



НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

Уводна реч на презентацији
Извештаја о инфлацији – новембар 2023.

Др Јоргованка Табаковић, гувернер

Београд, 15. новембар 2023.

Даме и господо, поштовани представници медија, драге колеге,

Добро дошли на презентацију новембарског Извештаја о инфлацији.

Пре него што детаљније образложимо актуелна макроекономска кретања и наше нове пројекције, желела бих да истакнем да су, и поред додатног повећања неизвесности и изазова из међународног окружења, кретања у многим областима или у складу с нашим очекивањима из претходног извештаја или и боља од њих. Ту, пре свега, мислим на следеће:

- Инфлација је у октобру смањена на 8,5% и претходних месеци се креће на нешто нижем нивоу од наших очекивања из августа;
- Захваљујући јаком регулаторном и макропруденцијалном оквиру за банке и одмереном заштравању монетарних услова, очувана је финансијска стабилност и задржано је учешће проблематичних кредита у укупним кредитима близу историјског минимума;
- Раст бруто домаћег производа је у трећем тромесечју убрзао на 3,5% међугодишње, што је изнад наших ранијих очекивања. Имајући у виду повољна кретања, сада пројектујемо да ће привредни раст за годину у целини износити око 2,5%;
- Имамо врло снажно побољшање екстерне позиције – дефицит текућег рачуна платног биланса је у девет месеци ове године износио само 1,6% бруто домаћег производа, тако да га је прилив по основу страних директних инвестиција вишеструко премашио, што је допринело расту девизних резерви на нови рекордни ниво од 24,4 милијарде евра на крају октобра;
- Фискални дефицит ће, захваљујући бољим приходима од планираних и смањењу давања сектору енергетике, у овој години бити нижи од иницијално планираног и износиће око 2,8% бруто домаћег производа, што ће убрзати опадајућу путању јавног дуга.

Такође, на самом почетку желим да истакнем још неколико ствари које сматрам кључним из угла онога што је одговорност и посао Народне банке Србије:

- Пре свега, истичем да је мера ограничавања каматних стопа на стамбене кредите с варијабилном каматном стопом добро одмерена са свих

аспеката. Процењујемо да доношење ове мере и њен ефекат на финансијски резултат банкарског сектора ни на који начин не угрожава пословање банкарског сектора, а доприноси очувању финансијске стабилности спречавањем раста проблематичних кредита. Истовремено, тиме се повећава и расположиви доходак становништва, али треба имати у виду да није реч о суми која може да угрози опадајућу путању инфлације, јер чини свега око 0,3% укупне потрошње домаћинства у Србији у једној години. Може само да допринесе опоравку потрошње, који нам је неопходан како бисмо остварили жељени привредни раст;

- Друго, желим да истакнем да ће се већ у првом или најкасније почетком другог тромесечја следеће године, са опадањем међугодишње инфлације и инфлационих очекивања, реална референтна каматна стопа Народне банке Србије вратити у позитивну територију. Другим речима, чак и задржавањем референтне каматне стопе на садашњем нивоу од 6,5%, Народна банка Србије ће деловати све рестриктивније, чиме снажно доприносимо смањењу инфлације;
- У прилог адекватности и монетарне, али и укупне економске политике Србије говори и позитивна оцена Међународног монетарног фонда о другој ревизији аранжмана који ће, с обзиром на створене резерве, највероватније већ у децембру постати аранжман из предострожности. То доприноси повољном инвестиционом амбијенту, који потврђују и висок прилив инвестиција у реални сектор, велико интересовање страних инвеститора за улагање на скорашњим аукцијама државних динарских хартија од вредности, као и очуван кредитни рејтинг на корак од инвестиционог.

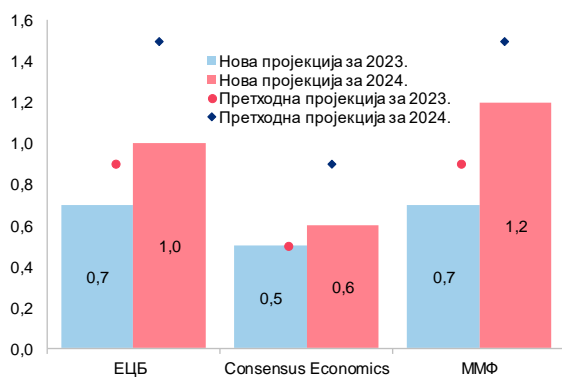
У наставку конференције представићемо детаљније макроекономска кретања у међународном и домаћем окружењу и наше нове пројекције.

Дешавања у међународном окружењу и даље у великој мери опредељују домаћа макроекономска кретања и представљају кључан ризик остварења наших макроекономских пројекција. Већина релевантних међународних финансијских институција слаже се у оцени да се, упркос последицама

пандемије и енергетске кризе, које су изазвале поремећаје на светском тржишту хране и енергената и раст глобалне инфлације, као и заоштравању монетарних услова, светска привреда показала отпорнијом од првобитних очекивања.

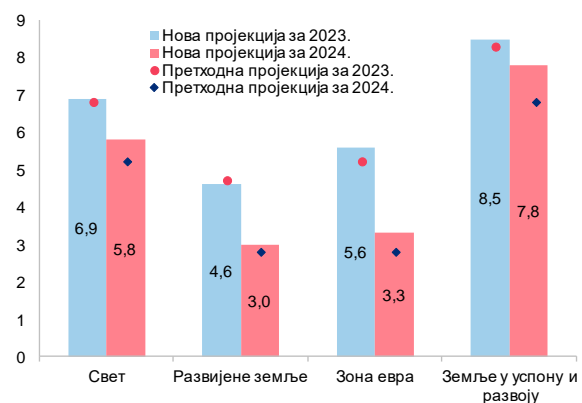
Зона евра, која је наш најважнији трговински партнер, у првој половини године успела је да избегне техничку рецесију, али је, према процени *Eurostat*-а, у трећем тромесечју регистрован благ пад активности, а водећи показатељи доступни на месечном нивоу указују на то да се производна активност и на почетку овог тромесечја налази у фази контракције. Смањена екстерна тражња из зоне евра на нашу економију делује дезинфлаторно, али за последицу може имати и успоравање раста извоза. Ипак, наш робни извоз је, захваљујући расту извозне понуде у девет месеци ове године, забележио релативно високе стопе раста, при чему је око 40% укупног раста резултат раста извоза у Немачку. О томе детаљније можете прочитати у једном од наших осврта у овом броју извештаја. Наредне године, очекивани опоравак Немачке и убрзање привредног раста у остатку зоне евра треба да позитивно делују на раст производње и извоза наше прерађивачке индустрије.

Графикон 1. Корекције пројекција раста БДП-а зоне евра за 2023. и 2024. (у %)



Извор: ЕЦБ (јун и септембар), *Consensus Economics* (јул и октобар) и ММФ (јул и октобар).

Графикон 2. Ревизија пројекција инфлације по економским регионима за 2023. и 2024. (у %)



Извор: ММФ *WEO* (октобар 2023) и ММФ *WEO Update* (јул 2023).

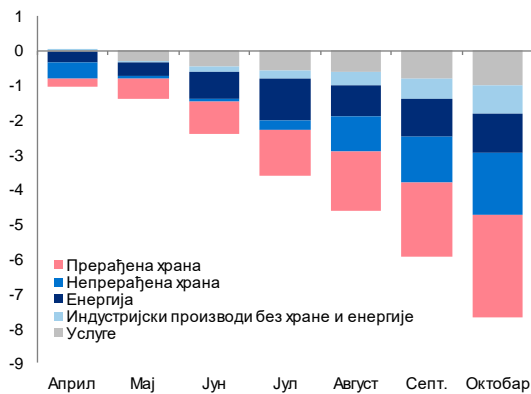
Успоравање глобалне инфлације углавном је вођено смањењем светских цена енергената и хране, али и ефектима претходног заоштравања монетарних услова, што треба да допринесе и нижој домаћој инфлацији у наредном периоду. С обзиром на успостављену опадајућу путању инфлације и њено очекивано кретање у наредном периоду, процењује се да се централне банке развијених земаља највероватније налазе близу краја циклуса заоштравања

монетарних политика. Ипак, због и даље присутних ризика, заоштрени монетарни услови ће бити задржани још неко време, док су, с друге стране, поједине централне банке региона у режиму циљања инфлације већ започеле попуштање монетарних услова или га најављују. О изгледима глобалне и домаће инфлације, факторима који их опредељују, као и о дилемама с којима се суочавају носиоци монетарне политике у тренутним околностима можете прочитати у једном од наших осврта у овом извештају.

Када је реч о ризицима пројекције, на опрезност монетарне политике Народне банке Србије посебно упућују изражене геополитичке тензије у свету, које су додатно интензивирани најновијим дешавањима на Блиском истоку. По том основу повећана је неизвесност на робним и финансијским тржиштима, што је за последицу имало волатилно кретање светске цене нафте претходних недеља, као и умерен раст премије ризика земаља у успону. Ипак, према проценама релевантних међународних институција, ако се конфликт не прошири, по овом основу не треба очекивати неки знатнији ефекат на цене примарних производа, а тиме и на глобалну инфлацију. У нашем осврту о алтернативним сценаријима пројекције можете прочитати о макроекономским ефектима материјализације ризика заоштравања геополитичких тензија, али и њиховом евентуалном бржем решавању од очекиваног.

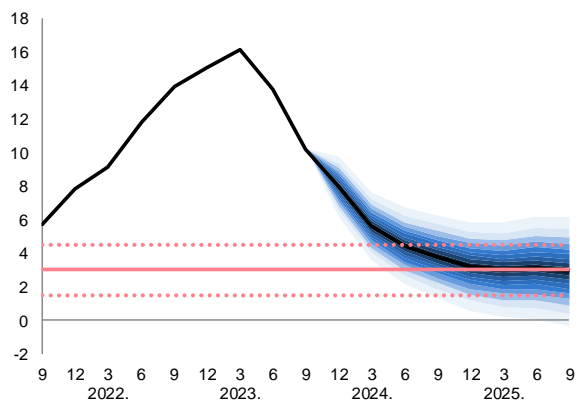
Међугодишња инфлација у Србији се од априла налази на опадајућој путањи, при чему је њен ниво у претходна три месеца био чак и нижи него што смо пројектовали у августовској средњорочној пројекцији. Успоравање инфлације на 8,5% у октобру и повратак на једноцифрени ниво резултат је нижег раста цена хране, али и цена у оквиру базне инфлације (индекс потрошачких цена по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета), које су у октобру успориле раст на 7,3% међугодишње. Таквом кретању базне, а тиме и укупне инфлације, доприноси попуштање глобалних трошковних притисака, заоштравање монетарних услова, као и смањење краткорочних инфлационих очекивања финансијског сектора и привреде.

Графикон 3. Промене доприноса основних компонената ИПЦ-а мг. инфлацији у односу на март (у л.п.)



Извор: РЗСи прерачун НБС.

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



Извор: НБС.

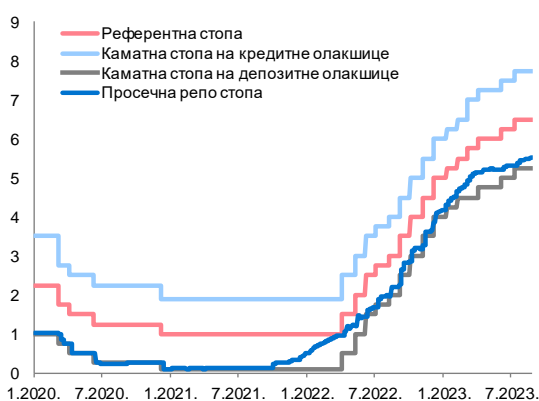
Према нашој новој пројекцији, након што се крајем ове године спусти на ниво од око 8%, међугодишња инфлација ће се у границе циља највероватније вратити средином наредне године, а затим ће наставити да успорава, приближавајући се централној вредности циља крајем 2024. године. Таквом кретању инфлације највише ће допринети ефекти досадашњег заоштравања монетарних услова, слабљење глобалних трошковних притисака, успоравање увозне инфлације и нижа тражња у условима споријег глобалног привредног раста. И поред тога што су у новој пројекцији светске цене нафте више крајем ове и у наредној години услед заоштрених геополитичких тензија, пројекција инфлације за 2024. готово је непромењена у односу на очекивања из августа, чему доприносе бржи од очекиваног пад инфлације у претходна три месеца, као и смањење инфлационих очекивања.

Очекивано кретање инфлације у границама циља у хоризонту монетарне политике и чињеница да се пуни ефекти претходног заоштравања монетарних услова на инфлацију тек очекују у наредном периоду определили су нашу одлуку о задржавању референтне каматне стопе на непромењеном нивоу од 6,5% у периоду од претходног извештаја. Притом, у септембру смо повећали динарску и девизну обавезну резерву како бисмо смањили вишак динарске ликвидности на тржишту. Преношење ефеката претходног заоштравања монетарне политике на каматне стопе на тржишту новца, кредита и штедње, као и на обим кредитирања приватног сектора, указује на ефикасно деловање трансмисионог механизма путем канала каматне стопе и кредитног канала. Смањење инфлационих очекивања финансијског сектора и привреде за годину

дана унапред, као и кретање инфлационих очекивања финансијског сектора и за две и за три године унапред у границама циља Народне банке Србије, указује на то да смо и путем канала очекивања допринели смањењу инфлаторних притисака. Када је реч о кредитирању привреде, треба имати у виду да се и због повећане профитабилности смањује потреба предузећа за кредитима за ликвидност, док кредити за инвестиције настављају да бележе солидан раст од око 4% међугодишње.

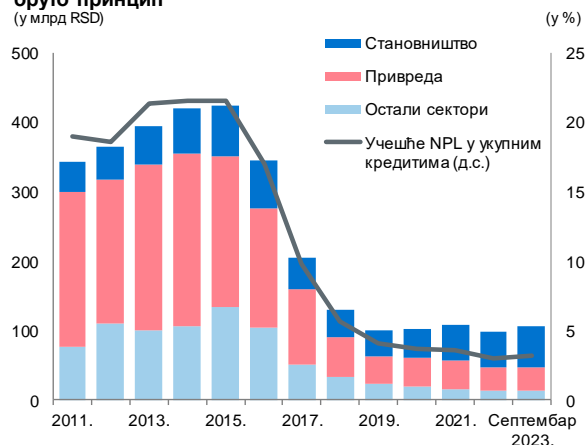
Важно је да нагласимо и да смо монетарну политику заоштравали у континуитету, али постепено, водећи рачуна да ефекте на финансијску стабилност и привредни раст сведемо на најмању могућу меру. При томе, не чекајући да се материјализују ризици од раста каматних стопа у зони евра и утичу на могућност отплате стамбених кредита на домаћем тржишту, а тиме и на финансијску стабилност, у септембру смо донели одлуку да до краја 2024. ограничимо каматну стопу на 4,08% за кориснике првог стамбеног кредита с променљивом каматном стопом чији уговорени износ не прелази 200.000 евра. Учешће проблематичних кредита у укупним кредитима, које је и у септембру износило око 3%, јасно потврђује да је финансијска стабилност очувана, као резултат снажног регулаторног и макропруденцијалног оквира, али и одмереног заоштравања монетарних услова.

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.

Динамика привредног раста у трећем тромесечју убрзава и, према првој процени Републичког завода за статистику, међугодишњи раст бруто домаћег производа износио је 3,5%. Највећи допринос том расту, према нашој процени, дало је грађевинарство, као резултат убрзања реализације инфраструктурних

пројеката. Упркос смањеној екстерној тражњи, повољнија кретања од очекиваних остварују се у прерађивачкој индустрији, чему доприносе инвестиције из претходног периода и раст домаће тражње. Такође, подаци о приносима најважнијих култура указују на то да је овогодишња пољопривредна сезона била изнадпросечна и изнад наших очекивања из августа. Позитиван допринос потиче и од већине услужних сектора. Посматрано с расходне стране, раст у трећем тромесечју био је вођен растом инвестиција, и то првенствено приватних. Такође, позитиван допринос, мада у мањој мери него у првој половини године, дао је нето извоз, као резултат наставка реалног раста извоза робе и услуга и пада увоза.

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



Извор: РЗСи прерачун НБС.
Напомена: процена НБС за Т3 2023.

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



Извор: РЗСи НБС.
* Процена НБС.

С обзиром на повољна кретања у трећем тромесечју, сада процењујемо да ће раст бруто домаћег производа на нивоу године износити око 2,5%, док смо у августу очекивали раст у распону од 2% до 3%, али ближе доњој граници пројектованог распона. Кључан допринос овогодишњем расту бруто домаћег производа потећи ће од нето извоза, и поред очекиваног убрзања увоза робе и услуга и успоравања извоза у четвртом тромесечју. С друге стране, очекујемо стагнацију домаће тражње укупно посматрано. Раст ће остварити фиксне инвестиције, захваљујући повећаној профитабилности привреде, високим приливима по основу страних директних инвестиција, као и инвестицијама државе у саобраћајну инфраструктуру. Позитиван допринос даће и приватна потрошња, услед њеног очекиваног опоравка у четвртом тромесечју по основу раста запослености и зарада у приватном сектору и делу јавног сектора, као и

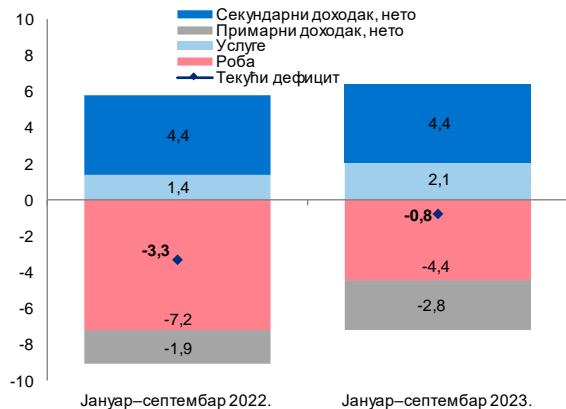
пензија. У супротном смеру, према нашим очекивањима, деловаће смањење залиха.

Са смањењем глобалних инфлаторних притисака, опоравком зоне евра, нашег најважнијег трговинског партнера, и планираним убрзањем реализације инвестиционих пројеката у области саобраћајне, енергетске и комуналне инфраструктуре, у 2024. очекујемо убрзање раста бруто домаћег производа Србије на распон 3–4%, а затим повратак на претпандемијску путању раста од око 4% годишње. Раст ће бити вођен домаћом тражњом, пре свега приватном потрошњом и приватним инвестицијама, чему доприноси смањење инфлаторних притисака, очувано тржиште рада и инвестиционо поверење. Постизање пројектоване стопе привредног раста у 2024. години олакшаће и већи ефекат преноса тенденција (тзв. *carry-over* ефекат) него што смо имали у овој години, који се процењује на 1,5 процентних поена, што је резултат убрзања привредног раста у другој половини ове године.

Побољшање наше екстерне позиције настављено је и у трећем тромесечју, тако да је у девет месеци забележен дефицит текућег рачуна платног биланса од непуних 800 милиона евра, што је за чак 2,5 милијарди евра нижи дефицит него у истом периоду 2022. године и истовремено и најнижи дефицит досад. Највећи утицај на смањење текућег дефицита имао је нижи робни дефицит за 2,8 милијарди евра, што је резултат комбинованог утицаја раста извоза од око 6% и исто толико нижег увоза у условима, између осталог, и мањег дефицита енергетског биланса (за око 1,8 милијарди евра). Смањењу дефицита допринео је и наставак раста извоза прерађивачке индустрије по високим стопама захваљујући инвестицијама у разменљиве секторе, као и раст суфицита у трговини услугама. Притом, у 17 од 23 гране прерађивачке индустрије забележен је раст, а нарочито у гранама везаним за ауто-индустрију, производњу машина, опреме и електронике. И даље пројектујемо да ће дефицит текућег рачуна у овој години износити око 2,5% бруто домаћег производа или да ће чак бити нижи од тога, што је више него двоструко нижи дефицит него у претходној години. Сличну пројекцију изнео је и Међународни монетарни фонд приликом разматрања друге ревизије аранжмана. Према нашој пројекцији, очекивано убрзање инвестиционог циклуса и с тим повезан увоз опреме и репроматеријала, који ће у великој мери ипак бити компензован

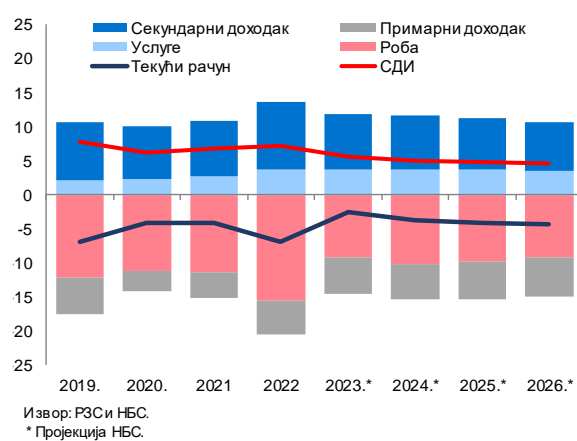
растом извозних капацитета и опоравком екстерне тражње из зоне евра, утицаће на то да се дефицит текућег рачуна у следећој години и средњем року креће око нивоа од 4% бруто домаћег производа, што је ниво који обезбеђује екстерну одрживост.

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



Извор: НБС.

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



Окосницу екстерне одрживости чини и прилив по основу страних директних инвестиција, који је у десет месеци износио преко 3,7 милијарди евра, што је више него у истом периоду претходне године, која је била рекордна, и што вишеструко премашује дефицит текућег рачуна. То је доприносило наставку јачања апрецијацијских притисака и расту девизних резерви земље.

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



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

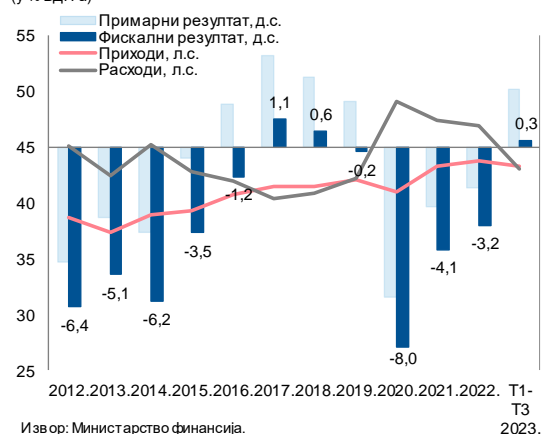


Још једном желим да нагласим да су обезбеђене рекордне девизне резерве и релативна стабилност курса динара према евра, које смо очували током свих претходних епизода повећаних међународних ризика. Оне су биле и остају важан стуб одбране наше макроекономске стабилности током ове глобалне

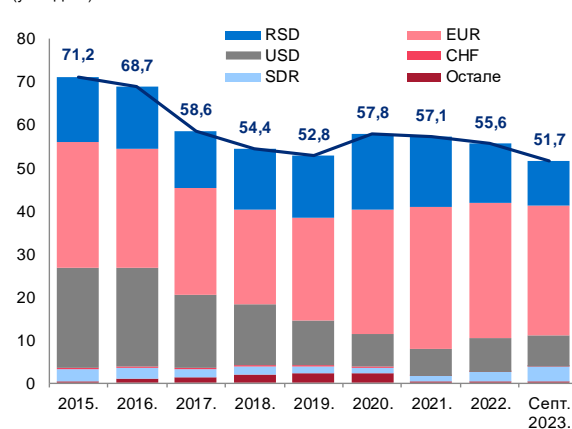
кризе. Скрећем вам пажњу на то да је један од осврта у овом извештају управо посвећен трендовима на девизном тржишту и указује на то да побољшање платнобилансних токова доприноси расту броја домаћих компанија које су продавци девиза, што доприноси повољнијој структури и дубини домаћег девизног тржишта.

У досадашњем току године остварен је фискални суфицит од 0,3% бруто домаћег производа, што је знатно повољнији резултат од иницијално пројектованог. Томе су допринели већи приходи од планираних, пре свега по основу повећане профитабилности привреде у претходној години, и смањена давања енергетском сектору. То је отворило простор за подршку фискалне политике домаћој тражњи, без угрожавања опадајуће путање јавног дуга. Наша процена је да донете фискалне мере на страни расхода (раст плата у делу јавног сектора и исплата пензионерима) неће имати знатнији ефекат на инфлацију, што можете прочитати у осврту о фискалном импулсу који смо припремили у овом извештају. Средњорочним фискалним оквиром, чије важно сидро чине усвојена фискална правила, пројектује се наставак одговорног вођења фискалне политике, уз смањење учешћа дефицита у бруто домаћем производу – са 2,8% у овој години на 1,5% у 2025. Притом, у наредном периоду планира се да знатан део буџетских средстава буде опредељен за повећање инвестиција у саобраћајну инфраструктуру и енергетски сектор, што доприноси расту производног потенцијала наше економије.

Графикон 13. Консолидовани биланс државе - приходи, расходи и резултат (у % БДП-а)



Графикон 14. Јавни дуг (општи ниво државе) (у % БДП-а)



Даме и господо, драге колеге,

Верујем да све претходно наведено јасно показује да је привреда Србије исказала знатну отпорност на бројне изазове из међународног окружења с којима се суочавамо у претходних неколико година. Наравно, ништа се не решава само од себе. Постизање отпорности и одржавање макроекономске стабилности подразумевало је да се води конзистентна и одговорна економска политика, која се спроводи синхронизовано, а делује проактивно тако што на време идентификује потенцијалне проблеме и припреми примерена решења, укључујући и спровођење неопходних структурних реформи, од којих су неке биле и прилично болне.

Ипак, и поред неспорних резултата, наш посао се тиме не завршава. На хоризонту ће се стално појављивати нове могућности и изазови, које треба искористити или савладати, и могу да кажем да у овим временима посебно долази до изражаја реченица коју често истичем – нема коначних победа. Уважавајући то, Народна банка Србије ће и даље пажљиво пратити и анализирати кретања у међународном окружењу, како би што боље проценила њихов утицај на нашу привреду и адекватно и правовремено реаговала. Приоритет нам је повратак инфлације у границе циља, уз очување финансијске стабилности и што је могуће веће очување простора за привредни раст, раст запослености и животног стандарда свих наших грађана.

У наставку конференције отворени смо за ваша питања.