



НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

Уводна реч на презентацији
Извештаја о инфлацији – фебруар 2024.

Др Јоргованка Табаковић, гувернер

Београд, 14. фебруар 2024.

Даме и господо, поштовани представници медија, драге колеге,

Добро дошли на презентацију фебруарског Извештаја о инфлацији.

На данашњој конференцији, по уобичајеној пракси, представимо наше нове пројекције и очекивања за наредни период. Али, пре тога још једном бих желела да се осврнем на годину за нама, која је била изазовна и обележена новим геополитичким неизвесностима, што почиње да буде карактеристика модерног времена. И у таквим условима ми смо успели да остваримо циљеве и пројекције које смо имали пре годину дана. Дозволите ми да, пре него што детаљније образложим актуелна макроекономска кретања и наше нове пројекције, изнесем неколико података у вези с нашим пројекцијама које смо представили на истом овом месту пре годину дана.

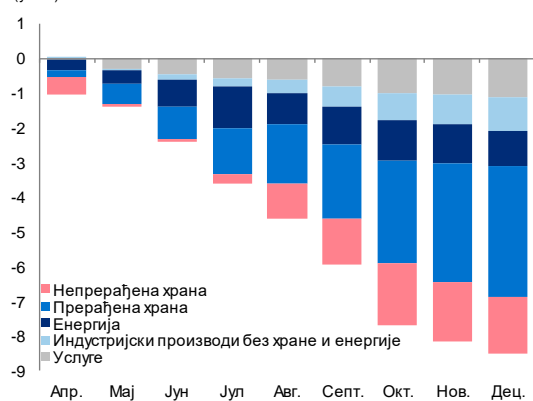
- Још у фебруару прошле године, када је инфлација била готово на врхунцу, истицала сам да ће она крајем 2023. бити на двоструко нижем нивоу. То се и остварило и међугодишња инфлација је крајем 2023. износила 7,6%. Притом, и тада, као и сада, повратак инфлације у границе циља очекивали смо средином ове године.
- Раст бруто домаћег производа, у складу с нашим очекивањима, убрзао је у другој половини 2023. и на нивоу године остварен је реални раст од 2,5%. Подсећам да смо и пре годину дана пројектовали привредни раст у распону 2–3%, с централном вредношћу од 2,5%. У исто време, за ову годину пројектовали смо да ће, услед планиране реализације инвестиционих пројеката, раст бити убрзан и кретати се у распону 3–4%, с централном вредношћу од 3,5%, што и сада пројектујемо. Очекивали смо додатно убрзање економске активности у наредним годинама, при чему смо сада повећали пројекцију раста бруто домаћег производа за 2025. и 2026. на распон 4–5%.
- Током 2023. остварено је снажно побољшање екстерне позиције и дефицит текућег рачуна платног биланса био је знатно нижи од пројектованог пре годину дана – износио је само 2,6% бруто домаћег производа. Смањење дефицита текућег рачуна у највећој мери резултат је поправљања салда енергетског биланса, али и високог раста извоза прерађивачке индустрије и услуга. Притом, прилив по основу страних

директних инвестиција достигао је нови рекордни ниво од 4,5 милијарди евра, што је допринело расту девизних резерви на такође рекордни ниво од близу 25 милијарди евра крајем године, тј. изнад свих критеријума који се користе за оцену њихове адекватности. Подједнако важно је и то што је прилив страних инвестиција девету годину заредом у целости покрио дефицит текућег рачуна, при чему га је у 2023. вишеструко премашио.

У наставку конференције представићемо детаљније остварена макроекономска кретања и наше нове пројекције.

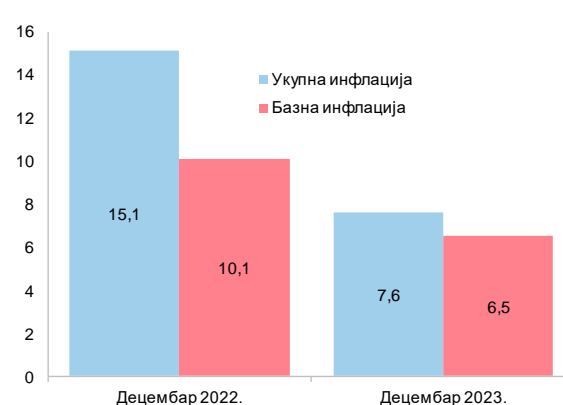
Као што сам већ на почетку нагласила, инфлација је наставила да успорава у последњем тромесечју 2023. и крајем године износила је 7,6%, што је двоструко нижи ниво него годину дана раније и нешто ниже у односу на наша очекивања из новембарске пројекције. Даљем успоравању инфлације допринели су слабљење трошковних притисака и ефекат базе код цена хране, као и ефекти претходног заоштравања монетарних услова, који су утицали и на снижавање базе инфлације на 6,5% међугодишње у децембру.

Графикон 1. Промене доприноса основних компонената ИПЦ-а мг. инфлацији у односу на март 2023.* (у п.п.)



Извор: РЗСи прерачун НБС.
* У марту је мг. инфлација достигла врхунац.

Графикон 2. Инфлација на крају 2022. и 2023. (у %)

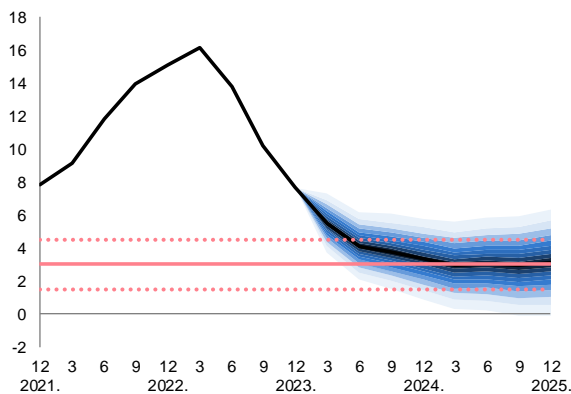


Извор: РЗСи прерачун НБС.

Наставак успоравања инфлације очекујемо и у овој години. Према нашој новој пројекцији, инфлација ће се у границе циља од $3 \pm 1,5\%$ највероватније вратити средином ове године, а затим ће се крајем године приближити централној вредности циља, што је ниво око којег ће се кретати и у средњем року. Таквом кретању инфлације највише ће допринети ефекти досадашњег заоштравања

монетарних услова, слабљење глобалних трошковних притисака и успоравање увозне инфлације, још увек слаба екстерна тражња, као и очекивани даљи пад инфлационих очекивања. Нова пројекција инфлације благо је нижа од новембарске, пре свега услед нижих светских цена примарних производа, као и бржег пада инфлационих очекивања од пројектованих у новембру. Када је реч о инфлационим очекивањима, важно је нагласити да се сада и краткорочна инфлациона очекивања финансијског сектора налазе у границама циља, а не само средњорочна, као и да су у паду и очекивања привреде, што говори у прилог кредибилитета наше монетарне политике.

Графикон 3. Пројекција инфлације
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

Графикон 4. Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред
(мг. стопе, у %)



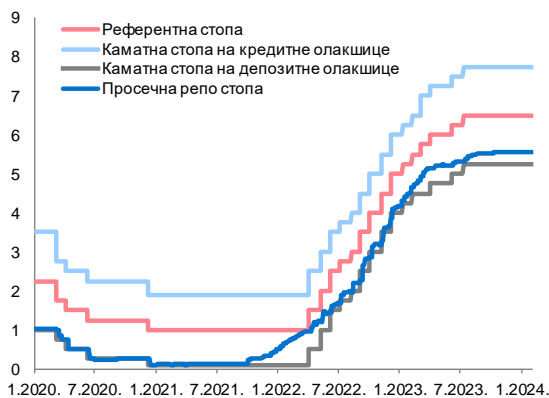
Извор: Галуп, Илсос/Нинамедиа, Блумберг и НБС.

* Агенције Илсос и Галуп до децембра 2014, агенција Нинамедиа од децембра 2014, а агенција Илсос од јануара 2018.

Пројектовано кретање инфлације и преношење ефеката претходног заоштравања монетарне политике на каматне стопе на тржишту новца, кредита, штедње и инфлациона очекивања одредили су нашу одлуку о задржавању референтне каматне стопе на непромењеном нивоу од 6,5% у периоду од претходног извештаја. Са ове временске дистанце, а узимајући у обзир кретање кључних макроекономских показатеља, са сигурношћу се може рећи да смо монетарном политиком, коју смо пооштравали континуирано, али постепено и одмерено, обезбедили истовремено смањење инфлаторних притисака и повратак инфлације у границе циља у хоризонту монетарне политике. Притом, негативни утицаји на привредни раст сведени су на најмању могућу меру, а финансијска стабилност је у целости очувана. Томе у прилог говори задржано учешће проблематичних кредита у укупним кредитима на историјски најнижем нивоу од око 3%, што је резултат снажног регулаторног оквира и пажљиво комбинованих мера монетарне и макропруденцијалне

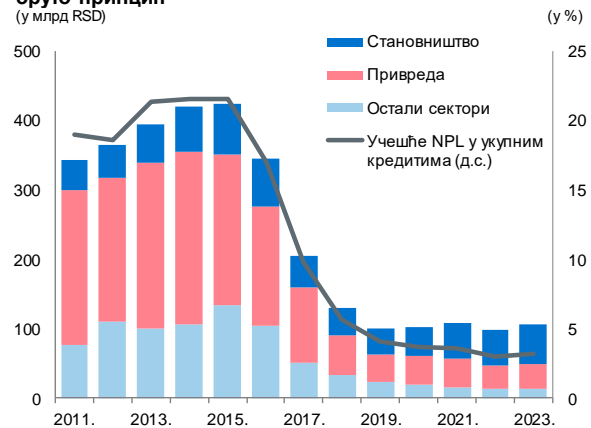
политике. Пример такве политике јесте и наша одлука из септембра да ограничимо каматну стопу на 4,08% за кориснике првог стамбеног кредита с променљивом каматном стопом. Овом одлуком не умањујемо значајније финансијски резултат банака и не појачавамо инфлаторне притиске, али доприносимо смањењу кредитног ризика и очувању финансијске стабилности, а у одређеној мери и опоравку личне потрошње.

Графикон 5. Кретање референтне и просечне репо стопе (дневни подаци, на годишњем нивоу, у %)



Извор: НБС.

Графикон 6. Ниво *NPL* и учешће у укупним кредитима, бруто принцип (у млрд RSD)



Извор: НБС.

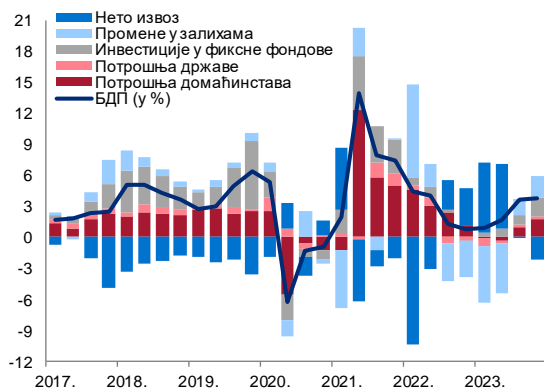
Да смо адекватном монетарном политиком успели да обезбедимо тзв. „меко приземљење”, указује раст бруто домаћег производа који је у четвртој тримесечју 2023. износио 3,8% међугодишње, односно, према нашим проценама, око 1% десезонирано у односу на претходно тримесечје.

Овакво кретање бруто домаћег производа у складу је с претходном проценом Републичког завода за статистику о расту на нивоу 2023. од 2,5%, као и с нашом новембарском пројекцијом. Привредни раст је био вођен већом активношћу у свим производним и већини услужних сектора, при чему је готово подједнак допринос потекао од индустрије, грађевинарства и пољопривреде. С расходне стране посматрано, према нашој процени, највећи позитиван допринос том расту дали су нето извоз, услед оствареног реалног раста извоза робе и услуга и пада увоза у првој половини године, као и фиксне инвестиције. У мањој мери расту је допринела и лична потрошња, која се опоравила у другој половини године, пре свега као резултат реалног раста зарада, оствареног захваљујући успоравању инфлације, као и предузетих фискалних подстицаја.

Убрзање активности у другој половини 2023. олакшаће и постизање пројектоване стопе привредног раста у овој години, при чему се ефекат преноса

тенденција (тзв. *carry-over* ефекат) из прошле године процењује на 1,5 процентних поена. Имајући то у виду, као и убрзање реализације инвестиционог циклуса, у овој години очекујемо убрзање раста бруто домаћег производа на распон 3–4%, с централном вредношћу пројекције од 3,5%. За наредне две године пројекцију раста повећали смо на распон 4–5%, уважавајући реализацију инвестиција планираних за одржавање специјализоване изложбе Експо 2027. Према нашој оцени, важан фактор раста у овој години и надаље ће бити лична потрошња, као резултат очуваног тржишта рада и наставка раста запослености и доходака наших грађана, али не у мери у којој би то могло да изазове веће инфлаторне притиске. Други важан фактор раста су инвестиције, и приватне и државне, које повећавају производни потенцијал. Расту приватних инвестиција допринеће смањени инфлаторни притисци, очувано инвестиционо поверење, повећана профитабилност привреде и очекивани високи приливи по основу страних директних инвестиција. Поред тога, планиране су значајне инвестиције државе у саобраћајну, енергетску и комуналну инфраструктуру, као и други пројекти које је у оквиру програма „Скок у будућност – Србија Експо 2027” недавно представио председник Вучић.

Графикон 7. Доприноси м.г. стопи раста БДП-а, расходна страна (у п.п.)



Извор: РЗСи прерачун НБС.
Напомена: процена НБС за Т4 2023.

Графикон 8. Доприноси реалном расту БДП-а, расходна страна (у п.п.)

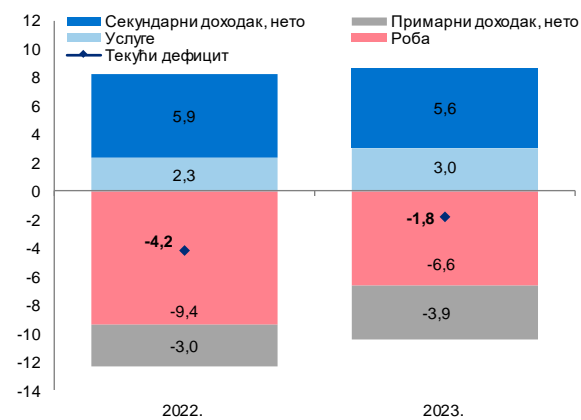


Извор: РЗСи и НБС.
* Процена НБС.

Као резултат повећаних извозних капацитета, обезбеђене енергетске сигурности и нижих светских цена енергената, текући дефицит платног биланса у 2023. смањен је на 1,8 милијарди евра, тако да је на нивоу године износио 2,6% бруто домаћег производа, што је уједно најнижи дефицит досад. Према нашој пројекцији, поменуто очекивано убрзање инвестиционог циклуса и с тим повезан увоз опреме и репроматеријала утицаће на то да се дефицит текућег

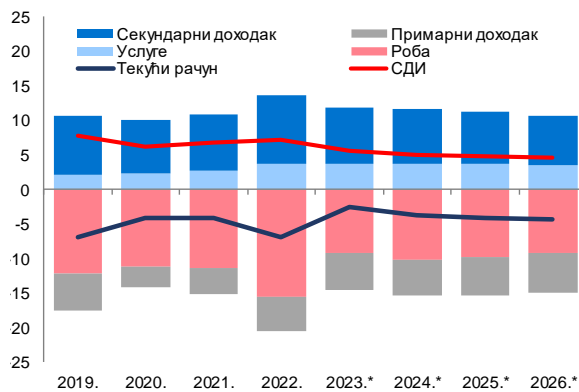
рачуна у овој години и средњем року креће око нивоа од 4–5% бруто домаћег производа. Ипак, наведени увоз биће у великој мери компензован растом извозних капацитета и опоравком екстерне тражње из зоне евра, чиме ће у потпуности бити обезбеђена и екстерна одрживост. И надаље пројектујемо пуну покривеност текућег рачуна нето приливима по основу страних директних инвестиција, при чему очекујемо да ће се приливи у Србију, номинално посматрано, и наредних година задржати око прошлогодишњег рекордног нивоа, који је износио 4,5 милијарди евра.

Графикон 9. Структура текућег рачуна платног биланса (у млрд EUR)



Извор: НБС.

Графикон 10. Пројекција текућег рачуна и СДИ (у % БДП-а)



Извор: РЗСи НБС.

* Пројекција НБС.

Када је реч о приливу страних директних инвестиција, наглашавам да је из године у годину тај прилив остао пројектно и географски распрострањен и пре свега усмерен у разменљиве секторе. Девету годину заредом покривао је дефицит текућег рачуна, што је допринело јачању апрецијацијских притисака и даљем расту девизних резерви, које су крајем 2023. достигле ниво од око 25 милијарди евра, што обезбеђује покривеност увоза робе и услуга од преко 6,7 месеци.

Поред прилива капитала по основу најпожељнијих, страних директних инвестиција и ниже премије ризика земље, још једну потврду поверења страних инвеститора у макроекономску перспективу Србије представља велика тражња страних инвеститора за осмогодишњом динарском државном хартијом од вредности која је емитована у јануару ове године и која је продата у рекордном износу од преко 63 милијарде динара. Тражња

инвеститора била је велика и почетком фебруара, када је на емисији осмогодишњих динарских хартија продато додатних 41,5 милијарди динара.

У условима преовлађујућих апрецијацијских притисака, а ради одржавања релативне стабилности динара према еврџ, која је један од кључних стубова финансијске стабилности, извесности пословања и инвестиционог и потрошачког поверења, шесту од седам последњих година завршили смо као нето купац девиза на међубанкарском девизном тржишту. Само у 2023. купили смо близу 4 милијарде евра у нето износу, а од 2017. преко 9 милијарди евра.

Графикон 11. Кретање курса динара и трансакције Народне банке Србије на девизном тржишту (EUR/RSD)**



Извор: НБС.
* + нето куповина; - нето продаја.
** 1 EUR у RSD.

Графикон 12. Вредности и структура девизних резерви Народне банке Србије (у млн EUR)



Извор: НБС.

Верујем да поменути резултати у овим турбулентним временима, у којима се на глобалном нивоу преплићу неповољна политичка и економска дешавања, јасно говоре да мере и активности које су у претходном периоду предузеле Народна банка Србије и Влада дају резултате и потврђују да економију водимо у правом смеру. Не само да смо очували макроекономску стабилност и показали отпорност на негативне ефекте екстерних шокова већ смо и обезбедили дугорочно повољне изгледе раста и статус Србије као пожељене инвестиционе дестинације.

Отпорност наше економије истичу и релевантне међународне институције, које прате и оцењују економске политике и у другим земљама, као и рејтинг агенције, које су задржале наш кредитни рејтинг на корак од инвестиционог.

Даме и господо, драге колеге,

У наставку ћу се мало детаљније осврнути на факторе из међународног окружења који ће одредити кретање инфлације и економске активности у наредном периоду, а тиме и наше будуће одлуке.

Пре свега, важно је нагласити да глобална инфлација опада брже од очекивања и приближава се претпандемијским нивоима, чему доприносе ефекти претходног заоштравања монетарних услова већине централних банака. Као резултат ниже инфлације, може се очекивати почетак снижавања референтних каматних стопа водећих централних банака, а неке банке у региону у режиму циљања инфлације већ су и започеле тај циклус.

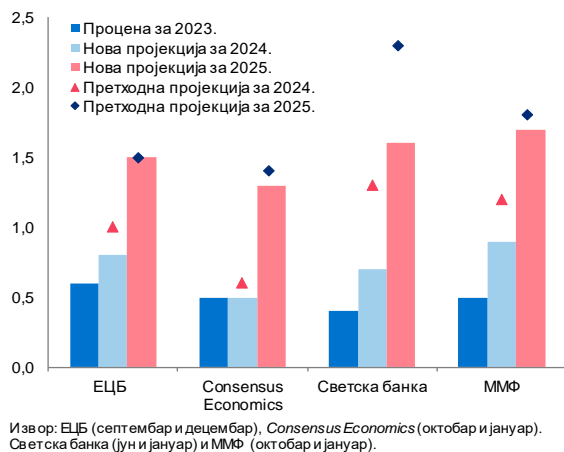
Ипак, Међународни монетарни фонд и друге релевантне међународне институције упозоравају да централне банке треба да буду опрезне у доношењу одлуке о почетку спуштања својих каматних стопа како се не би обновили инфлаторни притисци. И даље су изражени ризици који могу за последицу имати вишу инфлацију од очекиване у многим земљама и успорити процес њеног враћања ка циљу.

Тренутно су највећи извор неизвесности геополитичке тензије, које су почетком ове године и повећане, када је доведен у питање проток нафте и друге робе Црвеним морем и Суецким каналом. То се за сада није значајније одразило на цене нафте и других примарних производа, које су снижене због слабије тражње из Кине, али јесте на цену прекоморског транспорта. Због неизвесности, кретање светске цене нафте нисмо засновали само на нафтним фјучерсима, који указују на нижи ниво крајем ове и наредне године од тренутног. Приликом формулисања претпоставки наше пројекције узели смо у обзир и пројекције релевантних међународних институција, које очекују да ће се светска цена нафте кретати на нивоу од 80 до 83 долара по барелу. Напомињемо да су наше нове претпоставке о светској цени нафте ниже од оних из новембарске пројекције.

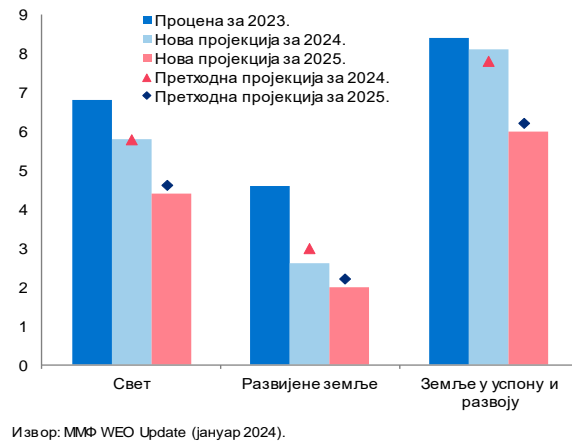
Остали ризици из међународног окружења чини се да су сада ипак мањи него током прошле године, а охрабрује и то што је Међународни монетарни фонд ревидирао навише пројекцију глобалног раста за ову годину за 0,2 процентна поена, на 3,1%, као и да сада процењује да су ризици пројекције уравнотежени

уместо асиметричних наниже. Када је реч о привредној активности у зони евра, нашем најважнијем трговинском партнеру, она је практично стагнирала у другој половини прошле године, због чега се за ову годину прогнозира нешто нижи раст него пре три месеца, али ипак нешто већи него у 2023. години. Према пројекцији Европске централне банке, привредни раст зоне евра ове године износиће 0,8%, а сличну пројекцију има и Међународни монетарни фонд.

Графикон 13. Корекције пројекција раста БДП-а зоне евра за 2024. и 2025. (у %)



Графикон 14. Ревизија пројекција инфлације по економским регионима за 2024. и 2025. (у %)



Узимајући све наведено у обзир, Народна банка Србије ће наставити да прати и анализира трендове на међународном робном и финансијском тржишту и да одлуке о будућој монетарној политици доноси у зависности од брзине успоравања инфлације и кретања њених кључних фактора, као и од процене ризика, који се за сада и у случају инфлације и бруто домаћег производа оцењују као симетрични. Притом, задржаћемо принцип опрезности у доношењу одлука, како бисмо осигурали да се инфлација одрживо креће у границама циља. Пратићемо и оцењивати дешавања у међународном окружењу, као и одлуке централних банака и пратити њихове ефекте на нашу економију, али се нећемо угледати на друге нити преписивати туђа решења. Свесни смо да нема пречица до успеха и зато ћемо, као и до сада, бити спремни за различита изненађења из међународног окружења и одлуке доносити тако да оне буду у општем интересу. То је једини начин да нашој привреди обезбедимо услове за ефикасно функционисање, конкурентност и профитабилност, даљи раст запослености и зарада, а тиме и наставак убрзаног напретка Србије и бољи живот свих наших грађана.

У наставку конференције отворени смо за ваша питања.