

НАРОДНА БАНКА

СРБИЈЕ



Извештај о инфлацији – фебруар 2011. године

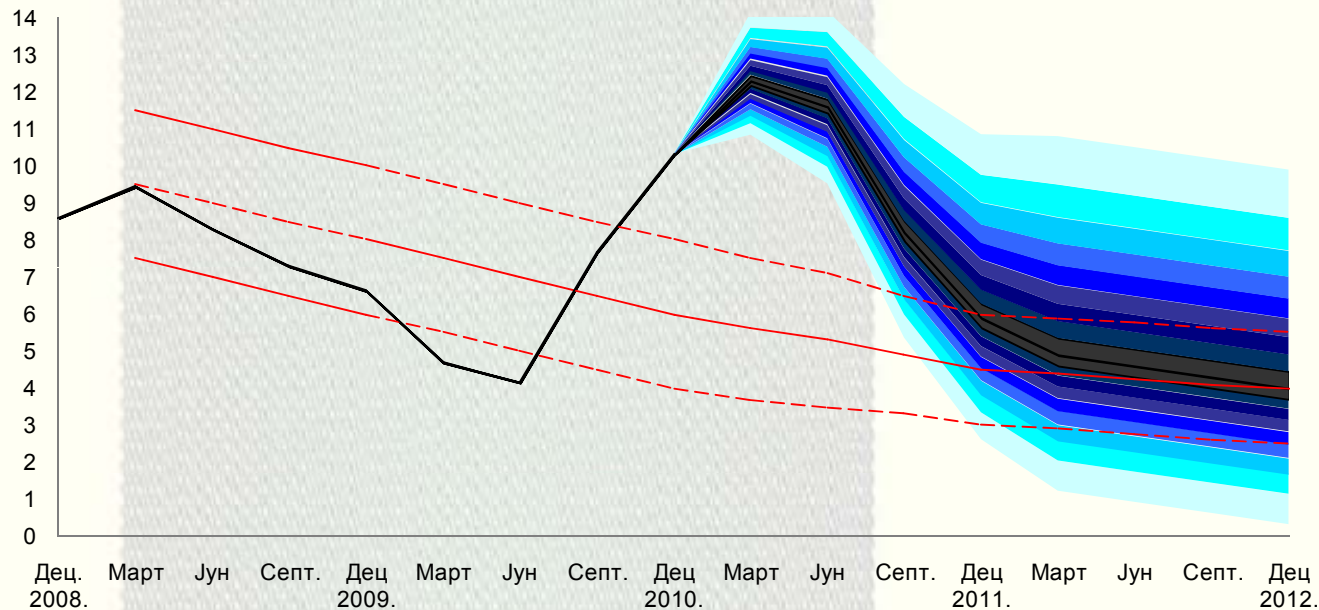
Београд, 16. фебруар 2011.

Фебруарски Извештај о инфлацији - основна запажања

- Међугодишња инфлација је у децембру износила 10,3%, пре свега као последица раста цена хране. То је у складу с пројекцијом НБС из новембра 2010.
- Економска активност је у Т4, након високог раста у Т3, била у паду. Процењујемо да је пад привремен и да ће се опоравак наставити у наредном тромесечју. Раст БДП-а у 2011. процењујемо на око 3,0%.
- Прилив капитала страних инвеститора на МДТ-у је у децембру и јануару био виши него у првих 11 месеци 2010. То је, уз висок прилив по основу извоза и дознака, допринело актуелној апрецијацији динара.
- Очекујемо да ће међугодишња инфлација достићи свој врх крајем Т1 или почетком Т2 2011. Знатнији пад инфлације очекујемо у другој половини године, тако да би се крајем 2011. инфлација кретала око горње границе циља ($4,5 \pm 1,5\%$), а у 2012. у границама циља ($4 \pm 1,5\%$). НБС користи све расположиве инструменте у својој надлежности да би се то остварило.
- Кључни ризици пројекције односе се на могуће брже повећања зарада у јавном сектору, раст регулисаних цена и цена примарних пољопривредних производа, као и бржи од очекиваног пад или раст премије ризика.

Пројекција инфлације

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



- Инфлација би, након пребацивања у првој половини 2011, крајем године требало да се креће око горње границе, а у току 2012. у границама утврђеног циља.
- Мере монетарне политике и очекивана стабилизација цена хране с новом пољопривредном сезоном - требало би да утичу пад инфлације у другој половини 2011. и њено постепено приближавање циљу, који за крај године износи $4,5 \pm 1,5\%$.
- У наредном периоду пре може да дође до повећања или задржавања референтне каматне стопе на садашњем нивоу него до њеног смањења.

Теме

Инфлација

Економска и спољнотрговинска активност

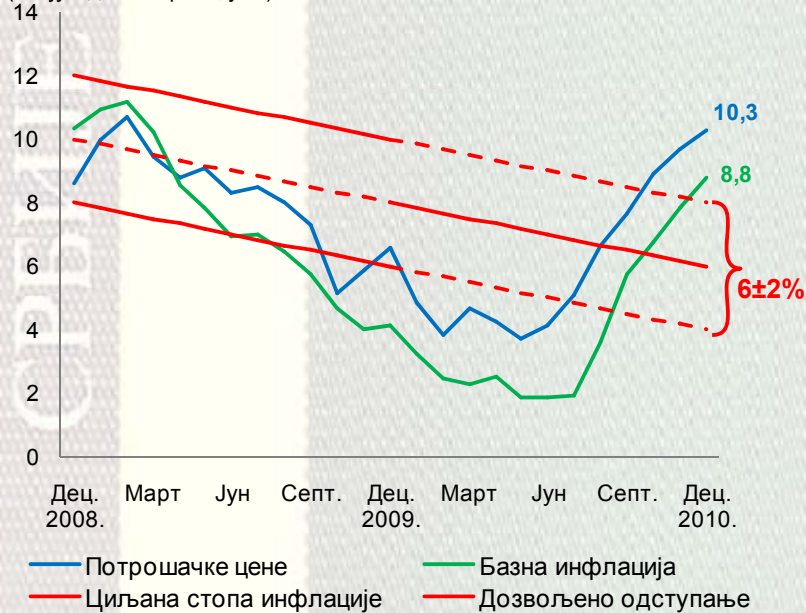
Финансијска тржишта и односи са иностранством

Зашто светски економски аналитичари макроекономску ситуацију у Србији виде другачије од домаће јавности?

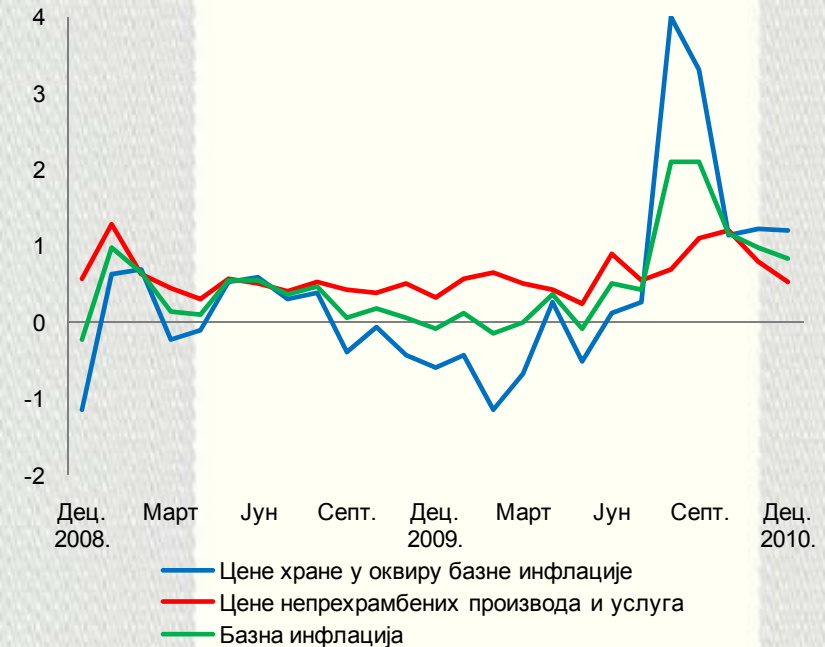
Пројекција инфлације

Инфлација се током Т4 кретала изнад горње границе дозвољеног одступања од циља

Графикон 2. Кретање цена
(међугодишњи раст, у %)



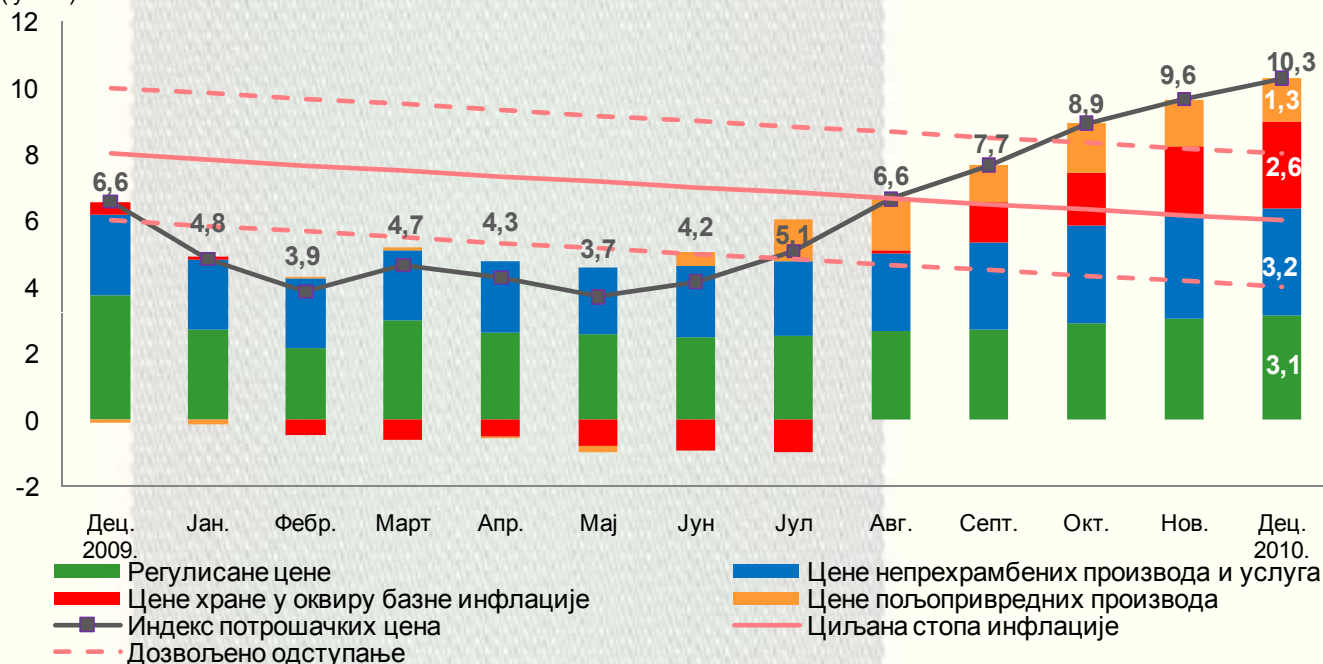
Графикон 3. Базна инфлација по компонентама
(месечни раст, у %)



- **Раст потрошачких цена у Т4 (2,8%)** последица је пре свега јачих трошковних притисака на произвођаче индустријско-прехранбених производа, због лоше пољопривредне сезоне.
- **Базна инфлација** је у Т4 била висока (3,1%), али успорена у односу на претходно тромесечје (4,7%). У оквиру базне инфлације, знатно виши је раст цена индустријско-прехранбених производа него раст непрехрамбене базне инфлације.
- **Регулисане цене** су у Т4 порасле за 1,7% (грејање, лекови, нафтни деривати). Међугодишњи раст регулисаних цена (12%) прешао је договорени оквир раста за 2010. годину (9±2%).

Доприноси компоненти расту потрошачких цена у 2010. години*

Графикон 4. Доприноси компоненти ИПЦ међугодишњој инфлацији (у п.п.)

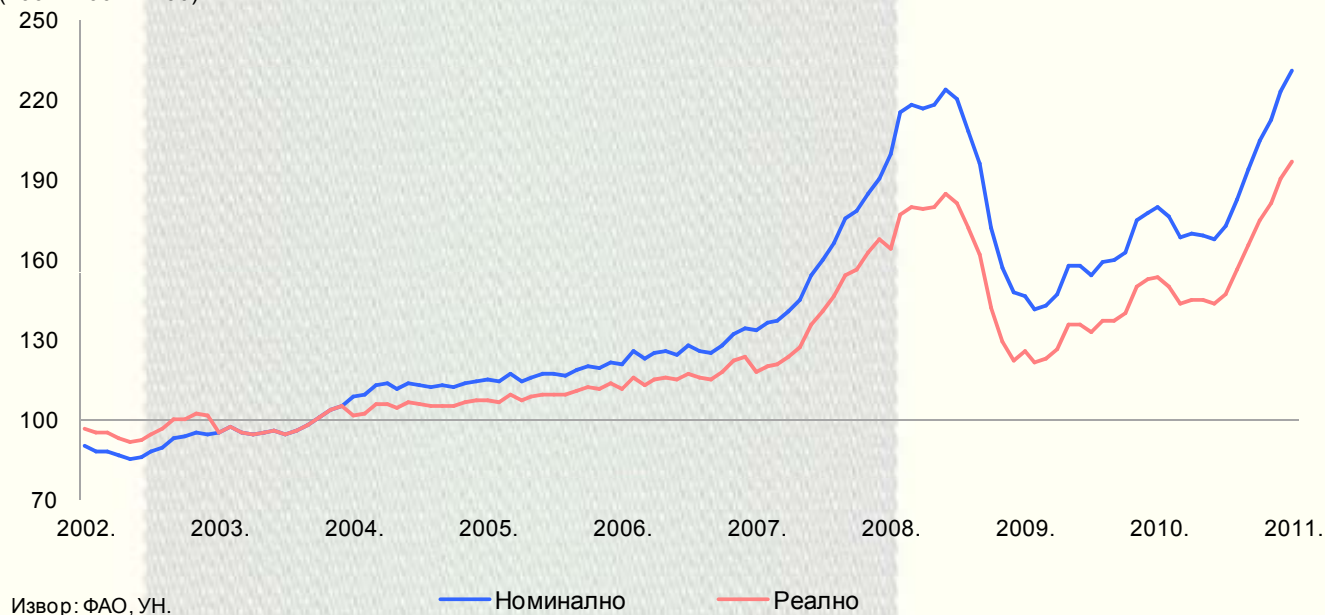


- Допринос раста **регулисаних цена** укупном расту потрошачких цена био је релативно стабилан, као и допринос **цена непрехрамбених производа** (између 2 и 3 п.п.).
- До преокрета у доприносима **цена хране** дошло је најпре код пољопривредних (у јуну), а потом и код индустријско-прехрамбених производа (у августу). Раст инфлације у П2 2010. од 6,1 п.п. (са 4,2% на 10,3% мг.) последица је углавном раста цена хране и безалкохолних пића (допринос 4,5 п.п.).
- **Основни узроци:** лоши временски услови код нас и у свету, али у одређеној мери и одсуство адекватних стабилизационих мера на тржишту пољопривредних производа и ефекти депрецијације динара из претходног периода.

* Осврт 2 у фебруарском Извештају о инфлацији.

Светске цене хране су рапидно порасле од јуна 2010. године

Графикон 5. Индекс светских цена хране
(2002 - 2004 = 100)

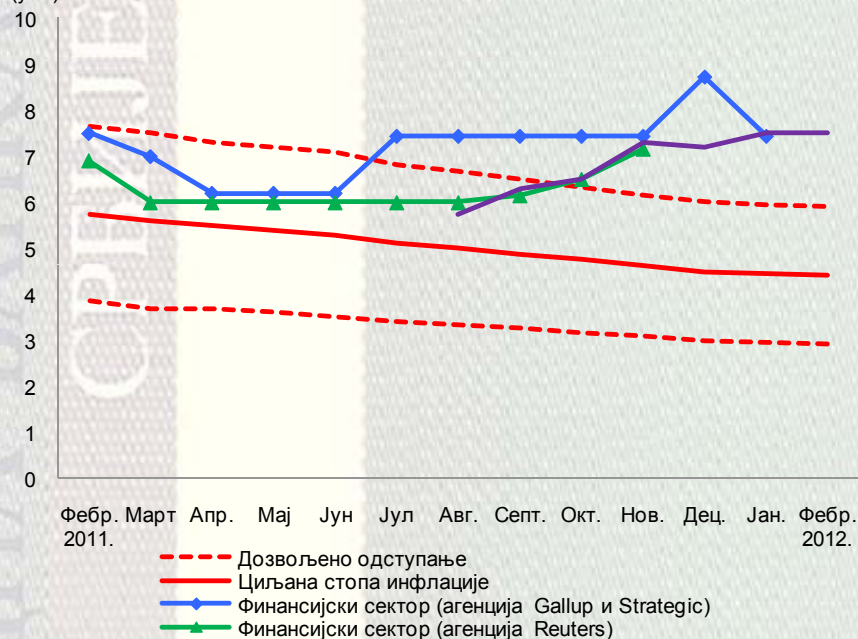


- Индекс светских цена хране* (FAO, UN) премашио је у децембру рекордни ниво из јуна 2008. године. У јануару 2011. његов раст је настављен (3,4% у односу на децембар).

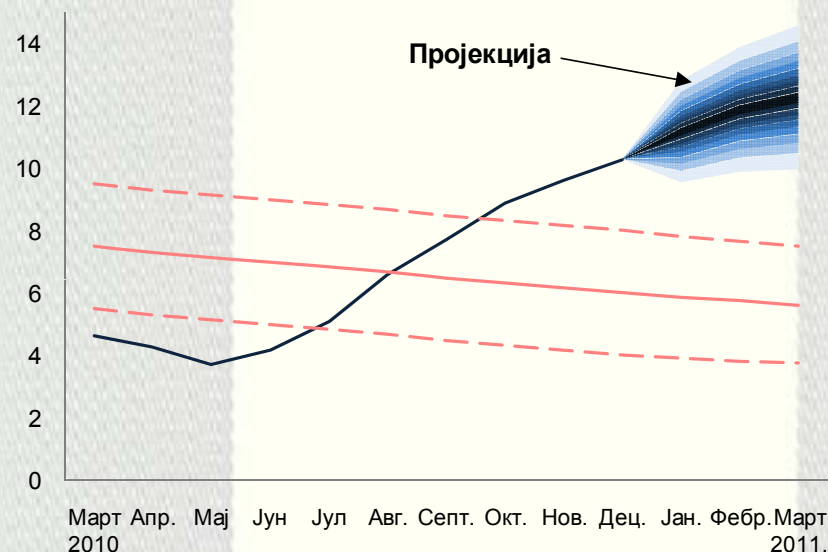
* Укључује цене већине примарних пољопривредних производа: пшенице, кукуруза, пиринча, уљане репице, млечних производа, шећера и меса.

Стабилизација инфлационих очекивања и очекивано кретање инфлације у Т1

Графикон 6. Очекивана и циљана инфлација за наредну годину (у %)



Графикон 7. Краткорочна пројекција инфлације (међугодишњи раст, у %)



- Инфлациона очекивања су, према резултатима анкета агенција Блумберг, Ројтерс и Галуп, у протеклих неколико месеци стабилизована након раста почетком Т4.
- На стабилизацију и изванредан пад очекивања у погледу кретања инфлације указује такође крива приноса на примарном тржишту државних ХоВ.
- Очекујемо да међугодишња инфлација достигне врх крајем Т1 или почетком Т2.
- Инфлација у Т1 ће у највећој мери бити одређена растом регулисаних цена (пре свега електричне енергије) и цена хране.

Теме

Инфлација

Економска и спољнотрговинска активност

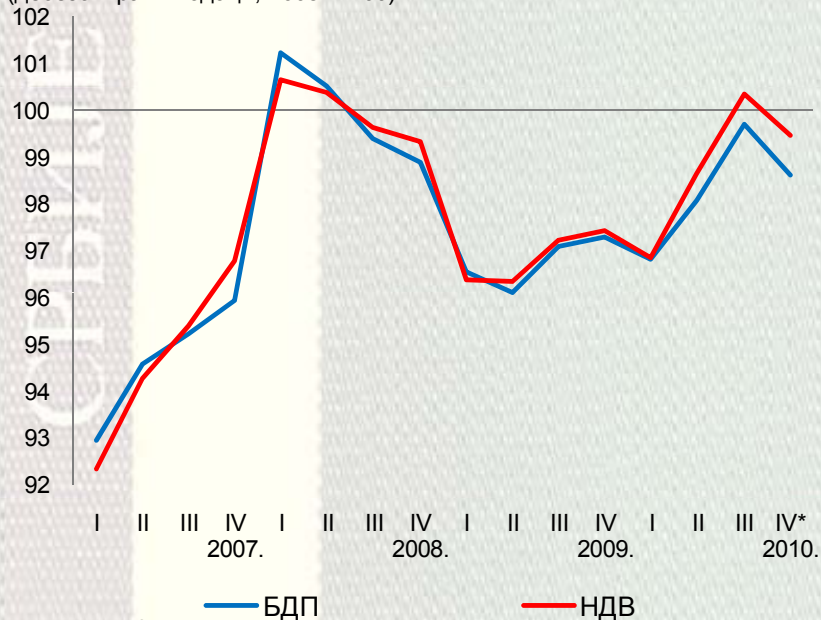
Финансијска тржишта и односи са иностранством

Зашто светски економски аналитичари макроекономску ситуацију у Србији виде другачије од домаће јавности?

Пројекција инфлације

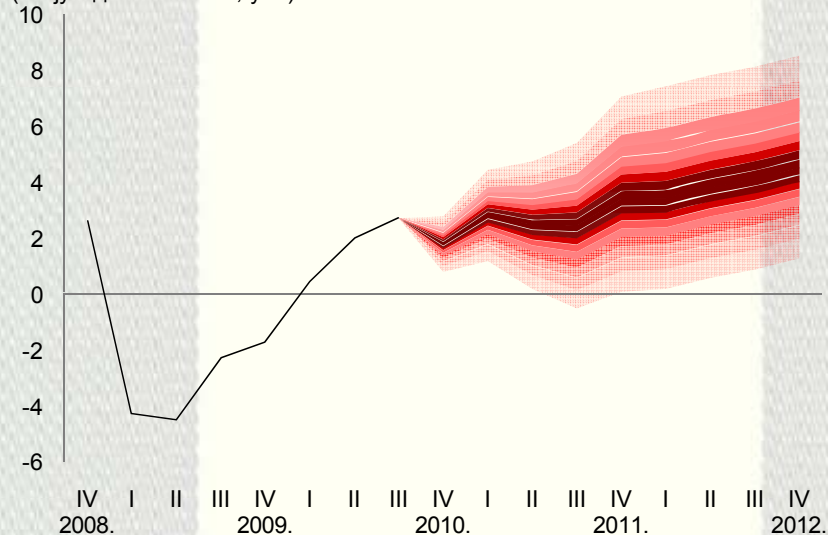
Смањење економске активности у Т4 је привремено

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



*Процена НБС.

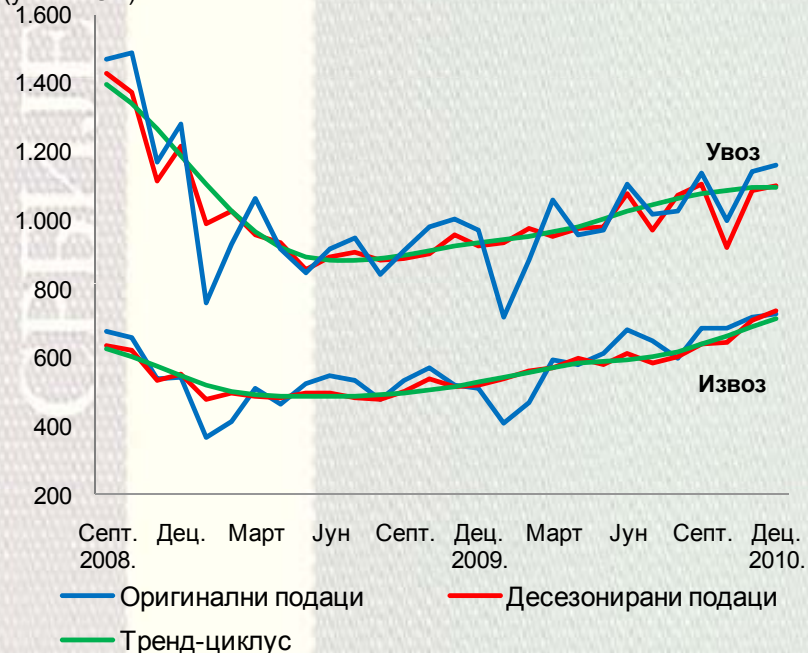
Графикон 9. Пројекција раста бруто домаћег производа (међугодишње стопе, у %)



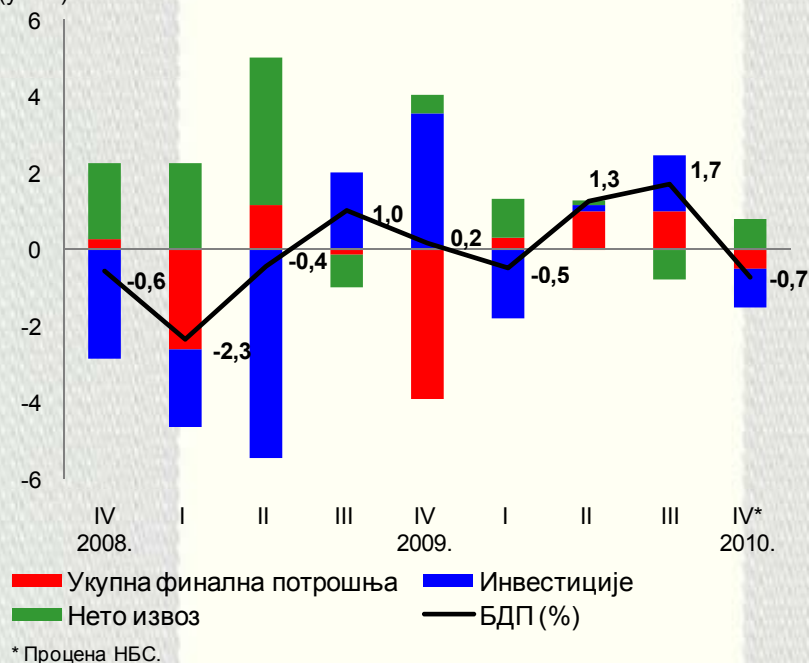
- Процењујемо да је, након раста у Т3 (1,7% дсз.), економска активност у Т4 смањена (0,7%).
- Процењујемо да је пад БДП-а у Т4 привремен јер је изазван смањењем производње електричне енергије и ремонтом рафинерије у Панчеву. Очекујемо да ће у Т1 доћи до раста економске активности због окончања утицаја претходних фактора, као и због очекиваног раста производње у компанији US Steel.
- Раст БДП-а у 2010. процењује се на 1,7%. Највећи допринос расту потиче од нето извоза (1,8 п.п.) и инвестиција (1,1 п.п.), док је допринос потрошње негативан (-1,2 п.п.).
- У 2011. очекујемо раст БДП-а од око 3,0%. Раст ће бити заснован на инвестицијама (2,1 п.п.), а у мањој мери и на нето извозу (0,5 п.п.) и потрошњи (0,4 п.п.). По први пут од почетка кризе, све компоненте раста могле би да пруже позитиван допринос.

Нето извоз даје кључни допринос економском расту

Графикон 10. Извоз и увоз робе
(у млн EUR)



Графикон 11. Доприноси тромесечном расту БДП-а
(у п.п.)



- У Т4 остварен је знатно бржи десезонирани раст извоза од увоза.
- Расту робног извоза највише су допринели извоз хране, основних метала, електричних машина и хемијских производа.
- Раст увоза углавном се дугује увозу средстава за репродукцију, што указује на позитивна очекивања у погледу кретања економске активности у наредном периоду.
- С доприносом од 0,8 п.п., нето извоз је у Т4 ублажио десезонирани пад БДП-а (0,7%).

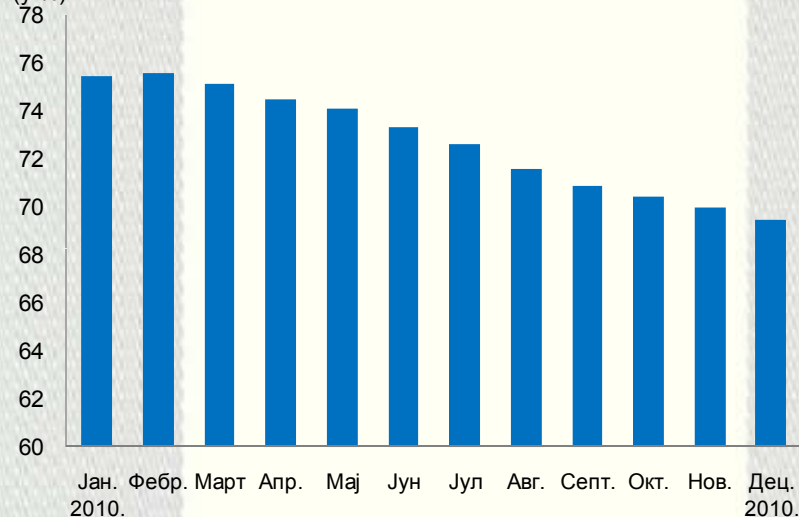
Даљи раст кредитне активности у Т4, уз динаризацију

Графикон 12. Реална потраживања банака по кредитима и директно задуживање предузећа у иностранству (тримесечне стопе раста, у %)



* Дефлационирано инфлацијом, по искључењу ефекта промене курса.

Графикон 13. Учешће девизних и индексираних у укупним потраживањима банака од привреде и становништва (у %)



- Реални раст кредитне активности у Т4 је убрзан (4,8%), због убрзања реалног раста кредита предузећима (6,5%). Реални раст кредита становништву је успорен (1,6%).
- Обим одобренних субвенционисаних кредита (око 43 млрд динара) мањи је него у Т3. Субвенционисано кредитирање биће настављено и у 2011.
- Процес динаризације је настављен у Т4. Учешће девизних и индексираних потраживања у укупним потраживањима банака од привреде и становништва је у 2010. години смањено за скоро шест п.п. и у децембру је износило 69,5%.

Теме

Инфлација

Економска и спољнотрговинска активност

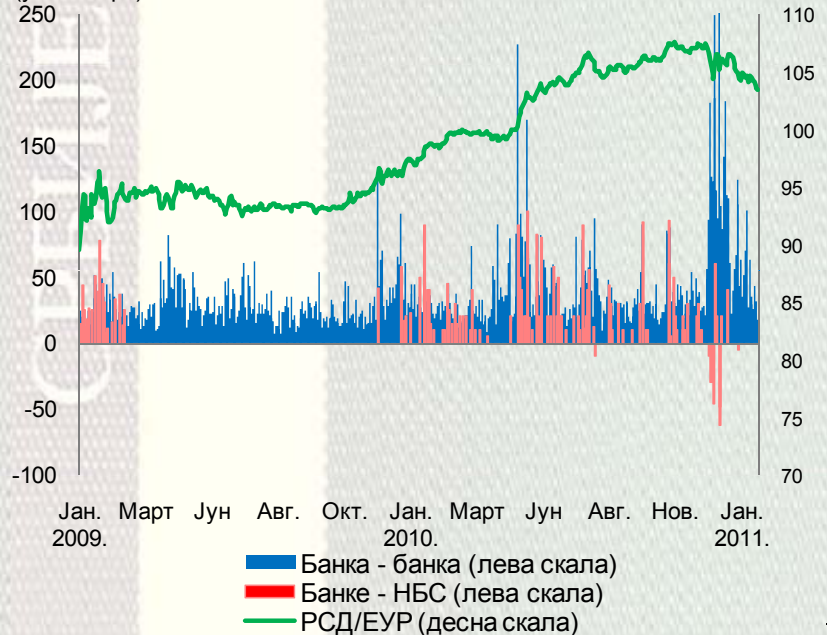
Финансијска тржишта и односи са иностранством

Зашто светски економски аналитичари макроекономску ситуацију у Србији виде другачије од домаће јавности?

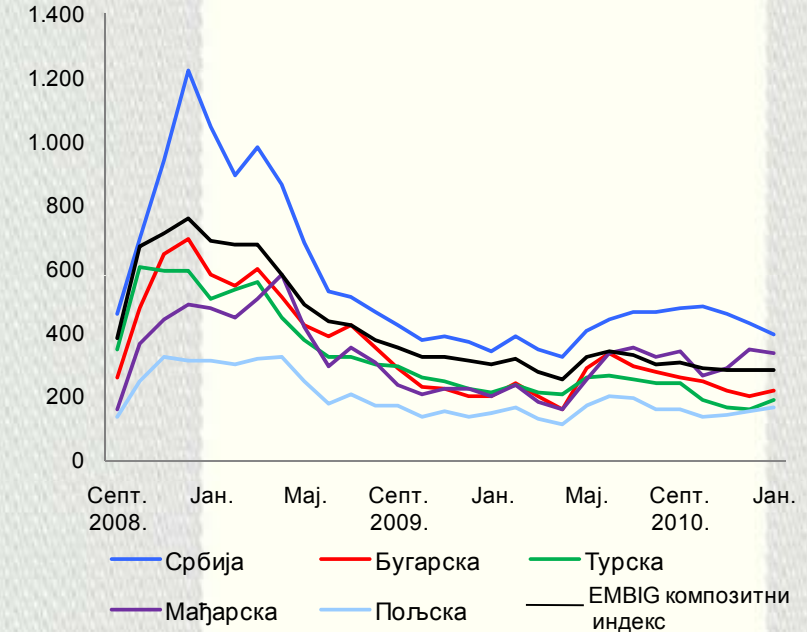
Пројекција инфлације

Изостанак сезонских кретања и јачање динара уз пад српске премије ризика

Графикон 14. Промет на МДТ-у и курс



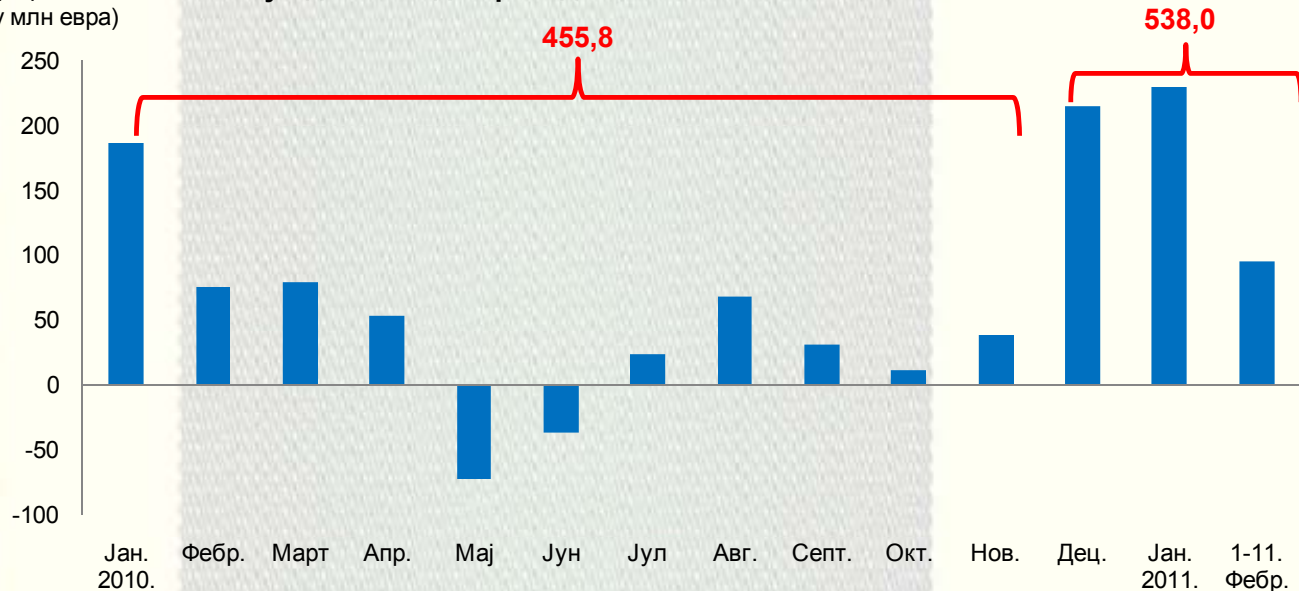
Графикон 15. Показатељ премије ризика – ЕМВИ по земљама (месечни просеци, у базним поенима)



- Иако је у Т4 динар у просеку ослабио према еврау 1,3%, у новембру је дошло до заустављања депрецијацијских притисака, а од децембра динар јача.
- Ове године НБС је на МДТ-у интервенисала само једном – купујући пет милиона евра.
- Премија ризика земље, мерена индексом ЕМВИ, у паду је од новембра (за око 120 б.п. и 11. фебруара износи 360 б.п.). Паду је допринело побољшање изгледа кредитног рејтинга Србије које је утврдила агенција *Fitch*.

Раст нето продаје девиза банкама страних инвеститора од краја прошле године

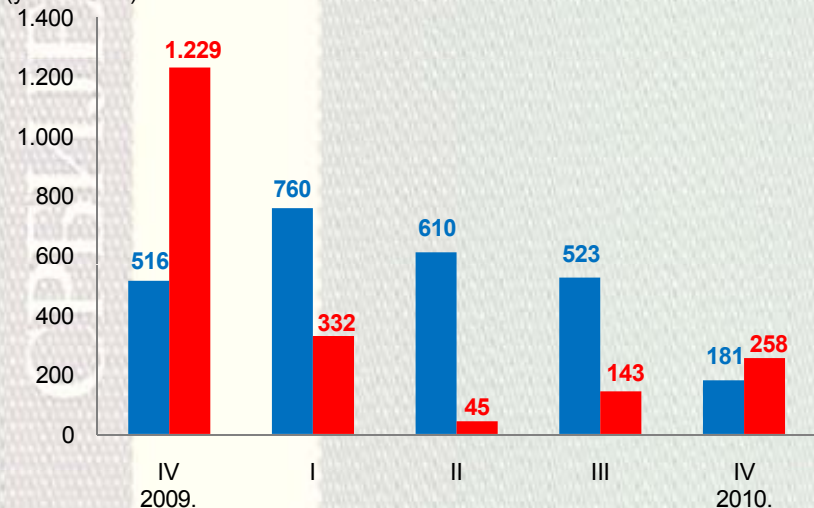
Графикон 16. **Нето откуп девиза од нерезидената**
(у млн евра)



- У децембру, јануару и првих 11 дана фебруара нето продаја девиза банкама страних инвеститора (538,0 млн евра) била је виша него у првих 11 месеци 2010. (око 455,8 млн евра).
- Страни инвеститори, поред директних инвестиција, купљене динаре користе за улагање у државне динарске ХоВ, улазак у своп трансакције, полагање на динарске депозитне рачуне код банака и сл.
- Појачани интерес страних инвеститора за улагања у динар резултат је каматног диференцијала, али и побољшања изгледа кредитног рејтинга Србије које је утврдила агенција *Fitch*, пада премије ризика, препорука за улагања у динар и српске државне обвезнице многих светских инвестиционих кућа у последње време.

По први пут у 2010. години, у Т4 је остварен већи нето прилив капитала него што је био дефицит текућег рачуна

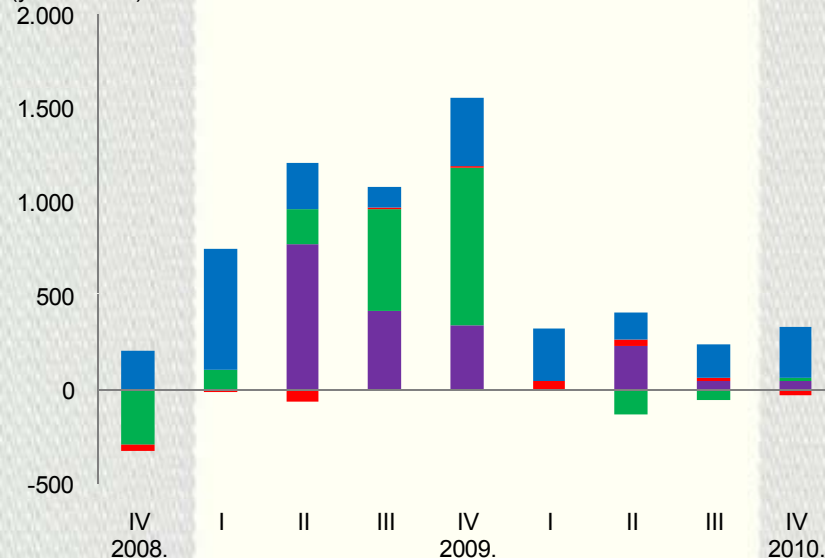
Графикон 17. Дефицит текућег биланса и нето прилив капитала (у млн EUR)



■ Дефицит текућег биланса

■ Капитални и финансијски рачун (искључујући кредит ММФ-а, алокацију SDR и промене девизних резерви НБС)

Графикон 18. Структура финансијског биланса (у млн EUR)



■ Директне инвестиције

■ Остале инвестиције

■ Портфолио инвестиције

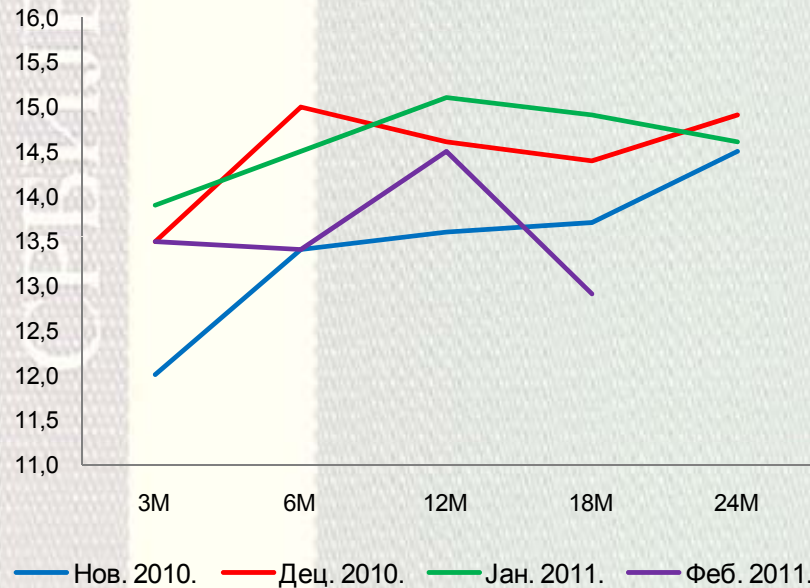
■ Кредит ММФ-а и алокација SDR

- Прилив капитала је био већи од потреба за финансирањем релативно ниског текућег дефицита (181 млн евра) због високог прилива по основу дознака (новембарска штедња) и мањег трговинског дефицита.
- Стране директне инвестиције у Т4 су износиле 265 млн евра. Банке су се нето задужиле према иностранству 630 млн евра (углавном у децембру и краткорочно), док су се предузећа нето раздужила 260 млн евра.
- У децембру је по основу актуелног *stand-by* аранжмана с ММФ-ом, у оквиру шесте транше, повучено око 15% расположивих средстава (54,5 млн евра).

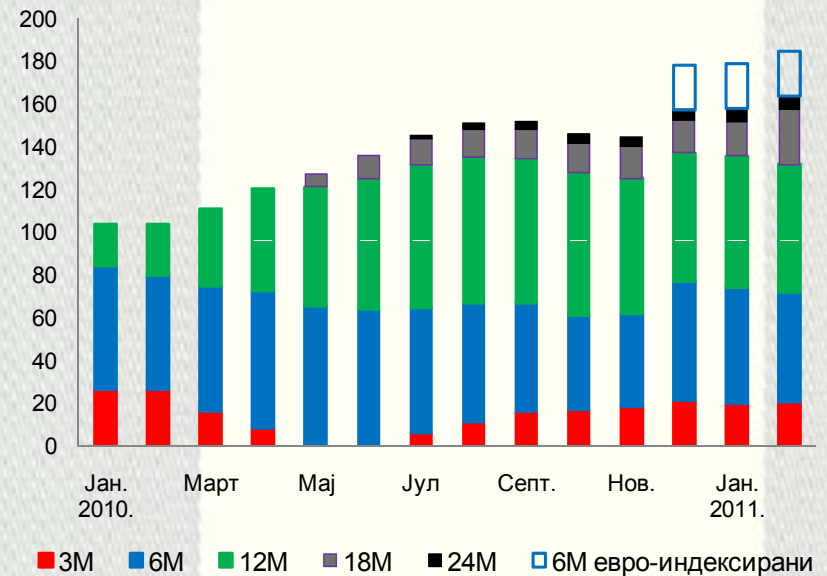
Повећани интерес страних инвеститора утицао је на пад каматних стопа на државне динарске ХоВ

Графикон 19. Крива приноса на државне динарске хартије од вредности

(крај периода, у %, на годишњем нивоу)



Графикон 20. Рочна структура продатих трезорских записа (у млрд RSD)



- Крајем Т4 заустављен је раст каматних стопа на државне ХоВ, које су биле достигле ниво од 15%.
- У јануару и почетком фебруара забележен је значајан раст тражње на аукцијама државних динарских ХоВ, што се одразило на пад каматних стопа, нарочито на дугорочне ХоВ којима страни инвеститори могу да тргују (за 18М записе на аукцији 8. фебруара на 12,9%, тј. два п.п. ниже него на претходној аукцији).

Повољније кретање кредитног рејтинга Србије и његових изгледа током кризе у односу на земље у региону*

Табела 1. Промене кредитних рејтинга и њихових изгледа Србије и земаља у региону током кризе

| Земља | Standard & Poor's | | | | | Fitch | | | | |
|-------------------|------------------------------|----------------------------|---|-----------------------------------|--|--------------------------------|--------------------------------------|--|------------------------------------|---|
| | Кредитни рејтинг (дугорочни) | Врста промене | Датум промене кредитног рејтинга (LT) | Изгледи | Датум промене изгледа | Кредитни рејтинг (дугорочни) | Врста промене | Датум промене кредитног рејтинга (LT) | Изгледи | Датум промене изгледа |
| Србија | BB- | | | негативни стабилни | 11.3.2008. 1.12.2009. | BB- | | | негативни стабилни | 23.12.2008. 11.11.2010. |
| Хрватска | BBB BBB- | снижен | 21.12.2010. | негативни | 27.10.2008. | BBB- | | | негативни | 21.5.2009. |
| Словенија | AA | | | негативни | 22.12.2010. | AA | | | стабилни | |
| Македонија | BB+ BB | снижен | 1.5.2009. | негативни стабилни | 1.12.2008. 21.9.2009. | BB+ | | | стабилни негативни стабилни | 4.11.2008. 21.5.2009. 27.10.2010. |
| БиХ | B+ | нови рејтинг | 22.12.2008. | стабилни | 22.12.2008. | | | | | |
| Црна Гора | BB+ BB | снижен | 31.3.2010. | негативни | 31.3.2010. | | | | | |
| Мађарска | BBB+ BBB BBB- | снижен снижен | 17.11.2008. 30.3.2009. | стабилни негативни | 2.10.2009. 23.7.2010. | BBB+ BBB BBB- | снижен снижен | 9.11.2008. 23.12.2010. | негативни стабилни негативни | 15.10.2008. 9.11.2008. 2.3.2009. |
| Румунија | BBB- BB+ | снижен | 27.10.2008. | стабилни | 9.3.2010. | BBB BB+ | снижен | 9.11.2008. | стабилни | 2.2.2010. |
| Бугарска | BBB+ BBB | снижен | 30.10.2008. | стабилни негативни стабилни | 23.10.2008. 30.10.2008. 1.12.2009. | BBB BBB- | снижен | 9.11.2008. | стабилни негативни | 9.11.2008. 30.4.2009. |
| Грчка | A A- BBB+ BB+ | снижен снижен снижен | 14.1.2009. 16.12.2009. 27.4.2010. | негативни | 9.1.2009. 16.3.2010. | A A- BBB+ BBB- BB+ | снижен снижен снижен снижен | 22.10.2009. 8.12.2009. 9.4.2010. 14.1.2011. | стабилни негативни | 20.10.2008. 12.5.2009. |
| Албанија | B+ | нови рејтинг | 19.4.2010. | стабилни | 19.4.2010. | | | | | |

* Осврт 3 у фебруарском Извештају о инфлацији.

Теме

Инфлација

Економска и спољнотрговинска активност

Финансијска тржишта и односи са иностранством

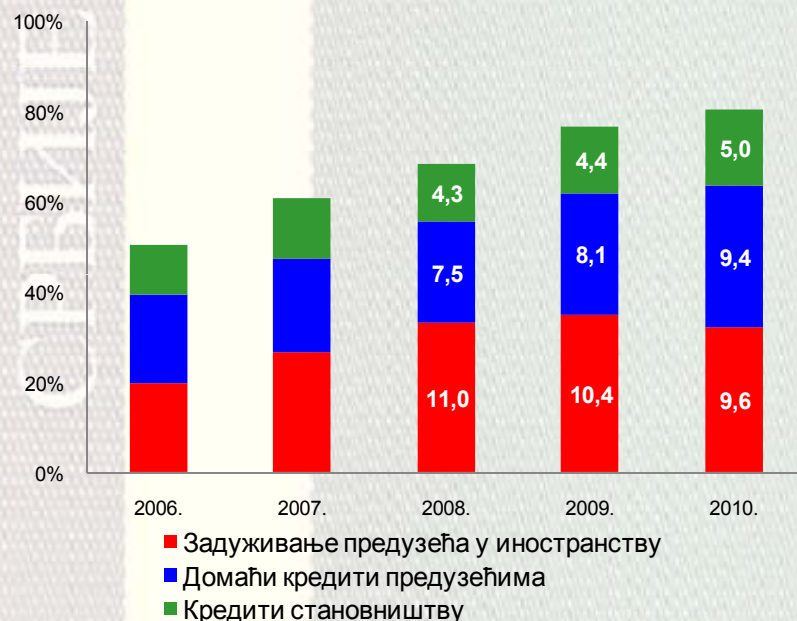
Зашто светски економски аналитичари макроекономску ситуацију у Србији виде другачије од домаће јавности?

Пројекција инфлације

Зашто светски економски аналитичари макроекономску ситуацију у Србији виде другачије од домаће јавности?

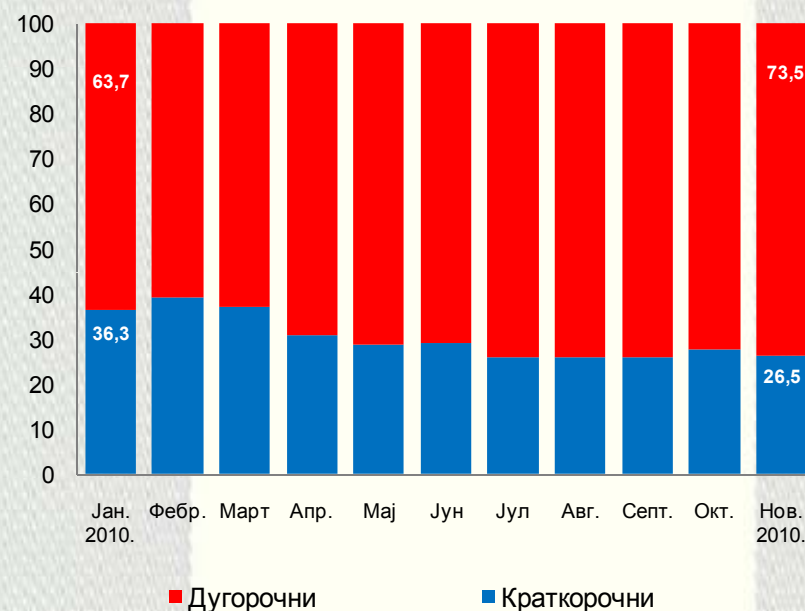
Повољнија структура задуживања...

Графикон 21. Задуженост привреде и становништва (у % БДП-а)



* Беле нумеричке вредности су у млрд ЕУР.

Графикон 22. Рочна структура спољног дуга банака (у %)



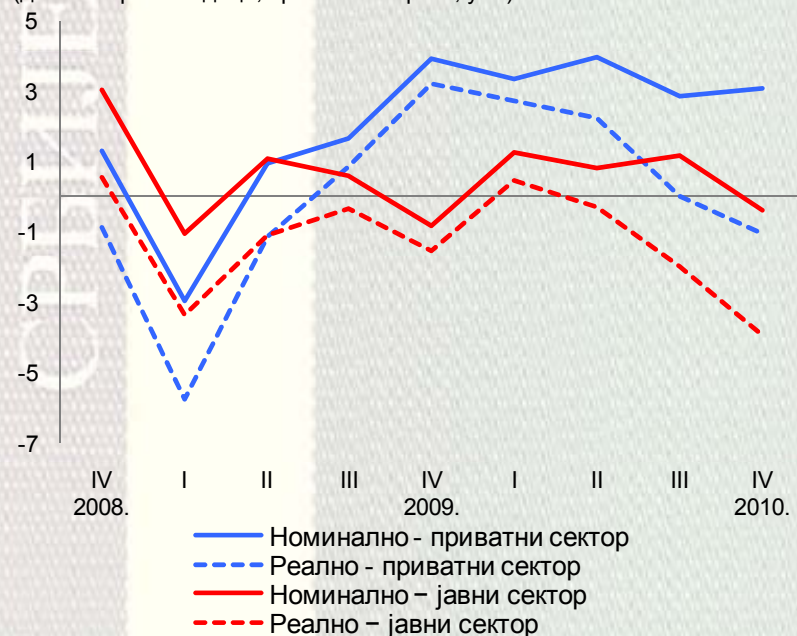
- Мање прекограничних, а више домаћих кредита у задужености привреде.
- Мање краткорочних, а више дугорочних иностраних извора финансирања банака.

Зашто светски економски аналитичари макроекономску ситуацију у Србији виде другачије од домаће јавности?

Однос приватног и јавног сектора...

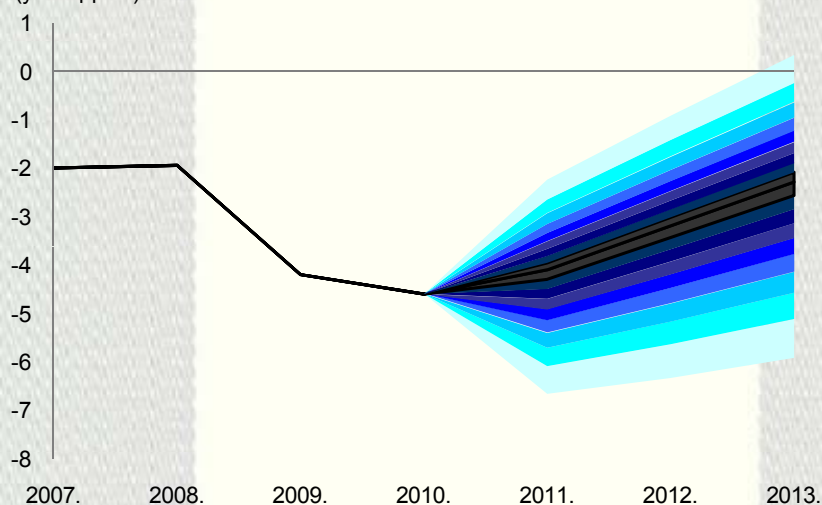
Графикон 23. Кретање просечних нето зарада –јавни и приватни сектор

(десезонирани подаци, тромесечни раст, у %)



Графикон 24. Пројектовани консолидовани буџетски резултат

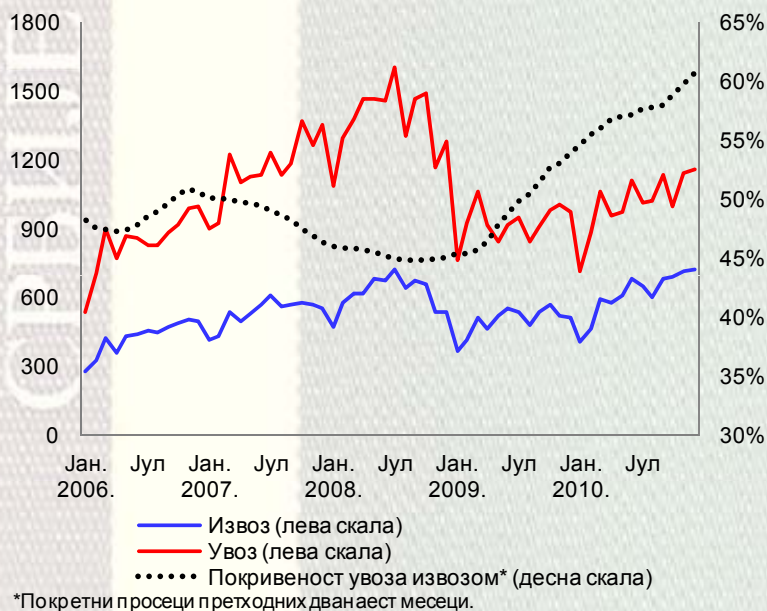
(у % БДП-а)



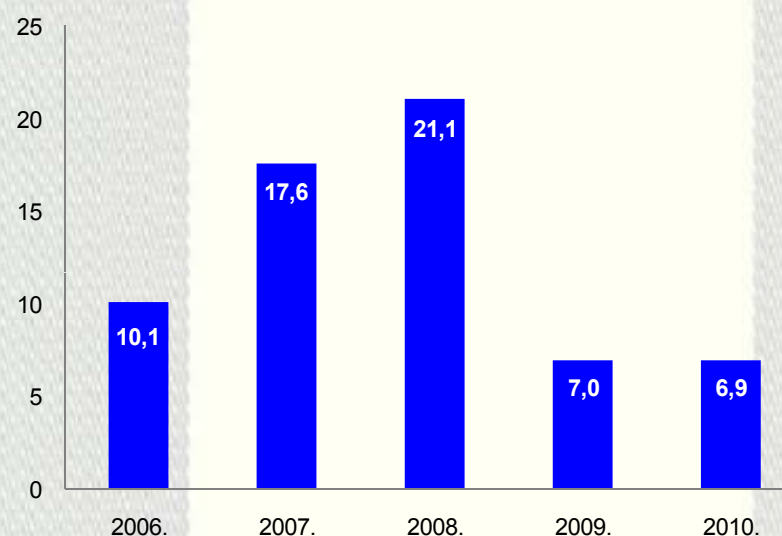
- Реалне зараде у приватном сектору нису пале колико у јавном сектору, иако је то делимично резултат смањења запослености у приватном сектору, пре свега у ниже продуктивним пословима.
- Консолидовани буџетски дефицит у 2010. износи 4,4% БДП-а, а планирани дефицит у овој години 4,1% БДП-а. До 2013. требало би да се дефицит постепено смањи на 1,8% БДП-а.

Зашто светски економски аналитичари макроекономску ситуацију у Србији виде другачије од домаће јавности? Смањивање екстерне неравнотеже...

Графикон 25. Кретање извоза и увоза
(у млн евра)



Графикон 26. Дефицит текућег биланса
(у % БДП-а)

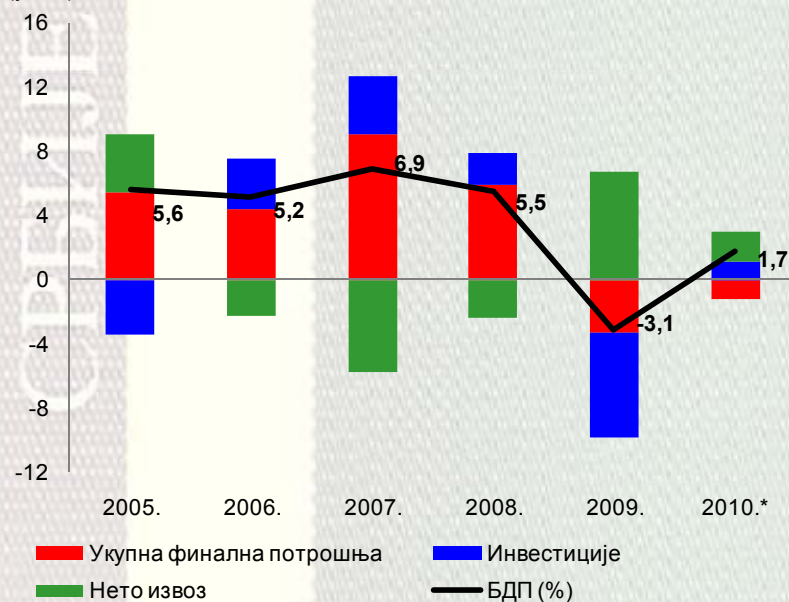


- Брзо смањење трговинског дефицита, уз раст покривености увоза извозом и стабилизацију текућег дефицита на одрживијем нивоу.
- Покривеност увоза извозом у Т4 2010. достигла је рекордних 64,7%.

Зашто светски економски аналитичари макроекономску ситуацију у Србији виде другачије од домаће јавности?

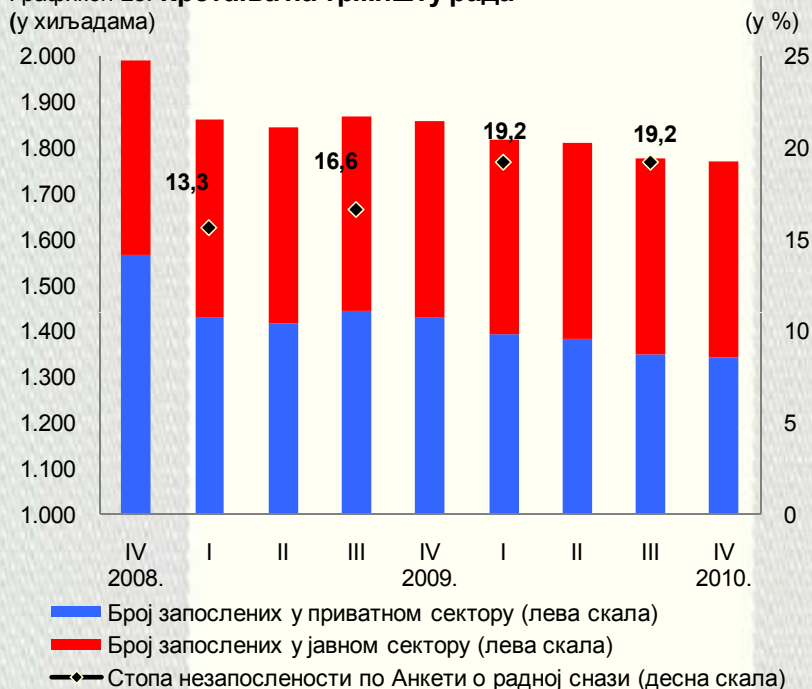
Дакле, позитивно прилагођавање, али болно за потрошњу...

Графикон 27. Доприноси међугодишњем расту БДП-а (у п.п.)



* Процена НБС.

Графикон 28. Кретања на тржишту рада (у хиљадама)



- Неопходна структурна прилагођавања нужно иду на терет потрошње. Такође, структурно прилагођавање је захтевало раст продуктивности, односно смањивање запослености у приватном сектору и зарада у јавном сектору.
- Да ли постоје друге могућности и друштвени консензус у погледу неопходности прилагођавања?
 - X Враћање на стари модел раста,
 - X Одлагање прилагођавања,
 - ✓ Наставак прилагођавања уз социјалну заштиту најугроженијих.

Теме

Инфлација

Економска и спољнотрговинска активност

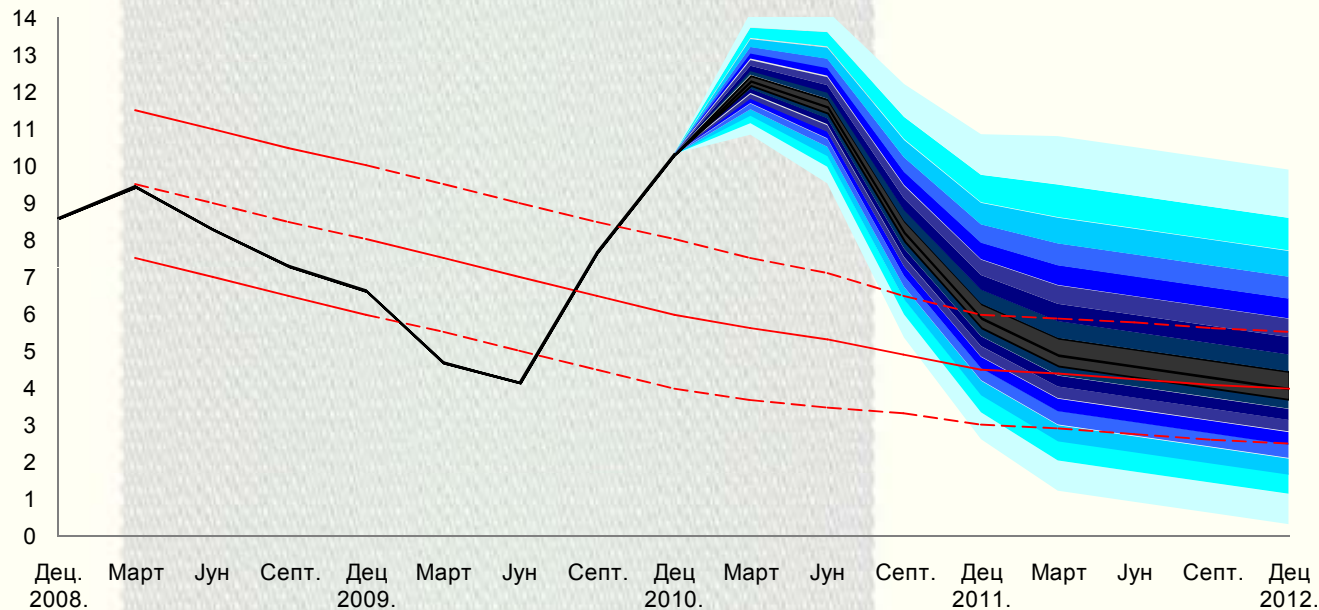
Финансијска тржишта и односи са иностранством

Зашто светски економски аналитичари макроекономску ситуацију у Србији виде другачије од домаће јавности?

Пројекција инфлације

Пројекција инфлације

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



- Инфлација би, након пребацавања у првој половини 2011, крајем ове године требало да се креће око горње границе, а у току 2012. у границама утврђеног циља.
- Мере монетарне политике и очекивана стабилизација цена хране с новом пољопривредном сезоном - требало би да допринесу паду инфлације у другој половини 2011. и њеном постепеном приближавању циљу, који за крај године износи $4,5 \pm 1,5\%$.
- У наредном периоду пре може да дође до повећања или задржавања референтне каматне стопе на садашњем нивоу него до њеног смањења.