



НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

Говор на презентацији
Извештаја о инфлацији – фебруар 2018.

Др Јоргованка Табаковић, гувернер

Београд, 14. фебруар 2018.

Даме и господо, поштовани представници медија, драге колеге,

Добро дошли на презентацију фебруарског Извештаја о инфлацији, током које ћемо вам представити актуелна макроекономска кретања, наше нове пројекције и одлуке монетарне политике.

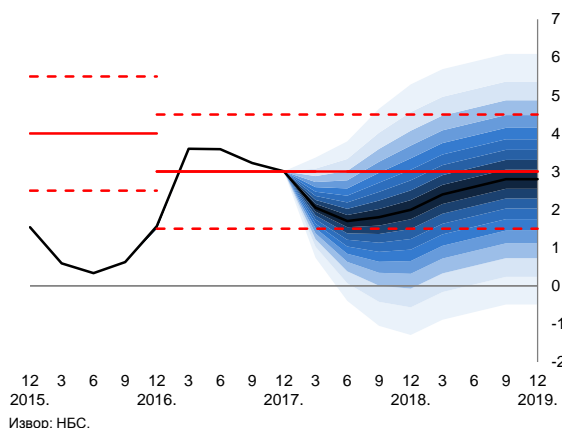
Инфлација на циљу, раст кредитног рејтинга уз пад премије ризика земље, буџет државе у суфициту, пад трошка динарског задуживања и оштар пад проблематичних кредита

На почетку, кратко бих сумирала претходну годину, тачније домаћа макроекономска кретања за која сматрамо да су је обележила, а која су важна из угла привреде, грађана, државе, свих нас.

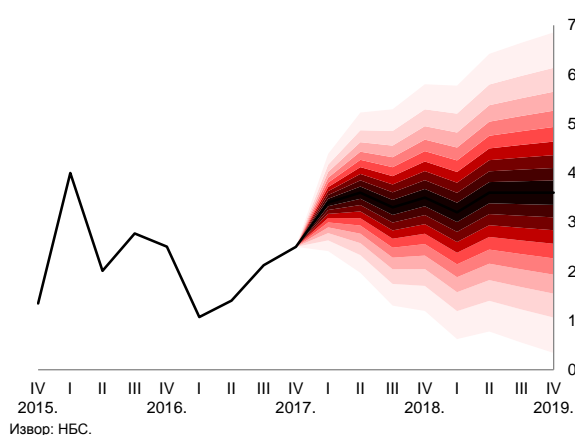
Почела бих конференцију подсећањем на једну од важнијих одлука с краја 2016. године – да од јануара 2017. снизимо циљ за инфлацију за један процентни поен, на $3 \pm 1,5\%$. Да смо у постављању циља били реални, а у његовој реализацији доследни, потврђује кретање инфлације унутар граница нижег циљаног коридора током целе године, као и чињеница да је инфлација и у просеку и у децембру била на циљаних 3,0%. Током 2017. године, три рејтинг агенције су повећале кредитни рејтинг Србије, а премија ризика Србије пала је испод 100 базних поена, што је био њен најнижи ниво. То, за све нас, конкретно значи могућност коришћења и домаћих и екстерних извора финансирања по повољнијим условима. Буџет државе је био у суфициту од 1,2% бруто домаћег производа, што је први пут од 2005. године, док је учешће јавног дуга у бруто домаћем производу смањено за 10,4 процентна поена, чиме се убрзано приближило граници од 60%. Осма ревизија аранжмана с Међународним монетарним фондом успешно је завршена, уз оцену да су у многим сегментима остварења била и боља од постављених критеријума. Каматне стопе на задуживање у динарима и привреде и становништва, као и каматне стопе на задуживање државе, додатно су снижене током 2017. године. Нижи трошкови по основу камата свакако су били један од фактора бољих фискалних остварења и то се наставља и у овој години. Подсетила бих вас да је, на аукцији десетогодишњих динарских хартија од вредности Републике Србије одржаној 6. фебруара, тражња била готово пет и по пута већа од понуде. Хартије су продате по каматној стопи од 5,35%, што је за 7,64 процентна поена ниже него на аукцији исте рочности из октобра 2014. године. Ти подаци довољно говоре о перцепцији инвеститора у погледу перспектива наше привреде. Нас, наравно, посебно чини задовољнима то што се држава задужује у динарима, на период од десет година, по каматним стопама које су данас битно ниже. И то је конкретан пример уштеда остварених по основу свега што је урађено у претходном периоду, уз пуну координацију мера монетарне и фискалне политике. На крају, али свакако не мање важно, учешће проблематичних кредита, које је било прилично високо, спустили смо испод преткризног нивоа, при чему је њихов ниво више него преполовљен у претходне две године.

Дакле, иза нас је добра година, а наставак позитивних трендова очекујемо и у овој години. Да је то тако, потврђују и наше нове пројекције, према којима ће се инфлација кретати у границама новог, нижег циља и у наредне две године. Када је реч о пројекцији раста економске активности, ценимо да су мере економске политике добро одмерене и да су створиле основу за одрживо убрзање раста бруто домаћег производа од око 3,5% у 2018. и у 2019. години.

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



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

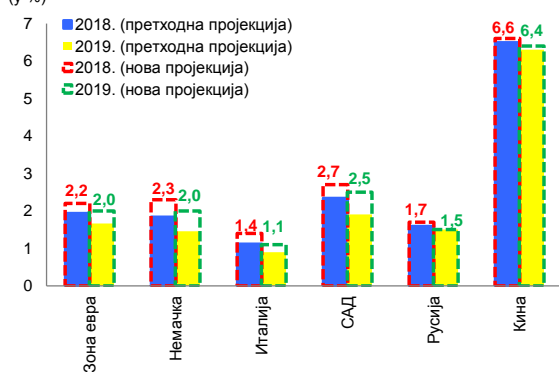


Међународно окружење – перспективе и ризици

Претходну годину карактерисала су и волатилна кретања на међународном тржишту, а, по свему судећи, таква ће остати и током ове године. Имајући у виду отвореност наше привреде, пажљиво смо пратили и анализирали и кретања у међународном окружењу.

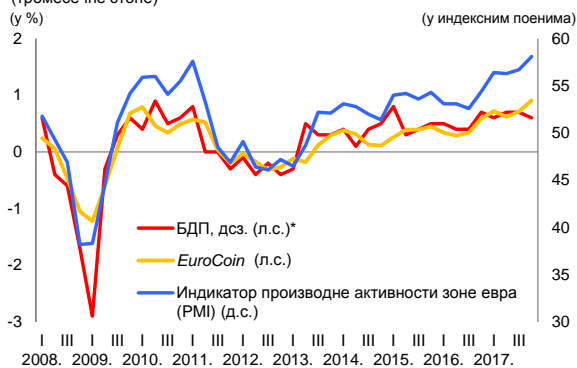
Чињеница је да су период од претходног извештаја обележили повољнији изгледи за глобални привредни раст. За нас је посебно важно побољшање изгледа за раст зоне евра и земаља региона, које су наши важни спољнотрговински партнери. И по том основу очекујемо позитивне ефекте на даљи раст нашег извоза, који је и у прошлој години био динамичан, уз двоцифрену стопу раста и задржавање широке производне и географске распрострањености.

Графикон 3. **Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2018. и 2019. годину ММФ-а**
(у %)



Извор: ММФ WEO (октобар 2017) и ММФ WEO Update (јануар 2018).

Графикон 4. **Кретање БДП-а и показатеља економске активности зоне евра**
(тримесечне стопе)

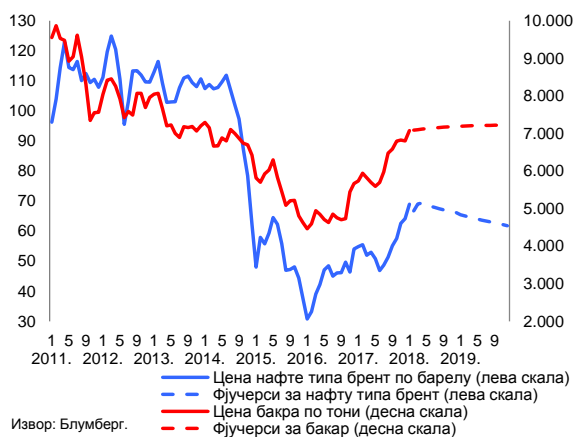


Извор: Eurostat, Markit Group и Banca d'Italia.

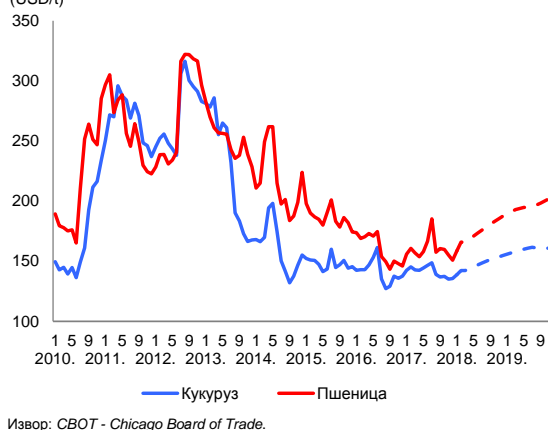
* Прелиминарна процена Eurostat-а за Т4 2017.

Док су прогнозе глобалног раста повољне, кретања на појединим тржиштима и даље карактерише неизвесност. На робним тржиштима, цене нафте су у односу на претходни Извештај о инфлацији додатно повећане, на шта су утицали како фактори на страни понуде, тако и очекивања да ће тражња брже расти с убрзањем глобалног раста. У јануару, цена нафте типа брент прешла је 70 долара по барелу, што је и њен највиши ниво од децембра 2014. Због виших цена енергената, инфлација на глобалном нивоу нешто је виша него у претходном периоду, али се у већини земаља још увек не очекују јачи инфлаторни притисци. Такође, према нафтним фјучерсима које користимо у пројекцији, не очекује се да ће светска цена нафте даље расти. Наравно, одступања су могућа и код цене нафте, и код цена других примарних производа.

Графикон 5. Кретање цена нафте и бакра
(просечне месечне цене, у USD)



Графикон 6. Цене примарних пољопривредних производа
и њихових фјучерса
(USD/t)



Такође, водеће централне банке настављају да воде дивергентне монетарне политике због различитих фаза привредног циклуса у којима се налазе њихове привреде, док су финансијски услови и даље повољни. Због тога, међународно окружење и даље карактерише неизвесност у погледу брзине нормализације монетарне политике ФЕД-а, а поставља се и питање трајања експанзивне монетарне политике Европске централне банке због бржег привредног раста зоне евра од очекиваног.

Јачање домаћих фундамената – као одговор на екстерне изазове

Неспорно је да је екстерних изазова било и да ће их бити. Међутим, оно што је важно у контексту сагледавања укупних кретања јесте чињеница да је у претходном периоду појачана отпорност наше економије на шокове, укључујући и спремност да се на њих правовремено и адекватно одговори.

Томе су, свакако, допринела и фискална остварења, која су била повољнија од иницијално очекиваних – суфицит у 2017. години, од 1,2% бруто домаћег производа на консолидованом нивоу, остварен је први пут од 2005. Наставку позитивних фискалних трендова у највећој мери су допринели раст домаће тражње и профитабилности привреде, опоравак тржишта рада и већа ефикасност наплате пореза. На бољи фискални резултат неспорно су утицали и нижи расходи за камате како захваљујући мањим потребама државе за задуживањем, тако и ублажавању монетарне политике Народне банке Србије. Ниже потребе државе за финансирањем биле су један од фактора оштрог пада учешћа јавног дуга у бруто домаћем производу током 2017. године од 10,4 процентна поена. Крајем године, исплаћена је и доспела еврообвезница, која је емитована на међународном тржишту 2012. године, у износу од 750 милиона долара, чиме је смањен и ниво дуга, и његова доларска компонента.

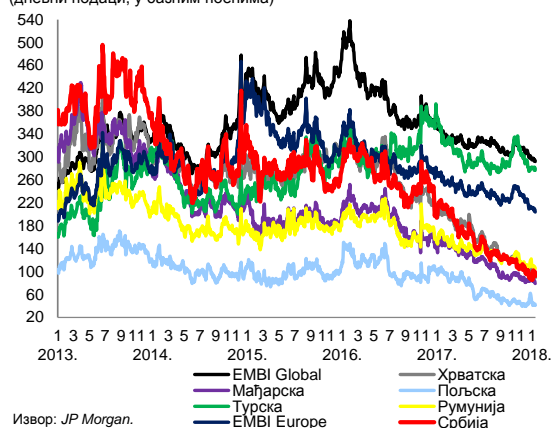
У току претходне године забележен је и снажан пад премије ризика Србије мерене индексом *EMBI*. Ако се има у виду да је *EMBI global* у току прошле године смањен за 54 базна поена, а да је *EMBI* за Србију пао за 147 базних поена, јасно је да је део пада наше премије ризика био опредељен глобалним факторима, али да се већим делом дугује управо домаћим факторима. Очување макроекономске стабилности, јачање домаћих фундамената, уз повољније изгледе за раст Србије у наредном периоду, условили су да крајем године премија ризика Србије, први пут откада се прати, падне испод 100 базних поена. Крајем прошле године, две рејтинг агенције – *Standard & Poor's* и *Fitch* повећале су кредитни рејтинг Србије, уз стабилне изгледе за његово даље повећање, а успешно је завршена и осма ревизија аранжмана с Међународним монетарним

фондом. У јануару је премија ризика Србије забележила најнижи ниво откада се прати (85 базних поена).

Пад премије ризика и повећање кредитног рејтинга земље доприносе расту поверења страних инвеститора за дугорочна улагања у Србију, с тим да важи и обрнуто. То је у 2017. за резултат имало и знатно већи нето прилив капитала из иностранства, пре свега по основу страних директних инвестиција, које су биле више и од наше претходне пројекције и достигле су 2,4 милијарде евра, односно 6,6% бруто домаћег производа. Тиме су, трећу годину заредом, обезбедиле пуну покривеност текућег дефицита. У бруто износу, прилив страних директних инвестиција у Србију износио је 2,55 милијарди евра. И по том основу, током прошле године, преовладавали су апрецијацијски притисци на девизном тржишту и динар је ојачао према еврџу за 4,2%. Ради ублажавања прекомерног краткорочног јачања динара, у 2017. интервенисали смо на међубанкарском девизном тржишту куповином девиза у нето износу од 725,0 милиона евра, чиме су додатно ојачане девизне резерве земље.

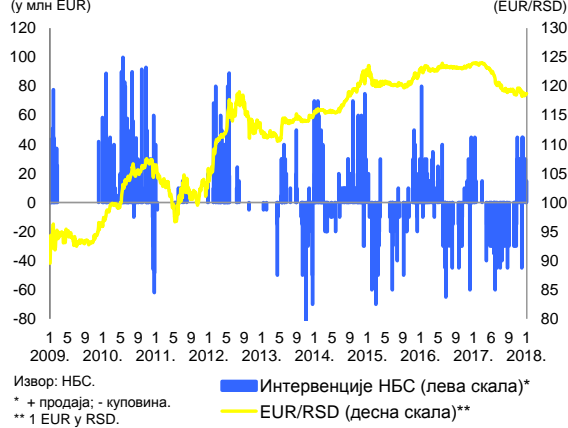
Графикон 7. Показатељ премије ризика – EMBI по земљама

(дневни подаци, у базним поенима)



Графикон 8. Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту

(у млн EUR)

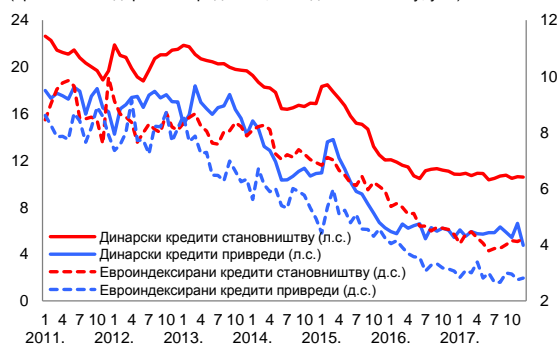


Даљи пад каматних стопа на динарске кредите привреди и убрзање кредитне активности у функцији подршке економској активности, уз пад учешћа проблематичних кредита испод преткризног нивоа

У условима ниских инфлаторних притисака, досадашње ублажавање монетарне политике Народне банке Србије утицало је на даљи пад трошкова динарског задуживања, а каматне стопе на све врсте динарских кредита привреди спустиле су се у децембру на нове минимуме. То је, заједно с падом премије ризика земље, појачаном конкуренцијом међу банкама, растом економске активности и опоравком тржишта рада, као и ниским каматним стопама у зони евра, допринело убрзању кредитне активности. Раст укупних кредита (искључујући ефекат девизног курса) у 2017. износио је 7,4%, при чему је раст кредита привреди износио 4,3% међугодишње. По искључењу ефекта отписа проблематичних кредита у претходној години дана, опоравак кредитне активности још је евидентнији и износио је 10,2% међугодишње, уз раст кредита привреди од 7,4%.

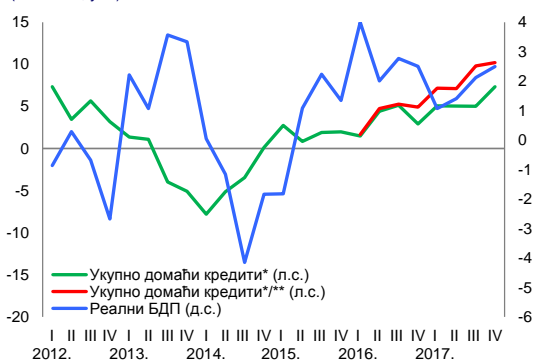
Поред тога, убрзано је решавање питања проблематичних кредита, чије је учешће у укупним кредитима смањено испод преткризног нивоа, док је њихово стање у последње две године више него преполовљено (пад од 53%). Тиме се даје додатна подршка кредитној активности и привредном расту у наредном периоду.

Графикон 9. Кретање каматних стопа на новоодобрене динарске и евроиндексирани кредити привреди и становништву* (просечне пондерисане вредности, на годишњем нивоу, у %)



Извор: НБС.
* Искључени револвинг кредити, прекорачења по текућем рачуну и дуг по кредитним картицама.

Графикон 10. Кредитна активност и БДП (мг. стопе, у %)



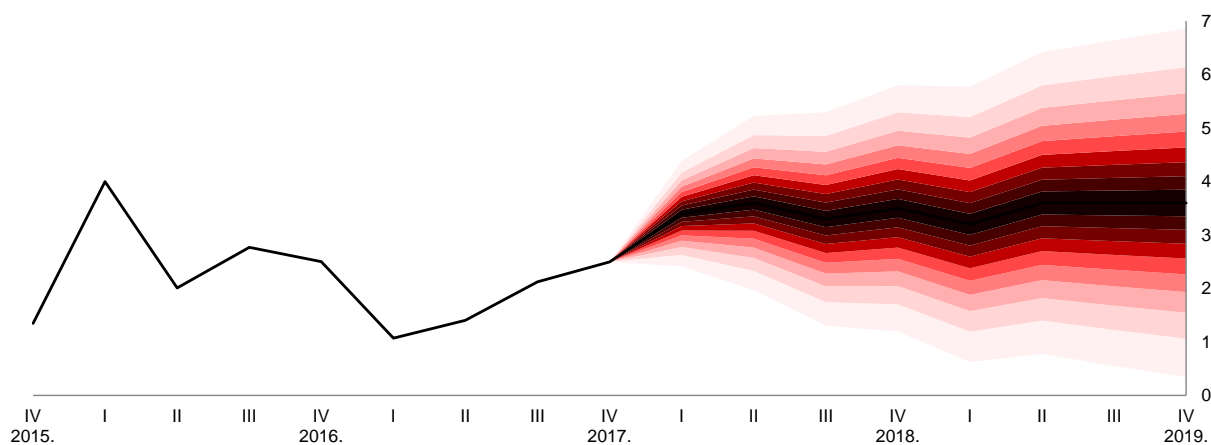
Извор: НБС и РЗС.
* Искључен ефекат промене девизног курса.
** Искључен ефекат отписа *NPL* у претходној години дана.

* * *

Као што смо процењивали, раст бруто домаћег производа се убрзава, с постепеним ишчезавањем ефеката шокова на страни понуде. У четвртном тромесечју, он је повећан на 2,5% међугодишње, чему је допринео бржи раст у грађевинарству и у већини услужних сектора. Позитиван допринос и даље пружа прерађивачка индустрија, док је, очекивано због лоше пољопривредне сезоне, пад забележен у пољопривреди. Посматрано с расходне стране, убрзању раста највише су допринеле приватне инвестиције, подстакнуте и високим приливом страних директних инвестиција.

У 2018. и 2019. години, и према нашој новој пројекцији, раст бруто домаћег производа убрзаће се на око 3,5%. Очекујемо да инвестиције остану један од носилаца привредног раста, имајући у виду даље унапређење пословног амбијента, висок прилив страних директних инвестиција, инфраструктурне пројекте, као и досадашње ублажавање монетарне политике. Растући позитиван допринос требало би да има и потрошња домаћинстава у условима даљег опоравка на тржишту рада. Такође, очекујемо даљи раст извоза, посебно прерађивачке индустрије, чији је раст и у 2017. убрзан на 13,6%, захваљујући инвестицијама у претходном периоду и расту екстерне тражње. Истовремено, очекујемо и раст увоза, пре свега опреме, у условима наставка инвестиционог циклуса.

Графикон 11. Пројекција раста БДП-а (међугодишње стопе, у %)



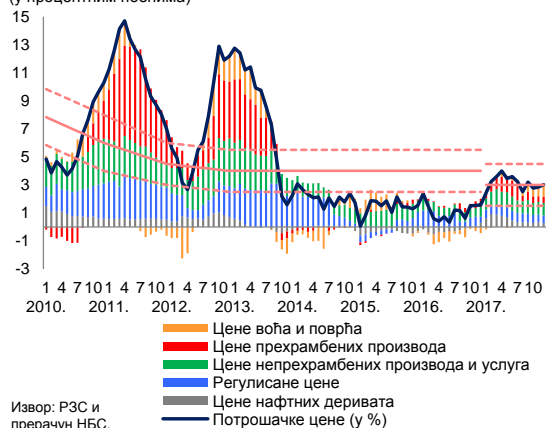
* * *

Даме и господо, драге колеге,

Закључила бих први део конференције подацима о кретању инфлације. Захваљујући добро одмереним мерама монетарне политике и пуној координацији с фискалном политиком, инфлација се током 2017. кретала у границама циља ($3 \pm 1,5\%$) и у децембру је, као и на нивоу просека године, износила циљаних 3,0%. Да су инфлаторни притисци остали ниски, указују и базна

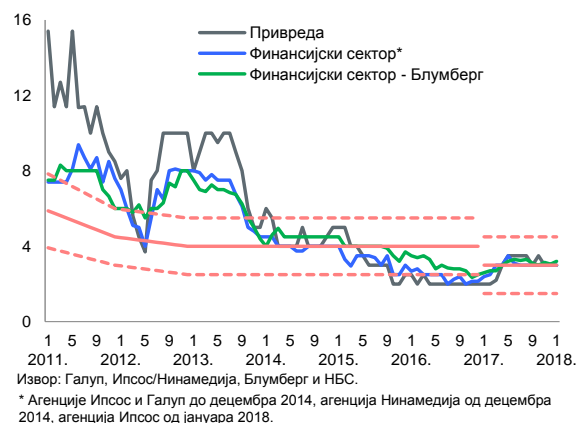
Графикон 12. Доприноси компоненти ИПЦ међугодишњој инфлацији

(у процентним поенима)



Графикон 13. Инфлациона очекивања 12 месеци унапред

(мг. стопе, у %)



инфлација, која је у децембру била на најнижем нивоу откада се инфлација мери потрошачким ценама (1,3% међугодишње), као и инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде, која су усидрена у границама циља.

Од почетка ове године очекујемо да ће инфлација успоравати и да ће се кретати ближе доњој граници дозвољеног одступања од циља. У условима ниских инфлаторних притисака, томе ће допринети и излазак из међугодишњег обрачуна прошлогодишњих једнократних поскупљења појединих производа и услуга.

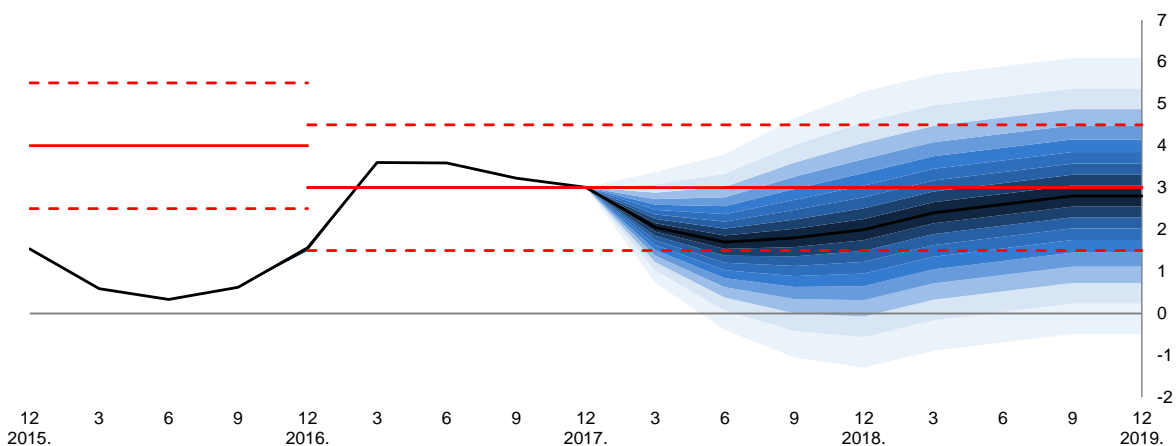
Када је реч о средњем року, и према нашој новој централној пројекцији, међугодишња инфлација ће наставити да се креће у границама циља, који износи $3,0 \pm 1,5\%$ до краја периода пројекције, тј. у наредне две године, чему ће допринети и постепен опоравак домаће тражње.

* * *

Имајући у виду пре свега очекивано кретање инфлације и њених кључних фактора у наредном периоду, као и ефекте досадашњег ублажавања монетарне политике у периоду од претходног Извештаја о инфлацији, нисмо мењали висину референтне каматне стопе од 3,5%.

И у наредном периоду одлуке о монетарној политици зависеће од наше процене утицаја домаћих фактора и фактора из међународног окружења на кретање инфлације у Србији. Наша је процена да кључни ризици долазе из међународног окружења, због чега ћемо наставити да пажљиво пратимо и анализирамо кретања на међународном финансијском тржишту и на тржишту примарних производа, као и да оцењујемо њихов утицај на економска кретања у Србији.

Графикон 14 **Пројектована инфлација**
(међугодишње стопе, у %)



Извор: НБС.

Наравно, као и до сада, Народна банка Србије користиће све расположиве инструменте како би инфлација у средњем року остала ниска и стабилна. Верујем да је то, уз очување финансијске стабилности, најбољи начин на који централна банка доприноси одрживом привредном расту и јачању отпорности на изазове из окружења.

Овим бих завршила своје уводно обраћање и реч бих дала колегама из Директората за економска истраживања и статистику да укратко представе најновије пројекције и осврте из самог извештаја. Од њих ћете такође чути да су наше пројекције у погледу кретања инфлације такве да указују на то да ћемо и у наредном периоду испунити наш основни законски циљ обезбеђењем ниске инфлације унутар граница циља, док су добро одмерене мере економске политике створиле основу за одрживо убрзање раста бруто домаћег производа, које процењујемо на око 3,5% у 2018. и 2019. години, а у средњем року на око 4%.