



# НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

## Говор на презентацији Извештаја о инфлацији – фебруар 2014.

---

Бранко Хинић, генерални директор Директората  
за економска истраживања и статистику

Београд, 20. фебруар 2014.

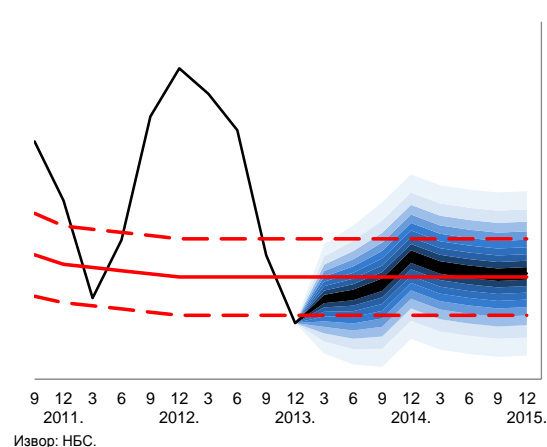
*Даме и господо, поштовани представници медија и колеге економисти,*

Позитивне тенденције на које смо указивали у претходним извештајима о инфлацији настављене су – инфлација је на ниском нивоу, а економска активност у 2013, вођена нето извозом, изнад очекивања је.

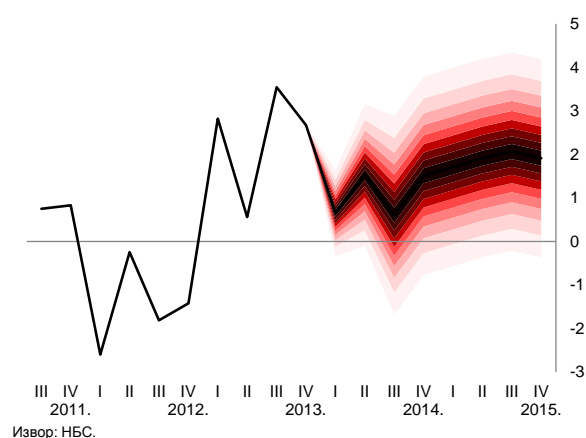
Неочекивано снажно појефтињење непрерађене хране, пре свега воћа, утицало је на то да се међугодишња инфлација у четвртном тромесечју 2013. креће испод доње границе дозвољеног одступања од циља. Процењујемо да ће се она у текућем тромесечју вратити у границе циља од  $4 \pm 1,5\%$  и затим наставити кретање у том распону.

Због веће пољопривредне производње него што је претходно процењено, раст БДП-а у 2013. години био је виши у односу на наше очекивање (2,0%) и износио је 2,4%. Управо виша прошлогодишња база код пољопривредне производње представља главни разлог због чега смо пројекцију раста БДП-а за ову годину кориговали наниже. Према новој пројекцији, очекујемо да БДП ове године оствари раст од око 1,0%, а у 2015. раст од око 2,0%.

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



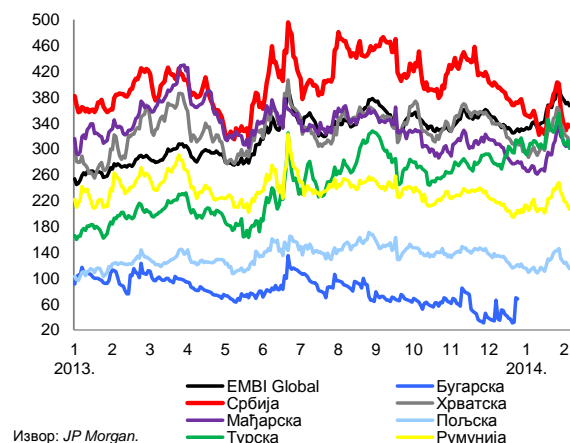
Графикон 2. **Пројекција раста БДП-а**  
(међугодишње стопе, у %)



\* \* \*

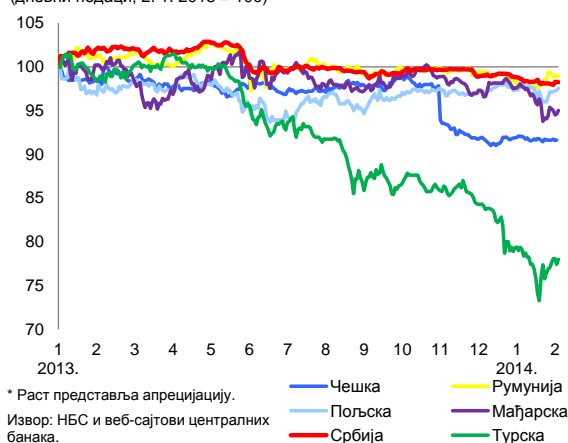
Међународно окружење и у претходном периоду обележила су дешавања у вези с монетарном политиком ФЕД-а. Имајући у виду убрзање раста америчке економије и позитивне сигнале с тржишта рада, ФЕД је од јануара почео са смањењем обима квантитативних олакшица. Као и прошлог лета, инвеститори широм света реаговали су продајом ризичније активе земаља у успону, пре свега оних с највећим дефицитом текућег рачуна платног биланса, што је креирало депрецијацијске притиске на њихове валуте. Поред интервенција на девизном тржишту, неколико централних банака ових економија одговорило је и повећањем својих референтних каматних стопа.

Графикон 3. Показатељ премије ризика – EMBI по земљама (дневни подаци, у базним поенима)



Извор: JP Morgan.

Графикон 4. Кретање курсева одређених националних валута према еврџу\* (дневни подаци, 2. 1. 2013 = 100)



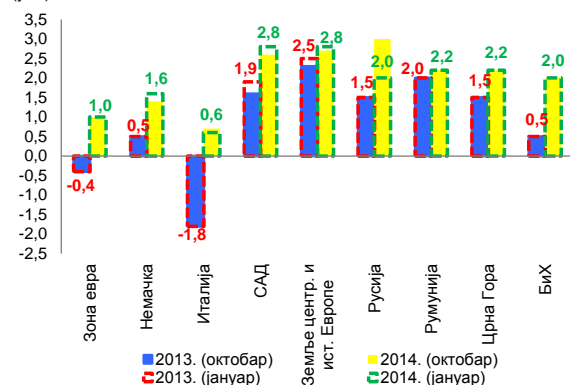
\* Раст представља апрецијацију.

Извор: НБС и веб-сајтови централних банака.

Одлуке ФЕД-а имале су утицаја и на домаће девизно тржиште у претходном периоду. Наиме, апрецијацијски притисци у току четвртог тромесечја били су, између осталог, резултат пада премије ризика земље и повећаног интересовања нерезидената за улагања у динарске хартије од вредности након септембарске одлуке о одлагању смањења квантитативних олакшица. Нешто већи прилив страних директних инвестиција, релативно повољна кретања у спољнотрговинској размени и доношење новог пакета мера фискалне консолидације додатно су допринели апрецијацијским притисцима. Главни разлози депрецијацијских притисака од почетка године су започето смањење програма квантитативних олакшица ФЕД-а и већа тражња домаћих предузећа за девизама, пре свега увозника енергената. Народна банка Србије је наставила да реагује доследно на прекомерне краткорочне осцилације курса, купујући девизе крајем 2013. и продајући их од почетка ове године.

У наредном периоду главну неизвесност у погледу екстерног окружења представљаће реакција финансијских тржишта на смањење квантитативних олакшица ФЕД-а, што ће одредити јачину ефекта на валуте земаља у успону.

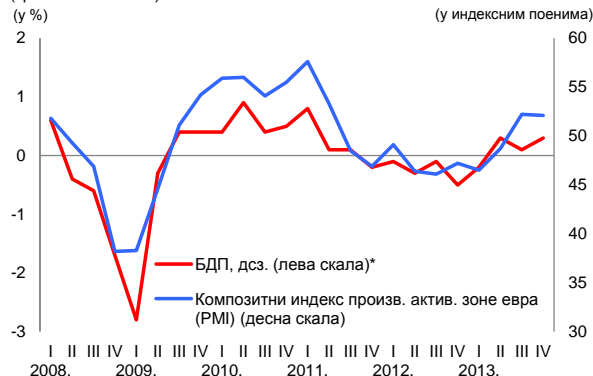
Графикон 5. Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2013. и 2014. годину ММФ-а\* (у %)



\* Ревизија у односу на октобарски WEO.

Извор: ММФ WEO (октобар 2013) и ММФ WEO Update (јануар 2014).

Графикон 6. Кретање БДП-а и индикатора економске активности зоне евра (тримесечне стопе)



Извор: Eurostat и Markit Group.

\* Процена Consensus Forecast-а за Т4 2013.

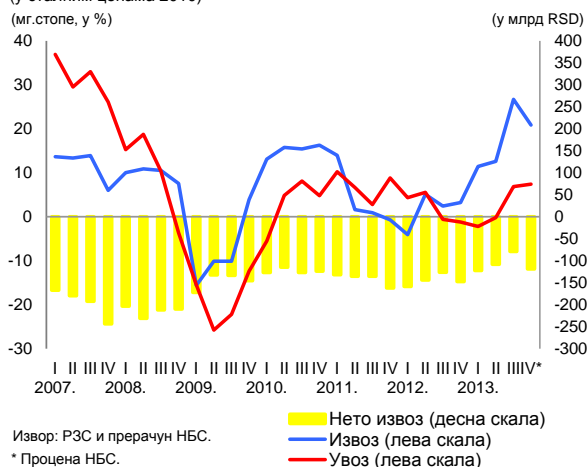
Када је реч о зони евра, изгледи економског раста за 2014. благо су побољшани. Након пада у 2012. и 2013, очекује се да ће БДП зоне евра ове године остварити раст од 1,0%. Постепен опоравак тражње у зони евра требало би позитивно да утиче на кретање економске и спољнотрговинске активности Србије. Реагујући на дефлаторне притиске, Европска централна банка је већ смањила референтну стопу на 0,25%, а у зависности од економских услова најављена је и могућност додатног монетарног попуштања.

\* \* \*

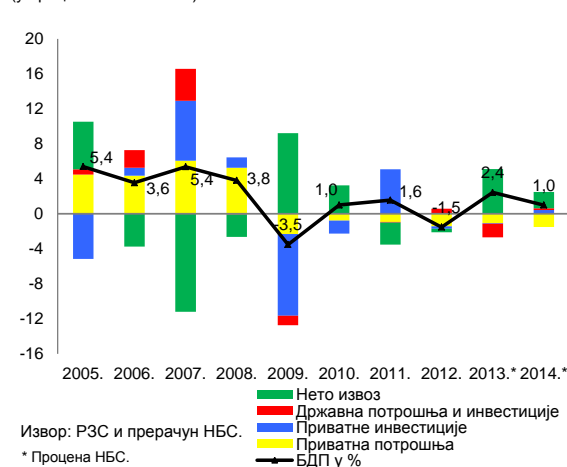
Извоз је у четвртном тромесечју смањен првенствено због ниже производње у аутомобилској индустрији, што је, уз благ раст увоза, определило пад БДП-а у том тромесечју од 0,5% дсз. Ипак, посматрано на нивоу године, спољнотрговински токови у 2013. били су знатно повољнији него претходних година, што се позитивно одразило и на кретања на девизном тржишту. Извоз је доминантно био вођен аутомобилском индустријом, али је пораст извоза забележила и већина осталих грана прерађивачке индустрије. Иако ширење извозне базе представља позитиван сигнал, за даље смањење спољнотрговинског дефицита потребне су нове инвестиције у извозно оријентисане секторе.

Домаћа тражња приватног сектора је у четвртном тромесечју остварила раст по основу раста улагања у обртне фондове, али и захваљујући благом расту потрошње, на који указује пре свега раст промета у трговини на мало. Насупрот томе, потрошња и инвестиције државе биле су у паду.

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



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



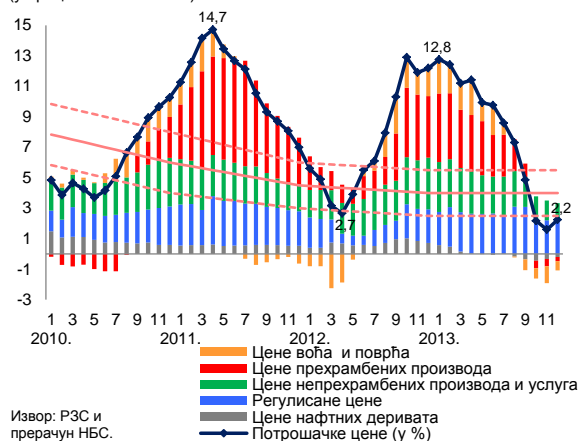
БДП би ове године требало да успори раст на око 1,0%. Ова пројекција се заснива на претпоставкама о просечној пољопривредној сезони и исцрпљивању ефеката аутомобилске и нафтне индустрије, а са становишта тражње на очекиваном паду финалне потрошње, благом опоравку инвестиција, као и повећаној тражњи главних спољнотрговинских партнера. Посматрано с расходне стране, раст би требало да буде вођен нето извозом, с обзиром на очекивани опоравак зоне евра. Опоравку инвестиција допринеће и почетак преговора о чланству Србије у Европској унији, али и ниска прошлогодишња база. Допринос потрошње домаћинстава и државе економском расту биће негативан, пре свега због очекиваног фискалног прилагођавања. Ипак, фискална консолидација и најављене структурне реформе отвориће

простор за бржи раст БДП-а у наредним годинама, чему би требало да допринесе и очекивани даљи опоравак зоне евра.

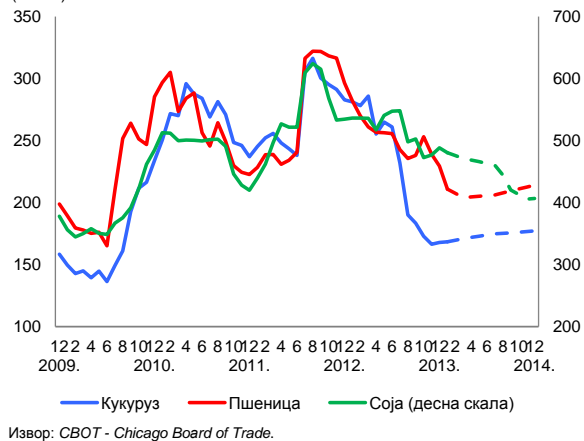
\* \* \*

Инфлаторни притисци у 2013. били су врло ниски, посебно у другој половини године, када је просечна месечна стопа инфлације била негативна (-0,1%). Знатан допринос расту цена у 2013. дале су регулисане цене, док су ниска агрегатна тражња и нижи трошкови у производњи хране били главни дезинфлаторни фактори.

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



Графикон 10. Цене примарних пољопривредних производа и њихових фјучерса (USD/t)



Ниска домаћа тражња биће главни дезинфлаторни фактор и у наредном периоду, док ће притисак навише на инфлацију вршити раст регулисаних цена, а једнократно и повећање посебне стопе ПДВ-а. С наступањем нове пољопривредне сезоне, за коју претпостављамо да ће бити просечна, вероватан је одређен раст цена воћа, поврћа и примарних пољопривредних производа. Међутим, према нашим проценама, то неће вршити притисак на цене прерађене хране, већ ће само умањити дезинфлаторни утицај, тренутно ниских, трошкова сировина.

Инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред од октобра се налазе у границама дозвољеног одступања од циља. Тиме је утицај овог фактора од инфлаторног постао готово неутралан.

Узимајући све наведено у обзир, очекујемо да ће се међугодишња инфлација у текућем тромесечју вратити у границе дозвољеног одступања од циља и затим наставити кретање у оквиру тих граница. Ниска прошлогодишња база утицаће на постепен пораст инфлације у току ове године, али би она на нивоу године у просеку требало да износи око 4,0%, што је у складу са инфлационим циљем Народне банке Србије.

Ризици остварења пројекције инфлације односе се пре свега на кретање цена примарних пољопривредних производа и кретања у међународном окружењу, а у одређеној мери и на домаћа фискална кретања.

\* \* \*

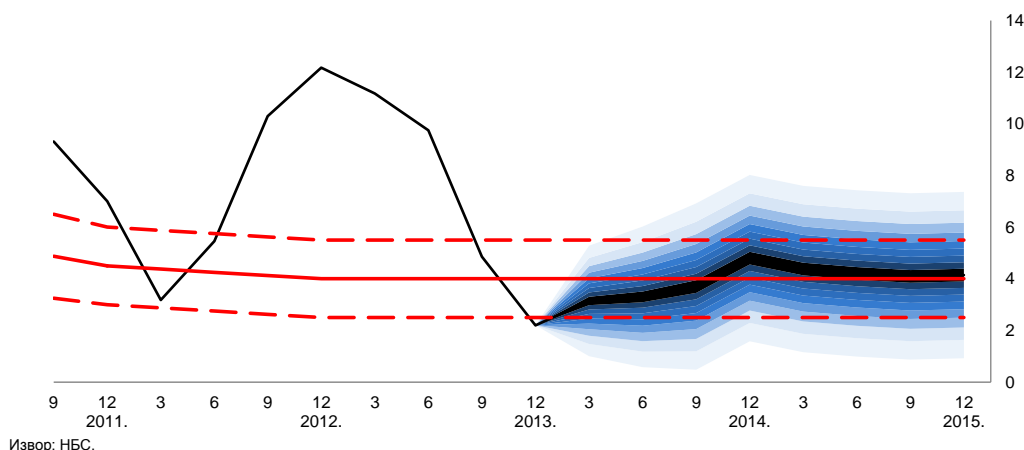
Полазећи од анализе текућих и очекиваних макроекономских кретања, Извршни одбор Народне банке Србије је на последњој седници донео одлуку да референтну каматну стопу задржи на нивоу од 9,5%.

Под претпоставком спровођења фискалне консолидације у складу с планом, наставак ублажавања монетарне политике у наредном периоду зависиће првенствено од јачине потенцијалних негативних ефеката смањења програма квантитативних олакшица ФЕД-а на девизни курс и премију ризика земље.

Да поновим, као најосетљивије на смањење квантитативних олакшица ФЕД-а до сада су се показале земље у успону које карактерише изражена спољна неравнотежа. Србија је у том погледу остварила значајан напредак – дефицит текућег рачуна платног биланса у 2013. преполовљен је у односу на 2012. и износио је 1,6 милијарди евра, или 5,0% БДП-а. Очекујемо да ће тај дефицит на сличном нивоу остати и ове године.

Међутим, иако је спољна неравнотежа Србије смањена, потреба за екстерним изворима финансирања и даље постоји. Имајући у виду значај одрживих јавних финансија за макроекономску стабилност земље, посебно у условима нестабилности на међународном

Графикон 11. **Пројектована инфлација**  
(међугодишње стопе, у %)



финансијском тржишту, Народна банка Србије снажно подржава одређеност Владе да спроведе мере фискалне консолидације и структурне реформе. Кредибилно спровођење тих мера повећало би отпорност домаће економије на екстерне шокове, а склапање аранжмана с Међународним монетарним фондом допринело би позитивној перцепцији инвеститора у погледу улагања у Србију.