



НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

Говор на презентацији  
Извештаја о инфлацији – август 2019.

---

Саво Јаковљевић, генерални директор Сектора  
за економска истраживања и статистику

Београд, 14. август 2019.

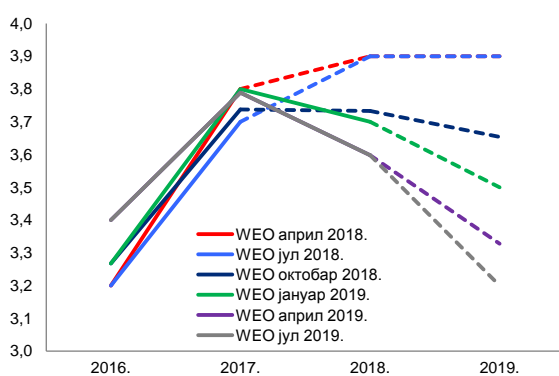
У наставку конференције, представићемо вам актуелна макроекономска кретања у домаћем и међународном окружењу, наше нове пројекције инфлације и економске активности, као и одлуке монетарне политике.

\* \* \*

Излагање бих почео с кретањима у међународном окружењу, јер она и даље представљају један од важнијих изазова за монетарну политику Народне банке Србије, што је случај и код других централних банака земаља у развоју. Забринутост за глобални раст, која се појавила средином прошле године, показала се оправданом – трговина, инвестиције и индустријска производња на глобалном нивоу успорени су од почетка ове године, а трговинске тензије и даље представљају главни ризик у наредном периоду. Међународни монетарни фонд недавно је поново смањио пројекцију глобалног раста и очекује његово успоравање на 3,2% ове године, а затим убрзање на 3,5% наредне године. Ових дана подршка глобалној економији долази у форми промене смера монетарних политика водећих централних банака, што би требало да обезбеди повољније финансијске услове и подстицај глобалној инвестиционој активности.

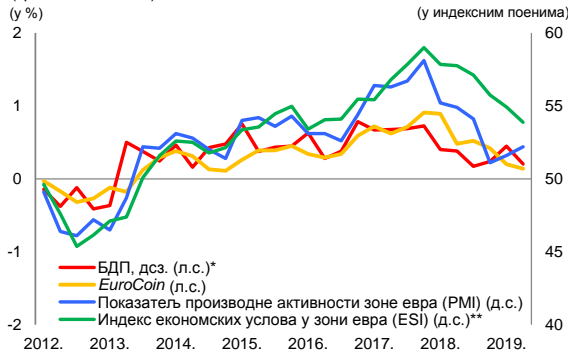
За зону евра, која је наш најважнији трговински партнер, очекује се спорија динамика привредног раста у остатку године, док ће у средњем року преовладати позитиван утицај домаћих макроекономских фундамената, чему ће допринети и најављени монетарни подстицаји Европске централне банке. Када су у питању земље нашег региона, које су такође важни трговински партнери Србије, очекивања су повољнија него пре три месеца захваљујући домаћој тражњи, иако се процењује да ће и њихов раст у овој и наредној години бити нижи него у 2018. години.

Графикон 1. ММФ-ове пројекције глобалног привредног раста за 2018. и 2019. (у %)



Извор: ММФ WEO.

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



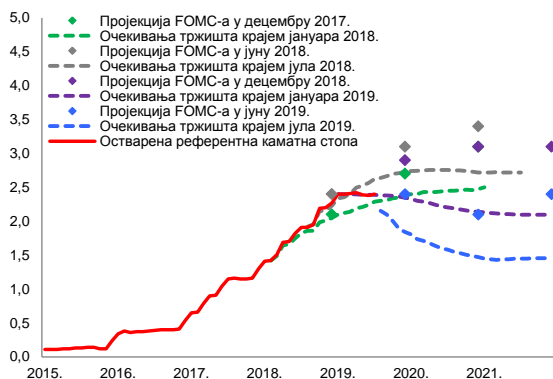
Извор: Eurostat, Markit Group, Banca d'Italia и Европска комисија.

\* Прелиминарна процена Eurostat-а за Т2 2019.

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

У контексту успоравања глобалног раста и ниске инфлације, очекиване путање референтних каматних стопа водећих централних банака ревидиране су наниже. Систем федералних резерви снизио је референтну каматну стопу крајем јула, без јасног изјашњавања о томе да ли је у питању једнократно прилагођавање или ће наставити са њеним даљим смањивањем. Европска централна банка најавила је непромењен или чак нижи ниво својих кључних каматних стопа бар до средине 2020, уз нови програм дугорочног финансирања од септембра. То би требало позитивно да се одрази на услове на међународном финансијском тржишту и на токове капитала према земљама у развоју. Ипак, остаје неизвесно у којој мери ће се наредни потези водећих централних банака разликовати од очекивања тржишта, што захтева опрезност због могућег утицаја на глобалне токове капитала.

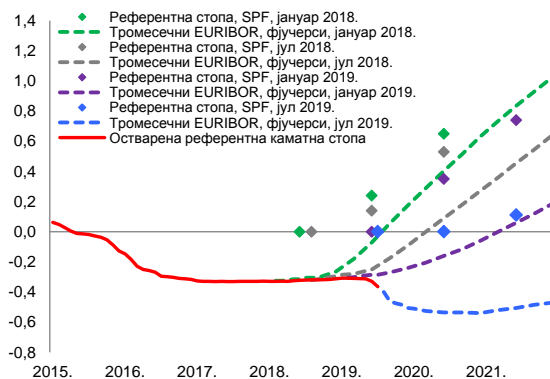
Графикон 3. Очекивана референтна каматна стопа ФЕД-а\* (на годишњем нивоу, у %)



Извор: ФЕД и Блумберг.

\* Очекивања тржишта базирана на фјучерсима.

Графикон 4. Очекивана референтна каматна стопа ЕЦБ-а\* и фјучерси за тромесечни EURIBOR (на годишњем нивоу, у %)



Извор: ЕЦБ и Блумберг.

\* ECB Survey of Professional Forecasters (SPF).

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 у мају достигла 74 долара по барелу, али је након тога смањена на око 60 долара по барелу, због слабљења глобалне тражње и раста производње у САД. Према фјучерсима, не очекују се знатније промене цена нафте до краја ове године, као ни у наредне две године. Фјучерси не указују ни на знатније промене цена примарних пољопривредних производа на светском тржишту.

Графикон 5. Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент (USD/барел)



Извор: Блумберг.

Графикон 6. Претпоставка о кретању светских цена примарних пољопривредних производа (Т4 2013 = 100)



Извор: CBOT, Euronext и прерачун НЕС.

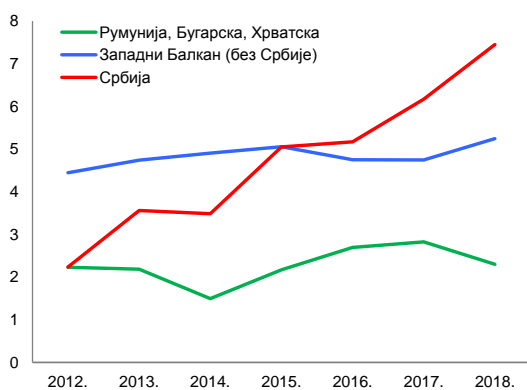
Насупрот неизвесности у међународном окружењу, домаће макроекономске услове за спровођење монетарне политике карактерише задржавање повољних трендова. Тренд добрих фискалних резултата настављен је и у првој половини ове године, с фискалним суфицитом од 0,7% бруто домаћег производа. Повољним фискалним кретањима доприноси раст економске активности и профитабилности привреде, као и позитивна кретања на тржишту рада. Знатан раст капиталних издатака државе и раст плата у јавном сектору и пензија представљају изворе финансирања инвестиција и потрошње, али не у мери у којој би то изазвало веће инфлаторне притиске и прекинуло опадајућу путању учешћа јавног дуга у бруто домаћем производу, које је смањено на 51,4% крајем јуна. Уједно, смањен је валутни ризик и ризик рефинансирања, с обзиром на то да је учешће динарског дела јавног дуга повећано на 27%, а доларског дуга смањено на 22%, захваљујући превременој отплати дела дуга по основу еврообвезница које доспевају у наредне две године.

Смањено је и учешће спољног дуга у бруто домаћем производу, што заједно с приливом страних директних инвестиција, који је међу највишима у региону, доприноси одрживости екстерне

позиције земље. Стране директне инвестиције, са учешћем од 9% у бруто домаћем производу у првих шест месеци ове године, настављају да у пуној мери покривају дефицит текућег рачуна, који је и даље под утицајем раста инвестиција и слабије екстерне тражње. Упркос успоравању екстерне тражње, раст извоза остао је релативно висок захваљујући новим производним капацитетима, као и пласману залиха пољопривредних производа из претходне сезоне. Увоз робе је растао нешто брже од извоза и, као и у претходном периоду, био је одређен вишим увозом репроматеријала и опреме. У условима раста потрошачке тражње бележи се и раст увоза потрошне робе.

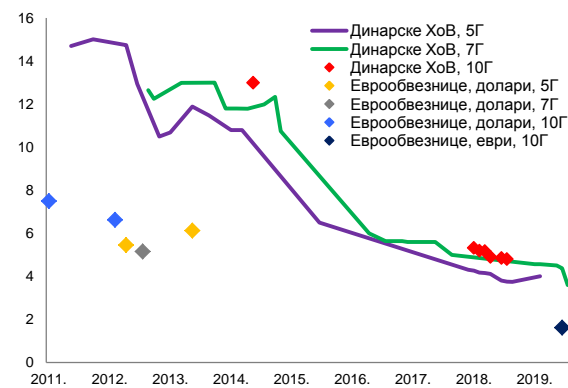
На нивоу године, процењујемо да ће учешће дефицита текућег рачуна платног биланса у бруто домаћем производу бити слично прошлогодишњем, док у средњем року очекујемо његово даље смањење, имајући у виду инвестиције које су биле усмерене у разменљиве секторе. Такође, очекујемо да ће текући дефицит и у наредним годинама бити више него покривен страним директним инвестицијама.

Графикон 7. Нето прилив СДИ у Србију и земље региона (у % БДП)



Извор: НБС, сајтови централних банака и Eurostat, прерачун НБС.

Графикон 8. Каматне стопе на примарном тржишту динарских државних ХоВ и на еврообвезнице (на годишњем нивоу, у %)

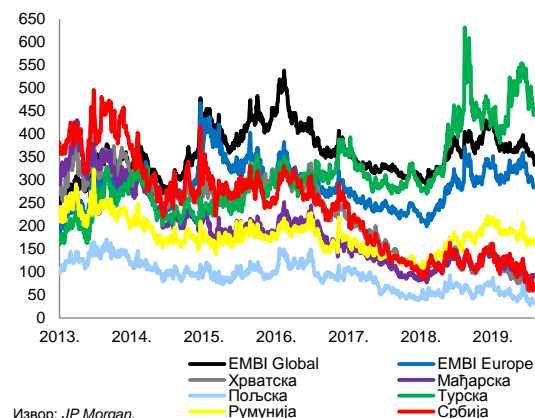


Извор: Министарство финансија.

Побољшана интерна и екстерна позиција земље, уз одржив привредни раст, представља основ за даља побољшања изгледа наше економије. На то указују бројни показатељи, пре свега спремност инвеститора на дугорочна улагања у Србију, и то по стопама приноса које се константно смањују. Такође, премија ризика Србије налази се међу најнижима у региону – она је током јула пала испод 60 базних поена, што је њен најнижи ниво откад се прати. Апрецијацијски притисци, који су преовладавали и у претходном периоду, појачани су од јуна, а Народна банка Србије је интервенисала ради ублажавања прекомерних краткорочних осцилација курса динара према евр. Од почетка године Народна банка је на девизном тржишту купила 1,8 милијарди евра у нето износу, захваљујући чему су повећане девизне резерве земље.

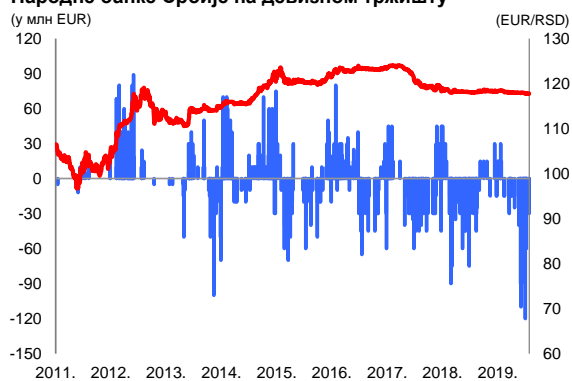
Графикон 9. Показатељ премије ризика – EMBI по земљама

(дневни подаци, у базним поенима)



Графикон 10. Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту

(у млн EUR)



Извор: НБС.

\* + продаја; - куповина.

\*\* 1 EUR у RSD.

Интервенције НБС (п.с.)\*

EUR/RSD (д.с.)\*\*

Одрживост смањених неравнотежа, чврста контрола инфлације шесту годину заредом, као и све извесније ублажавање монетарних политика водећих централних банака, определили су одлуке Извршног одбора у јулу и августу о смањењу референтне каматне стопе за по 25 базних поена, на нови најнижи ниво у режиму циљања инфлације (2,5%). То би требало позитивно да се одрази на услове финансирања и даље смањење каматних стопа на динарске кредите. Заједно с растом привредне активности, зарада и запослености, смањење каматних стопа ће допринети наставку стабилног раста кредита приватном сектору, који су у јуну били већи за 9,4% међугодишње. Уз наставак активности на решавању проблематичних кредита, раст кредитне активности је допринео даљем паду учешћа проблематичних кредита у укупним кредитима на нови најнижи ниво откад се овај показатељ прати: 5,2% у јуну, што је смањење за 17,2 процентна поена од доношења Стратегије за решавање питања проблематичних кредита.

Графикон 11. Кредитна активност и БДП (међугодишње. стопе, у %)



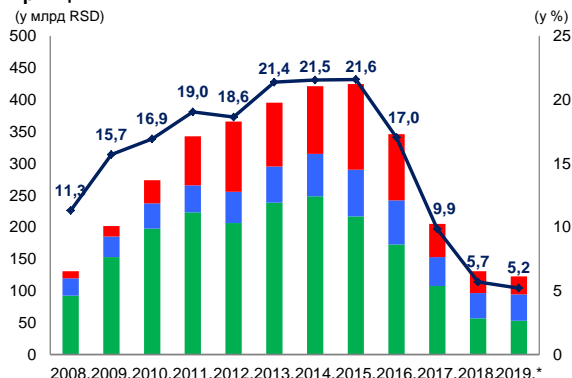
Извор: НБС и РЗС.

\* Искључен ефекат промене девизног курса.

\*\* Процена НБС за Т2 2019.

Графикон 12. Учешће NPL у укупним кредитима, бруто принцип

(у млрд RSD)



Извор: НБС.

\* Јун 2019.

Остали сектори

Становништво

Привреда

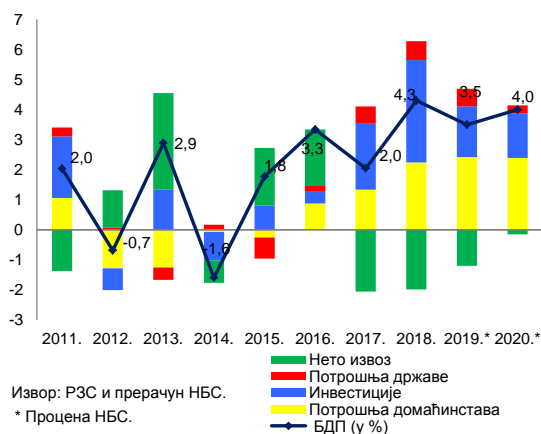
Учешће NPL у укупним кредитима (д.с.)

\* \* \*

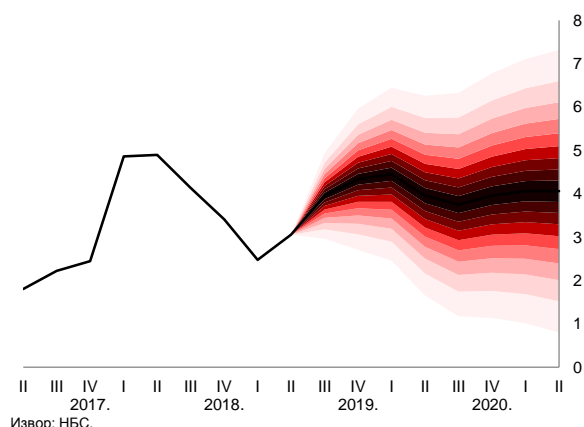
Домаћи покретачи привредног раста компензовали су негативан утицај екстерних фактора, тако да је економска активност у другом тромесечју наставила да расте деветнаесто узастопно тромесечје. Раст је био бржи него у првом тромесечју и, према нашој оцени, вођен је убрзањем активности у грађевинарству, као и даљим растом услужних сектора. Посматрано с расходне стране, раст бруто домаћег производа и у другом тромесечју водиле су инвестиције, захваљујући наставку реализације инфраструктурних пројеката, унапређењу пословног амбијента и повољним изворима финансирања приватног сектора. На раст бруто домаћег производа утиче и потрошња домаћинства, услед раста зарада и запослености и нижих трошкова по основу кредита.

Прогнозу раста бруто домаћег производа за 2019. задржали смо на 3,5% и, као и у претходној пројекцији, очекујемо да ће он бити вођен домаћом тражњом, чији је позитиван допринос већи због бржег раста инвестиција и финалне потрошње од почетка године. С друге стране, допринос нето извоза је негативан због ниже екстерне тражње. У средњем року очекујемо убрзање привредног раста на око 4%, при чему ће раст бити вођен инвестицијама, извозом и потрошњом домаћинстава на одрживим основама. Ризике пројекције бруто домаћег производа у средњем року оцењујемо као симетричне. У кратком року, ризике који потичу из међународног окружења оцењујемо као асиметричне наниже, због могућег успоравања екстерне тражње већег од очекиваног, док ризике који потичу из домаћег окружења оцењујемо као асиметричне навише, услед могућег бржег раста инвестиција од процењеног.

Графикон 13. Доприноси годишњем расту БДП-а (у процентним поенима)



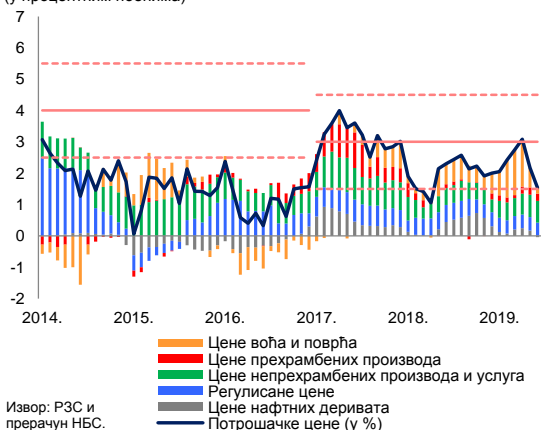
Графикон 14. Пројекција раста БДП-а (међугодишње стопе, у %)



\* \* \*

Инфлација се и током ове године креће у границама циља ( $3 \pm 1,5\%$ ). Након што је у априлу достигла 3,1%, што процењујемо да је њен овогодишњи максимум, међугодишња инфлација је успорена и у јулу је износила 1,6%. Да су инфлаторни притисци ниски, потврђује ниска и стабилна базна инфлација, која је у јулу износила 1,5% међугодишње, као и инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде, која су у јулу снижена и крећу се испод централне вредности циља.

Графикон 15. Доприноси компоненти ИПЦ међугодишњој инфлацији (у процентним поенима)



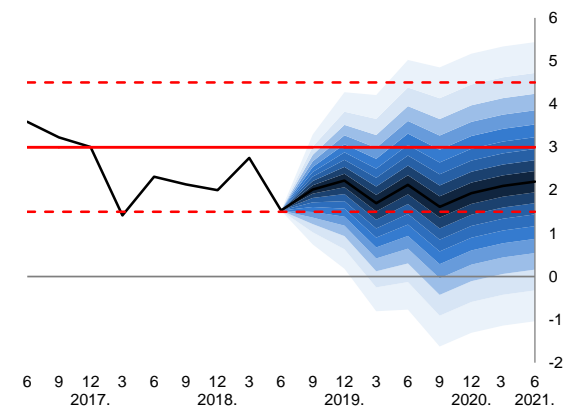
Графикон 16. Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред\* (међугодишње стопе, у %)



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

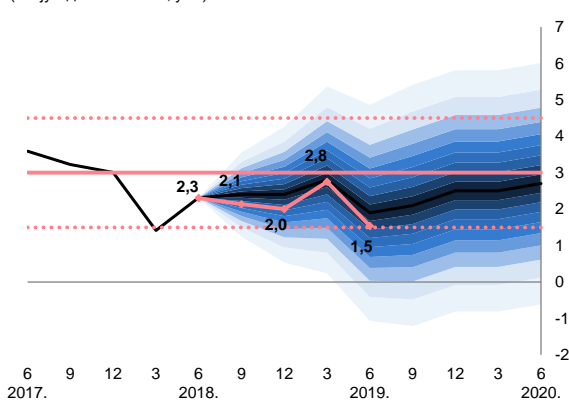
У основи пројектоване ниске и стабилне инфлације налазе се ниски трошковни притисци, као и одржив раст агрегатне тражње. Актуелна пројекција инфлације до краја ове године незнатно је нижа у односу на претходну пројекцију из маја, пре свега због успоравања међугодишњег раста цена поврћа и појевтињења нафтних деривата. Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације односи се првенствено на кретања на међународном робном и финансијском тржишту.

Графикон 17. **Пројекција инфлације**  
(међугодишње стопе, у %)



Извор: НБС.

Графикон 18. **Остварење пројекције инфлације из августа 2018.**  
(међугодишње стопе, у %)



Извор: НБС.

Дозволите ми да се укратко осврнем и на нашу пројекцију инфлације коју смо вам представили у августу прошле године, јер је то хоризонт монетарне политике, тј. период у коме се испољавају њени пуни ефекти на инфлацију. Као што можете видети, инфлација се у протеклој години дана кретала у потпуности у складу с пројектованом путањом инфлације из августа прошле године, што доприноси јачању поверења у Народну банку Србије и усидрености инфлационих очекивања. Да Народна банка Србије ефикасно контролише инфлацију и да ће она и у наредном периоду остати ниска и стабилна, потврђују и оцене и пројекције релевантних међународних институција. Стечено поверење у монетарну политику, и у земљи и у иностранству, доприноси повећању њене ефикасности и јачању отпорности наше економије на потенцијалне негативне ефекте дешавања у међународном окружењу.

\* \* \*

### *Даме и господо, драге колеге,*

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

1. Први осврт посветили смо економској перспективи Србије из угла прилива иностраног капитала;
2. У другом осврту анализирали смо све бољу позицију Србије на светском тржишту услуга;
3. У трећем осврту анализирана је укупна факторска продуктивност и њен допринос расту бруто домаћег производа Србије;
4. У четвртном осврту анализирали смо промене изгледа глобалног привредног раста и могуће ефекте на Србију.

Захваљујем вам на пажњи.