



НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

Говор вицегувернера Бојана Марковића на
презентацији Извештаја о инфлацији
за август 2011. године

Београд, 17. август 2011.

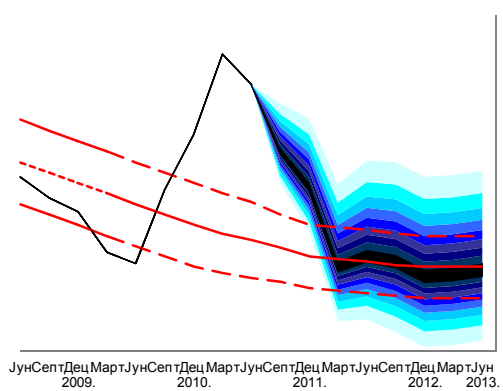
Даме и господо, поштовани представници медија и колеге економисти,

Добро дошли на презентацију поводом објављивања Извештаја о инфлацији за август 2011. године.

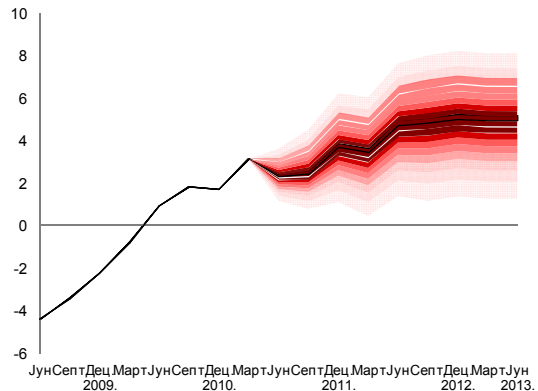
Последњих дана сведоци смо турбуленција на светским финансијским тржиштима, повезаних пре свега са кризом јавног дуга у појединим развијеним земљама и валутним зонама. Пораст песимизма довео је до снажног пада цена акција на светским берзама, раста цене злата и пада цена примарних производа на светским тржиштима. Тиме је повећана неизвесност у погледу брзине даљег економског опоравка и код нас. Будући да смо суочени са кризом јавног дуга у свету, тржишта ће у наредном периоду посебно бити осетљива на вођење фискалне политике и реализацију планираног буџетског оквира.

Према прелиминарним проценама, економска активност је, након снажног раста у првом тромесечју 2011, у другом забележила раст од 2,2% у односу на исто тромесечје претходне године, а стагнацију у односу на прво тромесечје ове године. Ипак, очекујемо да ће нижи раст у другом тромесечју бити компензован вишим растом у другој половини године, по основу добре пољопривредне сезоне, тако да је наша пројекција БДП-а остала непромењена, тј. очекујемо раст од око 3% у 2011.

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



Графикон 2. Пројекција раста бруто домаћег производа
(међугодишње стопе, у %)



Након што је у априлу достигла свој максимум, инфлација је у последња три месеца у паду, и у јулу је износила 12,1%. У складу са очекивањима Народне банке, нова пољопривредна сезона донела је ниже цене хране и пад инфлаторних притисака по овом основу.

Очекујемо да ће се пад инфлације наставити и у наредном периоду и да ће, због базног ефекта, бити нарочито изражен од августа до новембра. Очекујемо да, када се следећи пут видимо овде, на презентацији новембарског Извештаја о инфлацији, инфлација буде једноцифрена и да се у првој половини 2012. врати у границе циља. Томе ће,

поред пада инфлаторних притисака по основу цена хране, допринети и раније предузете рестриктивне мере монетарне политике, ниска агрегатна тражња и вероватан пад инфлационих очекивања.

Народна банка је, проценивши да су инфлаторни притисци у паду, у јуну започела процес релаксације монетарне политике, сниживши од тада референтну стопу за укупно 0,75 процентних поена, на 11,75% колико тренутно износи. У августу, референтна каматна стопа је задржана на истом нивоу како би се боље сагледали ефекти недавних турбуленција на светским финансијским тржиштима.

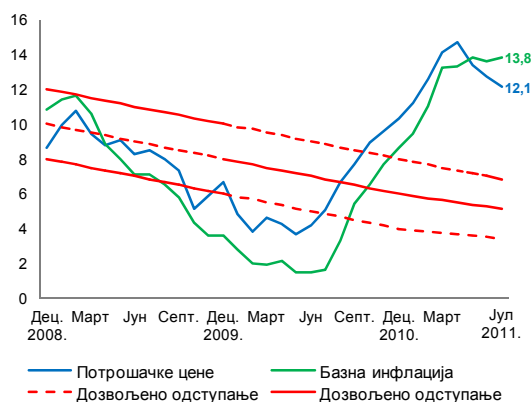
Данашњом презентацијом желимо да вам представимо: наше виђење инфлације и уопште макроекономских кретања у претходном периоду; приказ и објашњење мера монетарне политике које је Народна банка спровела у претходном периоду; наша очекивања у погледу кретања инфлације и економске активности у наредном периоду; као и мере монетарне политике које ће, у складу с тим, Народна банка спроводити.

ИНФЛАЦИЈА И МАКРОЕКОНОМСКА КРЕТАЊА

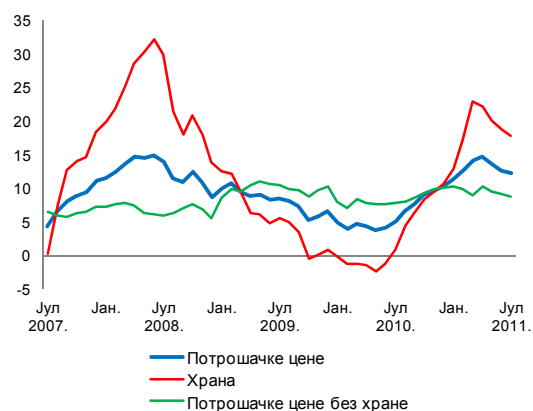
Друго тромесечје 2011. обележили су преокрет у кретању цена хране и пад инфлаторних притисака по овом основу. Инфлација је пала са 5,5% у првом тромесечју на 1,2% у другом, тј. међугодишње посматрано са 14,1% у марту на 12,7% у јуну, што је на доњој граници наше пројекције изнете у мајском Извештају о инфлацији.

Нова пољопривредна сезона утицала је на пад цена воћа и поврћа већ у другом тромесечју, што је атипично за то доба године. Ово је последица како тога што се у нову сезону ушло са изузетно високим ценама воћа и поврћа, тако и временских прилика које су погодиле пољопривредној производњи.

Графикон 3. Кретање цена
(међугодишњи раст, у %)



Графикон 4. Потрошачке цене са и без хране
(међугодишње стопе)



Поред тога, цене (прерађених) прехранбених производа су успориле раст са 8,0% у првом тромесечју на 1,0% у другом. То је у највећој мери последица исцрпљивања ефеката прошлогодишњих поскупљења примарних пољопривредних производа и

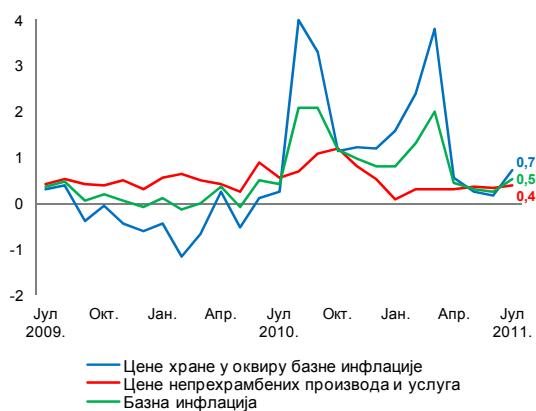
првих назнака да би овогодишња пољопривредна сезона могла бити успешнија од прошлогодишње.

Цене непрехрамбених производа у оквиру базне инфлације порасле су у другом тромесечју 1,0%. У првој половини 2011. године њихов раст је износио 1,7%, што је конзистентно са инфлационим циљем за ову годину.

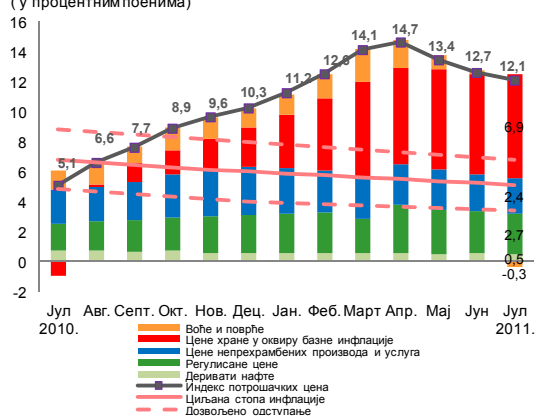
Насупрот томе, регулисане цене су у другом тромесечју забележиле снажан раст. Раст регулисаних цена је у првих шест месеци износио 9,1%, чиме је достигнута горња граница планираног оквира за 2011. од $7 \pm 2\%$. Не очекујемо да ће регулисане цене знатније расти у другој половини године, с обзиром на то да нема званичних најаву њихових већих корекција.

У јулу је, у складу с нашим очекивањима, настављена тенденција пада међугодишње инфлације, и то на 12,1%. На месечном нивоу, забележен је пад потрошачких цена од 0,5%, а главни узрок томе је сезонско појефтинјење воћа и поврћа током јула од 14,7%. У периоду од марта до јула допринос воћа и поврћа међугодишњој инфлацији је опао, и чак прешао у негативну зону, што је био главни разлог пада међугодишње инфлације. Непрехрамбена базна инфлација је у јулу износила 0,4% и то је шести месец заредом да се стабилизовала у интервалу од 0,3 до 0,4%.

Графикон 5. Базна инфлација по компонентама (месечни раст, у %)

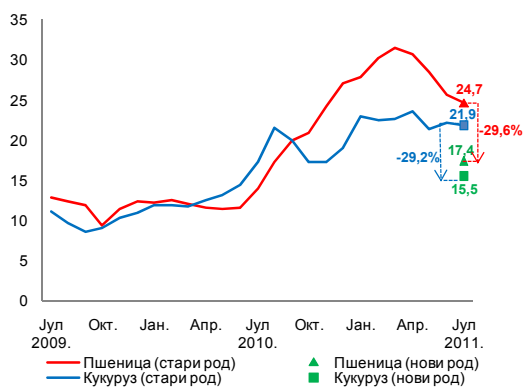


Графикон 6. Доприноси компоненти ИПЦ међугодишњој инфлацији (у процентним поенима)



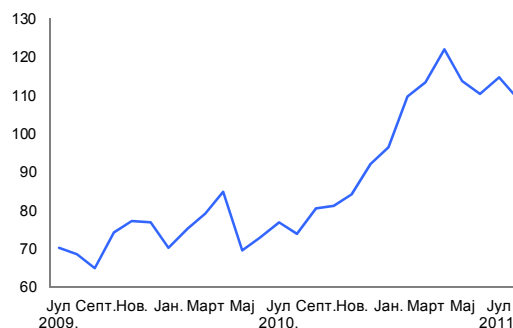
Цене прехрамбених производа у највећој мери зависе од кретања цена сировина у њиховој производњи као што су пшеница или кукуруз. У последњих неколико месеци, по овом основу приметан је пад инфлаторних притисака, чији ће се ефекти тек осетити у наредном периоду. Цена пшенице на домаћем тржишту је, са доласком новог рода, у јуну и јулу пала за 27%, што је већ резултирало падом цена брашна и снижавањем максималне цене хлеба. Кукуруз је на светским тржиштима појефтинио, а слична тенденција се очекује и код нас. Већ сада се новим родом тргује унапред по цени која је око 30% нижа од цене прошлогодишњег рода.

Графикон 7. Кретање цена пшенице и кукуруза
(у RSD/kg)



Извор: Продуктна берза Нови Сад.

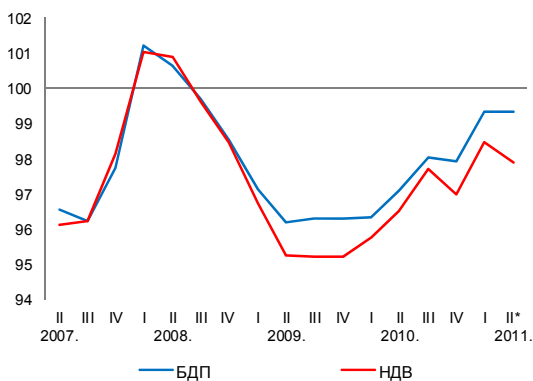
Графикон 8. Кретање цене нафте типа "урал"
(у USD)



Код већине осталих важних примарних производа је, након релативне стабилизације у току другог тромесечја и јула, почетком августа дошло до пада цена на светском тржишту. Нафта је у првој половини августа појефтинила за око 5%, а слична кретања забележена су и код основних метала.

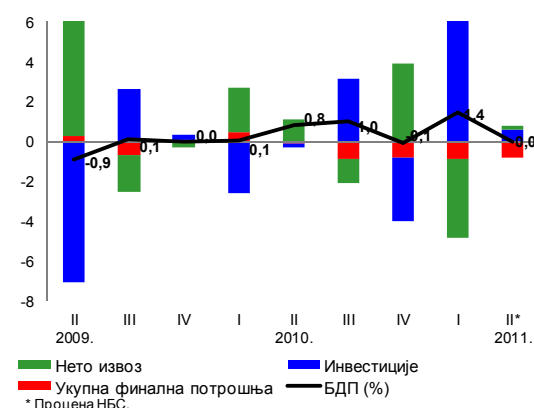
Према прелиминарним проценама, економска активност је у другом тромесечју стагнирала. Позитиван допринос расту БДП-а са стране нето екстерне тражње неутралисан је негативним доприносом домаће тражње. У оквиру домаће тражње, пад је забележен код финалне потрошње и инвестиција у основне фондове.

Графикон 9. Кретање индикатора економске активности
(десезонирани подаци, 2008 = 100)



* Процена НБС.

Графикон 10. Доприноси тромесечном расту БДП-а
(у п.п.)

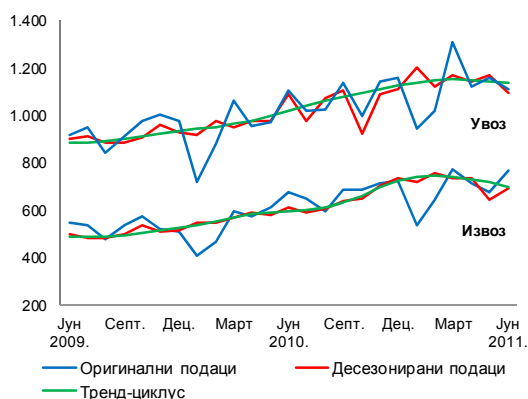


* Процена НБС.

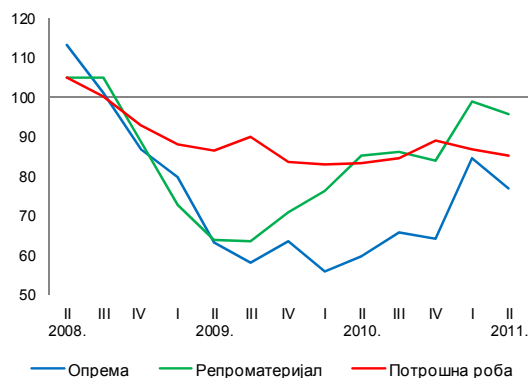
Извоз и увоз су, након дуже времена, у другом тромесечју били у паду, али је у јуну приметан опоравак извоза. Код увоза, већи тромесечни пад су забележили средства за рад и репроматеријал, али охрабрује то што су ове две компоненте оствариле највиши раст у односу на исти период претходне године. Паду извоза од 4,5% највише су допринели пад извоза хране и основних метала. Пад извоза пољопривредних

производа од 24,0% очекивана је последица исцрпљивања залиха прошлогодишњег рода. Са овогодишњим родом очекујемо опоравак извоза пољопривредних производа.

Графикон 11. **Извоз и увоз робе**
(у млн EUR)

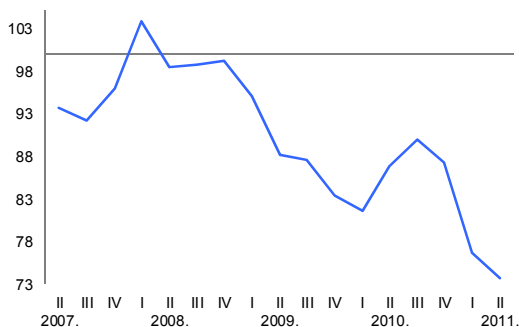


Графикон 12. **Кретање главних компоненти увоза**
(десезонирано, 2008=100)

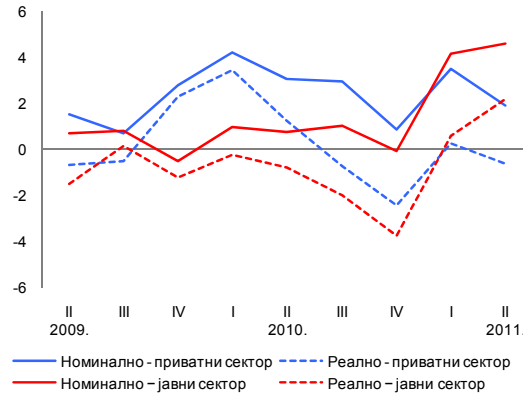


Процењује се да је потрошња домаћинстава у другом тромесечју реално опала за 1,1%. Кључни индикатори који указују на то су пад промета у трговини на мало и на зеленим пијацама. Даљи пад личне потрошње последица је ниске куповне моћи становништва због високе стопе незапослености и пада реалних зарада у последњих годину дана.

Графикон 13. **Кретање трговине на мало**
(десезонирани подаци, 2008 = 100)



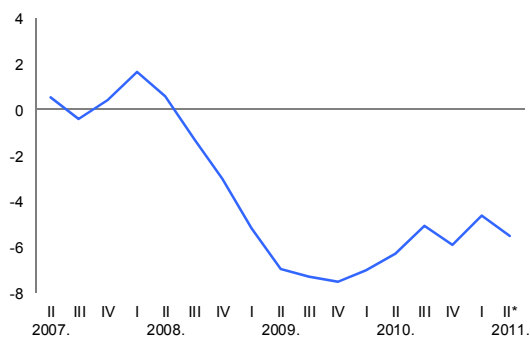
Графикон 14. **Кретање просечних нето зарада – јавни и приватни сектор**
(десезонирани подаци, тромесечни раст, у %)



За разлику од претходних тромесечја, инвестиције у основне фондове су у другом тромесечју у односу на прво биле у паду, и то за 7,9%. И поред тог пада, оне су биле за 10,3% више у односу на исти период претходне године. Очекујемо да ће на нивоу целе 2011. инвестиције у основне фондове дати позитиван допринос расту БДП-а.

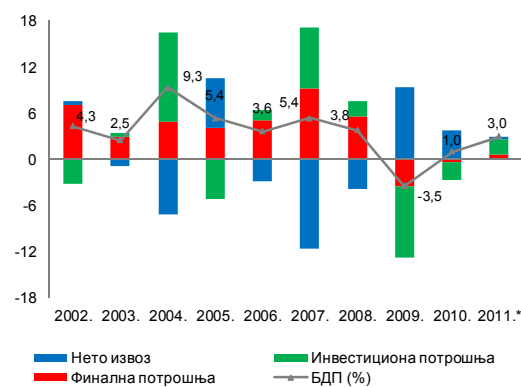
Непољопривредна додата вредност, коју користимо као меру економске активности при оцени производног јаза, у другом тромесечју је опала. То се одразило на продубљивање негативног производног јаза, што указује да су дезинфлаторни притисци по основу ниске агрегатне тражње и даље снажни.

Графикон 15. Производни јаз
(процентуално одступање од тренда)



* Процена НБС.

Графикон 16. Доприноси годишњем расту БДП-а
(у процентним поенима)

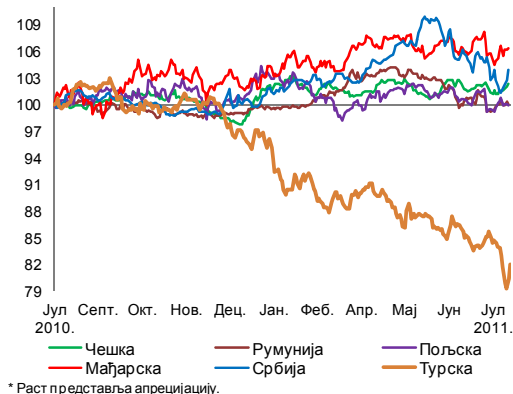


* Процена НБС.

Период од избијања светске економске кризе обележило је померање извора раста БДП-а од домаће тражње, како финалне тако и инвестиционе, ка нето извозној тражњи. Тако је извоз у јуну био 9% изнад преткризног нивоа, а увоз 21% испод. У току ове, а и у наредним годинама, очекујемо да инвестиције у основне фондове, уз нето извоз, дају највећи допринос расту економске активности, што је предуслов одрживог развоја на дужи рок. Дobar пример су инвестиције у аутомобилску индустрију, које би у наредних неколико година могле директно допринети расту БДП-а са око 2 процентна поена кумулативно до 2016, и то пре свега захваљујући расту извоза, о чему смо писали у Осврту 1 у овом Извештају о инфлацији. Осврт 1 такође даје процену да би најављене инвестиције у аутомобилску индустрију требало да смање учешће дефицита текућег биланса у БДП-у за око 1,5 процентних поена годишње у поменутом периоду.

Након јачања у периоду новембар–мај, динар је у последња два месеца благо ослабио. За разлику од претходних година, депрецијација динара није била праћена смањењем обима трговине на међубанкарском девизном тржишту већ се, напротив, од маја бележи његов раст, што указује на здраво функционисање девизног тржишта у Србији. Просечан дневни обим трговања на међубанкарском девизном тржишту у јулу је износио 117,5 милиона евра. Дневне осцилације курса динара су повећане, али су и даље ниже од осцилација других валута чији се курс слободно формира, нпр. пољског злата, мађарске форинте и турске лире и ми очекујемо да тако остане и у будућности. Повећање дубине међубанкарског девизног тржишта и нешто веће осцилације курса динара требало би позитивно да утичу на коришћење инструмената заштите од девизног ризика и процес динаризације. То такође утиче и на промену структуре капиталних прилива ка дугорочнијим, што повећава стабилност тржишта и тиме смањује средњорочне осцилације курса.

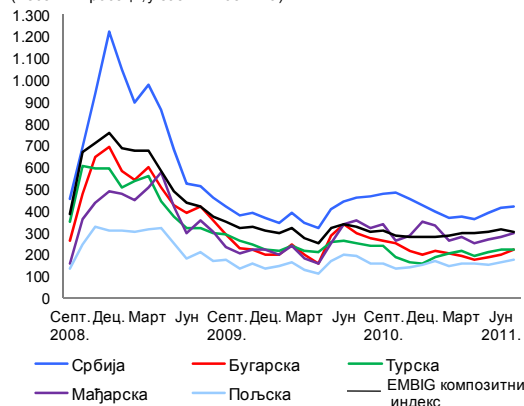
Графикон 17. Кретање курсева одређених националних валута према еврџу* (31.07.2010. = 100)



* Раст представља апрецијацију.

Графикон 18. Показатељ премије ризика – ЕМВГ по земљама

(месечни просеци, у базним поенима)

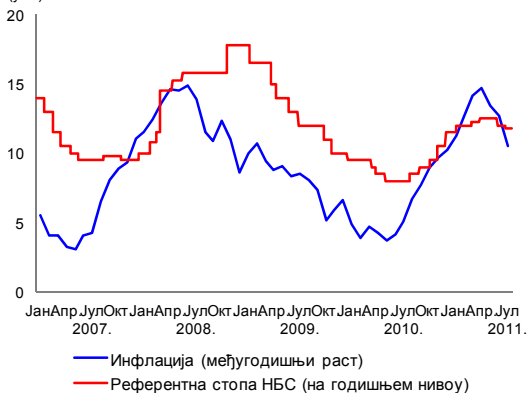


МОНЕТАРНА ПОЛИТИКА У ПРЕТХОДНОМ ПЕРИОДУ

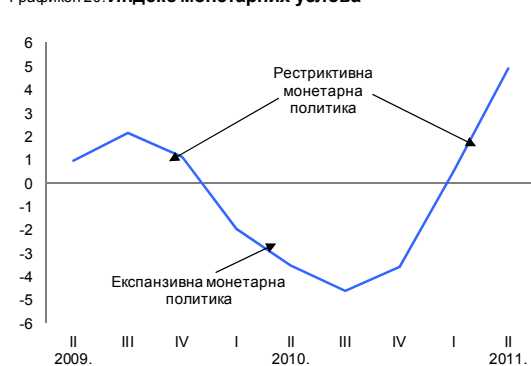
Као последица предузетих рестриктивних мера до априла, монетарна политика је у другом тромесечју повећала степен рестриктивности. То је у највећој мери последица проширења апрецијацијског јаза у другом тромесечју, као резултат номиналног јачања динара. С друге стране, по основу реалне каматне стопе степен рестриктивности је приближно исти као у првом тромесечју. Имајући у виду кретања у последња два месеца, апрецијацијски јаз реалног девизног курса је у међувремену смањен.

Графикон 19. Кретање инфлације и референтне каматне стопе НБС

(у %)



Графикон 20. Индекс монетарних услова



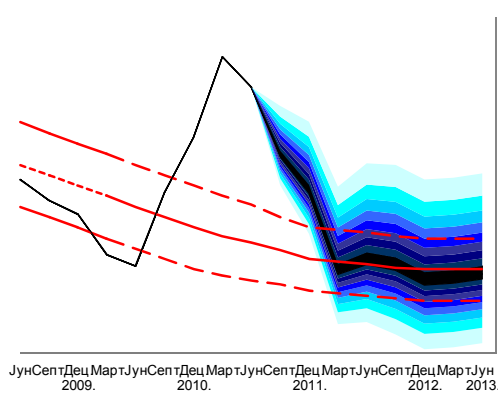
У јуну и јулу референтна каматна стопа је снижена за укупно 75 б.п. Услед процене да ће, с новом пољопривредном сезоном и знатним падом цена хране, у наредном периоду преовладавати дезинфлаторни притисци и да су се стекли услови за ублажавање монетарне политике.

ОЧЕКИВАЊА ЗА НАРЕДНИ ПЕРИОД – ИНФЛАЦИЈА, ЕКОНОМСКА АКТИВНОСТ И МЕРЕ МОНЕТАРНЕ ПОЛИТИКЕ

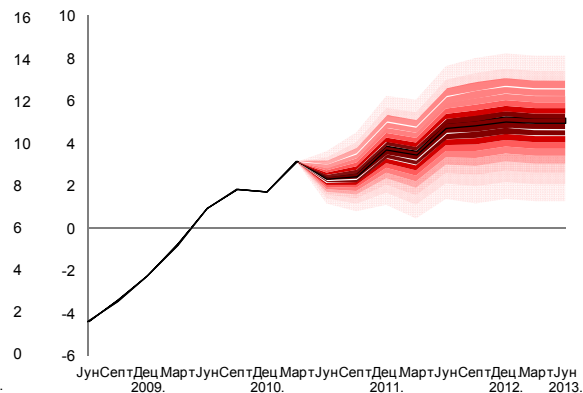
Очекујемо да ће се пад међугодишње инфлације наставити и у наредном периоду, а њен повратак у границе дозвољеног одступања од циља вероватан је у првој половини 2012. године.

Најснажније дезинфлаторне притиске у наредном периоду очекујемо по основу цена хране. Дobar овогодишњи род у пољопривреди, који је уследио након слабе сезоне у 2010. години, већ је утицао на снажни пад цена воћа и поврћа, што ће улазити у међугодишње стопе инфлације све до наредне пољопривредне сезоне.

Графикон 21. **Пројектована инфлација**
(међугодишње стопе, у %)



Графикон 22. **Пројекција раста бруто домаћег производа**
(међугодишње стопе, у %)



По основу слабљења динара у јуну и јулу не очекујемо инфлаторне притиске с обзиром да јачање динара у првој половини године није утицало на пад цена увозних производа, што указује да је курс који су нето увозници уградили у своје производе вероватно виши од његовог садашњег нивоа.

Ниска агрегатна тражња ће у средњем року деловати дезинфлаторно, на шта указује негативан производни јаз. Са опоравком економске активности дезинфлаторни утицај тог фактора биће све слабији.

Пад инфлације у наредним месецима требало би да повуче наниже и инфлациона очекивања, па би инфлаторни притисци по овом основу требало да ослабе у наредном периоду, што ће додатно допринети процесу дезинфлације.

Регулисане цене ће, након снажног раста у првој половини 2011, до краја године имати знатно скромнији раст. И поред тога, њихов раст ће у овој години бити изнад планираног оквира од $7\pm 2\%$ и, према нашим тренутним проценама, износиће око 11,6%.

Кретање међугодишње инфлације у наредном периоду биће, осим месечним стопама, у значајној мери одређено тзв. базним ефектом, тј. месечним стопама инфлације из одговарајућег периода претходне године. Како из обрачуна међугодишње инфлације буду излазила прошлoгодишња поскупљења, а улазиле нове, ниже стопе инфлације, тако ће и међугодишње стопе инфлације бити у паду. То ће нарочито бити изражено од августа до новембра, с обзиром на то да је у том периоду прошле године прехрамбени шок почео да се одражава на раст инфлације у пуној мери.

Као кључне ризике ове пројекције видимо – кретање премије ризика, фискалну политику и кретање цена хране у наредном периоду.

Последњих дана повећана је забринутост због ефеката који могу да проистекну из остварења ризика у појединим развијеним земљама и валутним зонама. Уколико би се садашња криза продубила, раст премије ризика би се могао наставити, што би могло да изазове депрецијацијске притиске са инфлаторним последицама.

Неповољан развој ситуације могао би негативно да се одрази и на српску привреду. Пад агрегатне тражње би, уз пад светских цена примарних производа, имао дезинфлаторне последице, што би делимично ублажило инфлаторне последице по основу претходног ефекта.

С обзиром на то да је најновија криза – криза јавног дуга, тржишта ће бити посебно осетљива на вођење фискалне политике, а свако веће одступање од планираног буџетског оквира могло би да доведе до већег раста премије ризика и јачања депрецијацијских притисака. У том смислу, спремност Владе, исказана на недавном састанку с Народном банком, да фискална политика остане у оквиру договорених правила, као и да закључи нови аранжман с ММФ-ом, од кључне је важности за очување макроекономске стабилности.

По основу цена хране, ризици пројекције су присутни у оба смера. Уколико се у наредним месецима наставе повољне временске прилике, као и пад светских цена примарних пољопривредних производа, дезинфлаторни ефекти по основу цена хране би били још израженији него у нашој пројекцији. У супротном, евентуалне временске непогоде у Србији, или код већих светских произвођача пољопривредних производа, могле би да доведу до раста цена ових производа. С обзиром на повољне временске прогнозе, ово последње се чини све мање вероватним, па процењујемо да су ризици по основу цена хране више дезинфлаторни.

У наредном периоду очекујемо умерен опоравак економске активности – раст БДП-а од 3% у 2011, односно 4,5% у 2012. години. У другој половини 2011. висок допринос расту даће пољопривредна производња. Први индикатори о расту пољопривредних приноса у овој години су изузетно добри, а томе у прилог иду и повољне временске

прилике. Због уобичајеног сезонског циклуса, раст пољопривредне производње би требало да буде најизраженији у трећем тромесечју.

С расходне стране, највећи допринос расту БДП-а требало би да да растућа инвестициона активност. Допринос потрошње домаћинства, иако позитиван, биће скроман, имајући у виду високу стопу незапослености и скроман раст зарада. Допринос нето извоза ће и даље бити позитиван, али мањи него у претходне две године, пре свега због раста увоза опреме и репроматеријала до кога ће доћи с очекиваним растом инвестиционе активности.

Најновије турбуленције на светским финансијским тржиштима повећавају неизвесност у погледу брзине економског опоравка у свету и Србији у наредном периоду. Мада не очекујемо да би светска економија могла бити у паду као 2009. године, ризици по основу пада светске тражње и успоравања привредног раста Србије су ипак присутни.

На основу текуће пројекције, а узимајући у обзир ризике, Извршни одбор Народне банке Србије процењује да ће даље кретање референтне каматне стопе зависити од могућих импликација везаних за ризике у појединим развијеним земљама и валутним зонама, као и могућих фискалних ризика у земљи. Уколико фискална политика остане у оквиру договорених правила, као што се најављује, то би оставило простор за додатну релаксацију монетарне политике. Народна банка ће у наредном периоду пажљиво пратити кретања у међународном окружењу, као и реализацију планираног буџетског оквира и, у складу с проценама ефеката на српску економију, доносити одговарајуће одлуке.