



НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

Говор на презентацији
Извештаја о инфлацији – август 2014.

Бранко Хинић, генерални директор Директората
за економска истраживања и статистику

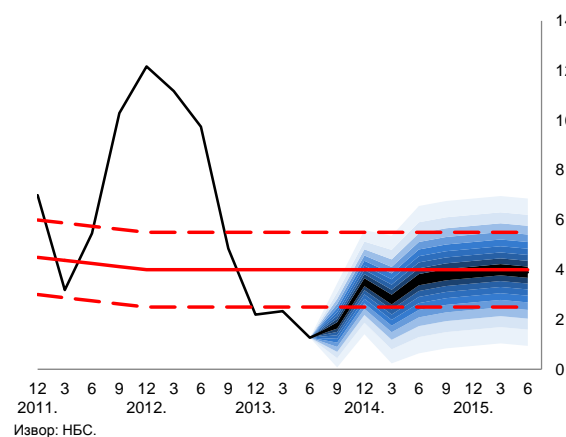
Београд, 13. август 2014.

Даме и господо, поштовани представници медија и колеге економисти,

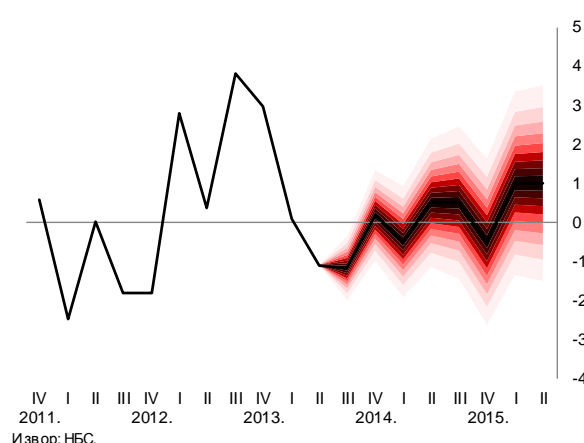
Непосредно након презентације нашег мајског *Извештаја о инфлацији* Србију су задесиле поплаве незапамћених размера. Оне имају негативан утицај на економску и спољнотрговинску активност, док је утицај на инфлацију незнатан. Наиме, због ниске тражње, као и чињенице да је на светском тржишту управо од средине маја дошло до знатнијег пада цена примарних пољопривредних производа, поплаве се нису у већој мери одразиле на цене хране. Међугодишња инфлација је у последња три месеца наставила да се креће испод доње границе дозвољеног одступања од циља и у јулу је износила 2,1%. Према нашој централној пројекцији, она ће се у четвртном тромесечју вратити у границе циља ($4 \pm 1,5\%$) и затим, до краја периода пројекције, остати у тим границама.

За разлику од цена, производња је у другом тромесечју била погођена поплавама, пре свега у области енергетике, рударства и пољопривреде. Немогућност да се за кратко време обнове оштећени производни капацитети један је од разлога због чега смо ревидирали наниже пројекцију раста БДП-а за ову и следећу годину. Други разлог је неопходност спровођења снажније од претходно очекиване фискалне консолидације. У складу с тим, процењујемо да ће БДП у 2014. години забележити пад од 0,5%, а у 2015. стагнирати.

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



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



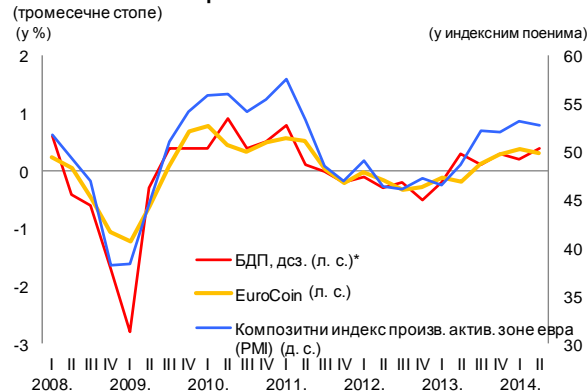
* * *

Међународно окружење у претходном периоду обележили су утицаји и даље присутних геополитичких тензија. Њихово евентуално даље заоштравање, пре свега у вези с кризом у Украјини, могло би имати вишеструке негативне последице како глобално, тако и локално. Посматрано глобално, могућ је негативан утицај првенствено на цене на светским робним тржиштима, кретање капитала и енергетске токове. Потенцијални неповољни ефекти на домаћу економију крећу се од смањених извозних могућности до пораста премије ризика земље и смањења прилива капитала.

Опоравак зоне евра је у другом тромесечју настављен, а изгледи за ову и наредну годину незнатно су ревидирани – у 2014. очекује се раст БДП-а од 1,1%, а у 2015. од 1,6%. Међутим, тензије у вези с кризом у Украјини и даље представљају ризик по започети економски опоравак зоне евра. Такође, постоји и ризик од дефлације, који је утицао на одлуку Европске централне

банке у јуну да додатно релаксира монетарну политику, између осталог, уводећи први пут негативну каматну стопу на депозитне олакшице. Званичници Европске централне банке поново су изразили спремност да, у случају потребе, у наредном периоду користе неконвенционалне мере. За разлику од Европске централне банке, ФЕД је на састанцима у јуну и јулу одлучио да настави са смањивањем обима квантитативних олакшица, а очекује се да ће следеће године почети и с повећањем референтне каматне стопе.

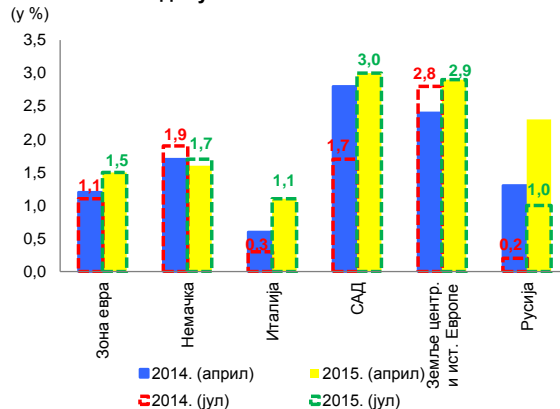
Графикон 3. Кретање БДП-а и индикатора економске активности зоне евра (тримесечне стопе)



Извор: Eurostat и Markit Group.

* Процена Consensus Forecast-а за T2 2014.

Графикон 4. Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2014. и 2015. годину ММФ-а*

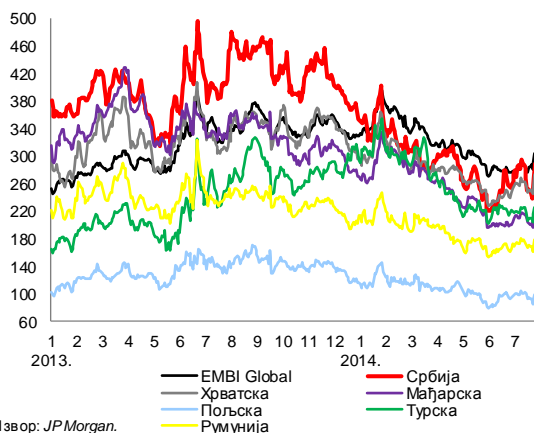


* Ревизија у односу на априлски WEO.

Извор: ММФ WEO (април 2014) и ММФ WEO Update (јул 2014).

У току другог тримесечја преовладавали су апрецијацијски притисци на динар, услед пада премије ризика земље и повећаног улагања страних инвеститора у државне хартије од вредности. Поред глобалних фактора, паду премије ризика Србије допринела је и најавна додатних мера фискалне консолидације. Тако је *EMBI* за Србију у првој декади јуна био снижен на 220 базних поена, што је ниво који је последњи пут забележен у новембру 2007. године. С друге стране, на депрецијацијске притиске у јулу утицало је јачање геополитичких тензија, али и појава неповољнијих вести у погледу јачине и темпа фискалне консолидације у наредном периоду. Ради ублажавања прекомерних краткорочних осцилација курса, Народна банка Србије се појављивала на међубанкарском девизном тржишту и на страни куповине и на страни продаје девиза. Она је у другом тримесечју интервенисала куповином 170,0 милиона евра, а у јулу нето продајом 30,0 милиона евра.

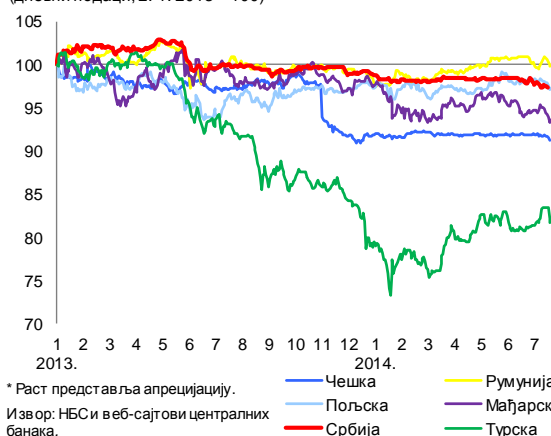
Графикон 5. Показатељ премије ризика – *EMBI* по земљама (дневни подаци, у базним поенима)



Извор: JP Morgan.

Графикон 6. Кретање курсава одређених националних валута према еврџ*

(дневни подаци, 2. 1. 2013 = 100)



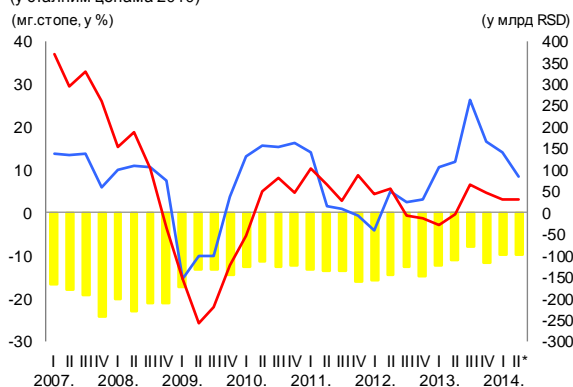
* Раст представља апрецијацију.

Извор: НБС и веб-сајтови централних банака.

* * *

Према нашој процени, због штете коју су изазвале поплаве, БДП је у другом тромесечју опао 1,1% десезонирано. Посматрано с расходне стране, допринос нето извоза био је негативан по основу раста увоза енергената и пада извоза прерађивачке индустрије. Као што смо већ рекли, због поплава и најављених оштријих мера фискалне консолидације од претходно очекиваних, пројекција раста БДП-а у 2014. и 2015. години ревидирана је наниже у односу на пројекцију у мајском *Извештају о инфлацији*.

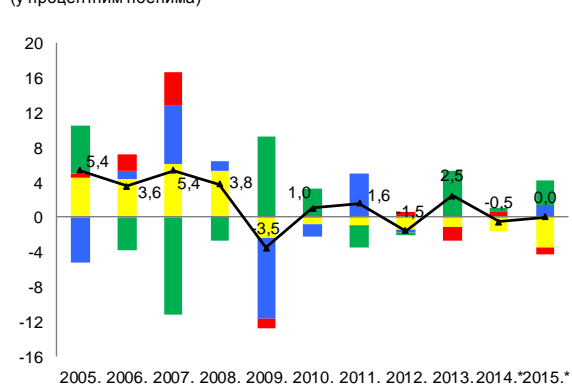
Графикон 7. **Извоз и увоз робе и услуга**
(у сталним ценама 2010)



Извор: РЗСи прерачун НБС.
* Процена НБС.

Жута стубова: Нето извоз (десна скала)
Плава линија: Извоз (лева скала)
Црвена линија: Увоз (лева скала)

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



Извор: РЗСи прерачун НБС.
* Процена НБС.

Зелена стубова: Нето извоз
Црвена стубова: Државна потрошња и инвестиције
Плава стубова: Приватне инвестиције
Жута стубова: Приватна потрошња
Црна линија: БДП у %

Пад БДП-а од 0,5% у 2014. години биће последица пада пољопривредне производње и мање активности у сектору рударства и енергетике, док би допринос грађевинарства, због обнове порушених и оштећених објеката, требало да буде позитиван. Очекујемо да ће одређен позитиван утицај на економску активност имати и започето одобравање субвенционисаних кредита привреди. Посматрано с расходне стране, допринос нето извоза БДП-у биће и ове године позитиван, али мањи од претходно процењеног услед очекиваног већег увоза енергената, грађевинског материјала и опреме, односно мањег извоза прерађивачке индустрије. Истовремено, санирање штета од поплава требало би да утиче на раст инвестиција.

Као и у претходној пројекцији, због очекиваних мера фискалне консолидације, допринос потрошње домаћинстава и државе БДП-у остаће негативан и ове и следеће године. Међутим, како су најављене додатне мере фискалне консолидације, њихов негативан допринос расту БДП-а у 2015. биће већи од оног у прошлој пројекцији и неутралисаће очекивани позитиван допринос нето извоза и инвестиција. Иначе, на раст нето извоза следеће године требало би да утиче даљи опоравак зоне евра, а на раст инвестиција – санирање последица поплава и даљи напредак Србије у процесу евроинтеграција.

У периоду од мајског *Извештаја о инфлацији* промењена је методологија статистике платног биланса, што је за последицу имало корекцију навише дефицита текућег рачуна платног биланса, али и страних директних инвестиција за претходни период. Према претходној методологији, текући дефицит у 2013. години износио је 5,0% БДП-а, а према новој

6,5% БДП-а. Ипак, иако су поплаве негативно утицале на спољнотрговински биланс, очекујемо да ће екстерна неравнотежа и ове године наставити да се смањује. Процењујемо да ће дефицит текућег рачуна у 2014. години, исказан према новој методологији, износити 5,9% БДП-а. Наставак раста извоза требало би да буде вођен екстерном тражњом, односно опоравком наших главних спољнотрговинских партнера, док би пад домаће тражње у условима фискалне консолидације требало да доведе до успоравања раста увоза.

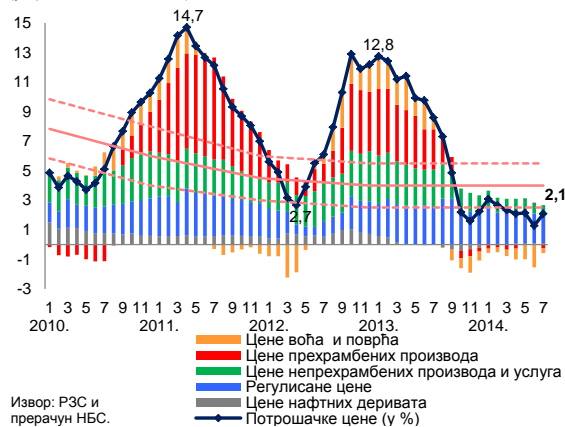
* * *

Инфлаторни притисци остали су ниски и у другом тромесечју. Забележени раст потрошачких цена од 0,8% био је последица пре свега сезонског поскупљења непрерађене хране и туристичких аранжмана. Константно ниским инфлаторним притисцима у прошлој и текућој години допринели су снижени трошковни притисци, пре свега у производњи хране, ниска домаћа тражња, пад инфлационих очекивања и релативна стабилност девизног курса.

Да су дезинфлаторни притисци трајнијег карактера, показује и ниска базна инфлација, која се од октобра прошле године креће у границама циља и у јулу је износила 2,6% међугодишње. Да подсетим, базна инфлација је мерена као промена потрошачких цена из којих су искључене цене хране, енергије, цигарета и алкохола, тј. представља онај део инфлације на који мере монетарне политике највише утичу.

Графикон 9. Доприноси компоненти ИПЦ међугодишњој инфлацији

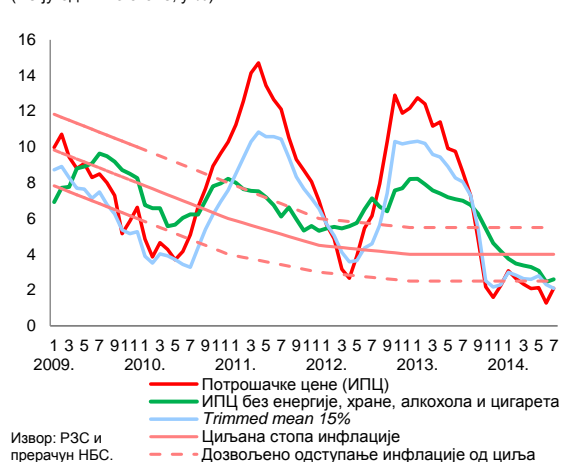
(у процентним поенима)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон 10. Кретање цена

(међугодишње стопе, у %)



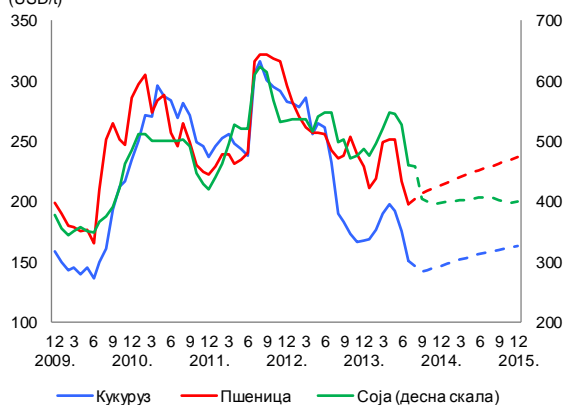
Извор: РЗС и прерачун НБС.

Према нашој процени, међугодишња инфлација ће се и у трећем тромесечју кретати испод доње границе дозвољеног одступања од циља. Она би у четвртном тромесечју требало да се врати у границе циља и у оквиру њих остане до краја периода пројекције.

Кретање инфлације испод доње границе дозвољеног одступања од циља од марта последица је првенствено већег од очекиваног пада цена непрерађене хране. Међутим, процењујемо да ће дезинфлаторни утицај цена хране бити све мањи, што ће водити повратку инфлације у границе циља до краја ове године. Наиме, због ниске прошлогодишње базе, цене воћа и поврћа би у наставку године могле забележити израженији раст у односу на остале компоненте индекса потрошачких цена. Ипак, утицај на инфлацију по том основу ублажиће пад цена примарних

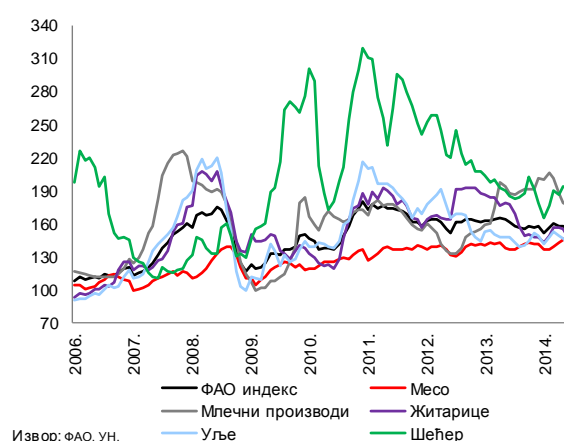
пољопривредних производа, који се бележи у последња три месеца. Такође, главни дезинфлаторни фактор у средњем року остаје ниска агрегатна тражња, чије дејство ће бити појачано додатним мерама фискалног прилагођавања.

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



Извор: CBOT - Chicago Board of Trade.

Графикон 12. **Индекс светских цена хране** (реално, 2002 – 2004 = 100)

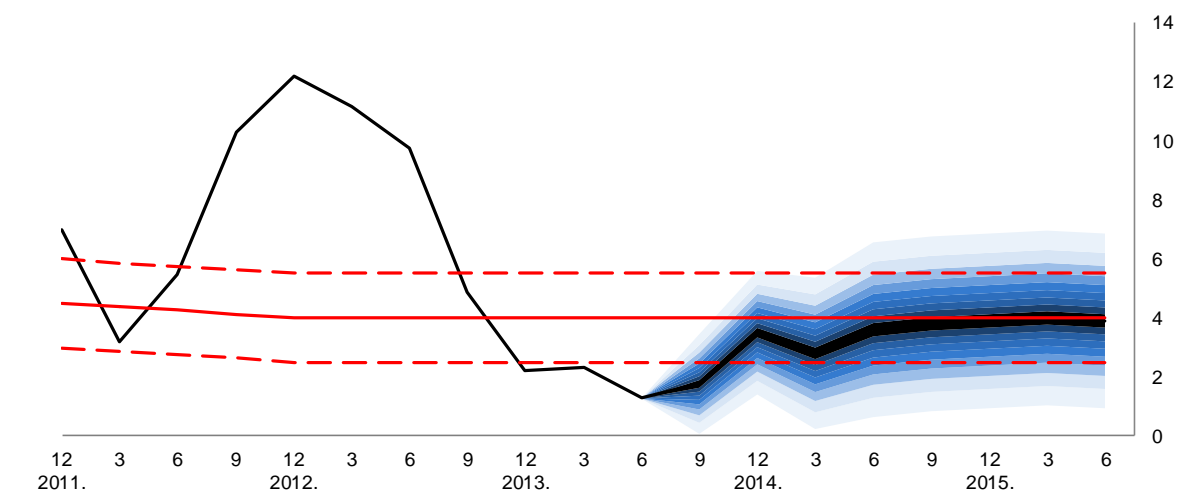


Извор: ФАО, УН.

Ризици остварења пројекције инфлације односе се на кретања у међународном окружењу, домаћа фискална кретања, а у мањој мери и на резултате овогодишње пољопривредне сезоне.

Поред тога, у пројекцији је претпостављено да ће до поскупљења електричне енергије (за 15%) доћи у четвртом тромесечју. Међутим, будући да оно још није потврђено, у случају да се не оствари, инфлација би крајем године била нижа за око 0,8 процентних поена у односу на централну пројекцију.

Графикон 13. **Пројектована инфлација** (међугодишње стопе, у %)



Извор: НБС.

* * *

Полазећи од анализе текућих и очекиваних макроекономских кретања, Извршни одбор Народне банке Србије је на последњој седници донео одлуку да референтну каматну стопу задржи на непромењеном нивоу.

Ублажавање монетарне политике у наредном периоду зависиће првенствено од оцене Извршног одбора Народне банке Србије у погледу потенцијалног инфлаторног утицаја догађаја у међународном окружењу, као и брзине и интензитета фискалне консолидације.

Као што је познато, на дешавања у међународном окружењу не можемо утицати. Међутим, на смањивање унутрашњих неравнотежа можемо. Консолидовани буџетски дефицит ће и ове године бити висок и при томе оптерећен додатним расходима по основу санације штета од поплава. Ипак, да би јавне финансије постале одрживе, с додатним мерама фискалног прилагођавања потребно је почети што пре. Важно је и да оне буду подржане свеобухватним структурним реформама. Сматрамо да су досад усвојеним реформским законима начињени први кораци у том смеру. Такође, кредибилитет економске политике био би појачан закључењем аранжмана с Међународним монетарним фондом. Успешном реализацијом фискалне консолидације и структурних реформи ојачали би се домаћи економски фундаменти и отворио простор за бржи и одржив економски раст, а повећала би се и отпорност наше економије на екстерне шокове.