвољене границе јавног дуга. Неизвесност на међународном финансијском тржишту била је присутна све до септембарског састанка ФЕД-а, када је одлука о смањењу обима квантитативног попуштања одложена. Захваљујући томе, као и позитивним кретањима у спољнотрговинској размени, депрецијацијски притисци на домаћем девизном тржишту су од средине септембра ослабили, а од октобра се јављају апрецијацијски притисци.

Апрецијацијским притисцима допринела је и најавна мера фискалне консолидације, што се одразило на раст интересовања нерезидената за улагање у државне хартије. Народна банка Србије је у октобру и новембру интервенисала куповином девиза на девизном тржишту. Од почетка године на међубанкарском девизном тржишту продала је 425 милиона евра и купила 365 милиона евра, чиме је потврдила одлучност да, реагујући у оба смера, спречи веће краткорочне осцилације не циљајући ниједан ниво девизног курса.

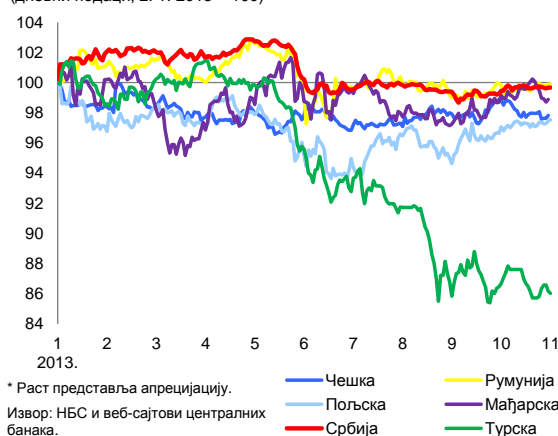
Ишчекивања и реакције тржишта на монетарну политику ФЕД-а одразили су се и на кретање премије ризика земаља у региону. Премија ризика Србије, мерена *EMBI*, пратила је регионалну динамику, уз нешто израженије промене у оба смера у односу на друге земље. Средином новембра вредност *EMBI* за Србију износила је 438 базних поена.

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



Извор: JP Morgan.

Графикон 4. Кретање курсева одређених националних валута према еврџу\* (дневни подаци, 2. 1. 2013 = 100)



\* Раст представља апрецијацију.

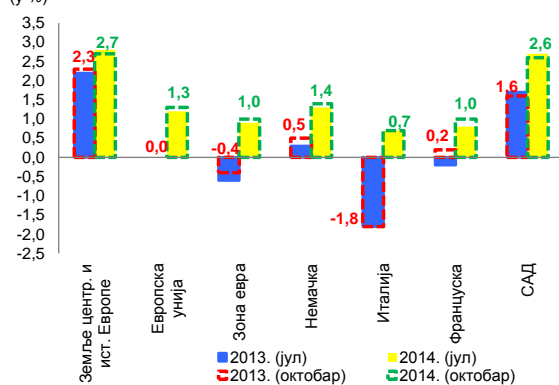
Извор: НБС и веб-сајтови централних банака.

Иако је зона евра у другом тромесечју изашла из рецесије, још увек је рано говорити о снажнијем опоравку, будући да је раст по земљама и даље неуједначен. Међутим, позитивно је то што су сада, за разлику од претходног периода, изгледи економског опоравка зоне евра повољнији од претходно очекиваних – за 2013. се сада очекује мањи пад, а за 2014. већи раст економске активности. Опоравку економске активности требало би да допринесе и снижавање референтне стопе ЕЦБ-а у новембру на историјски најнижи ниво од 0,25%.

\* \* \*

Домаћа економска активност је у трећем тромесечју забележила раст од 1,1% десезонирано., који је био вођен растом индустријске и пољопривредне производње, а с расходне стране нето извозом. Поменути фактори определиће и кретање бруто домаћег производа на нивоу године, за који процењујемо да ће порастати око 2%. Очекујемо да ће започети опоравак зоне евра, као и почетак преговора Србије о чланству у Европској унији, допринети расту инвестиција у 2014. години и наставку раста нето извоза. Међутим, због спровођења фискалне консолидације, допринос потрошње државе и домаћинства расту остаће негативан, тако да у 2014. очекујемо раст бруто домаћег производа од око 1,5%.

Графикон 5. Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2013. и 2014. годину ММФ-а\* (у %)



\* Ревизија у односу на јулски WEO Update.

Извор: ММФ WEO Update (јул 2013) и ММФ WEO (октобар 2013).

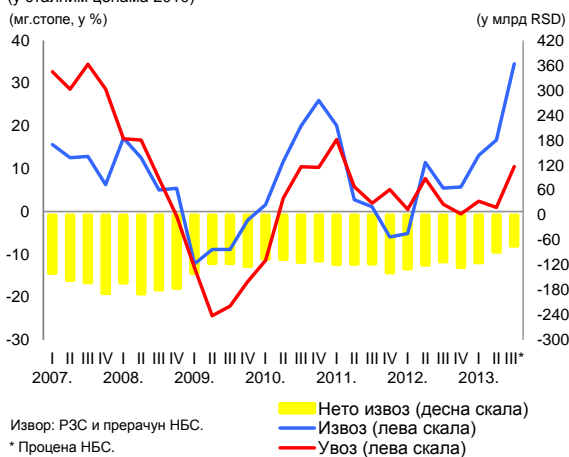
Графикон 6. Принос на државне обвезнице земаља у окружењу (дневни подаци, у %)



Извор: Блумберг.

Дефицит текућег рачуна у трећем тромесечју износио је свега 1,4% процењеног бруто домаћег производа и смањен је захваљујући пре свега наставку експанзије у аутомобилској индустрији, ефекту супституције увоза нафтних деривата, вишем приливу по основу дознака, али и мерама фискалне консолидације. Први пут је извоз у једном тромесечју достигао 3 милијарде евра. У односу на исти период прошле године, извоз је у трећем тромесечју већи за 38,2%, а увоз за 10,5%. Очекујемо да ће дефицит текућег рачуна на нивоу године износити 4–5% бруто домаћег производа, што је ниже од очекивања изнетих у августовском Извештају о инфлацији.

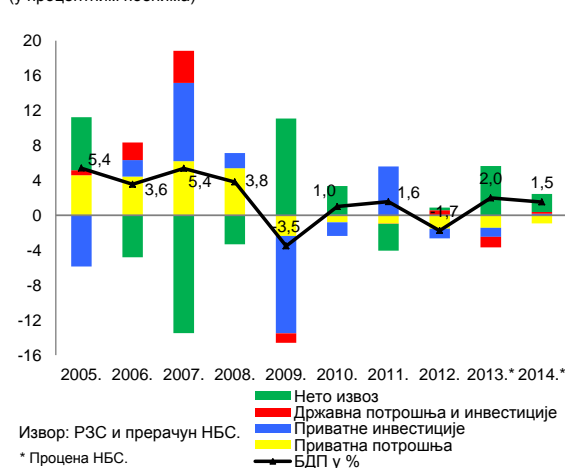
Графикон 7. Извоз и увоз робе и услуга (у сталним ценама 2010)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

\* Процена НБС.

Графикон 8. Доприноси годишњем расту БДП-а (у процентним поенима)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

\* Процена НБС.

\* \* \*

Слабљење инфлаторних притисака је настављено. У првих десет месеци ове године инфлација износи 2,6%, од чега је 2,1 процентни поен последица раста регулисаних цена, док су цене хране забележиле пад.

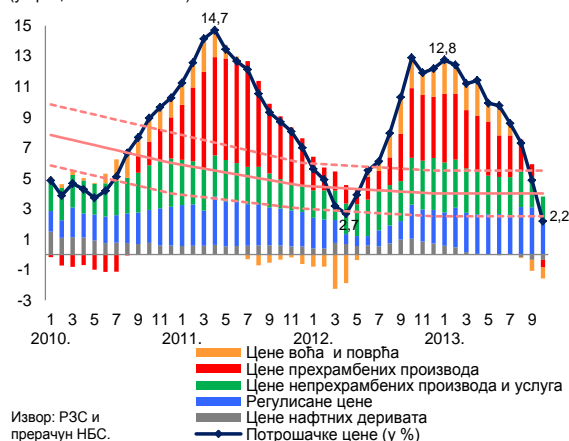
У складу са очекивањима које је Народна банка Србије износила у последњих годину и по дана, међугодишња инфлација се у септембру вратила у границе дозвољеног одступања од циља. Поред мера монетарне политике, на повратак инфлације у границе циља утицали су пад

цена примарних пољопривредних производа, ниска агрегатна тражња и релативна стабилност курса динара. До октобра, у границе циља вратила се и базна инфлација (потрошачке цене без хране, енергије, алкохолних пића и цигарета).

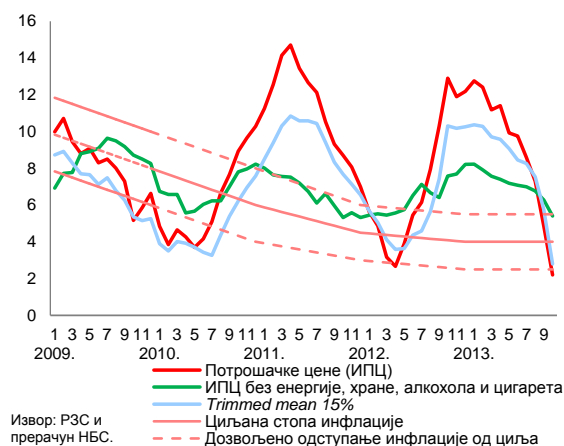
Висока прошлогодишња база и пад цена хране резултирали су спуштањем међугодишње инфлације испод доње границе циља у октобру на 2,2%. Очекујемо да ће она у наредна два месеца бити у благом порасту ка циљу и да ће се крајем године налазити у границама дозвољеног одступања од циља, али испод 4%. Да подсетимо, циљ Народне банке Србије до краја 2016. године је инфлација од  $4 \pm 1,5\%$ .

Пад међугодишње инфлације био је праћен смањењем инфлационих очекивања свих сектора, при чему су очекивања финансијског сектора од октобра у границама циља. Пад инфлације и инфлационих очекивања повећао је атрактивност динарских каматних стопа и допринео је расту динарске штедње. Тако је само у октобру и првој половини новембра динарска штедња повећана за 5,7 милијарду динара, док је од почетка године њен раст износио 11,4 милијарди динара.

Графикон 9. Доприноси компоненти ИПЦ међугодишњој инфлацији  
(у процентним поенима)



Графикон 10. Кретање цена  
(међугодишње стопе, у %)



Према нашој пројекцији, инфлација ће се следеће године кретати у границама дозвољеног одступања од циља.

Главни дезинфлаторни фактори у наредном периоду биће врло ниски трошкови у производњи хране и ниска агрегатна тражња. Дезинфлаторно дејство домаће тражње биће додатно појачано економским мерама Владе које ће се одразити на мању потрошњу државе и домаћинстава следеће године. С друге стране, према нашој процени, једнократан директан ефекат повећања ПДВ-а на инфлацију износиће 0,5 процентних поена, док ће индиректан ефекат бити мали и ограничен могућношћу произвођача да повећају цене у условима ниске домаће тражње.

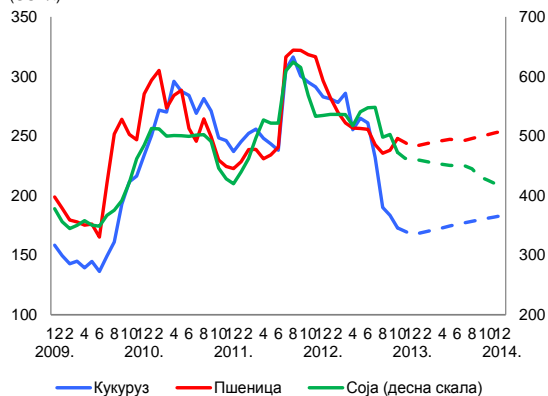
Ризици у погледу остварења пројекције инфлације односе се пре свега на кретања у међународном окружењу и могућност екстерног финансирања у условима очекиваног смањења експанзивности монетарне политике централних банака развијених земаља.

Кредибилно спровођење мера фискалне консолидације може да ублажи евентуалне негативне ефекте по том основу.

\* \* \*

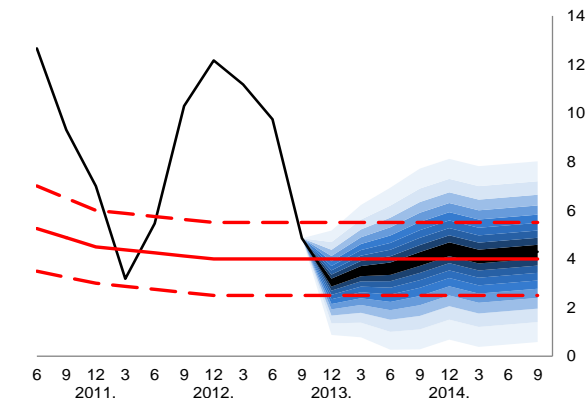
Полазећи од анализе текућих и очекиваних макроекономских кретања, Извршни одбор Народне банке Србије је на последњој седници донео одлуку да референтну каматну стопу снизи за 0,5 процентних поена, на 10%.

Графикон 11. **Цене примарних пољопривредних производа и њихових фјучерса (USD/t)**



Извор: CBOT - Chicago Board of Trade.

Графикон 12. **Пројектована инфлација (међугодишње стопе, у %)**



Имајући у виду смиривање инфлаторних притисака, што претпоставља и спровођење фискалне консолидације у складу с планом, Извршни одбор ће у наредном периоду размотрити даље ублажавање монетарне политике. Ипак, због могуће неочекиване промене утицаја појединих фактора на пројекцију инфлације, изнето очекивање у погледу карактера монетарне политике у наредном периоду није обавезујуће за Народну банку Србије.

С обзиром на ризике с којим се суочавамо, трајно смањење спољне неравнотеже је императив који захтева поправљање фискалне позиције. Стога Народна банка Србије подржава одређеност Владе да доследно спроведе мере консолидације, чиме ће се обезбедити макроекономска стабилност и отворити додатни простор за даљу релаксацију монетарне политике.