



НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

Говор на презентацији
Извештаја о инфлацији – новембар 2018.

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

Београд, 16. новембар 2018.

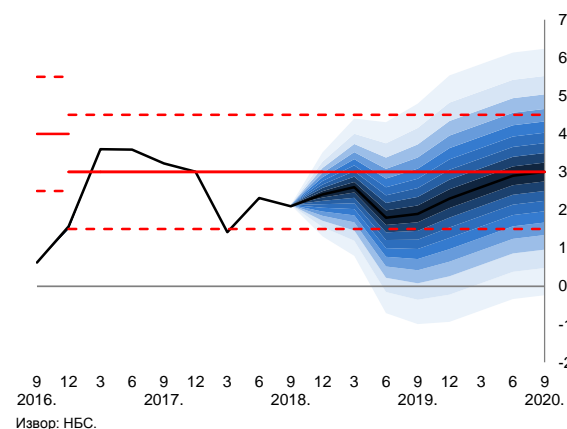
Даме и господо, поштовани представници медија, драге колеге,

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

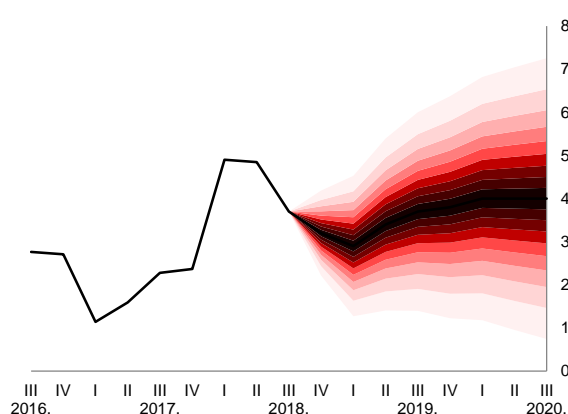
На почетку свог излагања желео бих да истакнем да је Народна банка Србије **поново повећала пројекцију раста бруто домаћег производа за ову годину, на 4,2% (са 4,0%)**. Главни разлози корекције навише јесу остварење позитивних ризика, који су истицани и приликом представљања августовског Извештаја о инфлацији – бржи раст грађевинарства и пољопривреде од почетка године, посматрано с производне стране, а раст инвестиција, посматрано с расходне стране. Прогнозу раста за 2019. нисмо мењали (3,5%), имајући у виду и вишу базу у овој години. **Очекујемо да динамика раста бруто домаћег производа од око 4% остане одржива и у средњем року.**

И у условима највишег привредног раста у последњих десет година, инфлација је, у складу с нашим очекивањима, остала ниска и стабилна. У октобру је износила 2,2%, при чему се, као и претходних месеци, више од половине инфлације односило на само две групе производа – нафтне деривате и воће и поврће. Остале групе потрошачких цена углавном су се стабилно кретале. И према нашој новој пројекцији, која је готово непромењена у односу на августовску, **очекујемо да ће инфлација остати ниска и стабилна: у границама циља (3 ± 1,5%) и у наредне две године, тј. до краја периода пројекције.**

Графикон 1. Пројектована инфлација
(међугодишње стопе, у %)



Графикон 2. Пројекција раста БДП-а
(међугодишње стопе, у %)



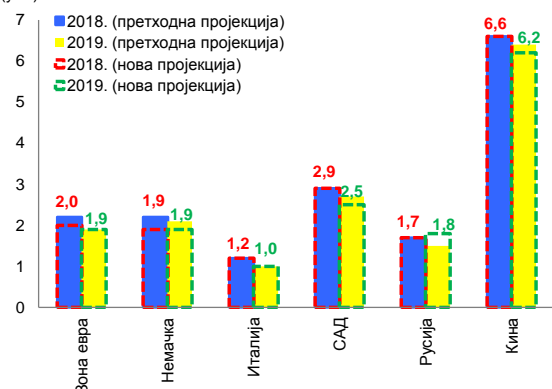
Од наше последње презентације у августу, настављени су повољни фискални трендови – буџет је у суфициту, а јавни дуг у одрживим оквирима. Пуна координација фискалне и монетарне политике, уз успешну фискалну консолидацију, обезбеђује стимуланс привредном расту. Поред тога, раст капиталних издатака државе доприноси расту инвестиција, а раст пензија и плата у јавном сектору одрживом расту потрошње, али не у мери у којој би то изазвало веће инфлаторне притиске.

Наставља се **висок раст извоза прерађивачке индустрије, док се раст увоза односи пре свега на повећане потребе привреде за опремом и репроматеријалом, које прате текући инвестициони циклус.** Стране директне инвестиције и даље су високе, пројектно распрострањене и претежно усмерене у разменљиве секторе. У девет месеци ове године, **нето прилив страних директних инвестиција износио је преко 1,8 милијарди евра и више него у пуној мери покривао је дефицит текућег рачуна, што очекујемо и у наредном периоду.**

* * *

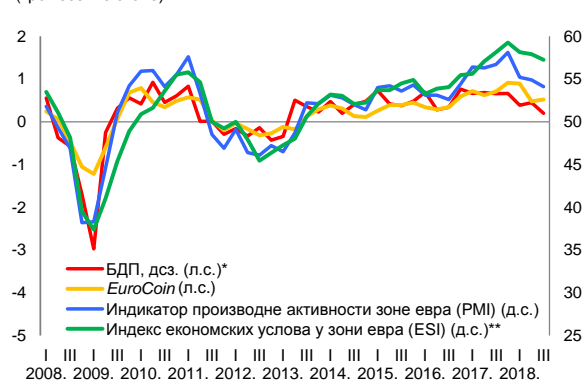
Кретања у међународном окружењу од нашег последњег сусрета у августу постала су комплекснија. Изгледи за глобални привредни раст нешто су слабији, а пројекције његовог раста за ову и наредну годину смањиле су готово све релевантне институције, тако да је он сада на прошлогодишњем нивоу од 3,7%. Благо је коригован наниже и привредни раст зоне евра, нашег најважнијег економског партнера, с тим да би њена привредна активност и даље требало да се креће изнад потенцијала.

Графикон 3. Ревизија прогноза реалног раста БДП-а за 2018. и 2019. годину ММФ-а (у %)



Извор: World Economic Outlook, ММФ (јул и октобар 2018).

Графикон 4. 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 Т3 2018.

** ESI је стандардизован у односу на PMI.

Глобална инфлација је нешто виша него у претходном периоду, али је још увек умерена. Европска централна банка није мењала своју пројекцију инфлације у зони евра – и даље очекује да ће инфлација бити благо испод циља, на нивоу од 1,7%, и у наредне две године.

Раст цене нафте на светском тржишту био је главни разлог нешто више инфлације у међународном окружењу. Светска цена нафте се више од годину дана налази на узлазној путањи. Прелазећи 80 долара по барелу, она је у трећем тромесечју у просеку била виша за 46% него у истом периоду претходне године. Иако је након тога смањена, повећана је неизвесност у погледу њеног даљег кретања, пре свега због геополитичких тензија и фактора на страни понуде. Према нафтним фјучерсима с почетка новембра, које смо користили у пројекцији, очекује се стабилизација кретања светске цене нафте на садашњим нивоима до краја ове године, а затим и њен благи пад у наредне две године.

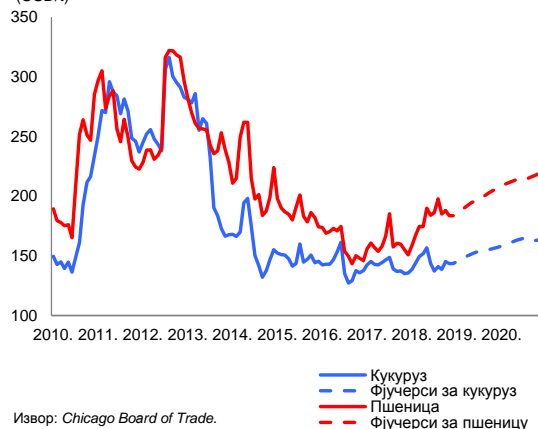
Када су у питању други примарни производи на светском тржишту, за нас важне, цене примарних пољопривредних производа смањене су у периоду од наше претходне пројекције, пре свега због боље понуде већине житарица (осим пшенице) и протекционистичких мера. Узимајући у обзир кретање фјучерса, у односу на претходну пројекцију снизили смо претпоставку о њиховом расту за ову годину (са 11,3% на 6,0%), а за наредну годину претпоставку о њиховом расту кориговали смо навише (са 6,0% на 9,0%).

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



Извор: Блумберг.

Графикон 6. Кретање цена примарних пољопривредних производа (USD/t)



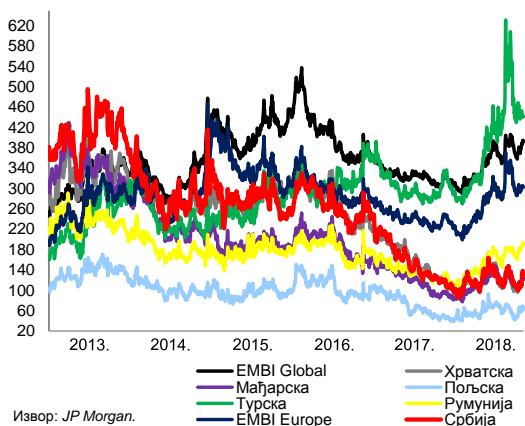
Извор: Chicago Board of Trade.

Због веће неизвесности око изгледа за глобални привредни раст и инфлацију, повећана је и неизвесност на међународном финансијском тржишту у погледу темпа нормализације монетарних политика водећих централних банака. Ширење протекционизма и заоштравање трговинских тензија могло би да се одрази на мању спремност инвеститора за улагања, а тиме и на глобалне токове капитала према земљама у успону. Ипак, Европска централна банка је у октобру потврдила да ће, и након окончања програма куповине активе крајем ове године, наставити да реинвестира доспелу главницу у дужем периоду, док референтну каматну стопу неће мењати најмање до краја лета 2019.

Упркос растућој неизвесности у међународном окружењу, домаћи макроекономски услови спровођења монетарне политике остали су повољни, о чему сведоче кретања главних макроекономских показатеља. Интерна и екстерна неравнотежа су знатно мање, што је повећало отпорност Србије у међународном окружењу. На то указује и ниво премије ризика земље, која је међу најнижима у региону и знатно нижа од премије ризика за европске земље у успону.

На повољну перцепцију за улагања у Србију указује и остварен нето прилив капитала од 2,2 милијарде евра у првих девет месеци ове године, који су највећим делом чиниле стране директне инвестиције (1,8 милијарди евра нето). Као и у претходне три године, стране директне инвестиције више него у пуној мери покривају дефицит текућег рачуна (122,3%), што, уз добре извозне резултате, доприноси релативној стабилности курса динара.

Графикон 7. Показатељ премије ризика – EMBI по земљама (дневни подаци, у базним поенима)



Извор: JP Morgan.

Графикон 8. Кретање курса динара и интервенције Народне банке Србије на девизном тржишту



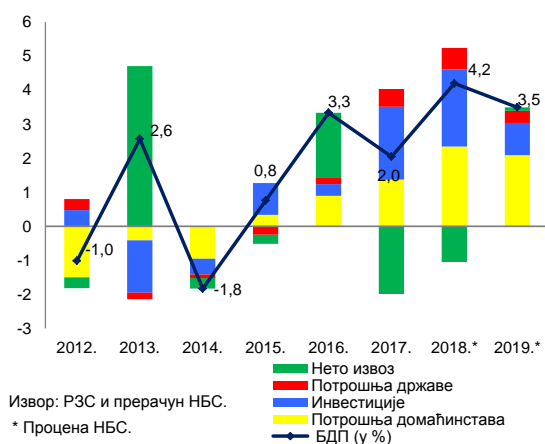
* + продаја; - куповина.

** 1 EUR у RSD.

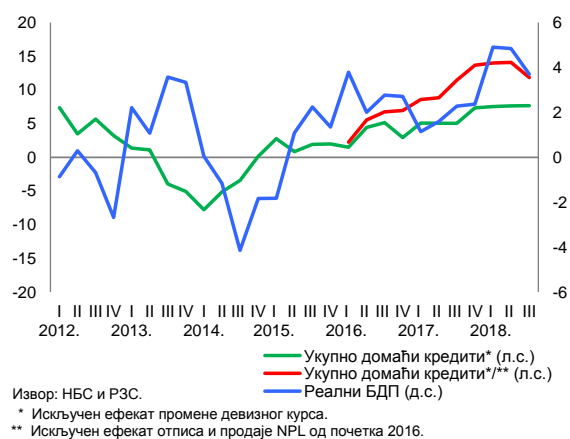
С обзиром на то да смо већи део године на девизном тржишту имали присутне апрецијацијске притиске, Народна банка Србије је од почетка године интервенисала на девизном тржишту нето куповином 1,6 милијарди евра.

Захваљујући претходном ублажавању монетарне политике, каматне стопе на динарске кредите кретале су се око минимума достигнутог претходних месеци, што је доприносило расту кредитне активности. Такође, и остали повољни фактори, при чему посебно истичемо раст економске активности и опоравак тржишта рада, појачану конкуренцију међу банкама, нижу премију ризика земље и ниске каматне стопе у зони евра, утицали су на убрзани раст кредита, који је у септембру износио 7,7% међугодишње (без ефекта девизног курса). По искључењу ефекта отписа и уступања проблематичних кредита, раст кредита је још израженији (11,9%). Притом, учешће проблематичних кредита у укупним кредитима смањено је на 6,4% у септембру, што је најнижи ниво овог показатеља квалитета портфолија банака откад се прати (2008).

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



Графикон 10. Кредитна активност и БДП (мг. стопе, у %)



* * *

У условима успоравања раста екстерне тражње, домаћи фактори су снажно погурали привредни раст, на 4,9% међугодишње у првој половини године, што је превазишло наша очекивања, а снажан темпо раста задржан је и у трећем тромесечју (3,7%). Највећи допринос наставили су да пружају услужни сектори и грађевинарство, уз одличне резултате у пољопривреди, а с расходне стране – инвестиције и потрошња домаћинства. Раст бруто домаћег производа присутан је четрнаесто тромесечје заредом и у трећем тромесечју ове године износио је 0,3% десезонирано.

С обзиром на бржи раст грађевинарства и пољопривреде од почетка године, посматрано с производне стране, а раст инвестиција, посматрано с расходне стране, повећали смо процену раста бруто домаћег производа за 2018. на 4,2%. Прогнозу раста за 2019. нисмо мењали (3,5%), имајући у виду и вишу базу у овој години. Очекујемо да ће раст извоза бити бржи од раста увоза, чему ће допринети инвестиције из претходног периода, раст екстерне тражње и високе извозне залихе пољопривредних производа након одличне овогодишње сезоне. Процењујемо да ће раст бруто домаћег производа бити и даље вођен домаћом тражњом, тј. инвестицијама и потрошњом домаћинства.

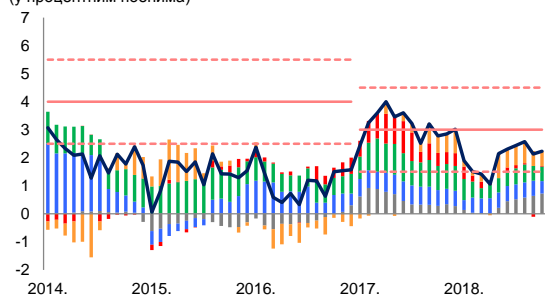
Ризици пројекције бруто домаћег производа су, према нашој процени, симетрични, при чему су ризици који потичу из међународног окружења благо асиметрични наниже (због евентуално бржег успоравања раста зоне евра од очекиваног), а ризици по основу кретања у домаћем окружењу благо асиметрични навише (због могућег бржег раста грађевинске активности од очекиваног).

* * *

У складу са очекивањима која смо изнели у августу, међугодишња инфлација је наставила да се креће у границама циља ($3,0 \pm 1,5\%$) и у октобру је износила 2,2%. Више од половине инфлације односило се на само две групе производа – нафтне деривате и воће и поврће. Можемо да констатујемо да су изостали секундарни ефекти, тј. раст цена нафтних деривата и непрерађене хране није се прелио на остале цене, што указује на поверење у монетарну политику Народне банке Србије. На ниске инфлаторне притиске указује и базна инфлација, која је стабилна и на нивоу од око 1% међугодишње, као и инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде усидрена око циља од 3%.

Графикон 11. Доприноси компоненти ИПЦ међугодишњој инфлацији

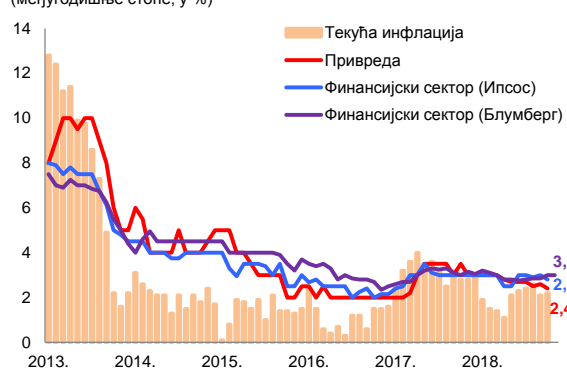
(у процентним поенима)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Цене воћа и поврћа
Цене прехранбених производа
Цене непрехрамбених производа и услуга
Регулисане цене
Цене нафтних деривата
Потрошачке цене (у %)

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



Извор: Галуп, Ипсос/Нинамедија, Блумберг и НБС.

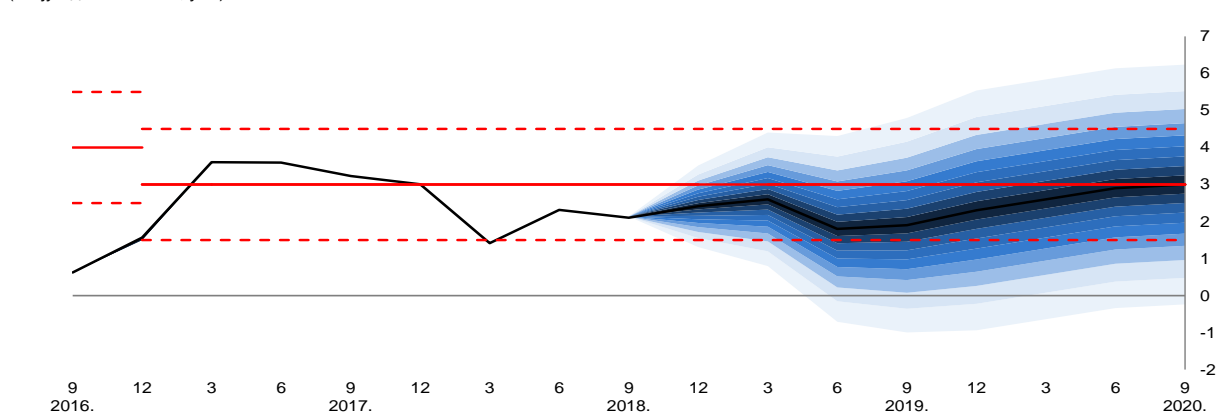
* Агенције Ипсос и Галуп до децембра 2014, агенција Нинамедија од децембра 2014, агенција Ипсос од јануара 2018.

Према нашој централној пројекцији, која је готово непромењена у односу на пројекцију из августа, очекујемо да ће се међугодишња инфлација и у наредне две године кретати у границама циља – до краја 2019. испод централне вредности циља ($3,0 \pm 1,5\%$), с тим да ће јој се привремено приближити у првим месецима наредне године због ефекта ниске базе с почетка ове године.

Кретање инфлације у средњем року биће доминантно под утицајем агрегатне тражње, а очекује се и постепено слабљење дезинфлаторних притисака по основу апрецијације динара у претходном периоду. У кратком року дезинфлаторно ће деловати ниски трошкови у производњи хране, а током наредне године, на нижу инфлацију утицаће и овогодишња висока база код воћа и поврћа и нафтних деривата, док ће у супротном смеру деловати претпостављени раст регулисаних цена од 4%.

Графикон 13. Пројектована инфлација

(међугодишње стопе, у %)



Извор: НБС.

* * *

У периоду од августа, Извршни одбор Народне банке Србије задржао је референтну каматну стопу на нивоу од 3,0%, што је њен најнижи ниво у режиму циљања инфлације. Одлучујући да не мења њену висину, Извршни одбор је имао у виду очекивано кретање инфлације и њених фактора у наредном периоду, као и ефекте досадашњег ублажавања монетарне политике. Опрезност је налагала неизвесност на међународном финансијском и робном тржишту, посебно сирове нафте и примарних пољопривредних производа.

Имајући у виду да кључни ризици у вођењу монетарне политике долазе из међународног окружења, Народна банка Србије ће наставити пажљиво да прати и анализира кретања на међународном финансијском и робном тржишту, као и да оцењује њихов утицај на економска кретања у Србији.

Као и до сада, монетарна политика биће предвидива и доследна у остваривању ниске и стабилне инфлације у средњем року, што ће, уз очување финансијске стабилности, доприносити одрживом привредном расту и јачању отпорности на екстерне неизвесности.

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

1. У првом осврту смо анализирали структуру и услове кредитирања малих и средњих предузећа из угла нове статистике каматних стопа.
2. Други осврт смо посветили знатном побољшању спољнотрговинске позиције Србије на висококонкурентном светском тржишту у периоду 2012–2017.
3. У трећем осврту смо представили утицај ревизије података о бруто домаћем производу у периоду 2015–2017. на најважније макроекономске показатеље.
4. У четвртном осврту смо анализирали заоштравање светских трговинских односа и утицај на економска кретања у свету и код нас.

Захваљујемо на пажњи и стојимо вам на располагању за питања.