



НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

Говор на презентацији
Извештаја о инфлацији – новембар 2014.

Бранко Хинић, генерални директор Директората
за економска истраживања и статистику

Београд, 19. новембар 2014.

Даме и господо, поштовани представници медија и колеге економисти,

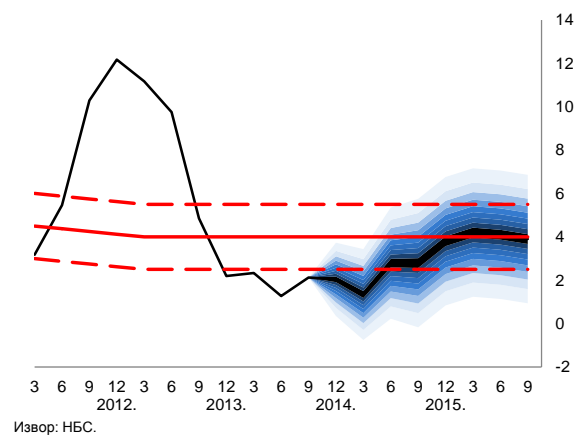
Од нашег сусрета у августу инфлаторни притисци су остали ниски. Међугодишња инфлација је наставила да се креће испод доње границе дозвољеног одступања од циља и у октобру је износила 1,8%. Према нашој централној пројекцији, која је нижа у односу на августовску, инфлација ће се крајем 2014. и у првом тромесечју наредне године и даље кретати испод доње границе циља, уз могућ привремени повратак у границе циља у новембру. Процењујемо да ће од другог тромесечја следеће године отпочети раст и да ће се средином године вратити у границе циља.

Ниским инфлаторним притисцима доприносе ниска агрегатна тражња, изостанак уобичајене корекције регулисаних цена, ниски трошкови у производњи хране и кретање увозних цена. Посебно бисмо истакли пад цена примарних пољопривредних производа (кукуруза, пшенице и соје), важних инпута у производњи хране, који је у последњих шест месеци износио око 25%.

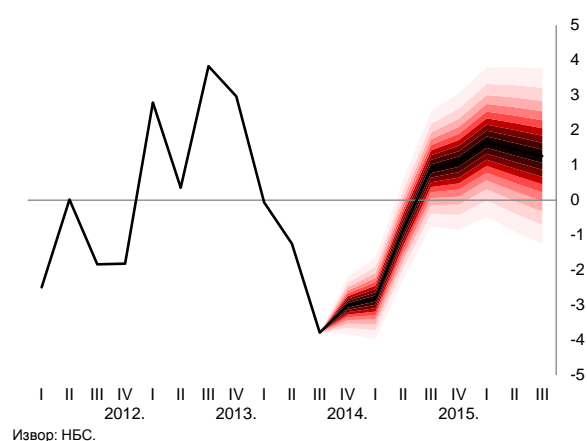
Економска активност је у трећем тромесечју забележила већи пад од очекиваног. Посматрано с производне стране, већи пад је последица пре свега израженијег негативног ефекта мајских поплава на рударство и енергетику од првобитно процењеног. Посматрано с расходне стране, он је последица успоравања опоравка зоне евра, тј. наших главних спољнотрговинских партнера. То су, уједно, и разлози због чега ће економска активност ове, а вероватно и следеће године забележити пад. Опоравак економске активности очекујемо од 2016. године.

Исти разлози – поплава и пад екстерне тражње – условили су да се привремено успори тенденција смањења дефицита текућег рачуна платног биланса, који ће ове, као и прошле године, износити око 6,0% БДП-а. Очекиваном расту извоза у 2015. требало би да допринесе наставак опоравка наших главних спољнотрговинских партнера, док ће пад домаће тражње у условима фискалне консолидације утицати на успоравање увоза, што би требало да резултира смањењем дефицита испод 5% БДП-а.

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



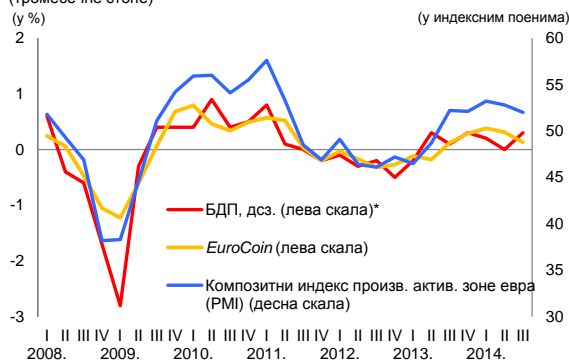
Графикон 2. **Пројекција раста БДП-а**
(међугодишње стопе, у %)



Међународно окружење у претходном периоду обележио је не само наставак пада цена примарних пољопривредних производа већ и појефтињење већине индустријских сировина. Посебно снажан био је пад доларских цена сирове нафте, готово 30% од средине године. На пад цена нафте утицала је њена повећана понуда и јачање долара, и поред присутних геополитичких тензија.

Криза у Украјини и даље представља ризик по економска кретања у Европи. Када је реч о зони евра, изгледи раста за ову и следећу годину ревидирани су наниже – у 2014. очекује се раст БДП-а од 0,8%, а у 2015. од 1,2%. Ризик од сувише дугог периода ниске инфлације још постоји и утицао је на одлуку Европске централне банке у септембру да снизи референтну каматну стопу на нови историјски минимум (0,05%), уз даље смањење негативне каматне стопе на депозитне олакшице. Такође, Европска централна банка је прошлог месеца почела да користи додатне неконвенционалне мере усмерене на раст ликвидности. Насупрот Европској централној банци, ФЕД је на октобарском састанку одлучио да оконча програм откупа државних и хипотекарних хартија од вредности, а тржишта очекују да ће средином следеће године започети повећање референтне каматне стопе.

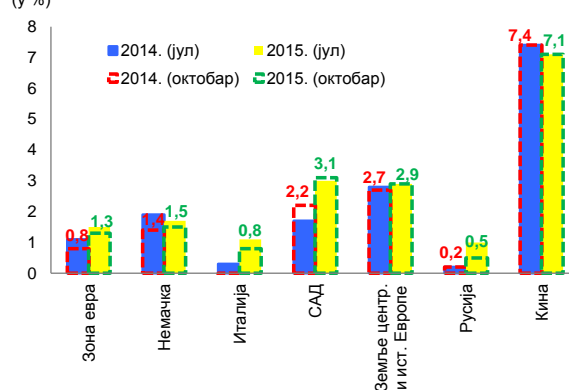
Графикон 3. Кретање БДП-а и индикатора економске активности зоне евра (тримесечне стопе)



Извор: Eurostat, Markit Group и Banca d'Italia.

* Процена Consensus Forecast-а за Т3 2014.

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



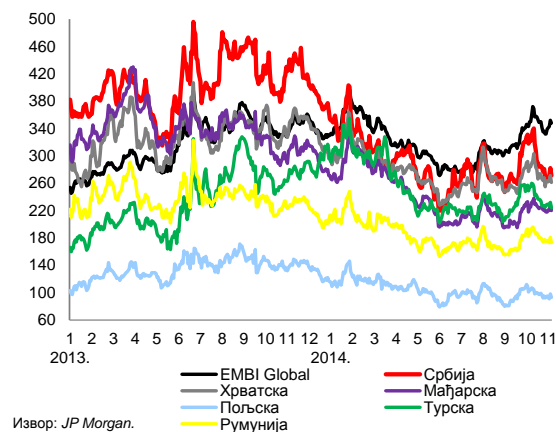
* Ревизија у односу на јулски WEO Update.

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

Неизвесност на међународном тржишту капитала, која прати процес смањења експанзивности монетарне политике ФЕД-а, и геополитичке тензије у вези са ситуацијом у Украјини утицале су на нешто скромнији прилив капитала и, последично, појаву депрецијацијских притисака у земљама у успону, укључујући Србију. Поред глобалних фактора, на депрецијацијске притиске на динар од трећег тримесечја утицали су и повећан увоз енергената и слабији извозни резултати, али и одлагање почетка примене додатних мера фискалне консолидације и структурних реформи. Народна банка Србије је у периоду јул–октобар интервенисала на међубанкарском девизном тржишту нето продајом девиза у износу од 365,0 милиона евра. У складу с досадашњом праксом, интервенције су биле усмерене на ублажавање прекомерних краткорочних осцилација курса, без намере да се утиче на тренд његовог кретања.

Иако је у два наврата у посматраном периоду бележила раст, крајем октобра је премија ризика земље, мерена вредношћу *EMBI* за Србију, била на готово истом нивоу као крајем јуна и износила је 270 базних поена. Тренутно вредност *EMBI* за Србију износи око 250 базних поена.

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



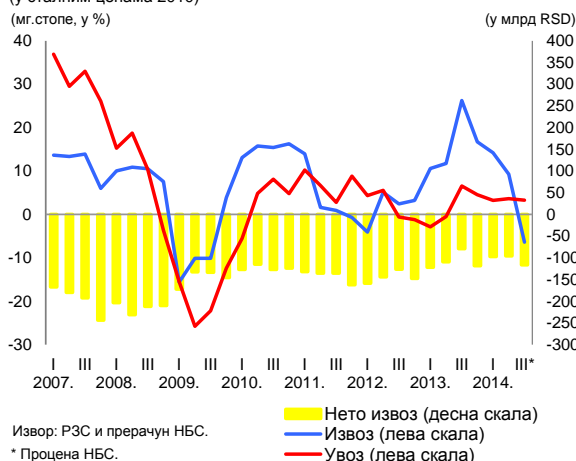
Графикон 6. Кретање курсава одређених националних валута према еврџ* (дневни подаци, 2. 1. 2013 = 100)



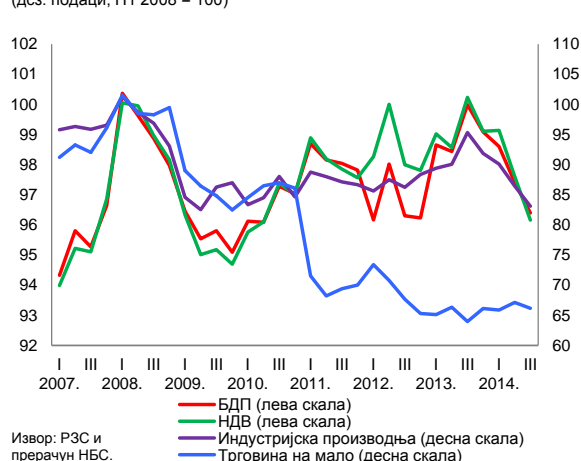
* * *

Према нашој процени, БДП је у трећем тромесечју опао за 1,0% десезонирано, пре свега услед снажног пада индустријске производње. Тај пад последица је првенствено штете које су поплаве у мају нанеле енергетици и рударству, али и успоравања економског опоравка зоне евра. То се, с расходне стране, огледа кроз негативан допринос нето извоза БДП-у, и то пре свега услед смањења извоза аутомобилске индустрије и пољопривредних производа, с једне стране, и повећања увоза енергената, с друге стране.

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



Графикон 8. Кретање индикатора економске активности (дсз. подаци, П1 2008 = 100)



Као што смо већ поменули, економска активност ће ове, а вероватно и следеће године забележити пад. С расходне стране, највећи негативан допринос овогодишњем БДП-у даће потрошња домаћинстава услед предузетих мера фискалне консолидације и приватне инвестиције. Поред тога, процењујемо да због слабљења екстерне тражње у последњих неколико месеци допринос нето извоза овогодишњем БДП-у неће бити позитиван, како смо раније очекивали, већ неутралан.

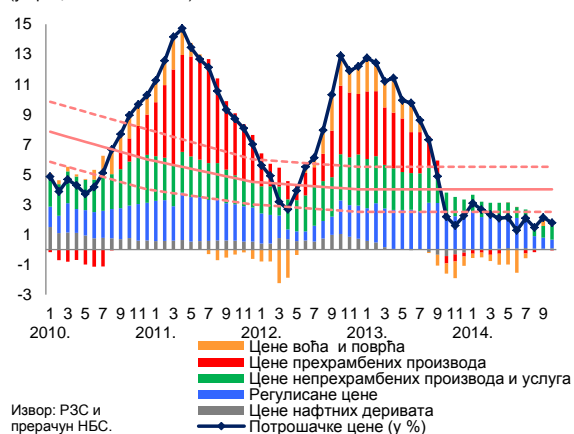
Као и у ранијим пројекцијама, допринос потрошње домаћинстава БДП-у остаће негативан и следеће године, будући да ће зараде у јавном сектору и пензије бити смањене од овог месеца. Ипак, тај пад би требало да буде у знатној мери компензован очекиваним растом нето извоза и инвестиција. Позитиван допринос нето извоза очекује се као резултат опоравка зоне евра, али и мањег увоза због пада финалне потрошње. Када је реч о инвестицијама, очекујемо да ће оне бити повећане не само по основу санације штета од поплава већ пре свега захваљујући спровођењу структурних реформи.

* * *

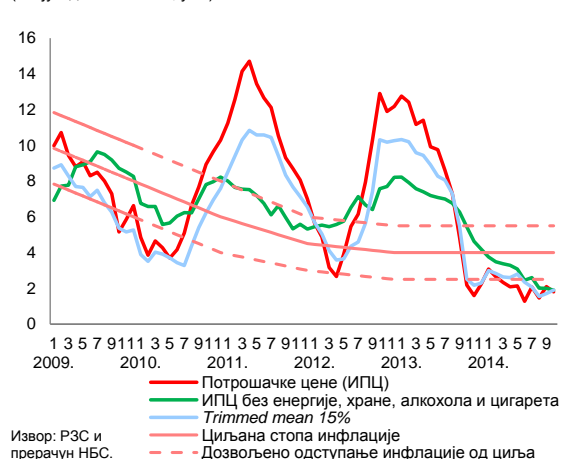
Инфлаторни притисци остали су ниски, првенствено као резултат ниске агрегатне тражње, неубичајено ниског раста регулисаних цена и одсуства већих трошковних притисака како по основу сировина у производњи хране, тако и по основу увозних цена. Међугодишња инфлација је наставила да се креће испод доње границе дозвољеног одступања од циља, а од августа се испод доње границе циља налази и базна инфлација.

Посматрано по компонентама, највећи утицај на такво кретање укупне инфлације имале су цене хране. Њихов пад може се довести у везу са израженим падом светских и домаћих цена примарних пољопривредних производа од средине маја. Поред тога, раст регулисаних цена био је врло низак у поређењу с претходним годинама – у првих десет месеци ове године износио је свега 2,8%, насупротив 10,4% у истом периоду претходне године. Томе је у знатној мери допринео изостанак повећања цена електричне енергије.

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



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

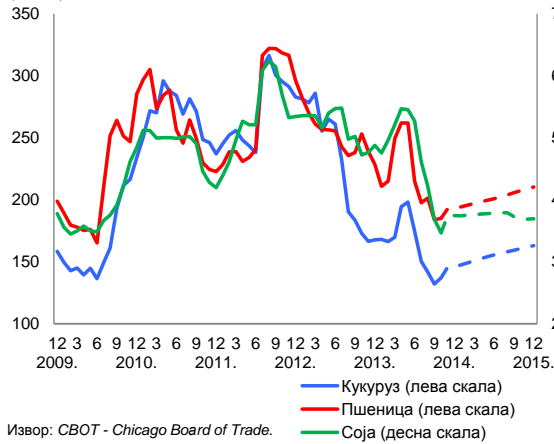


Према нашој централној пројекцији, међугодишња инфлација ће у текућем и наредном тромесечју наставити да се креће испод доње границе дозвољеног одступања од циља, уз могућ привремени повратак у границе циља у новембру. Процењујемо да ће од другог тромесечја следеће године отпочети раст и да ће се средином године вратити у границе циља (4,0 ± 1,5%). У тим границама требало би да се креће до краја периода пројекције.

На раст инфлације ка циљу у току 2015. године утицаће пре свега регулисане цене, а у оквиру њих цене електричне енергије, чије повећање очекујемо у другом тромесечју. Депрецијацијски

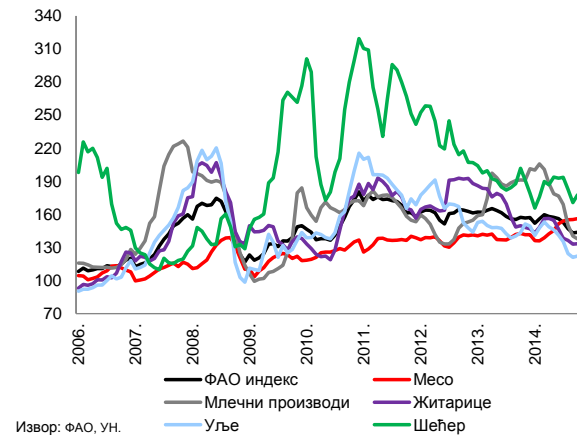
притисци из претходног периода утицаће на цене увозних производа, али и домаћих производа зависно од увозне компоненте. Ипак, величина тог утицаја зависиће од могућности увозника, односно произвођача да повећају своје цене у условима ниске агрегатне тражње, која остаје главни дезинфлаторни фактор у средњем року. Такође, врло ниска инфлација у међународном окружењу, пре свега у зони евра као нашем главном спољнотрговинском партнеру, требало би да додатно ограничи притисак на раст увозних цена у Србији.

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



Извор: CBOT - Chicago Board of Trade.

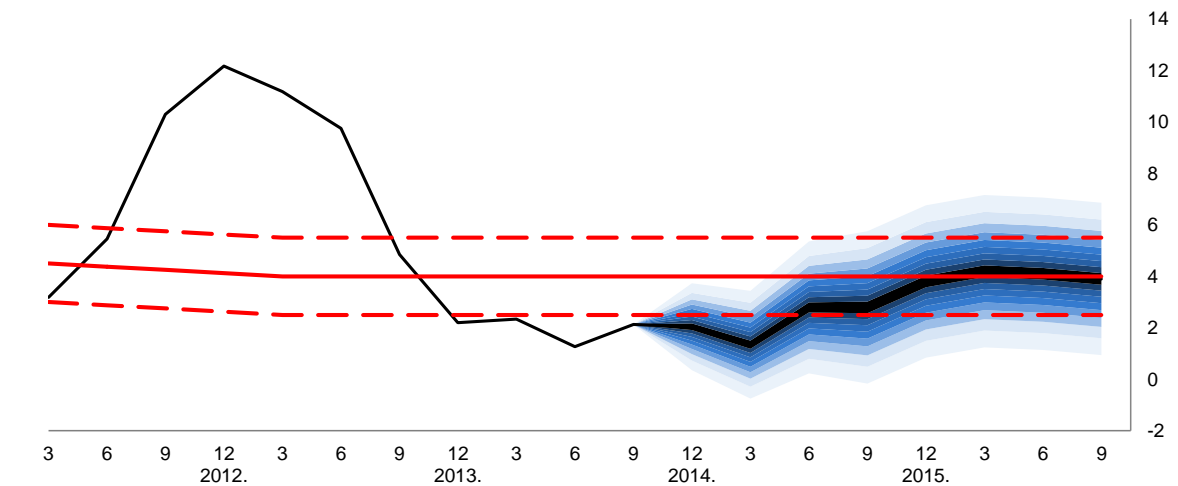
Графикон 12. **Индекс светских цена хране** (реално, 2002 – 2004 = 100)



Извор: ФАО, УН.

Ризици остварења пројекције инфлације у највећој мери односе се на ефекте мера фискалне консолидације, одступање од претпоставке о расту регулисаних цена, као и на утицај кретања у међународном окружењу како на домаће економске и финансијске токове, тако и на цене примарних производа.

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



Извор: НБС.

* * *

Због неизвесности у међународном окружењу и присутних геополитичких тензија и њиховог могућег утицаја на премију ризика и девизни курс, монетарна политика се опрезно ублажава како би се инфлација трајно стабилизовала на ниском нивоу. Имајући пре свега у виду нову нижу пројекцију инфлације и БДП-а, Извршни одбор Народне банке Србије је на последњој седници донео одлуку да референтну каматну стопу смањи за 50 базних поена и она сада износи 8,0%. Ради подршке кредитној активности, смањене су стопе девизне обавезне резерве и истовремено повећани проценти издвајања те резерве у динарима. Кредитна активност је и даље у негативној зони, али је захваљујући програму субвенционисаних кредита привреди успорила реални међугодишњи пад на 1,8% у септембру.

Ублажавање монетарне политике у наредном периоду зависиће првенствено од ефеката до сада предузетих мера монетарне политике, ефеката мера фискалне консолидације и структурних реформи, али и оцене потенцијалног инфлаторног утицаја кретања у међународном окружењу.

У овом тренутку међународно окружење карактерише неизвесност у погледу утицаја „нормализације“ монетарне политике ФЕД-а на финансијска тржишта, развоја геополитичке ситуације и брзине економског опоравка зоне евра. Како би се повећала отпорност домаће економије на потенцијалне екстерне шокове, од кључног је значаја да се настави доследно спровођење фискалне консолидације и структурних реформи, чиме би се утицало и на побољшање перцепције страних инвеститора у погледу улагања у Србију. Додатну потврду кредибилитета економске политике представљаће постизање аранжмана с Међународним монетарним фондом.