



Извештај о инфлацији – август 2010. године

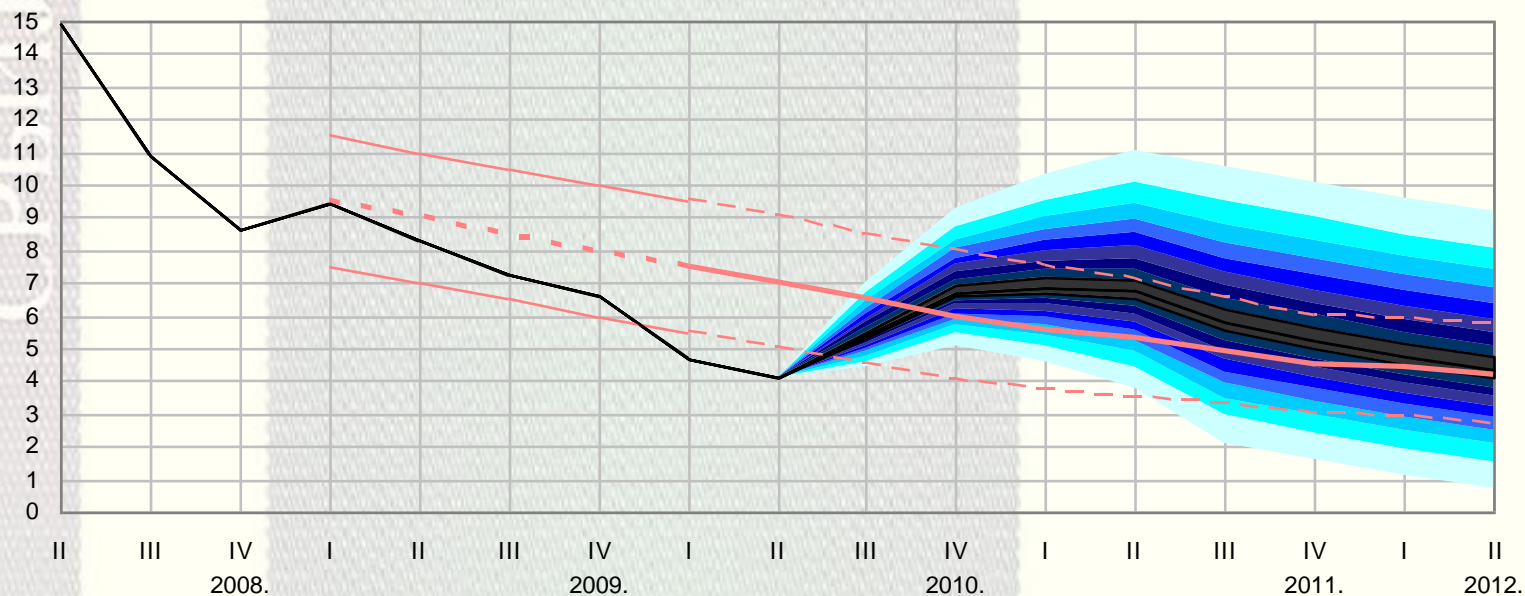
Београд, 11. август 2010.

Основне поруке августовског Извештаја о инфлацији

- Међугодишња инфлација је током другог тромесечја 2010. године била у паду, и као и у претходном тромесечју се кретала испод доње границе циља.
- Инфлација у другом тромесечју је била нешто виша у односу на претходно тромесечје и износила је 2,5% највише услед сезонског раста цена пољопривредних производа и раста цена нафтних деривата.
- Опоравак економске активности настављен је и у другом тромесечју (1,8% мг.), нешто јачим интензитетом, чему је у највећој мери допринело повећање нето извоза. Допринос домаће тражње је и даље негативан.
- Умерени опоравак економске активности у наредном периоду, при чему се за 2010. годину процењује раст БДП-а од око 1,5%, док ће у 2011. години износити око 3,0%.
- Инострана тражња ће бити кључни фактор раста економске активности и у наредном периоду, док се значајнији опоравак домаће тражње очекује тек у 2011. години.
- Враћање инфлације у границе циља очекује се у трећем тромесечју 2010. године.
- Очекује се да се инфлација средином наредне године креће око горње границе дозвољеног одступања од циља да би се затим постепено вратила ка циљу за крај 2011. од $4,5 \pm 1,5\%$.
- Кључни ризици пројекције су кретање цена хране, преносни ефекат девизног курса на цене, кретање премије ризика, превремени раст зарада у јавном сектору и брзина опоравка европске привреде.
- Монетарна политика треба да утиче на спречавање преносног ефекта раста цена пољопривредних производа на остале цене и инфлаторна очекивања.

Пројекција инфлације

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



- Инфлација је у јуну 2010. године износила 4,2%, док за јул процењујемо кретање инфлације на нивоу од око 5% међугодишње.
- Међугодишња инфлација ће се већ почетком трећег тромесечја вратити у границе циља.
- Очекујемо да ће се средином 2011. године инфлација кретати око горње границе циља, а затим постепено враћати ка циљу који за крај 2011. године износи 4,5% а за крај 2012. године 4,5%.

Теме

Монетарна политика у периоду од претходног извештаја

Инфлација

Економска и спољнотрговинска активност

Финансијска тржишта

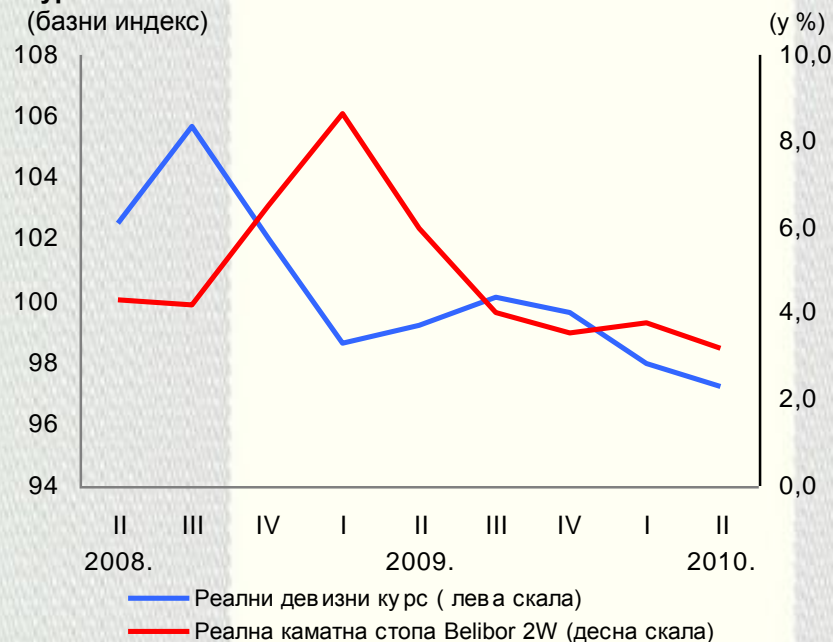
Пројекција инфлације и монетарна политика у наредном периоду

Степен експанзивности монетарне политике је додатно повећан

Графикон 2. Индекс монетарних услова



Графикон 3. Реална каматна стопа Belibor 2W и реални девизни курс (базни индекс)



- Монетарна политика је током другог тромесечја попримила још експанзивнији карактер услед даљег снижавања реалних каматних стопа на тржишту новца и продубљивања депресијацијског јаза реалног девизног курса.
- Поред тога, због измене одлуке о обавезној резерви банака, која је ступила на снагу 18. марта (а чији ће се ефекти испољавати током целе године), ослобађа се додатна динарска ликвидност.

Теме

Монетарна политика у периоду од претходног извештаја

Инфлација

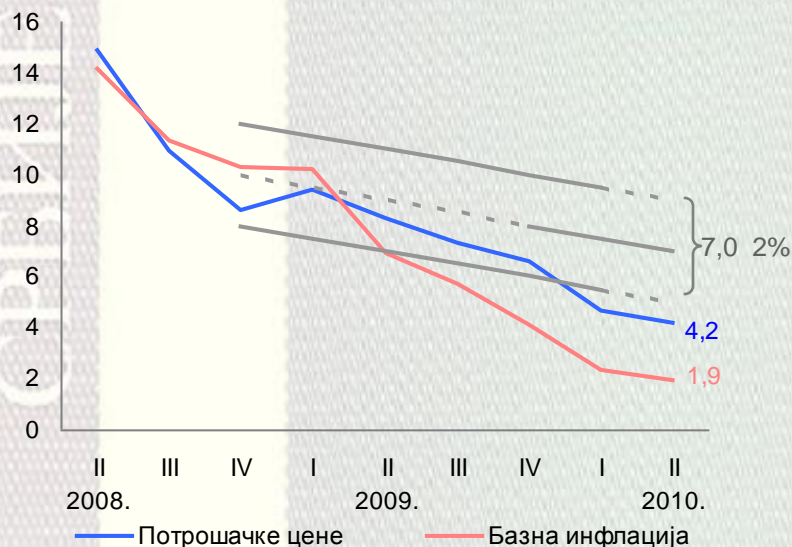
Економска и спољнотрговинска активност

Финансијска тржишта

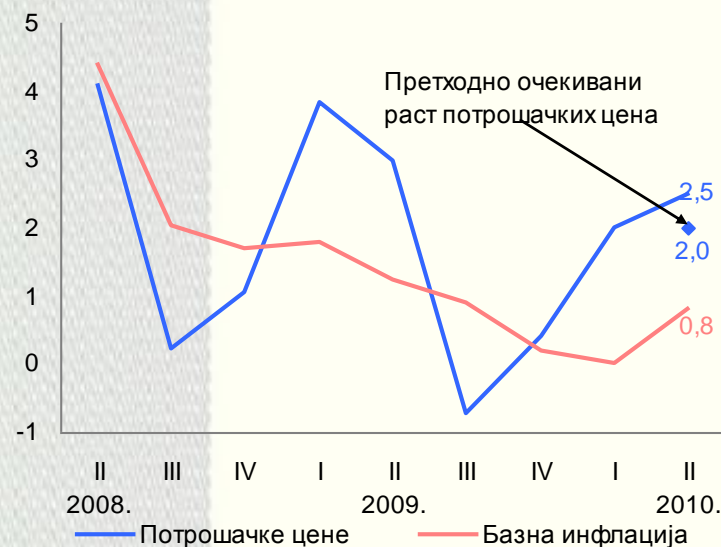
Пројекција инфлације и монетарна политика у наредном периоду

Инфлација је у другом тромесечју била нешто нижа од очекиване...

Графикон 4. Кретање цена
(међугодишњи раст, у %)



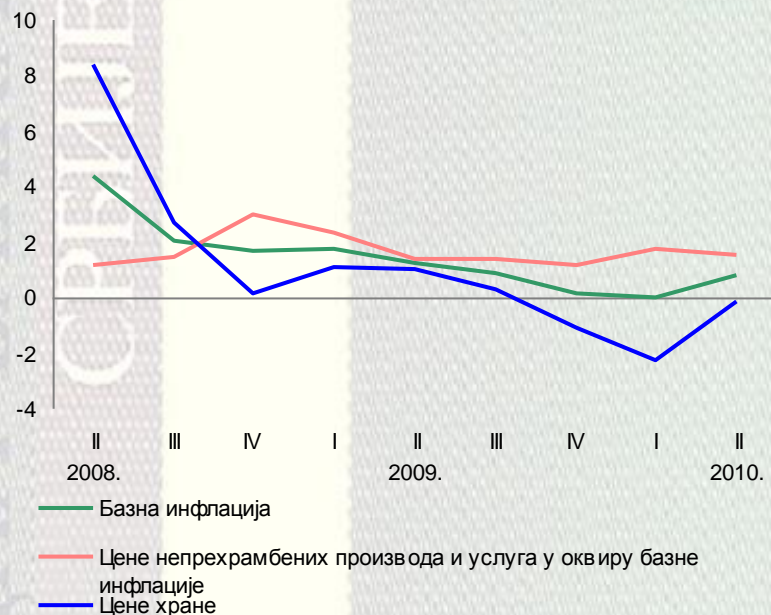
Графикон 5. Кретање цена
(тримесечни раст, у %)



- Инфлација се шести месец за редом кретала испод доње границе циља услед успоравања раста међугодишње базне инфлације у чему највећи допринос има наставак пада цена хране.
- На тримесечном нивоу се забележени раст цена највише дугује расту цена пољопривредних производа. Раст потрошачких цена у другом тромесечју био је нешто изнад наших очекивања из мајског Извештаја о инфлацији.

Базна инфлација је у порасту...

Графикон 6. Кретање базне инфлације по компонентама (тримесечне стопе раста, у %)



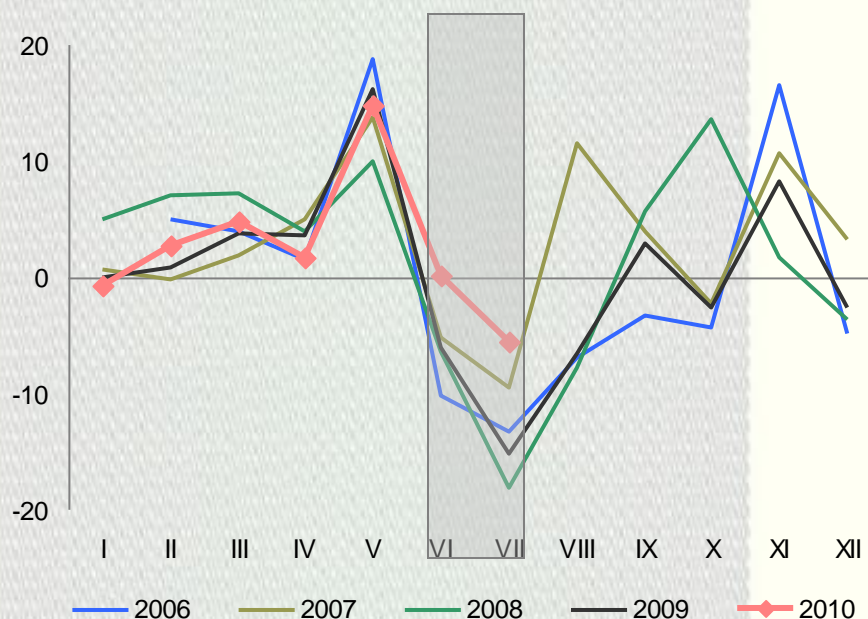
Графикон 7. Кретање базне инфлације по компонентама (месечне стопе раста, у %)



- У другом тримесечју слабе дезинфлаторни ефекти по основу цена хране (допринос базној инфлацији од -0,1 п.п.);
- Према прелиминарним подацима базна инфлација у јулу износиће око 0,4% (допринос хране 0,1 п.п.).

...док је изостао очекивани пад цена пољопривредних производа у јуну и јулу

Графикон 8. Кретање цена пољопривредних производа
(месечне стопе раста, у%)



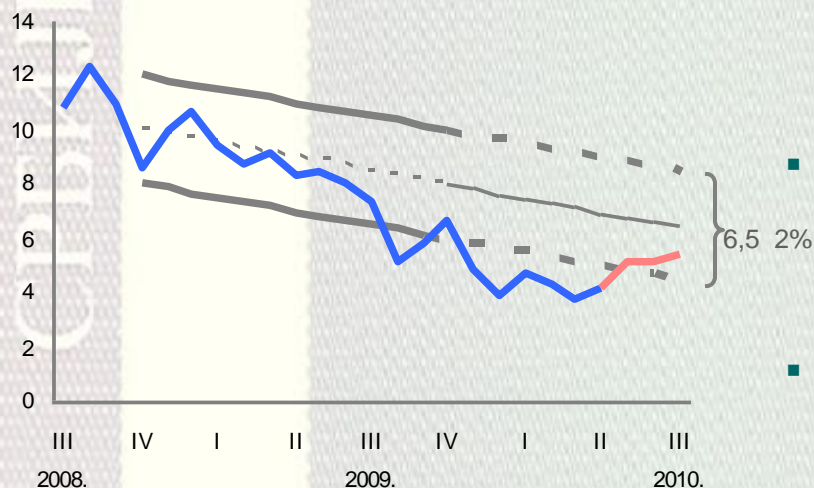
- Мањи пад цена пољопривредних производа од очекиваног последица је лоших временских прилика и смањеног пољопривредног рода;
- Пад пољопривредних цена у јуну и јулу је најмањи у последњих пет година;
- Даља динамика зависиће од рода касних култура: кукуруз, сунцокрет, шећерна репа, итд.

Природа пољопривредног шока: како НБС треба да реагује на овај шок?

- Пољопривредни шок је у основи шок на страни понуде који има трошковни ефекат.
- Монетарна политика треба да реагује на овакав шок да би спречила тзв. секундарни (преносни) ефекат, тј. да би спречила преливање цена ових производа на остале цене и на инфлаторна очекивања. Ово је кључни разлог повећања референтне стопе у августу са 8% на 8,5%.
- Пољопривредни шок иако често има једнократни ефекат, технички се у међугодишњој инфлацији задржава годину дана.
- У другој половини наредне године, чак и са просечном 2011. годином у пољопривреди, очекују нас мањи инфлаторни притисци, управо по основу више базе.
- О начину реакције монетарне политике на пољопривредни шок било је речи и у претходном периоду (Извештај о инфлацији – август 2007).

Очекивано кретање цена у трећем тромесечју

Графикон 9. Краткорочна пројекција инфлације
(међугодишњи раст, у %)



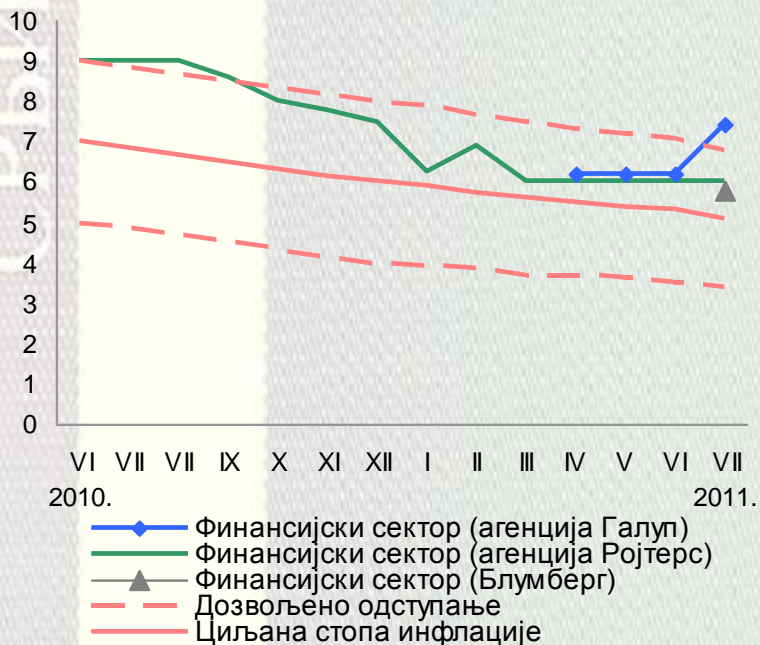
Табела 1. Најзначајније очекиване промене
регулисаних цена у другом тромесечју

	Стопа раста (у %)	Доприноси расту потрошачких цена (п.п.)
Комунално-стамбене услуге	6,1	0,2
Цигарете	4,0	0,2
Лекови	2,0	0,1

- Очекујемо да ће међугодишњи раст потрошачких цена у трећем тромесечју 2010. године износити између 5% и 6% и бити у границама дозвољеног одступања од циља.
- Цена пољопривредних производа ће у наредном периоду пресудно одређивати кретање инфлације тако да највећи ризик одступања од пројекције представља очекивани пад ових цена.
- На тромесечном нивоу се очекује раст цена од око 0,5% на основу:
 - благог повећања цена које се слободно формирају услед инфлаторних притисака по основу раста цена хране и преноса ефекта депрецијације динара на цене;
 - Раста регулисаних цена (допринос 0,5 п.п.);
 - Негативног доприноса (1,1 п.п) кретања цена пољопривредних производа услед очекиваног сезонског пада.

Инфлациона очекивања су у другом тромесечју била стабилна али су у јулу повећана

Графикон 10. Очекивана и циљана инфлација за наредну годину (у %, на годишњем нивоу)



- Према анкети агенције Ројтерс инфлациона очекивања финансијског сектора су стабилна и од марта износе 6%.
- Према Блумбергу инфлациона очекивања у јулу су такође стабилна, али на нешто нижем нивоу (5,8%).
- Ипак, према анкети агенције Галуп очекивања финансијског сектора у погледу кретања инфлације у наредних годину дана су у јулу порасла (7,4%), тако да се крећу нешто изнад циљаног распона инфлације за јул 2011.

Теме

Монетарна политика у периоду од претходног извештаја

Инфлација

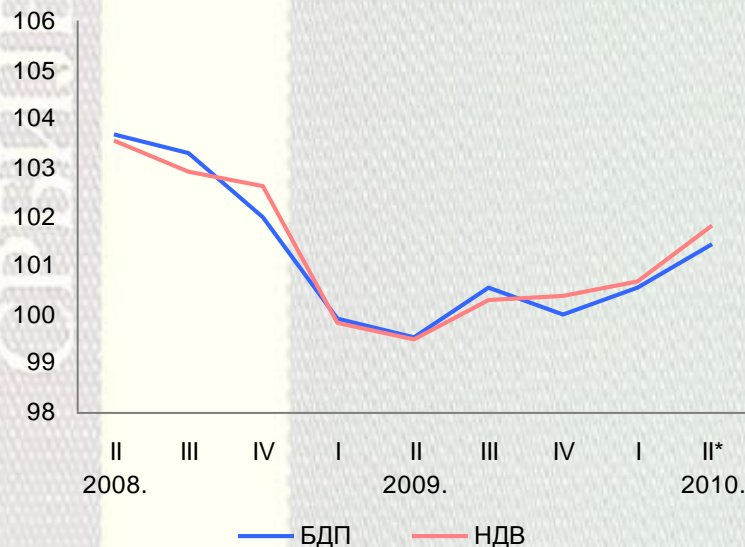
Економска и спољнотрговинска активност

Финансијска тржишта

Пројекција инфлације и монетарна политика у наредном периоду

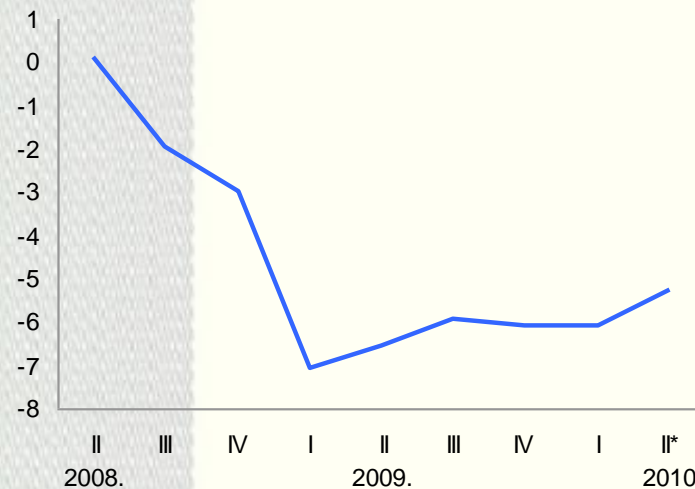
Опоравак економске активности је настављен

Графикон 11. Индикатори економске активности
(десезонирани подаци, 2009=100)



* Процена НБС.

Графикон 12. Производни јаз
(процентуално одступање од тренда)

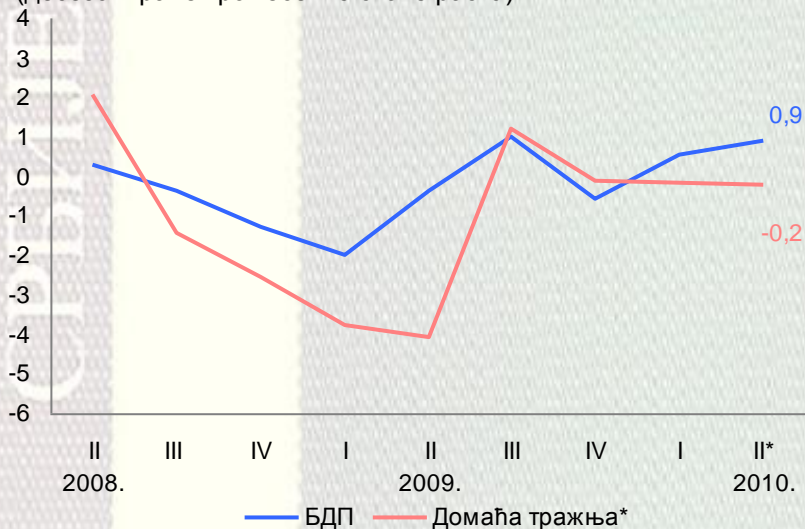


* Процена НБС.

- Процењујемо да је у другом тромесечју остварен раст БДП од 1,8% мг, а у односу на претходно 0,9%. Прелиминарна процена РЗС-а износи 1,6% мг.
- Остварени раст БДП се у највећој мери дугује расту индустријске производње (6,8% мг.).
- Негативан производни јаз је ублажен.

захваљујући пре свега расту извозне тражње...

Графикон 13. Раст БДП-а и домаће тражње
(десезониране тромесечне стопе раста)



* Процена НБС.

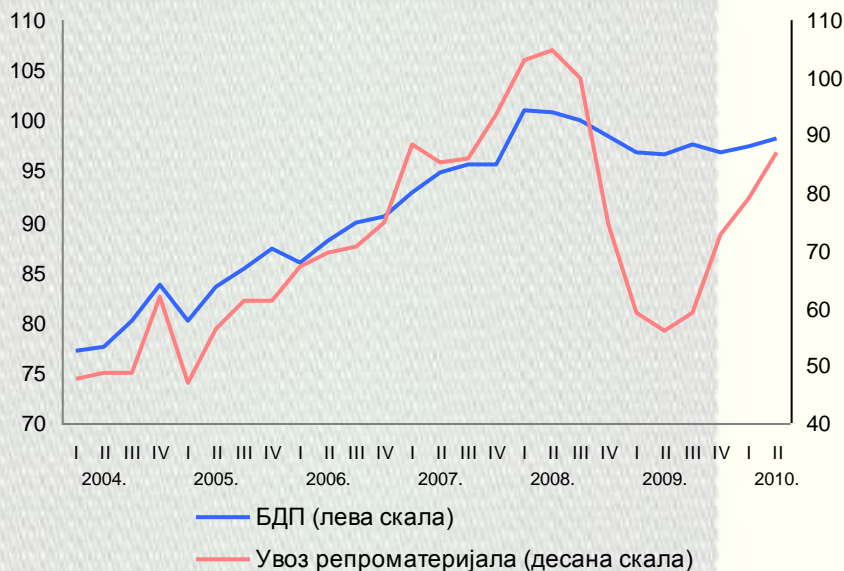
Графикон 14. Извоз и увоз робе
(у млн ЕУР)



- Највећи допринос расту БДП-а у другом тромесечју дали су нето извоз (1,1 п.п.), затим приватне инвестиције (0,8 п.п.) и лична потрошња (0,7 п.п), док су јавне инвестиције и државна потрошња имале знатан пад.
- Извоз је у другом тромесечју остварио знатно већи раст (21,6% мг) од раста увоза (11,3% мг.), тако да је спољнотрговински дефицит забележио пад од 2,6% мг.

...при чему је структура увоза побољшана

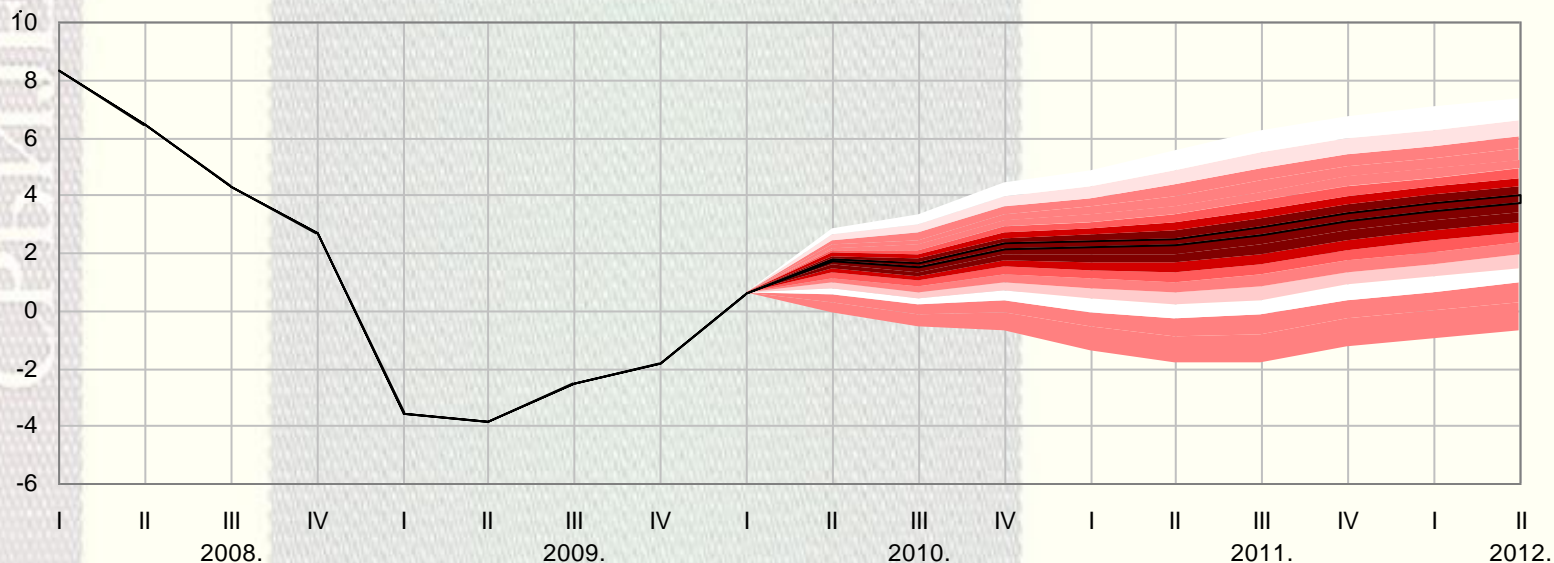
Графикон 15. Кретање БДП-а и увоза репроматеријала
(ТЗ 2008=100)



- Увоз репроматеријала, након пада с почетком кризе, од краја 2009. бележи континуиран пораст. У другом тромесечју 2010. износи 34,4% мг.
- На основу тога, може се очекивати раст производње у наредном периоду.
- С друге стране, увоз потрошних добара је и даље у паду (-3,3% мг), што је индикатор и даље ниске потрошачке тражње.

У наредном периоду се очекује умерен пораст економске активности

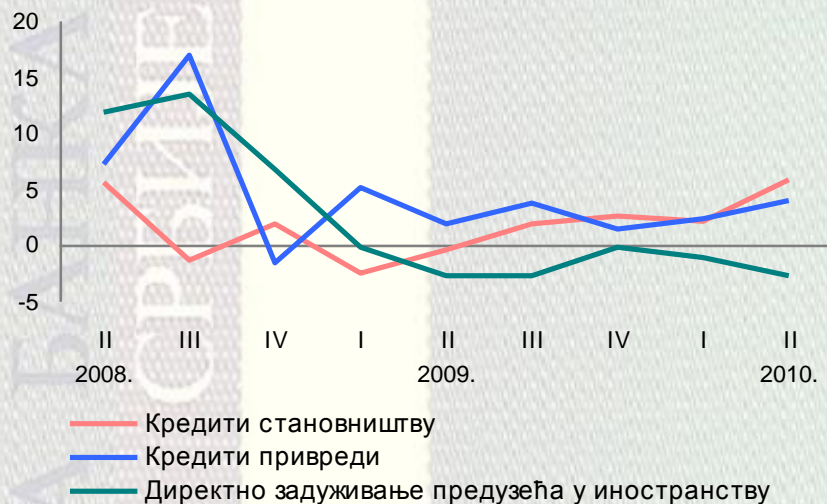
Графикон 16. Пројекција раста БДП-а
(међугодишњи раст, у %)



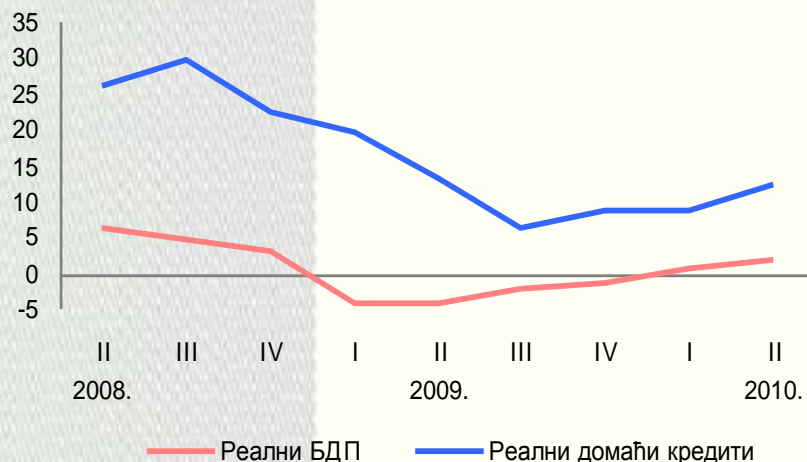
- Услед ниске домаће тражње (допринос расту БДП од -0,8 п.п.) опоравак економске активности ће у 2010. години бити релативно спор (1,5%). Позитиван допринос расту БДП-а ће дати нето извоз (1,3 п.п.) и инвестиције (1,0 п.п.).
- Тек у наредној години се очекује опоравак домаће тражње што ће допринети бржем расту БДП-а (око 3,0%).
- Пројекција је асиметрична наниже, због могућег споријег опоравка зоне евра због предузетих рестриктивних мера фискалне политике и ризика већег пада пољопривредне производње од очекиваног.

Убрзање кредитне активности у другом тромесечју

Графикон 17. Кредитна активност
(тримесечне реалне стопе раста, у %)



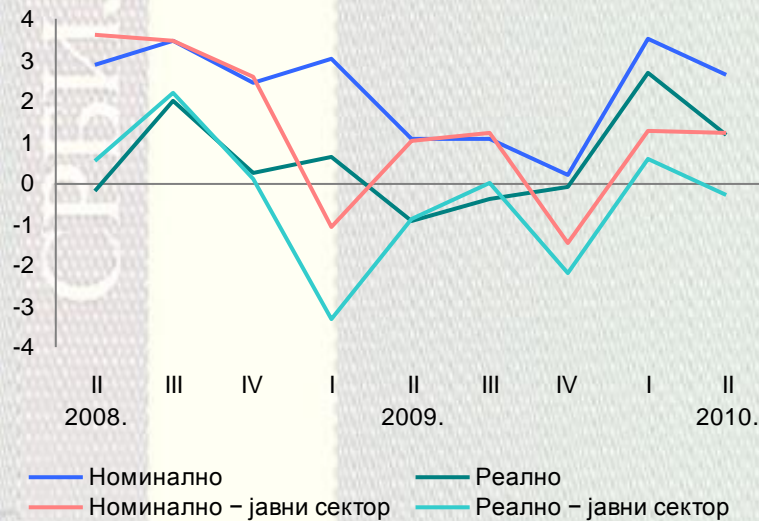
Графикон 18. Реални домаћи кредити и реални БДП
(међугодишње стопе раста, у %)



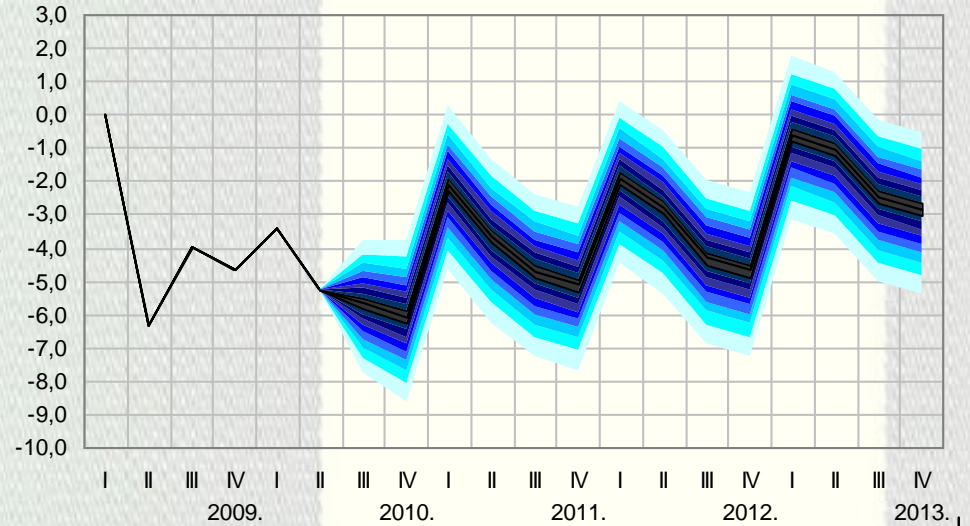
- Реалан раст домаћих кредита износио је 4,7% (привреди 4,1% и становништву 5,8%), што је двоструко више у односу на прво тромесечје.
- Наглашено повећање инвестиционих кредита (37,6 милијарди динара) указује на раст приватне инвестиционе активности.
- Активност на субвенционисаном сегменту кредитног тржишта и даље значајно утиче на раст домаћих кредита. Током 2010. године банке су одобриле око 114 милијарди динара субвенционисаних кредита, а само у јулу око 23 милијарде динара. Од маја се субвенционисани кредити за ликвидност и потрошачки кредити одобравају искључиво у динарима.
- Смањен је удео кредита индексираних у инострану валути (са 75% у марту на 73% у јуну). Учешће неиндексираних динарских кредита у новоодобреним у истом периоду је преко 40%.

Зараде и фискална кретања

Графикон 19. Кретање просечних нето зарада – укупно и јавни сектор (десезонирани подаци, тромесечни раст, у %)



Графикон 20. Пројектовани консолидовани дефицит (у % БДП)



- У другом тромесечју је дошло до успоравања раста зарада и у приватном и у јавном сектору, при чему зараде у приватном сектору и даље расту брже од зарада у јавном сектору.
- Консолидовани дефицит у другом тромесечју износио је 28,8 млрд динара, али фискална политика није имала експанзиван карактер (монетарни ефекат свега око 2,5 млрд динара).
- И у наредним периодима оствариваће се дефицит али нижи у поређењу са 2009. и 2010. годином.

Теме

Монетарна политика у периоду од претходног извештаја

Инфлација

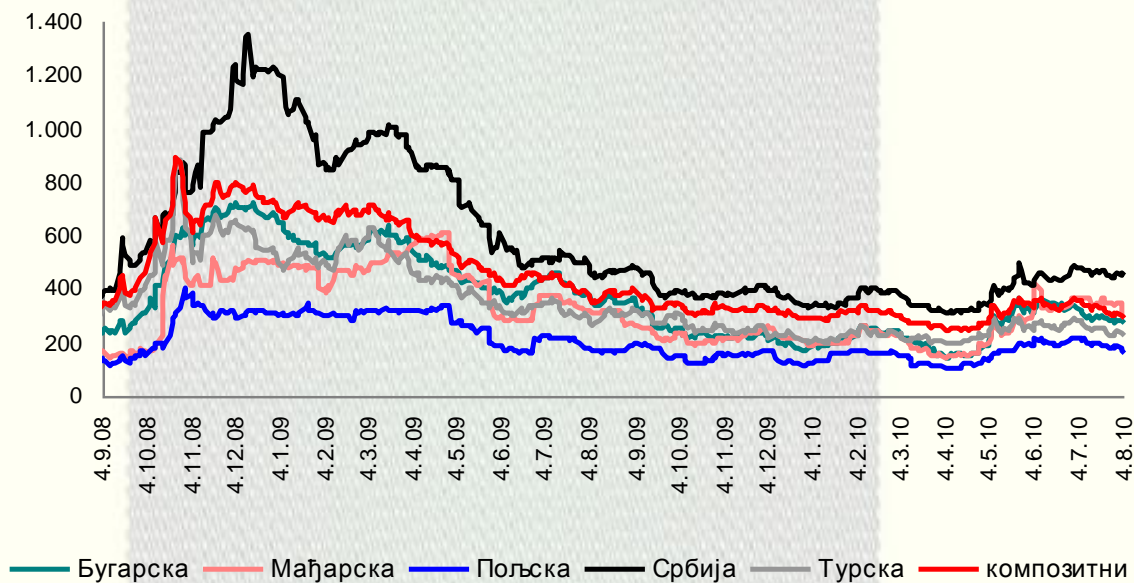
Економска и спољнотрговинска активност

Финансијска тржишта

Пројекција инфлације и монетарна политика у наредном периоду

Раст премије ризика и задржавање на високом нивоу...

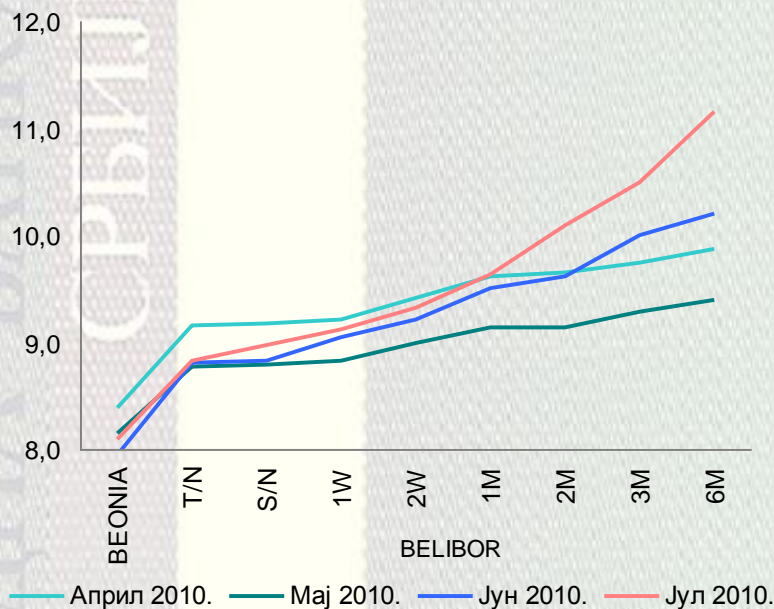
Графикон 21. Кретање индекса ЕМВИ у одабраним земљама
(у базним поенима)



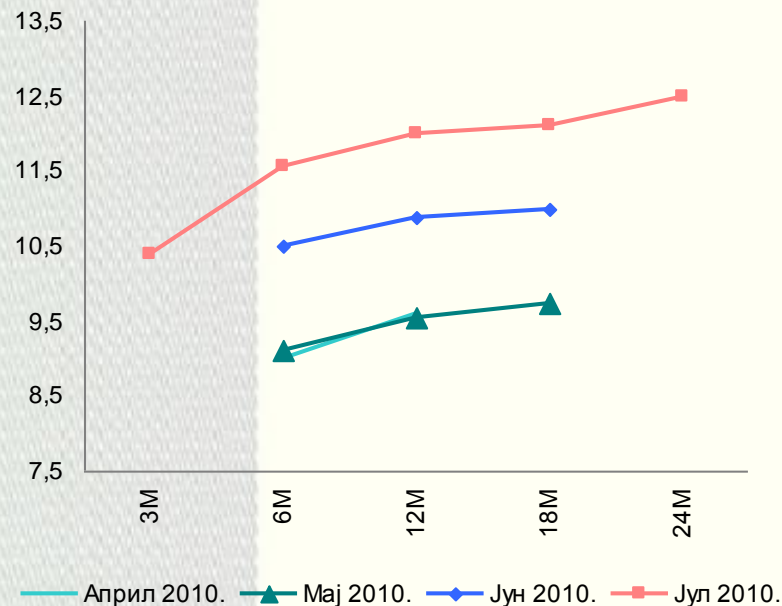
- У мају и јуну је дошло до раста премије ризика у региону укључујући и Србију.
- Од половине јула бележи се благи пад премије ризика.

... су се одразили на значајно повећање каматних стопа на новчаном тржишту ...

Графикон 22. Крива приноса на међубанкарском тржишту новца (крај периода, у % на годишњем нивоу)



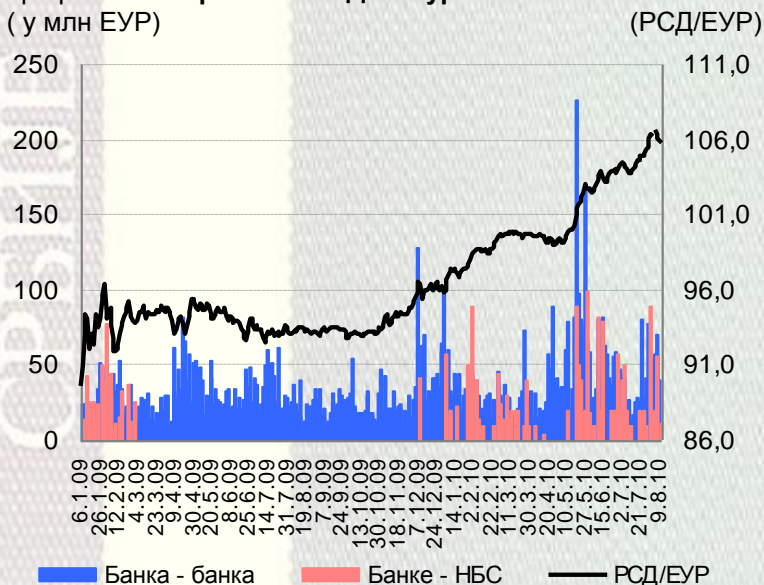
Графикон 23. Крива приноса на хартије од вредности (крај периода, у % на годишњем нивоу)



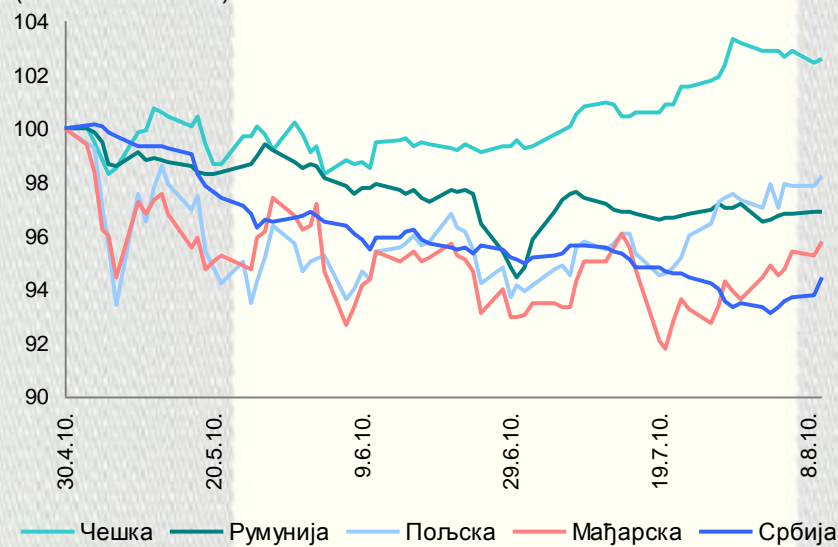
- На међубанкарском новчаном тржишту је забележен значајан раст каматних стопа за рочност од 3 и 6 месеци.
- Извршне стопе на трезорске записе од маја бележе раст. Упркос томе на већини аукција није остварена максимална реализација, што указује на значајан раст премије ризика, или формирање очекивања раста каматних стопа у будућности.

...и кретање курса динара

Графикон 24. Промет на МДТ и курс
(у млн ЕУР)



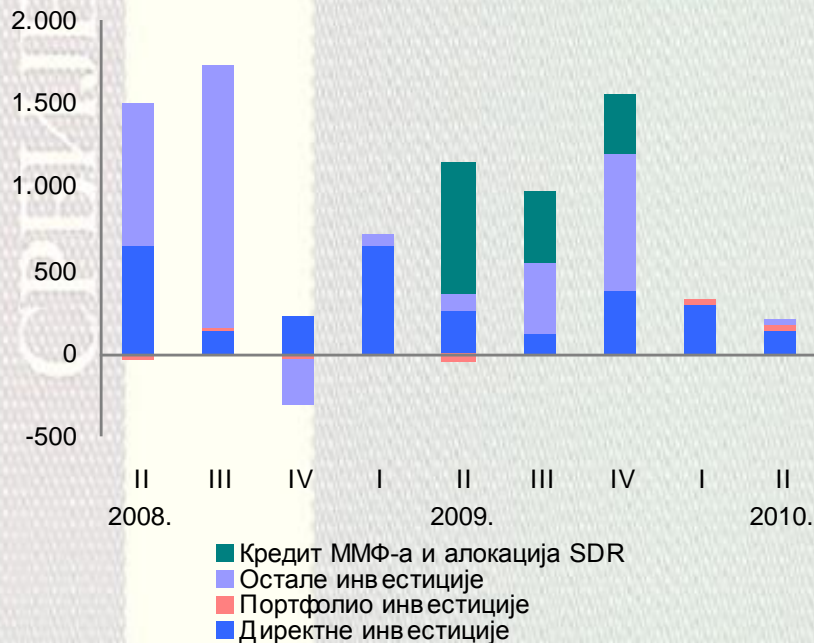
Графикон 25. Кретање курсева појединих
националних валута
(30.04.2010.=100)



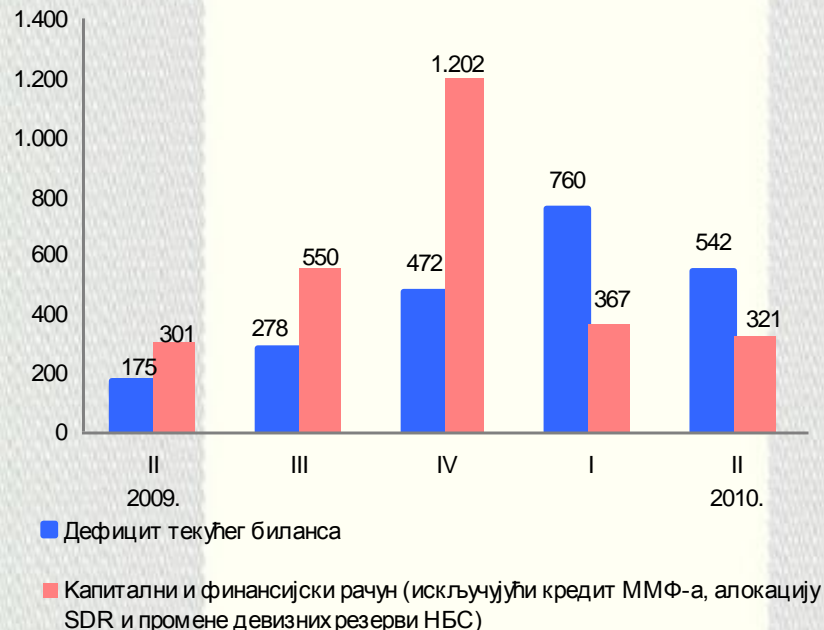
- Динар је наставио да слаби у другом тромесечју.
- Депрецијацијски притисци су интензивирани у мају, тако да је и поред интервенција Народне банке Србије динар у мају и јуну ослабио за 5%. Током другог тромесечја банкама је продато 785 милиона евра (до 3.августа још 327 милиона евра).
- Узрок пада вредности динара у мају и јуну је регионални фактор (повећана аверзија инвеститора према ризику) и тиче се неизвесности инвеститора у погледу одрживости јавних финансија појединих земаља.
- У последње три недеље је заустављен пад вредности осталих валута земаља са флексибилним девизним курсом, што примећујемо и са динаром у последњих недељу дана.

Прилив капитала из иностранства је и даље низак

Графикон 26. Структура финансијског биланса
(у млн EUR)



Графикон 27. Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала
(у млн EUR)



- Током другог тромесечја забележен је скроман прилив по основу страних директних инвестиција од 136 милиона евра, док су се банке и предузећа раздужиле према иностранству за 401 и 315 милиона евра, респективно.
- У априлу је повучена половина средстава у оквиру треће транше stand-by аранжмана са ММФ-ом, а у јуну 15% средстава четврте транше (укупно 236 милиона евра). По основу до сада одобренних, а неповучених средстава НБС може да рачуна на још 507,2 милиона евра, од чега највећи део може да се повуче у сваком тренутку.

Теме

Монетарна политика у периоду од претходног извештаја

Инфлација

Економска и спољнотрговинска активност

Финансијска тржишта

Пројекција инфлације и монетарна политика у наредном периоду

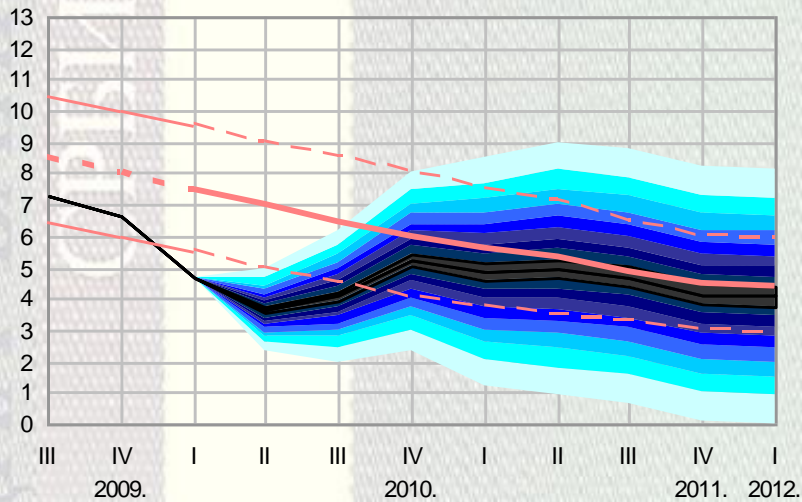
Претпоставке пројекције

- Регулисане цене највредније ће се кретати нешто изнад планираног оквира који за 2010. годину износи $9 \pm 2\%$ (наша процена 11,5%), док је у 2011. години предвиђен њихов раст од $7 \pm 2\%$.
- Услед тренутно ниског нивоа цена пољопривредних производа у средњем року се очекује њихов бржи раст од осталих цена.
- Са постепеним јењавањем кризе очекује се поновно убрзање тренда реалне апрецијације динара према евр.
- Након пораста премије ризика у мају и јуну, очекује се постепено враћање на нижи ниво што ће са растом апрецијацијског тренда утицати на постепен пад тренда реалне каматне стопе.
- Екстерне претпоставке:
 - И поред рестриктивних фискалних мера у чланицама евро зоне и у наредном периоду се очекује опоравак привредне активности у зони евра;
 - Очекује се да ће Европска централна банка повисити стопу тек средином 2011. године;
 - Светске цене нафте би у наредном периоду требало да имају умерен раст који ће бити у складу са опоравком светске економије.

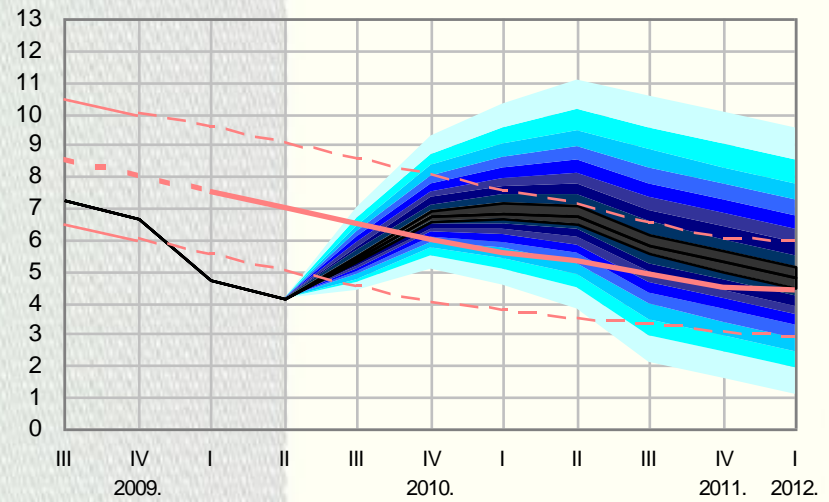
Поређење текуће са претходном пројекцијом

Графикон 28. Поређење текуће са претходном пројекцијом

Мајска пројекција
(међугодишње стопе, у %)



Августовска пројекција
(међугодишње стопе, у %)



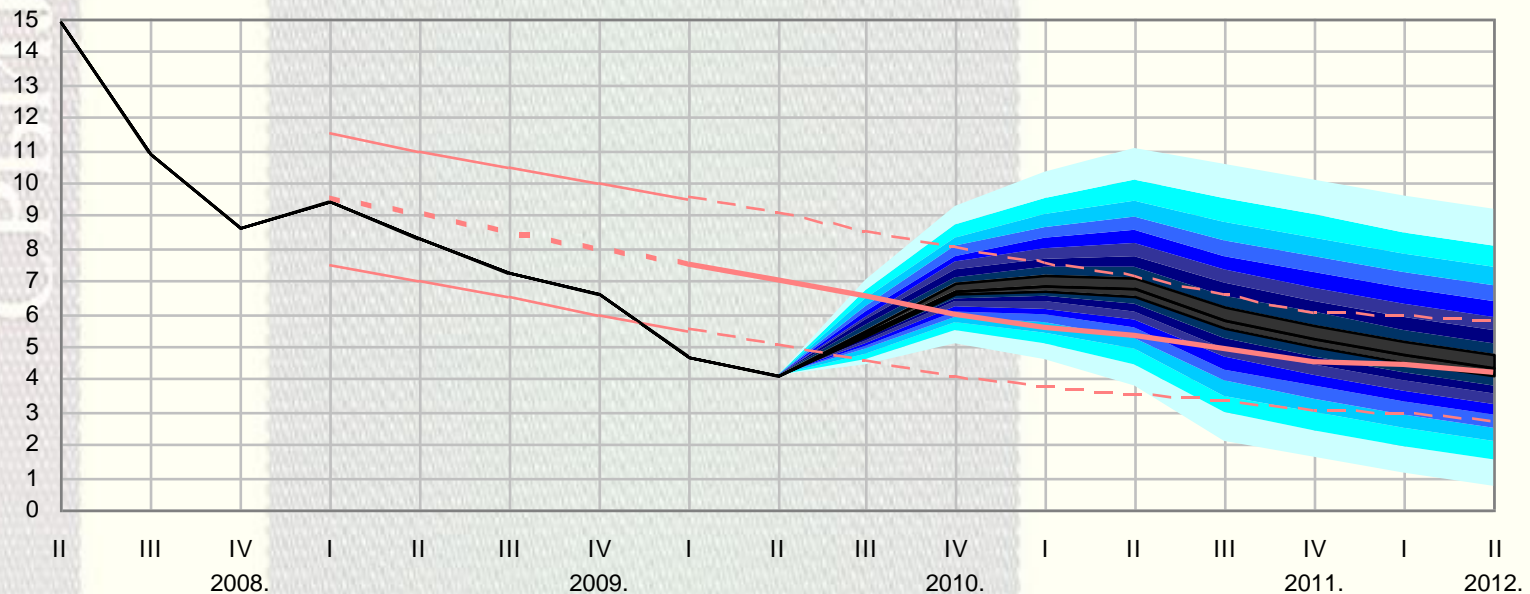
- Августовска пројекција инфлације је виша у односу на пројекцију објављену у мају услед раста цена хране, неочекиваног пораста премије ризика и последичног раста депрецијацијских притисака од маја.
- Ризици нове пројекције су у већој мери асиметрични навише и тичу се очекиваног раста цена хране, раста премије ризика и преносног ефекта депресијације на цене и одмрзавања зарада пре договореног рока.
- Постојећа пројекција је урађена крајем јула.

Очекивано кретање референтне каматне стопе у наредном периоду

- Извршни одбор је поваћао референтну каматну стопу на 8,5% имајући у виду:
 - да су неки од ризика везаних за утицај лошије пољопривредне сезоне на раст цена хране на домаћем и међународном тржишту, као и раст премије ризика на увозне цене, које смо назначили у мајском Извештају о инфлацији, у међувремену реализовани;
 - раст цена примарних пољопривредних производа (пре свега пшенице и кукуруза) који ће вршити притисак на цене многих индустријско-прехранбених производа;
 - да динамика економског опоравка указује да ће дезинфлаторни утицај агрегатне тражње вероватно да слаби, посебно имајући у виду најављено, за април наредне године, одмрзавање зарада у јавном сектору и пензија.
- Уколико инфлаторни притисци буду убрзано јачали, не искључује се могућност даљег повећања референтне каматне стопе у наредном периоду.
 - То ће у великој мери зависити од даљег кретања пољопривредних цена као и кретања премије ризика.

Пројекција инфлације

Графикон 29. Пројектована инфлација
(међугодишње стопе, у %)



- Инфлација је у јуну 2010. године износила 4,2%, док за јул процењујемо кретање инфлације на нивоу од око 5% међугодишње.
- Међугодишња инфлација ће се већ почетком трећег тромесечја вратити у границе циља.
- Очекујемо да ће се средином 2011. године инфлација кретати око горње границе циља, а затим постепено враћати ка циљу који за крај 2011. године износи 4,5% а за крај 2012. године 4,5%.

ХВАЛА НА ПАЖЊИ!