



НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

Уводна реч на презентацији  
Извештаја о инфлацији – мај 2023.

---

Др Жељко Јовић, вицегувернер

Београд, 17. мај 2023.

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

Добро дошли на презентацију мајског Извештаја о инфлацији, на којој ћемо вам представити актуелна макроекономска кретања, наше нове макроекономске пројекције, као и мере које смо предузимали у периоду од претходног извештаја.

На самом почетку конференције, желим да нагласим неколико кључних чињеница у вези са актуелним макроекономским кретањима и нашим новим пројекцијама.

- **Прво, податак о априлској међугодишњој инфлацији у Србији од 15,1% потврђује да је врхунац инфлације иза нас и да претходно предузете мере монетарне политике дају резултате. Иза нас је врхунац не само укупне већ и базне инфлације.** На то да наше мере дају резултате указује и стабилизација инфлационих очекивања за годину дана унапред, као и задржавање средњорочних инфлационих очекивања финансијског сектора у границама циља. Наше виђење инфлације у наредном периоду непромењено је и у односу на фебруар. У наредним месецима инфлација ће наставити да опада, при чему би требало да се крајем ове године нађе на двоструко нижем нивоу него што је била током првог тромесечја. Повратак инфлације у границе циља од  $3 \pm 1,5\%$  и даље очекујемо средином 2024.
- **Друго, упркос нешто слабијем резултату у првом тромесечју, пројектовану стопу раста бруто домаћег производа за ову годину од 2,0% до 3,0% нисмо мењали.** Разлог су пре свега спољнотрговинска кретања која надмашују сва очекивања и наставак високог прилива страних директних инвестиција. **Структура пројектованог раста нешто је другачија и повољнија са становишта обезбеђења одрживости привредног раста.** Сада очекујемо позитиван допринос нето извоза, као и позитиван допринос приватних инвестиција, што у нашој фебруарској пројекцији није био случај.
- **Треће, услед већ поменутог снажног поправљања салда робне размене и повећања суфицита у размени услуга, укупна платнобилансна кретања од почетка ове године знатно су повољнија од очекиваних.** Дефицит текућег рачуна, који је сезонски уобичајено

највиши у првом тромесечју, од јануара до марта износио је свега 0,7% бруто домаћег производа. Смањењу дефицита текућег рачуна допринео је нижи увоз енергената, пре свега гаса, али и наставак раста извоза робе и услуга по високим стопама захваљујући ефектима инвестиција из претходног периода и опоравку производње у сектору енергетике. С обзиром на знатно нижи дефицит текућег рачуна у првом тромесечју од очекиваног, сада пројектујемо да ће његово учешће у бруто домаћем производу на нивоу године износити око 4,5%, што је повољније од очекивања из фебруара, при чему процењујемо да је велика вероватноћа да ово учешће буде и ниже.

- Даље, **очувана и ојачана стабилност домаћег банкарског сектора, коју потврђују висока капитална адекватност од 20,5% и показатељ проблематичних кредита који је спуштен на нови најнижи ниво до сада, од 3% на крају марта**, указује на то да се у нашем случају истовремено очување ценовне и финансијске стабилности не доводи у питање. Другим речима, наше мере узимају у обзир чињеницу да је инфлација у Србији претежно вођена шокovima на стани понуде из међународног окружења и одмерене су тако да трошкови отплате кредита не утичу на квалитет активе банака и раст проблематичних кредита, а да ипак ограниче прекомерни раст тражње за кредитима.
- На крају, али можда и најважније, **показали смо високу отпорност на шокове вишедимензионалне кризе с којом се суочавамо више од три године, што неретко истичу све релевантне међународне институције и рејтинг агенције**. То је потврђено кретањем кључних макроекономских показатеља. Поред рекордног прилива страних директних инвестиција од близу 7% бруто домаћег производа годишње, који се наставља и у овој години, најважнији показатељи наше отпорности јесу и висок и производно распрострањен раст извоза робе и услуга, који је упркос смањеној екстерној тражњи прошле године достигао 38 милијарди евра, а који би ове године требало да премаши 42 милијарде евра. Отпорност је потврђена и тиме што је обезбеђена одрживост јавних финансија, као и рекордан ниво девизних резерви од 21,6 милијарди евра у априлу. То је резултат одговорне економске политике Владе Републике Србије и Народне банке Србије, пуне

координације монетарне и фискалне политике и спроведених структурних реформи.

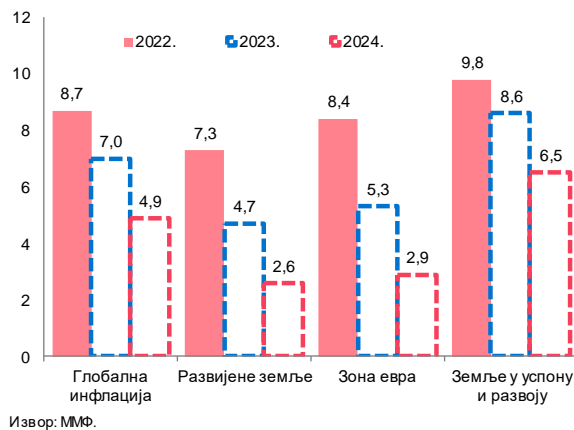
У наставку конференције представимо детаљније макроекономска кретања и наше нове пројекције.

\*\*\*

Као и обично, почећемо од дешавања у међународном окружењу, јер она у великој мери опредељују и домаћа макроекономска кретања и наше одлуке монетарне политике.

Иако је оптимизам који је владао почетком године у погледу повољнијих изгледа глобалног привредног раста и могућности бржег снижавања глобалне инфлације спласнуо у одређеној мери након недавних проблема у појединим банкарским групама у развијеним земљама света, ризици се и даље могу оценити као мање изражени у односу на прошлу годину. Наведени проблеми у међународним банкарским секторима за последицу су имали благу корекцију наниже глобалног привредног раста за ову годину, на 2,8%, према оцени Међународног монетарног фонда. Када је реч о ризицима, важно је истаћи да су они знатно мањи у погледу снабдевања Европе енергентима, при чему у исто време попуштају глобални трошковни притисци, застоји у глобалним ланцима снабдевања настављају да се решавају, а мањи су и ризици да ће свет ући у рецесију. Поред тога, изгледи за раст зоне евра, која је наш најзначајнији трговински партнер, поправљени су у периоду од претходног извештаја, пре свега услед исказане веће отпорности на енергетску кризу од очекиване. Према оцени *Consensus Economics*-а из априла, ове године очекује се привредни раст зоне евра од 0,7%, што је и претпоставка наше нове пројекције и ревизија навише у односу на очекивања о стагнацији у пројекцији из фебруара. Бржи раст зоне евра од претходно очекиваног требало би позитивно да се одрази и на наш извоз, као и на приватне инвестиције.

Графикон 1. Пројекција глобалне инфлације за 2023. и 2024. (у %)

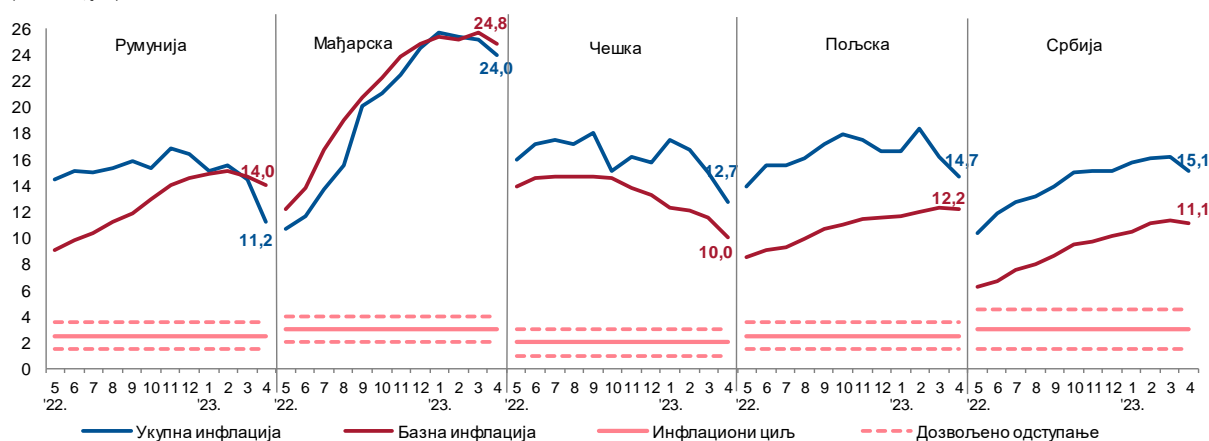


Графикон 2. Притисци у глобалним ланцима снабдевања и цене прекоморског контејнерског транспорта (индекс, исказано у стандардним девизијама)



Даљи пад светских цена гаса и струје и решавање застоја у глобалним ланцима снабдевања резултирали су успоравањем укупне инфлације у све већем броју земаља с вишедеценијски највиших нивоа. Међутим, још увек је рано да централне банке прогласе коначну победу над инфлацијом, јер индиректни ефекти повећаних цена енергената и индустријских сировина у претходном периоду, заједно са снажним тржиштем рада, још увек утичу на раст базне инфлације у многим земљама, укључујући и зону евра. Због тога је и Европска централна банка наставила да повећава референтну каматну стопу чинећи глобалне финансијске услове затегнутијим, а исто је учинио и Систем федералних резерви. Ипак, постепено се смањује темпо повећања каматних стопа, уз оцену централних банака да ће будуће одлуке зависити од података који буду пристизали. У већини земаља повратак инфлације у границе циља не очекује се пре 2025. У контексту утицаја увозне инфлације на инфлацију у Србији, важно је нагласити да је он јачи него што то показује податак о инфлацији у зони евра, јер и унутар зоне евра постоји одређени степен дивергенције, при чему је инфлација виша управо у земљама с којима појединачно остварујемо најјаче везе, у Немачкој и Италији. Поред тога, висока је и инфлација у земљама Европске уније ван зоне евра, које су такође наши значајни трговински партнери, попут Мађарске, Чешке и Румуније.

Графикон 3. Кретање индекса потрошачких цена за изабране земље средње и југоисточне Европе  
(мг. стопе, у %)



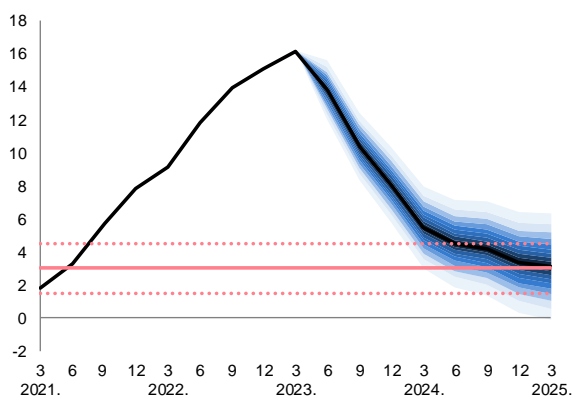
Извор: централне банке изабраних земаља.

\*\*\*

Међугодишња инфлација у Србији у априлу смањена је на 15,1%, што је у складу са нашим очекивањима. Такође, и базна инфлација бележи успоравање на ниво од 11,1%. Допринос смањењу укупне инфлације потекао је од свих њених кључних компонената, а највише од хране и енергије, које су у претходним месецима и највише водиле инфлацију. Притом, и даље близу две трећине доприноса инфлацији потиче од цена хране и енергената, јер су индиректни ефекти повишених трошкова производње и високих цена енергената из претходног периода и даље присутни. Завршетак њиховог преноса, уз очекивани даљи пад цена примарних производа и попуштање глобалних трошковних притисака, треба да подржи наставак процеса дезинфлације.

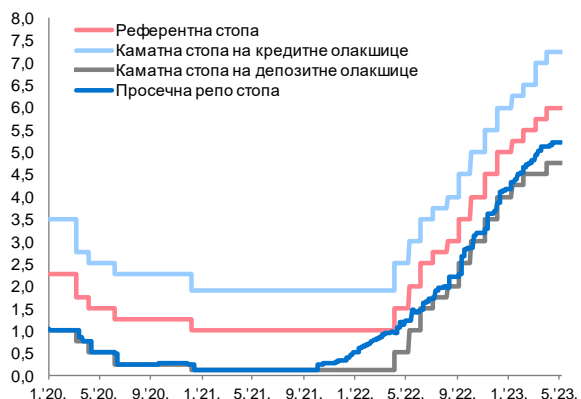
**Имајући то у виду, процењујемо да ће инфлација наставити да се креће опадајућом путањом до краја периода пројекције, уз знатнији пад у другој половини ове године и повратак у границе циља средином 2024, што је непромењено у односу на нашу пројекцију из фебруара.** У смеру ниже инфлације, према нашој процени, деловаће и досадашње заоштравање монетарних услова, успоравање увозне инфлације, као и нижа екстерна тражња у условима очекиваног успоравања глобалног привредног раста.

Графикон 4. Пројекција инфлације  
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

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



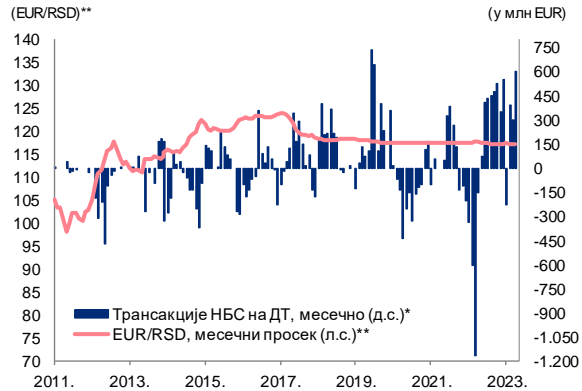
Извор: НБС.

Народна банка Србије је на састанцима у марту и априлу наставила да повећава референтну каматну стопу, на ниво од 6,00%. Такве одлуке донете су с циљем да се ограниче секундарни ефекти претходно високих трошковних притисака из међународног окружења на раст цена на домаћем тржишту преко инфлационих очекивања, као и да се осигура да се инфлација средином 2024. врати у границе циља. На састанку у мају, узимајући у обзир да су глобални трошковни притисци додатно смањени, донели смо одлуку да каматну стопу задржимо на непромењеном нивоу. Уколико буде потребно, Народна банка Србије не искључује могућност даљег повећања референтне каматне стопе, али указује и да постоји простор за даље повећање просечне пондерисане репо стопе до нивоа референтне каматне стопе, што је омогућено флексибилним оквиром монетарне политике, који примењујемо од децембра 2012.

Истовремено, одржавањем релативне стабилности курса динара према еврџ доприносимо очувању пословног и инвестиционог поверења на високом нивоу, ограничавању ефеката преливања раста увозних цена на домаће цене, као и укупној макроекономској стабилности у условима повећане глобалне неизвесности. Апрецијацијски притисци који трају од маја прошле године, а који су накратко прекинути у јануару, поново преовладавају као резултат повољних спољнотрговинских кретања и високог прилива страних директних инвестиција, тако да је Народна банка Србије на међубанкарском девизном тржишту током четири месеца ове године интервенисала нето куповином девиза у износу од преко једне милијарде евра. Девизне резерве Народне банке Србије, које су на крају априла достигле нови највиши ниво до сада, од 21,6 милијарди евра,

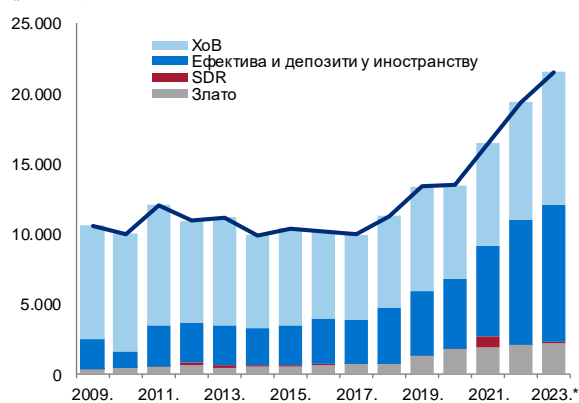
знатно су изнад референтних вредности свих мера које се користе за оцену њихове адекватности. Овакав ниво девизних резерви представља важан стуб одбране наше економије од широког спектра ризика који могу доћи из међународног окружења.

Графикон 6. Кретање курса динара и трансакције Народне банке Србије на девизном тржишту (EUR/RSD)\*\*



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

Графикон 7. Вредности и структура девизних резерви Народне банке Србије (у млн EUR)



Извор: НБС.  
\* Подаци на дан 30. 4. 2023.

Пооштравање монетарних услова Народне банке Србије у претходном периоду определило је даљи раст каматних стопа на међубанкарском тржишту новца и раст каматних стопа на кредите у динарима, указујући на ефикасно деловање трансмисионог механизма путем канала каматне стопе. И каматне стопе на кредите у евро знаку на домаћем тржишту расле су услед даљег заоштравања финансијских услова у зони евра. У складу с тим, кредитна активност према немонетарном сектору наставила је да успорава међугодишњи раст на 3,7% у марту, при чему је то успоравање делом било последица и доспећа кредита из гарантне шеме. **Важно је нагласити и да је учешће проблематичних кредита у укупним кредитима у марту спуштено на нови минимум од 3%, што указује на то да раст трошкова отплате кредита није погоршао квалитет активе банака** и да је финансијска стабилност очувана и у периоду вишедимензионалне кризе с којом се суочавамо у последње три године.



Графикон 8. Кредитна активност према немонетарном сектору

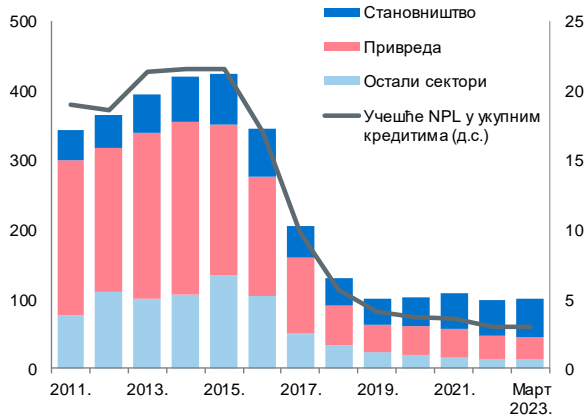
(мг. стопе раста у %, искључен ефекат промене девизног курса)



Извор: НБС.

Графикон 9. Ниво *NPL* и учешће у укупним кредитима, бруто принцип

(у млрд RSD)



Извор: НБС.

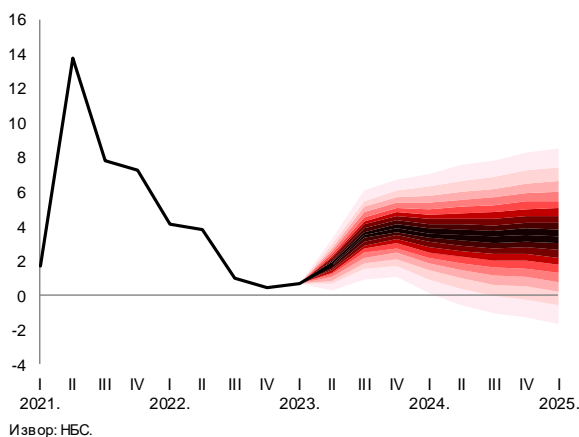
Постепеност у досадашњем повећању референтне каматне стопе осликава чињеницу да је инфлација до сада махом била вођена факторима на страни понуде, као и тежњу Народне банке Србије да се заоштравањем монетарне политике у што мањој мери утиче на привредну активност и остави простор за њен даљи раст.

Према првим проценама Републичког завода за статистику, међугодишњи раст бруто домаћег производа у првом тромесечју износио је 0,7% и био је вођен растом активности у сектору индустрије, пре свега захваљујући опоравку производње у електроенергетском систему, а позитиван допринос потекао је и од услужних сектора, мада у мањој мери него током 2022. Према нашој процени, у остатку године уследиће убрзање раста бруто домаћег производа, чему треба да допринесе и очекивано убрзање активности у зони евра и код наших осталих важних трговинских партнера.

Као што сам на почетку нагласио, **очекивана стопа раста бруто домаћег производа за ову годину од 2,0% до 3,0% непромењена је у односу на фебруар, с тим да је структура раста са становишта његове одрживости повољнија него у фебруару.** Имајући у виду да је привредни раст зоне евра за ову годину коригован навише, као и да су спољнотрговинска кретања у првом тромесечју била знатно повољнија од очекивања, сада очекујемо позитиван допринос нето извоза уместо негативног. Привредни раст ће и даље водити домаћа тражња, пре свега приватна потрошња, захваљујући расту запослености и зарада, али се очекује и благ позитиван допринос (уместо

неутралног) приватних инвестиција, чиме ће укупне фиксне инвестиције задржати учешће у бруто домаћем производу изнад преткризног нивоа и то учешће износиће близу 23%. Под претпоставком опоравка светске економије, а тиме и екстерне тражње од друге половине ове године, као и услед планиране реализације инвестиционих пројеката, пре свега у области путне, железничке, енергетске и комуналне инфраструктуре, од 2024. очекујемо убрзање раста бруто домаћег производа на распон од 3,0% до 4,0%, а затим повратак на претпандемијску путању раста од око 4% годишње.

Графикон 10. Пројекција раста БДП-а  
(мг. стопе, у %)



Графикон 11. Доприноси реалном расту БДП-а,  
расходна страна  
(у п.п.)



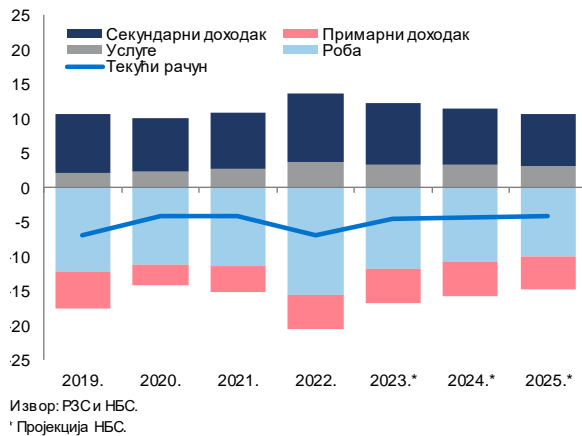
**Дефицит текућег рачуна платног биланса у првом тромесечју износио је свега 112 милиона евра или 0,7% бруто домаћег производа и био је за преко 1,4 милијарде евра нижи него у истом периоду 2022.** Томе је допринео и мањи увоз енергената, у великој мери и због нижих светских цена енергената, али и наставак раста извоза робе и услуга по високим не само номиналним већ и реалним стопама. Раст извоза бележе готово све најважније гране прерађивачке индустрије (са изузетком производње нафте, хемијске индустрије и основних метала), што је потврда отпорности наше економије на смањену екстерну тражњу. Поред тога, захваљујући опоравку производње, али и благој зими, Србија је у првом тромесечју била нето извозник струје, што раније обично није био случај у овом периоду године. С обзиром на знатно нижи дефицит текућег рачуна у првом тромесечју од очекиваног, сада пројектујемо да ће учешће дефицита текућег рачуна платног биланса у бруто домаћем производу на нивоу године бити знатно ниже и да ће износити 4,5%. Надаље, наставиће постепено да се снижава ка нивоу од око 4% у средњем року, као

результат раста извозне понуде по основу инвестиција из претходног периода, али и опоравка екстерне тражње. Према прелиминарним подацима, прилив по основу страних директних инвестиција у четири месеца износио је 1.259 милиона евра и био је виши за 66% међугодишње. Према нашој процени, нето прилив страних директних инвестиција наставиће да у пуној мери покрива дефицит текућег рачуна, као и у претходних осам година, што доприноси одрживости наше екстерне позиције. Притом, очекујемо задржавање високе географске и пројектне распрострањености страних директних инвестиција и њихову највећу усмереност у разменљиве секторе.

Графикон 12. Секторска структура СДИ  
(у млрд EUR)



Графикон 13. Пројекција текућег рачуна  
(у % БДП-а)



Важну улогу у обезбеђењу ценовне стабилности и одрживог привредног раста има одговорна фискална политика. **Фискална политика у Србији планирана је управо тако да се у средњорочном периоду обезбеди наставак смањења фискалног дефицита и учешћа јавног дуга у бруто домаћем производу, уз задржавање капиталних инвестиција државе на нивоу од око 6% до 7% бруто домаћег производа, а да се притом не генеришу додатни инфлаторни притисци.** Томе треба да допринесе усвајање нових фискалних правила, која се у смислу утврђених граница за учешће плата у јавном сектору и пензија у бруто домаћем производу на око 10% већ примењују од ове године. Притом, нижи од очекиваног дефицит опште државе у 2022. и наставак повољних фискалних кретања и у првом тромесечју ове године – уз суфицит примарног биланса од 23 милијарде динара – омогућава већи раст капиталних издатака државе, као и да јавни дуг опада и брже него што је

пројектовано Ревидираном Фискалном стратегијом за 2023. са пројекцијама за 2024. и 2025.

*Даме и господо, драге колеге,*

Нема сумње да је вишедимензионална криза која траје више од три године вероватно најтурбулентнији период у новијој светској економској историји и да је оставила снажне ожигљке на глобалну економију. Међутим, важно је нагласити да је наша економија до сада показала изузетну отпорност на неповољна дешавања и да су негативни ефекти сведени на најмању могућу меру. С обзиром на то да главни ризици по инфлацију и остала економска кретања и даље долазе из међународног окружења, Народна банка Србије ће наставити да прати и анализира трендове на међународном робном и финансијском тржишту и да процењује њихов утицај на нашу привреду. Одлуке монетарне политике ће зависити од података о кретању кључних фактора инфлације и из домаћег и из међународног окружења који буду пристизали, при чему ће се узимати у обзир и ефекти досадашњег заоштравања монетарне политике, као и време које је потребно да се они испоље у пуној мери.

На крају, желим да истакнем да ће Народна банка Србије, као и у претходном периоду, остати усредсређена на добробит земље као целине, а ту добробит обезбедиће повратак инфлације у границе циља, уз што је могуће веће очување простора за привредни раст, раст запослености и животног стандарда свих наших грађана.