



НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

Говор на презентацији  
Извештаја о инфлацији – мај 2019.

---

Саво Јаковљевић, в. д. генералног директора Сектора  
за економска истраживања и статистику

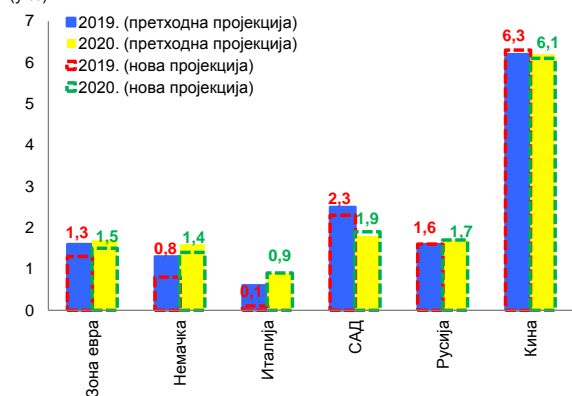
Београд, 15. мај 2019.

У наставку конференције, представимо вам актуелна и очекивана економска кретања у домаћем и међународном окружењу, на којима се заснивају одлуке о монетарној политици Народне банке Србије.

\* \* \*

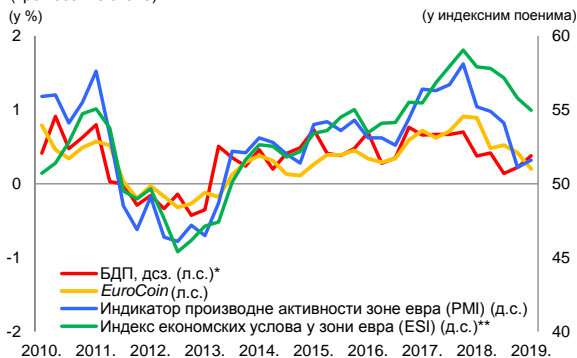
На почетку излагања, укратко бих се осврнуо на кретања у међународном окружењу, које и даље карактерише повећан степен неизвесности и утицај који такав амбијент има на економије земаља у развоју, па самим тим и на токове у нашој земљи. Након наше презентације у фебруару, изгледи за глобални раст поново су смањени, пре свега у кратком року. Ипак, скорашње најаве водећих централних банака да ће нормализација њихових монетарних политика бити спорија, попуштање трговинских тензија и најновији макроекономски подаци указују на то да би глобална кретања у наредном периоду могла бити нешто повољнија од очекиваних. Прогноза раста зоне евра, нашег најважнијег трговинског партнера, коригована је наниже за ову годину, али је раст у првом тромесечју неочекивано убрзан на 0,4%, након 0,2% и 0,1% у претходна два тромесечја. Када су у питању земље нашег региона, које су такође наши важни трговински партнери, очекује се да ће њихов привредни раст, иако благо коригован наниже, и даље бити релативно висок, вођен растом домаће тражње.

Графикон 1. Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2019. и 2020. годину ММФ-а (у %)



Извор: ММФ WEO (април 2019) и ММФ WEO Update (јануар 2019).

Графикон 2. Кретање БДП-а и показатеља економске активности зоне евра (тримесечне стопе) (у индексним поенима)



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

\* Прелиминарна процена Eurostat-а за Т1 2019.

\*\* ESI је стандардизован у односу на PMI.

Изгледи за инфлацију у већини земаља такође су кориговани наниже, пре свега због очекиваног успоравања глобалног раста, при чему постоји ризик у вези с кретањем светске цене нафте. У нашој пројекцији претпоставили смо да ће се инфлација у зони евра кретати у складу с пројекцијом Европске централне банке – испод циља за инфлацију и у наредне две године. Ако се то има у виду, раст наших увозних цена требало би да остане релативно низак.

У контексту очекиваног нижег глобалног раста и споријег раста инфлације, Систем федералних резерви је најавио стрпљивост када је реч о променама монетарне политике, а Европска централна банка нови програм дугорочног финансирања, који ће спроводити од септембра 2019. до марта 2021. године, како би кредитни услови остали повољни. То би требало позитивно да се одрази на услове на међународном финансијском тржишту и на токове капитала према земљама у успону, као и на стабилност на девизним тржиштима ових земаља. Ипак, остаје неизвесно у којој мери ће нормализација монетарних политика водећих централних банака бити спорија и различита од очекивања тржишта, што захтева опрезност, јер то би могло да утиче на нагле промене у глобалним токовима капитала.

Неизвесност у погледу будућих кретања у међународном окружењу односи се и на кретање светских цена примарних производа. Неизвесно је кретање светске цене нафте, која је од почетка године повећана за око 30% (на око 70 долара по барелу), због ограничавања производње водећих светских извозника и геополитичких тензија. Ипак, тржишни учесници не очекују да ће цена нафте знатније расти у наредном периоду. Штавише, према фјучерсима, очекује се да ће она крајем ове године бити на текућем нивоу, а у наредне две године и на нешто нижем нивоу. Према фјучерсима, на светском тржишту се не очекују ни знатније промене цена примарних пољопривредних производа.

Графикон 3. Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент (USD/барел)



Извор: Блумберг.

Графикон 4. Кретање цена примарних пољопривредних производа (USD/t)



Извор: Euronext и прерачун НБС.

Насупрот неизвесности у међународном окружењу, домаће макроекономске услове спровођења монетарне политике карактерише задржавање повољних трендова. У првом тромесечју остварен је фискални суфицит од 11,2 милијарде динара, и то у условима знатно виших капиталних издатака државе и повећаних издатака за плате и пензије, а захваљујући расту економске активности, запослености и зарада. Истовремено, учешће јавног дуга у бруто домаћем производу смањено је на 50,9% крајем марта, а његову силазну путању очекујемо и у наредном периоду.

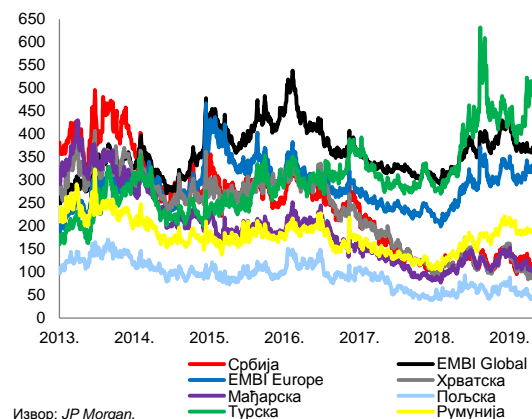
Опадајућа је и путања учешћа спољног дуга у бруто домаћем производу, што, уз висок прилив страних директних инвестиција, доприноси одрживости екстерне позиције земље. Стране директне инвестиције и даље у великој мери покривају дефицит текућег рачуна, на који од почетка године утичу раст инвестиција и слабија екстерна тражња, као и уведене таксе од 100% на производе који се испоручују на Косово и Метохију. Због наставка инвестиционог циклуса, увоз робе је растао нешто брже од извоза. Упркос успоравању екстерне тражње, раст извоза остао је релативно висок захваљујући новим производним капацитетима, као и пласману залиха пољопривредних производа из претходне сезоне. Текући дефицит платног биланса у овој години процењујемо на око 5,0% бруто домаћег производа, а у средњем року очекујемо његово даље смањење, чему ће допринети раније инвестиције у разменљиве секторе. Притом, процењујемо да ће нето прилив страних директних инвестиција у наредним годинама бити стабилан, на нивоу од око 5% бруто домаћег производа, што ће, као и до сада, бити више него довољно за покриће дефицита текућег рачуна.

Побољшана интерна и екстерна позиција земље, уз одржив привредни раст, представља основ за даља побољшања изгледа наше економије. То се и практично потврђује ниском премијом ризика и повољнијим кредитним рејтингом земље, што јача отпорност Србије. Након умерених депрецијацијских притисака у јануару, поновни апрецијацијски притисци, који су преовладавали и током протекле две године, карактеришу кретања на девизном тржишту од фебруара. Како би ублажила прекомерне краткорочне осцилације курса динара према евр, Народна банка Србије је

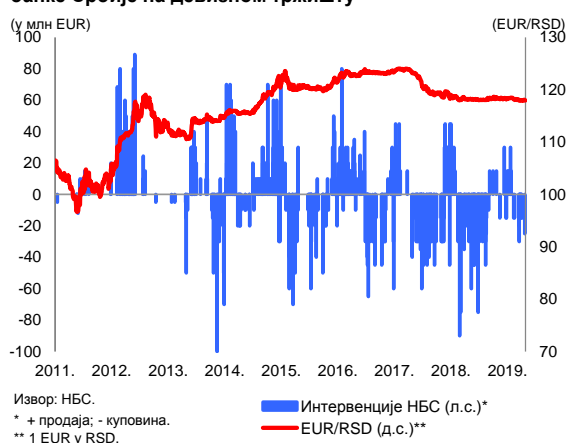
од почетка године интервенисала нето куповином 110 милиона евра, захваљујући чему су повећане девизне резерве земље.

Графикон 5. Показатељ премије ризика – EMBI по земљама

(дневни подаци, у базним поенима)



Графикон 6. Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту



Референтна каматна стопа Народне банке Србије је на минимуму у режиму циљања инфлације (3,0%), што се позитивно одражава на услове финансирања приватног сектора и државе. Каматне стопе на динарске кредите смањене су на нове минимуме, што је, заједно с растом економске активности, зарада и запослености, допринело стабилном расту кредитне активности од 10,1% међугодишње у марту (по искључењу ефекта девизног курса). Ако се из обрачуна изузму и ефекти отписа и уступања проблематичних потраживања, раст кредита је још израженији и износи 12,2%.

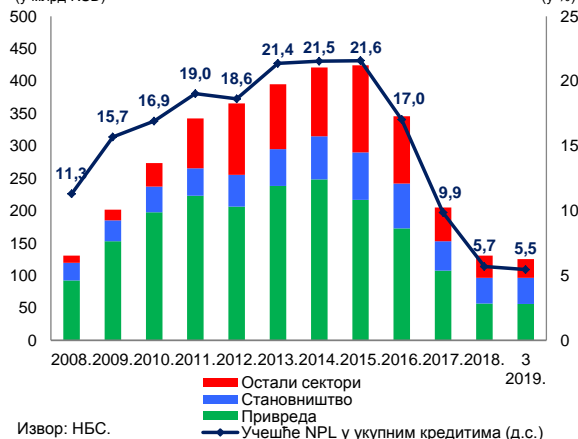
Графикон 7. Кредитна активност и БДП

(мг. стопе, у %)



Графикон 8. Учешће NPL у укупним кредитима, бруто принцип

(у млрд RSD)



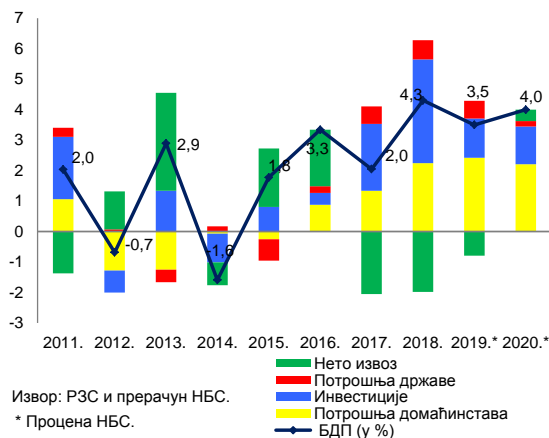
\* \* \*

Економска активност расте осамнаесто узастопно тромесечје и у првом тромесечју 2019. раст остварују сви кључни сектори, изузев пољопривреде, код које је присутан ефекат високе базе из претходне године. Највећи допринос расту у првом тромесечју потекао је од опоравка индустријске производње, на коју је током већег дела 2018. утицало успоравање раста зоне евра. Ипак, ефекат слабије екстерне тражње на индустријску производњу још увек је видљив, па је, уз базни ефекат код пољопривреде, међугодишњи раст бруто домаћег производа у првом тромесечју, према процени Републичког завода за статистику, износио 2,3%.

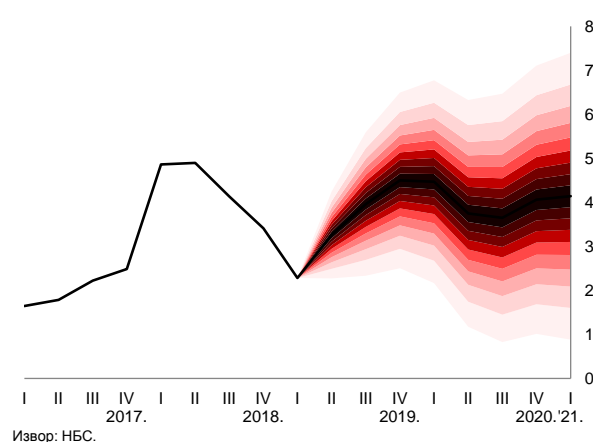
Прогнозу раста бруто домаћег производа за 2019. задржали смо на 3,5%, уз незнатно измењену структуру. Као и у претходној пројекцији, очекујемо да ће раст бити у потпуности вођен домаћом тражњом, код које очекујемо већи раст због повољнијих кретања финалне потрошње и посебно инвестиција од почетка године. С друге стране, као последицу споријег раста зоне евра, очекујемо

нешто већи негативан допринос нето извоза него у претходној пројекцији. У средњем року очекујемо убрзање привредног раста на око 4%, при чему ће раст бити вођен инвестицијама, извозом, као и потрошњом домаћинстава на одрживим основама.

Графикон 9. Доприноси годишњем расту БДП-а (у процентним поенима)



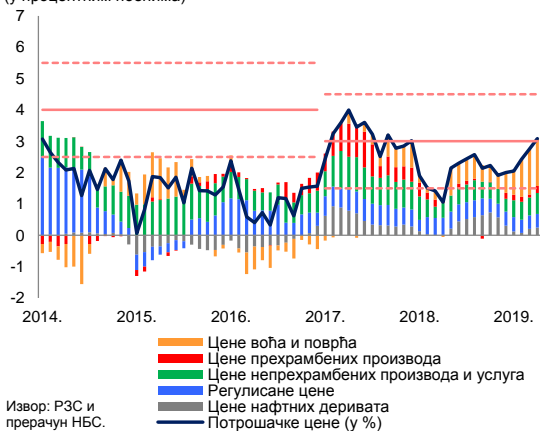
Графикон 10. Пројекција раста БДП-а (међугодишње стопе, у %)



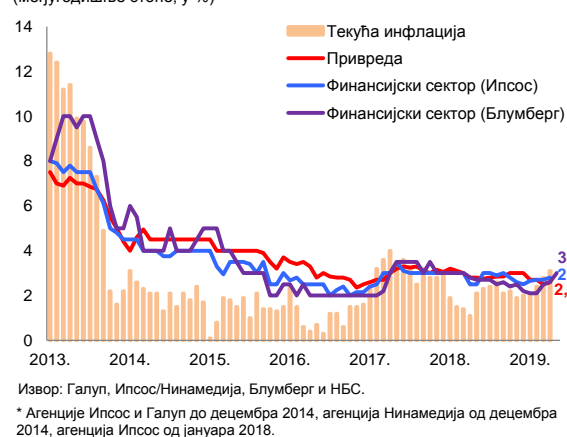
\* \* \*

Инфлација је наставила да се креће у границама циља ( $3,0 \pm 1,5\%$ ) и, у складу с нашим најавама, од почетка године постепено се приближавала централној вредности циља. Притом, преко половине инфлације у априлу од 3,1% међугодишње последица је раста цена поврћа. С друге стране, базна инфлација је остала ниска и од почетка године креће се у распону 1,2–1,4% међугодишње.

Графикон 11. Доприноси компоненти ИПЦ међугодишњој инфлацији (у процентним поенима)



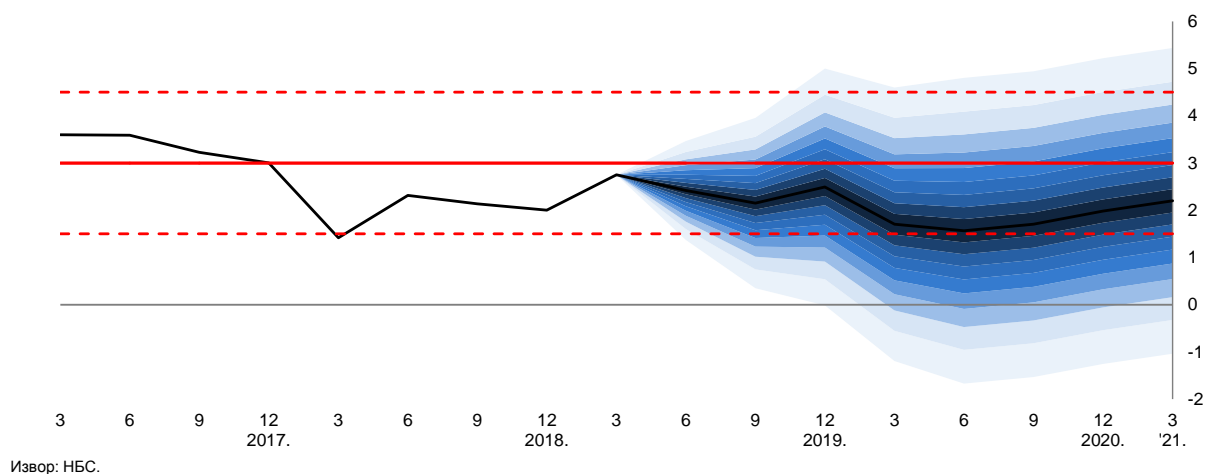
Графикон 12. Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред\* (међугодишње стопе, у %)



**И према мајској централној пројекцији, очекујемо да ће међугодишња инфлација наставити да се креће у границама циља до краја периода пројекције – највероватније у доњем делу циљаног распона.**

Након достизања централне вредности циља у априлу, инфлација ће имати силазну тенденцију, да би се близу доње границе циља нашао током прве половине наредне године, а потом започела постепени повратак ка централној вредности циља.

Графикон 13. **Пројекција инфлације**  
(међугодишње стопе, у %)



Као и у претходној пројекцији, очекујемо да ће главни фактор инфлације током целог периода пројекције бити раст агрегатне тражње. Поред тога, требало би да дезинфлаторни притисци по основу апрецијације динара у претходном периоду постепено слабе, а раст регулисаних цена да буде нешто бржи него претходних година. У смеру ниже инфлације у наредном периоду деловаће висока база код цена поврћа. Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације односи се, пре свега, на кретања на међународном робном и финансијском тржишту, а у одређеној мери и на раст регулисаних цена, при чему ризике остварења пројекције инфлације, заједно посматрано, оцењујемо као симетричне.

\* \* \*

### ***Даме и господо, драге колеге,***

На крају данашњег излагања, желео бих још да истакнем да мајски Извештај о инфлацији садржи четири осврта на актуелне теме:

1. Први осврт посветили смо додатним девизним своп аукцијама, које је организовала Народна банка Србије.
2. У другом осврту емпиријски смо оценили усклађеност економског и кредитног циклуса Србије и зоне евра.
3. У трећем осврту анализирана је динамика биланса штедње и инвестиција у дужем временском периоду.
4. У четвртном осврту анализирали смо кретања на тржишту пољопривредних и прехранбених производа у Србији, што ћемо вам у наставку укратко представити.

Захваљујемо на пажњи.