



НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

Уводна реч на презентацији
Извештаја о инфлацији – август 2022.

Др Јоргованка Табаковић, гувернер

Београд, 17. август 2022.

Даме и господо, поштовани представници медија, драге колеге,

Добро дошли на презентацију августовског Извештаја о инфлацији.

У току данашње презентације изнећемо наше оцене економских кретања и наше најновије пројекције инфлације, раста бруто домаћег производа и дефицита текућег рачуна платног биланса – пре свега у овој и наредној години. У Извештају о инфлацији који је пред вама покушали смо да дамо и најсвеобухватнију анализу ризика до сада, имајући у виду да су умирујући тонови у свету постали права реткост. А сви ти тонови доприносе да робним и финансијским тржиштима наставе да владају психолошки фактори. Делује да ће, како год и када год се сукоб заврши, једино Европа изаћи слабија него што је била. И то је дугорочно највећи проблем с којим се наша земља суочава. Упркос чињеници да смо у претходним годинама повећали географску распрострањеност извоза и инвестиција, и даље највећи део српског извоза иде у Европу и највише инвестиција у Србију долази из Европе. Намерно употребљавам реч Европа, а не само Европска унија. Европа су и Русија и Украјина – и то две највеће земље Европе, што се често заборавља.

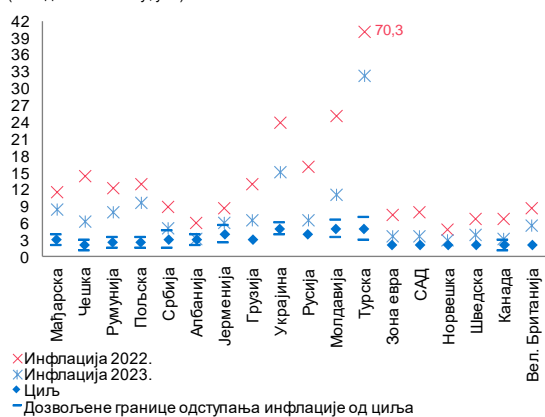
Када је реч о тренутним макроекономским кретањима, на самом почетку желим да нагласим да су се у периоду од нашег претходног извештаја материјализовали неки од кључних ризика пројекције који потичу од фактора из међународног окружења, а које смо и тада истицали. То се за сада није негативно одразило на динамику раста бруто домаћег производа, али јесте на инфлацију и на дефицит текућег рачуна платног биланса. Први од тих ризика односи се на **конфликт у Украјини, који се није смирио, већ је, напротив, дошло до додатног заоштравања геополитичких тензија и по том основу настављен је раст светских цена енергената, које су већ биле на изузетно високом нивоу.** Видимо и назнаке смањеног снабдевања Европе природним гасом. То за последицу има додатно убрзање инфлације на глобалном нивоу и брже заоштравање финансијских услова од очекиваног. Уз то, расту и ризици од уласка две од три највеће економије света у рецесију – Сједињених Америчких Држава и зоне евра – што се одражава и на повећану волатилност на међународном финансијском тржишту и последично мању спремност за инвестирање.

Други ризик који се материјализовао односи се на пољопривредну сезону у Србији, а извесно и у ширем региону. Уместо просечне пољопривредне сезоне, коју смо претпостављали у мају, највероватније ћемо се, другу годину заредом, суочити са сушом, која ће негативно утицати пре свега на род кукуруза, соје, сунцокрета и поврћа.

Материјализација оба кључна ризика која смо истицали у нашим претходним извештајима одражава се и на наше пројекције кључних макроекономских показатеља за Србију, што ћемо детаљније образложити у наставку конференције.

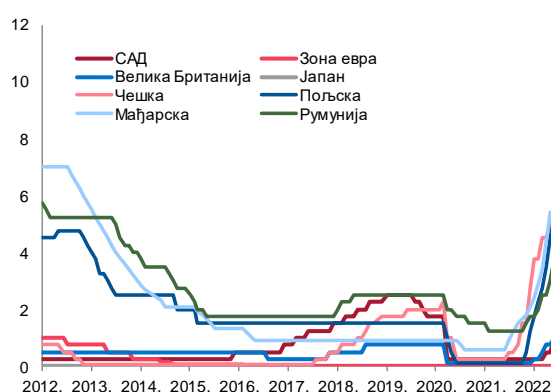
Као што сам на почетку истакла, у периоду од нашег претходног извештаја **инфлација у већини земаља наставља да расте изнад очекивања**, на шта се пре свега одражава раст цена енергената и хране, који је додатно интензивирао избијањем конфликта у Украјини. У појединим земљама на раст инфлације утичу и прегрејана домаћа тражња и фактори с тржишта рада. Поред тога, иако се смањују трошкови међународног прекоморског транспорта, притисци на глобалну инфлацију и даље потичу од застоја у глобалним ланцима снабдевања и несташаца појединих сировина у производњи. Због такве комбинације фактора инфлација се у многим развијеним земљама последњих месеци нашла на вишедеценијским максимумима – у Сједињеним Америчким Државама на највишем нивоу за протекле четири деценије, а у зони евра на највишем нивоу од њеног оснивања. У таквим условима, централне банке и међународне институције настављају да ревидирају навише пројекције инфлације за наредни период. Ипак, већина централних банака и међународних институција оцењује да се у наредном периоду може очекивати постепено смиривање ситуације на тржиштима примарних производа, што би требало да резултира и постепеним успоравањем глобалне инфлације.

Графикон 1. Пројектована просечна инфлација и циљ по земљама (на годишњем нивоу, у %)



Извор: Consensus Forecasts.

Графикон 2. Кретање референтних стопа по земљама (дневни подаци, на годишњем нивоу, у %)



Извор: централне банке изабраних земаља.

Под утицајем високих трошковних притисака претежно из међународног окружења, и инфлација у Србији наставила је да се креће узлазном путањом и у јулу је износила 12,8% међугодишње, од чега је око 70% доприноса потицало од раста цена хране и енергената. Иако смо и у мају, када смо располагали податком о априлској инфлацији, претпоставили да ће инфлација још у неколико наредних месеци наставити да се креће узлазном путањом, интензивирање геополитичких тензија и неповољнији агрометеоролошки услови од очекиваних утицали су на то да цене хране и енергената претходних месеци остваре већи раст од предвиђеног.

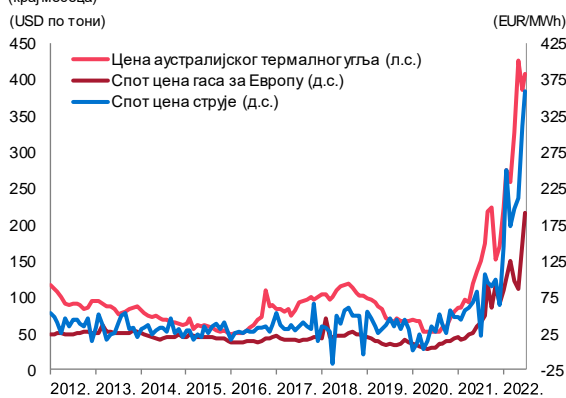
Овом приликом изнећу само неколико података који говоре о ефектима геополитичких тензија на светске цене енергената и примарних пољопривредних производа и размерама енергетске кризе, каква није забележена још од седамдесетих година прошлог века.

- Просечна цена гаса, која је реперна за европско тржиште, у јулу ове године у просеку је износила преко 1.800 долара за хиљаду кубних метара, што је четири пута виша цена него годину дана раније и 16 пута виша цена у односу на просечну за 2020. годину.
- Слично, берзанска цена електричне енергије у земљама зоне евра (Аустрији и Француској) у јулу је у просеку износила 360 односно 400 евра по мегават-сату и била је за око четири односно пет пута виша него годину дана раније, док је светска цена нафте, иако у паду од средине јуна због јачања рецесионих притисака на глобалном нивоу, у јулу у просеку

износила 109 долара по барелу и била је виша за преко 46% него пре годину дана.

- Поред тога, светске цене житарица, мерене индексом ФАО, од почетка године бележе двоцифрен међугодишњи раст, који је у јулу износио око 17%.

Графикон 3. Кретање цена струје, природног гаса и термалног угља (крај месеца)



Извор: Рефинитив и Светска банка.

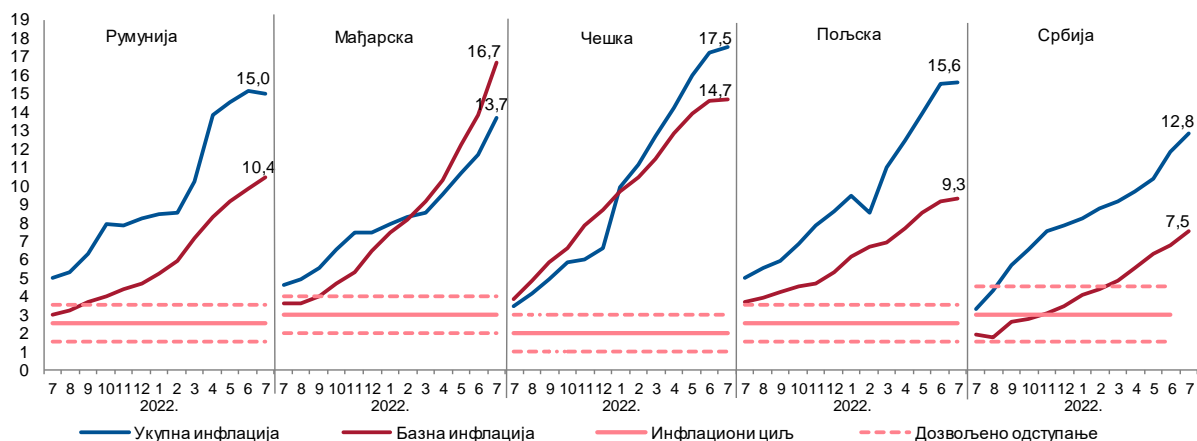
Графикон 4. Кретање светске цене нафте (крај месеца, у USD)



Извор: Блумберг.

С друге стране, базна инфлација (по искључењу цена хране, енергије, алкохола и цигарета), на коју мере монетарне политике највише утичу, кретала се у складу с нашим очекивањима из маја. На раст базне инфлације (на 7,5% међугодишње у јулу) у највећој мери се одражавао даљи раст инфлације у зони евра, али је она и даље била знатно нижа од укупне инфлације, као и од базне инфлације у земљама региона са истим режимом монетарне политике. Снажна кочница већег раста базне инфлације била је одржана релативна стабилност девизног курса и у условима глобално повећане неизвесности на међународном финансијском тржишту, као и задржавање средњорочних инфлационих очекивања

Графикон 5. Кретање индекса потрошачких цена за изабране земље средње и југоисточне Европе (мг. стопе, у %)

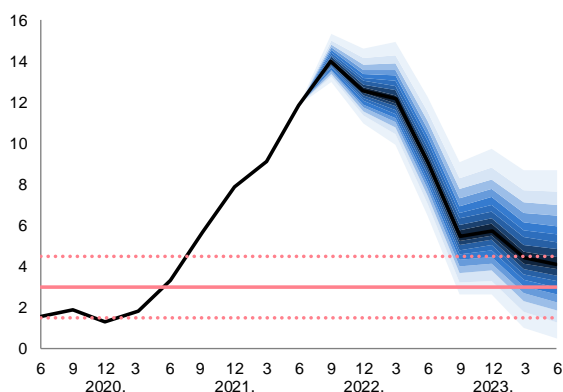


Извор: централне банке изабраних земаља.

финансијског сектора у границама циља од $3 \pm 1,5\%$. Поред тога, према нашој оцени, тражња и услови с тржишта рада још увек не изазивају јаче инфлаторне притиске на домаћем тржишту. То су истовремено и кључни разлози због чега смо умереније од других земаља у региону у режиму циљања инфлације заостравали монетарне услове у претходном периоду.

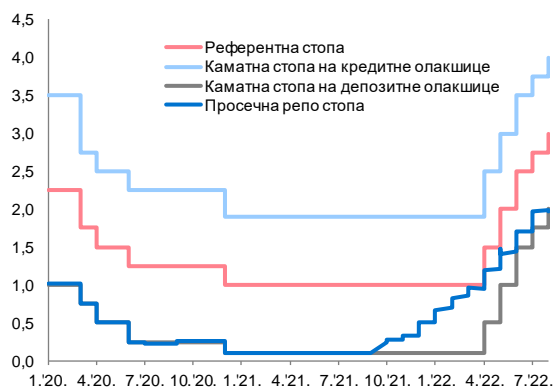
Према нашој новој централној пројекцији, међугодишња инфлација ће током текућег тромесечја ове године достићи врхунац (највероватније у септембру), а затим ће имати опадајућу путању, уз очекивани снажнији пад у другој половини 2023. и повратак у границе циља у првој половини 2024, тј. крајем хоризонта пројекције. У смеру смиривања инфлаторних притисака деловаће досадашње заостравање монетарних услова, очекивано слабљење ефеката глобалних фактора који су водили раст цена енергената и хране у претходном периоду, као и нижа екстерна тражња. У кратком року на то ће утицати и донете економске мере Владе којима је ограничен раст цена хране и енергената на домаћем тржишту. При томе, важно је нагласити да смо у овој пројекцији, као што су то урадиле и друге релевантне међународне институције, попут Међународног монетарног фонда и Европске централне банке, претпоставили да се геополитичке тензије неће даље продубљивати и да се неће прекидати снабдевање Европе гасом из Русије.

Графикон 6. Пројекција инфлације
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

Графикон 7. Кретање референтне и просечне репо стопе
(дневни подаци, на годишњем нивоу, у %)



Извор: НБС.

Даљи раст трошковних притисака и увозна инфлација изнад очекивања утицали су на нашу одлуку да наставимо умерено да поостравамо монетарне услове на домаћем тржишту како би се ограничили секундарни ефекти на инфлациона очекивања и обезбедило да се инфлација у Србији до краја периода пројекције врати у границе циља. У периоду од претходног извештаја референтна каматна

стопа Народне банке Србије коригована је у јуну за 50 базних поена, а затим у јулу и августу за по 25 базних поена, тако да тренутно износи 3%. Као што сам већ истакла, приликом доношења одлука о монетарној политици имали смо у виду да раст домаће инфлације првенствено воде фактори на страни понуде, а не тражње, као и да се пуни ефекти претходно донетих мера монетарног затезања тек очекују. Поред тога, водили смо рачуна и о томе да обезбедимо тзв. меко приземљење (*soft landing*), тј. да услови финансирања наставе да обезбеђују континуитет привредног раста и смањења незапослености.

У прилог томе говори и чињеница да је и у условима умереног заостравања монетарних услова кредитна активност остала важан фактор обезбеђења средстава за производњу и финансирања инвестиција и потрошње. Томе су допринели наставак раста тражње за кредитима, очуван квалитет aktive банака и стабилни извори финансирања. Међугодишња стопа раста домаћих кредита немонетарном сектору у јуну је додатно убрзана у односу на март и износила је 13,1%, уз и даље већи допринос кредита привреди у поређењу с кредитима становништву. Учешће проблематичних кредита у укупним кредитима у јуну је спуштено на нови најнижи ниво до сада од 3,26%, што указује на то да квалитет aktive банака није погоршан ни након престанка примене мера економске помоћи државе и да не представља препреку за наставак раста кредитне активности.

Графикон 8. Кредитна активност према немонетарном сектору

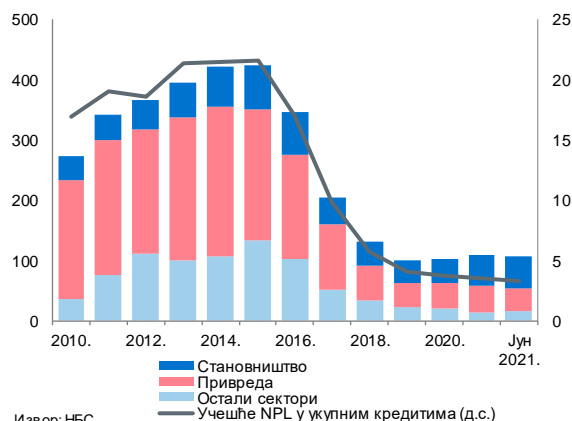
(мг. стопе раста у %, искључен ефекат промене девизног курса)



Извор: НБС.

Графикон 9. Учешће NPL у укупним кредитима, бруто принцип

(у млрд RSD)



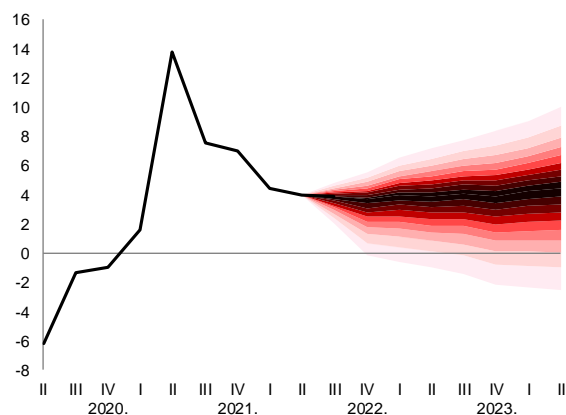
Извор: НБС.

Након релативно високог раста у првом тромесечју, који је, према оцени Републичког завода за статистику, износио 4,4% међугодишње, сличан темпо раста бруто домаћег производа од 4% настављен је и у другом тромесечју, што је изнад наших очекивања изнетих у мају. Посматрано с

производне стране, раст је у највећој мери резултат веће активности у услужним секторима и индустрији, односно потрошње и инвестиција, укључујући и формирање залиха, посматрано с расходне стране. С друге стране, повећан количински увоз енергената, али и опреме и репроматеријала за потребе реализације инвестиционих пројеката одражава се на већи негативан допринос нето извоза од очекиваног. При томе, важно је нагласити и да за сада ескалација кризе у Украјини и смањење екстерне тражње нису имали веће негативне последице на производњу и извоз прерађивачке индустрије у Србији захваљујући константном повећању капацитета у прерађивачкој индустрији и расту извозне понуде по том основу.

Већи раст бруто домаћег производа у другом тромесечју од процењеног у нашој мајској пројекцији највероватније ће компензовати очекивано успоравање привредне активности у остатку године услед погоршаних изгледа глобалног привредног раста и јачања рецесионих притисака у зони евра. Ипак, процењујемо да ће тромесечне стопе раста нашег бруто домаћег производа и у остатку године остати позитивне. **Имајући наведено у виду, пројекцију раста бруто домаћег производа Србије у распону од 3,5% до 4,5% за ову годину нисмо мењали у односу на наша очекивања из маја**, али смо због нижег очекиваног ефекта пренетих тенденција из ове године (тзв. *carry over* ефекта) и снижених пројекција привредног раста зоне евра у наредној години кориговали наниже привредни раст за 2023. за 0,5 процентних поена, на распон 3,5–4,5%. Након тога, очекујемо повратак на претходно очекивану путању раста од око 4–5% годишње, чему би требало да допринесе слабљење ефекта конфликта у Украјини на екстерну

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



Извор: НБС.

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



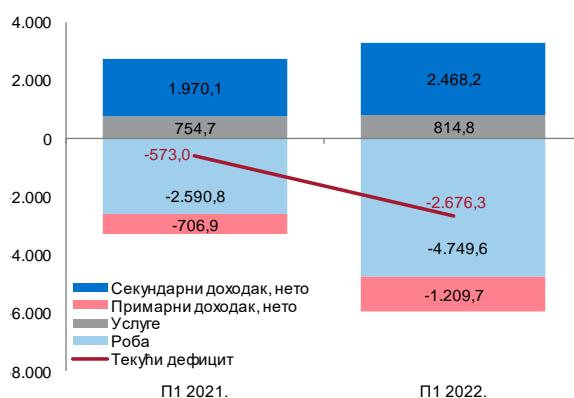
Извор: РЗСи НБС.

* Процена НБС за 2022, 2023. и 2024. годину.

тражњу, као и планирана реализација инвестиционих пројекata, пре свега у области путне, железничке и комуналне инфраструктуре.

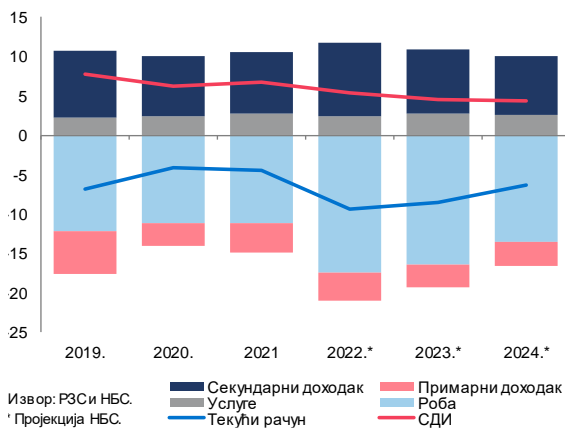
Повећан увоз енергената, у већој мери због раста њихових цена, определио је целокупно повећање дефицита текућег рачуна у првој половини године у поређењу са истим периодом претходне године. Истовремено, то је кључан разлог наше ревизије навише учешћа дефицита текућег рачуна у бруто домаћем производу у овој години на нешто преко 9%. У средњем року, раст извозних капацитета, уз очекивано смањење негативних ефеката екстерне тражње и неповољних односа размене, треба да допринесе постепеном смањењу дефицита текућег рачуна и очувању екстерне одрживости. Екстерној одрживости допринеће и наставак релативно високог прилива страних директних инвестиција у Србију, који се у овој години пројектује на око 3,4 милијарде евра (3,3 милијарде евра у нето изразу), што је блиско очекивањима и за наредне године.

Графикон 12. Структура текућег рачуна платног биланса
(у млн EUR)



Извор: НБС.

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



Извор: РЗСи НБС.
* Пројекција НБС.

При томе, важно је нагласити да се прилив страних директних инвестиција од средине априла вратио на нивое које је бележио пре избијања конфликта у Украјини и да је за седам месеци премашио 2 милијарде евра. То је допринело и томе да од маја до краја јула Народна банка Србије на међубанкарском девизном тржишту интервенише нето куповином девиза у износу од 915 милиона евра. Тиме је износ нето продаје, посматрано од почетка године закључно с јулом, смањен на 1,35 милијарди евра. То је допринело и повећању девизних резерви земље на 15 милијарди евра на крају јула (са 14,1 милијарде евра крајем априла), чиме смо створили додатни бафер који може бити искоришћен у случају нових евентуалних криза попут ових с којима се суочавамо у последње две године. С

вама могу да поделим и информацију да су позитивна кретања у погледу наших интервенција на страни куповине девиза и повећања девизних резерви по том основу настављена и у августу и да је од маја до данас нето купљено готово 1,2 милијарде евра.

Даме и господо, драге колеге,

Неизвесност у међународном окружењу већа је него што је била пре три месеца по многим питањима. Неизвесна су пре свега геополитичка дешавања, а тиме и њихов утицај на расположивост и цене енергената, индустријских сировина и хране. Поред тога, јачи и постојанији инфлаторни притисци од очекиваних на глобалном нивоу могли би да наведу централне банке да брже заоштравају монетарне политике, што би за последицу имало веће негативне ефекте на глобални привредни раст. Имајући то у виду, ценимо да су, укупно посматрано, ризици пројекције привредног раста израженији наниже, а инфлације навише.

Народна банка Србије ће и у наредном периоду наставити пажљиво да прати и оцењује факторе из домаћег и међународног окружења, који ће опредељивати и наше будуће одлуке и кораке. У зависности од геополитичких дешавања и кретања кључних фактора инфлације и из домаћег и међународног окружења, процењиваћемо да ли има потребе за додатним заоштравањем монетарних услова или ефекти претходног заоштравања обезбеђују одржив повратак инфлације у границе циља у хоризонту пројекције. Приоритет монетарне политике и даље ће бити обезбеђење ценовне и финансијске стабилности у средњем року, уз подршку даљем расту и развоју привреде, као и даљем расту запослености и повољном инвестиционом амбијенту.

Уводно излагање закључићу речима из саопштења поводом деценије мог рада као гувернера Народне банке Србије, која се навршила овог месеца, а које бих овом приликом поновила. *Србија и људи који је воде показали су да чине све да грађани Србије ову троструку кризу осете најмање. Борили смо се и боримо се да грађанима обезбедимо сигурност и у историјски незабележеним околностима. Подаци говоре да смо одржали стабилност у периоду свих криза, а није их било мало. То потврђују сачувани кључни показатељи за одбрану од шокова, попут одржане релативне стабилности девизног курса, девизних резерви и ликвидности финансијског система, као*

и најнижег учешћа проблематичних кредита. Стабилност у најширем смислу те речи резултат је на који смо нарочито поносни и учинићемо све да ту стабилност очувамо и у наредном периоду, јер у овом послу нема коначних победа – постоји само свакодневни посвећен рад. Наш посао се никада не завршава и само сталност и истрајавање у раду доносе успех и развој.

Сада дајем реч својим колегама из Сектора за економска истраживања и статистику да вам детаљније представе наше нове пројекције.