



НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

Говор на презентацији  
Извештаја о инфлацији – новембар 2019.

---

Саво Јаковљевић, генерални директор Сектора  
за економска истраживања и статистику

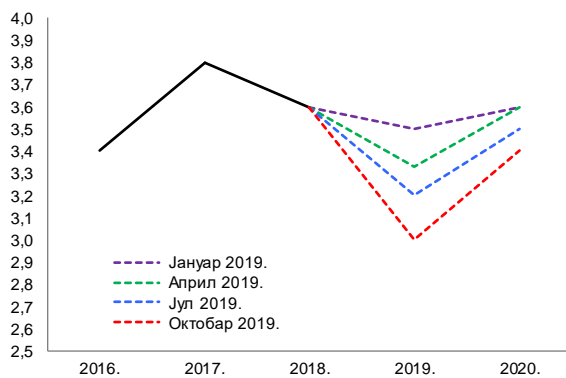
Београд, 14. новембар 2019.

У наставку конференције, представимо вам наше нове пројекције инфлације, економске активности и других кључних макроекономских показатеља.

\* \* \*

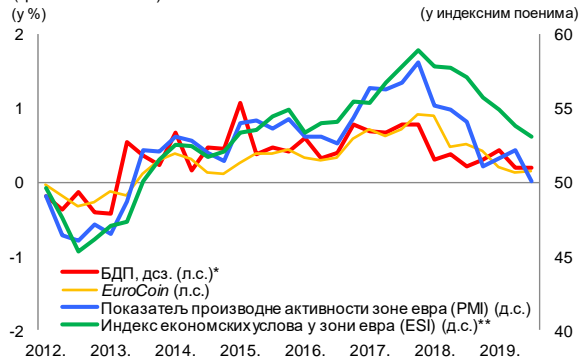
Већ је извесно да ће 2019. годину на глобалном нивоу обележити знатно успоравање трговине и привредног раста услед растућег протекционизма и неизвесности у погледу будућих трговинских политика водећих светских економија. Релевантне међународне институције поново су смањиле процене глобалног раста, укључујући и процене за зону евра, која је наш најважнији спољнотрговински партнер, уз оцену да ће се раст светске привреде ипак постепено убрзавати у наредном периоду. За разлику од земаља зоне евра, очекивани раст земаља нашег региона, које су такође наши важни трговински партнери, остао је готово непромењен захваљујући већем ослањању на домаћу тражњу, што смо уважили у новој пројекцији. Такође, **у новој пројекцији инфлације узели смо у обзир смањене пројекције инфлације у међународном окружењу, пре свега у зони евра, а тиме и слабије притиске по основу увозних цена.**

Графикон 1. ММФ-ове пројекције глобалног привредног раста



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.

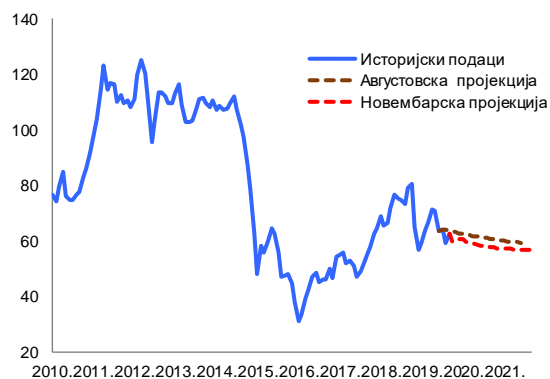
\* Прелиминарна процена Eurostat-а за Т3 2019.

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

Импулс расту на глобалном нивоу очекује се од веће експанзивности монетарних политика водећих централних банака у наредном периоду. Септембарски пакет експанзивних мера Европске централне банке, који укључује поновно покретање програма куповине активе, највећи је у последње три године. Такође, ФЕД наставља да води експанзивну монетарну политику, смањујући референтну стопу и повећавајући свој биланс интервенцијама на новчаном тржишту. То би требало да се одрази на **повољније услове на међународном финансијском тржишту, што смо имали у виду приликом израде пројекције.** 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.

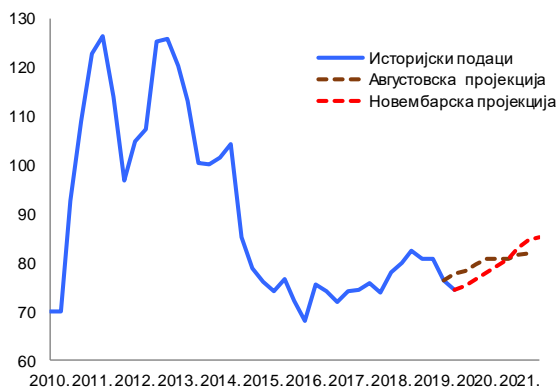
Када је у питању међународно робно тржиште, неизвесност у погледу будућих кретања односи се пре свега на кретање цене нафте. Након раста средином септембра, цена нафте на светском тржишту спуштала се у октобру и испод 60 долара по барелу, тако да је била за око 7% нижа него пре три месеца. У складу с фјучерсима, **у нашој новој пројекцији претпоставили смо нешто ниже цене нафте на светском тржишту** него пре три месеца. С обзиром на нестабилност светске понуде и тражње, померања цене нафте могућа су у оба смера. На основу фјучерса извели смо и **претпоставку о кретању цена примарних пољопривредних производа, код којих очекујемо нешто већи пад у овој години, а затим нешто већи раст у наредне две године у односу на претходну пројекцију.**

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



Извор: Блумберг.

Графикон 4. Претпоставка о кретању светских цена примарних пољопривредних производа (Т4 2013 = 100)



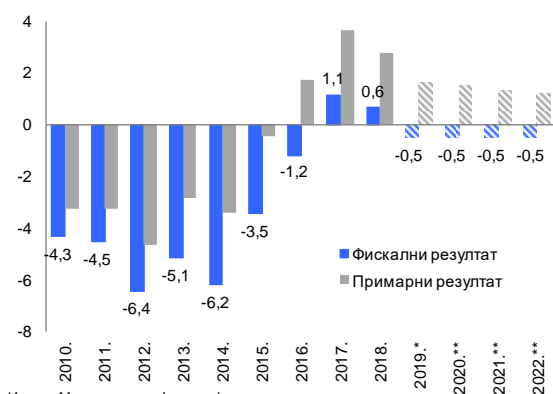
Извор: CBOT, Euronext и прерачун НБС.

Насупрот неизвесности у међународном окружењу, **домаће услове за спровођење монетарне политике карактеришу даља макроекономска побољшања, што је у основи наше пројекције.**

И у условима знатно виших капиталних издатака државе и повећаних издатака за плате и пензије остварен је суфицит консолидованог буџета, који је у првих девет месеци ове године износио преко 35 милијарди динара. Захваљујући елиминисању фискалне неравнотеже, учешће јавног дуга у бруто домаћем производу смањено је на 52,0% крајем септембра, при чему се очекује даљи наставак његове силазне путање. **Претпоставили смо да ће карактер фискалне политике у периоду пројекције бити благо експанзиван, без већих притисака на раст инфлације.**

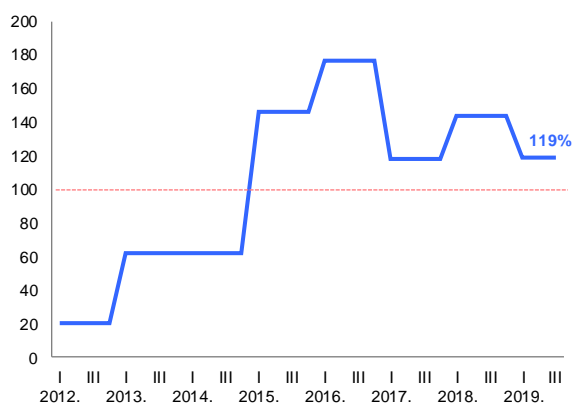
**Претпоставка пројекције је стабилна екстерна позиција и у наредном периоду.** Процењујемо да ће учешће дефицита текућег рачуна платног биланса у бруто домаћем производу у овој години бити око прошлогодишњег нивоа, а да ће се у наредним годинама постепено смањивати. Инвестиције које су усмерене у разменљиве секторе, као и постепен опоравак екстерне тражње, требало би у наредном периоду да убрзају раст извоза. Због наставка инвестиционог циклуса очекујемо и раст увоза опреме и репроматеријала, док ће раст животног стандарда грађана и потрошачке тражње допринети умереном расту увоза потрошне робе. Очекујемо да **ће стране директне инвестиције ове године достићи ниво из претходне године и да ће у нето износу, пету годину заредом, више него у потпуности покривати дефицит текућег рачуна платног биланса.** Више него пуну покривеност дефицита страним директним инвестицијама очекујемо и у наредном периоду, као и наставак добре диверсификованости инвестиција, што ће допринети даљем расту извозног потенцијала земље.

Графикон 5. Консолидовани буџетски резултат (у % БДП-а)



Извор: Министарство финансија.  
\* Процена.  
\*\* Пројекција.

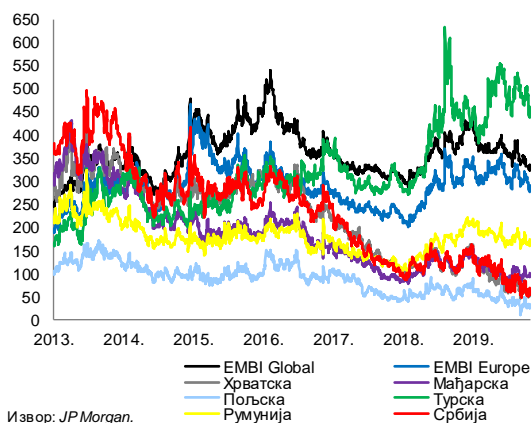
Графикон 6. Покривеност текућег дефицита СДИ (на годишњем нивоу, у %)



Извор: НБС.

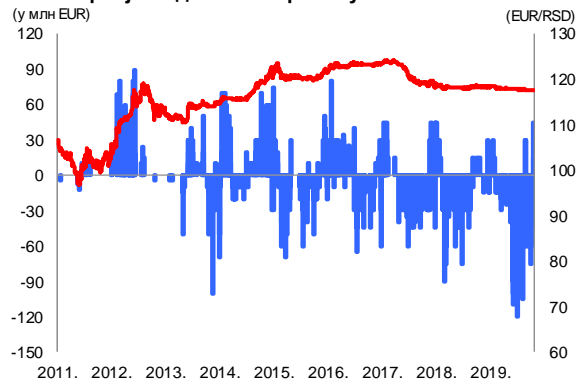
Уравнотежене јавне финансије и стабилна екстерна позиција земље одражавају се на **пад премије ризика и повећање кредитног рејтинга, што доприноси релативној стабилности на девизном тржишту**. Настављени су апрецијацијски притисци, који су преовладавали и у претходном периоду, а Народна банка Србије је интервенисала како би ублажила прекомерне краткорочне осцилације курса динара према еврџу. Од почетка године, Народна банка Србије је на девизном тржишту купила 2,5 милијарди евра у нето износу, захваљујући чему су повећане девизне резерве земље.

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 (у млн EUR)



Извор: НБС.

\* + продаја; - куповина.

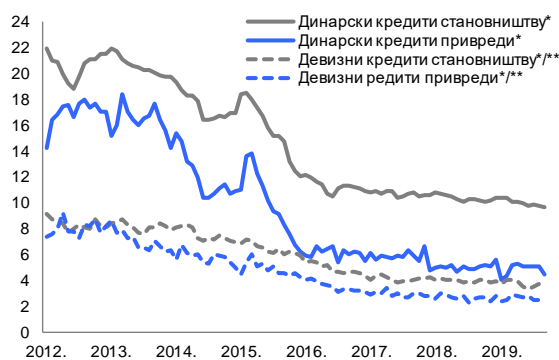
\*\* 1 EUR у RSD.

Интервенције НБС (п.с.)\*

EUR/RSD (д.с.)\*\*

Конзистентни са нашом пројекцијом су и даље релативно ниски трошкови финансирања државе и приватног сектора. Референтна каматна стопа је по трећи пут смањена ове године, на ниво од 2,25% у новембру, што је њен најнижи ниво у режиму циљања инфлације. Очекујемо да ће се ублажавање монетарне политике Народне банке Србије, уз ниску премију ризика земље, позитивно одразити на услове финансирања и даље смањење каматних стопа. Нижи трошкови финансирања подржаће **даљи раст кредитне активности**, а тиме и раст инвестиција и укупне економске активности.

Графикон 9. Кретање каматних стопа на нове кредите (просечне пондерисане вредности, на год. нивоу, у %)

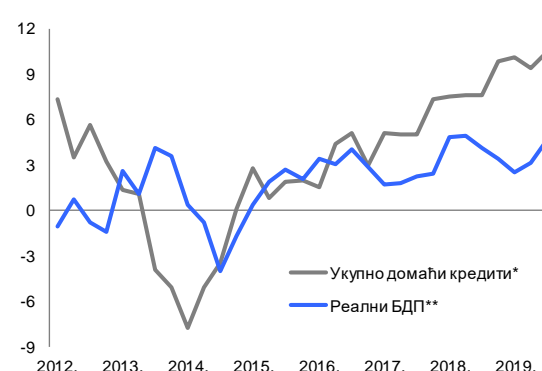


Извор: Европска банкарска федерација и НБС.

\* Искључени револвинг кредити, прекорачења по текућем рачуну и дуг по кредитним картицама.

\*\* Еуро и евриндексирано.

Графикон 10. Кредитна активност (међугодишње. стопе, у %)



Извор: НБС.

\* Искључен ефекат промене девизног курса.

\*\* Процена НБС за Т3 2019.

\* \* \*

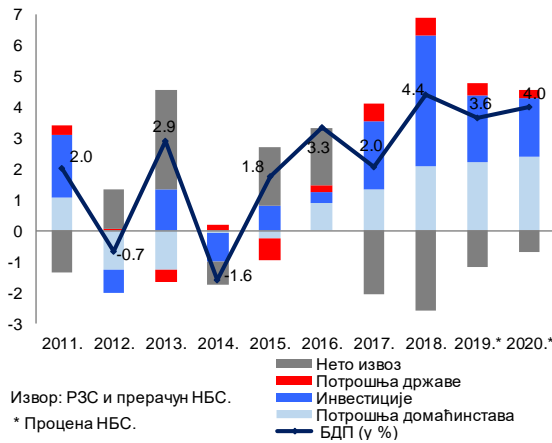
Домаћи покретачи привредног раста убрзали су економску активност у трећем тромесечју више него што смо очекивали – процењени раст бруто домаћег производа износи 4,7% међугодишње. Раст је вођен грађевинарством, услужним секторима и очекиваним опоравком прерађивачке индустрије, а с расходне стране – инвестицијама и поправљањем салда спољнотрговинске размене.

Економска активност би и у четвртном тромесечју требало да задржи релативно снажну динамику, тако да очекујемо да ће **раст бруто домаћег производа у овој години износити 3,6%**, уместо раније

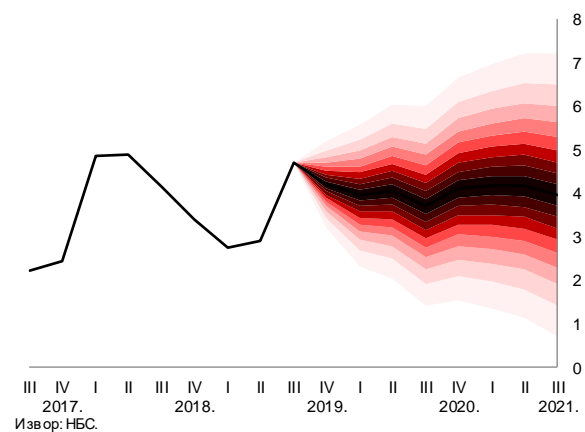
очекиваних 3,5%. Инвестиције су и даље кључни фактор привредног раста, захваљујући наставку реализације инфраструктурних пројеката и инвестицијама приватног сектора по основу унапређења пословног амбијента и повољних извора финансирања. Раст инвестиција прелива се и на остале компоненте бруто домаћег производа. Бележи се даљи раст потрошње домаћинства, захваљујући пре свега позитивним трендовима на тржишту рада, као и нижим трошковима кредита. С друге стране, инвестициони циклус у земљи и с тим повезан раст увоза опреме, као и даље успоравање екстерне тражње, утичу на негативан допринос нето извоза, али је он мањи него у првом делу године услед убрзања раста извоза прерађивачке индустрије.

**Према нашој пројекцији, очекујемо да ће се раст бруто домаћег производа у 2020. убрзати на око 4% и да ће сличну динамику задржати и у средњем року, вођен инвестицијама, извозом, као и растом потрошње домаћинства на одрживим основама. Ризике пројекције бруто домаћег производа у средњем року оцењујемо као симетричне, при чему ризике који потичу из међународног окружења оцењујемо као асиметричне наниже, а ризике из домаћег окружења као асиметричне навише.**

Графикон 11. Доприноси годишњем расту БДП-а (у процентним поенима)



Графикон 12. Пројекција раста БДП-а (међугодишње стопе, у %)



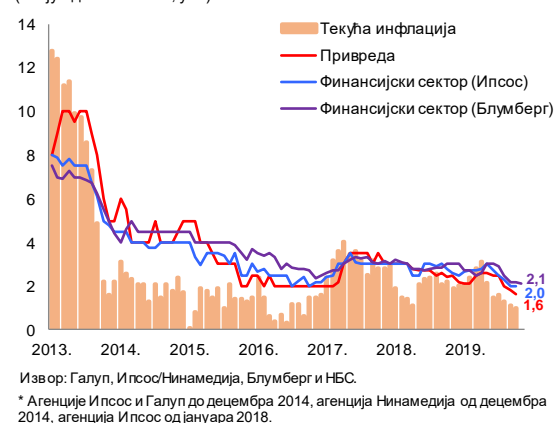
\* \* \*

Након достизања централне вредности циља у априлу, међугодишња инфлација је успорила раст на 1,0% у октобру под утицајем нижих цена поврћа и нафтних деривата. Ниска је и базна инфлација, која је износила 1,1% у октобру, што је нешто испод нивоа на ком се налазила од почетка године. **На ниске инфлаторне притиске указују и очекивања финансијског сектора и привреде, која се и у кратком и у средњем року крећу у доњој половини циљаног распона, у складу с пројекцијом Народне банке Србије.**

Графикон 13. Укупна и базна инфлација (међугодишње стопе, у %)



Графикон 14. Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред\* (међугодишње стопе, у %)

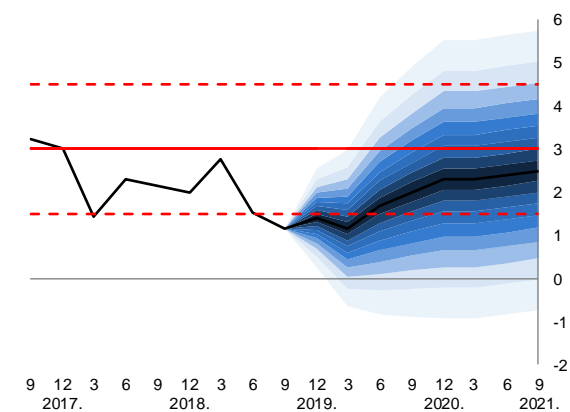


**И према новембарској централној пројекцији, очекујемо да ће међугодишња инфлација остати ниска и стабилна до краја периода пројекције** – до средине наредне године она ће се кретати око доње границе дозвољеног одступања од циља, након чега ће се постепено приближавати његовој централној вредности, чему ће у кратком року допринети ниска база код цена поврћа и регулисаних цена, а у средњем року раст агрегатне тражње.

Актуелна пројекција инфлације до средине наредне године нижа је од претходне пројекције из августа, пре свега због већег од очекиваног пада цена поврћа током трећег тромесечја. То је спустило пројекцију инфлације до средине наредне године, а након тога је, због ефекта ниже базе, повећало.

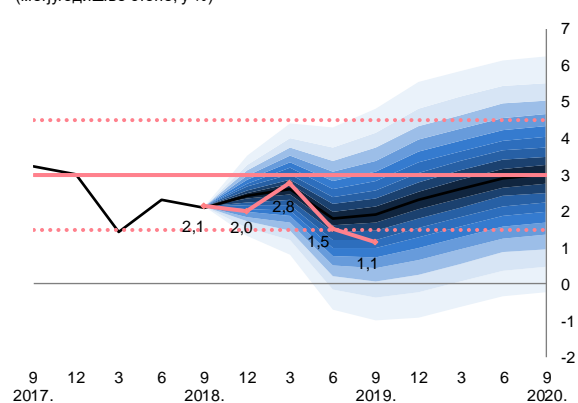
Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације односи се пре свега на кретања на међународном робном и финансијском тржишту, а у одређеној мери и на раст регулисаних цена, при чему ризике остварења пројекције инфлације, заједно посматрано, оцењујемо као симетричне.

Графикон 15. **Пројекција инфлације**  
(међугодишње стопе, у %)



Извор: НБС.

Графикон 16. **Остварење пројекције инфлације из новембра 2018.**  
(међугодишње стопе, у %)



Извор: НБС.

Дозволите ми да се укратко осврнем и на нашу пројекцију инфлације коју смо вам представили у новембру 2018, јер је то хоризонт монетарне политике, тј. период у коме се испољавају њени пуни ефекти на инфлацију. Као што можете видети, **инфлација се до средине ове године кретала у складу с нашим пројектованим централним нивоом од пре годину дана, док је у трећем тромесечју била испод тог нивоа, због већег пада светске цене нафте и споријег раста регулисаних цена него што смо пре годину дана очекивали.** Светске цене нафте су биле ниже за око 20% од оних које смо, према фјучерсима, претпоставили пре годину дана, па су и домаће цене нафтних деривата биле ниже, а тиме и њихов допринос инфлацији. Нижи је био и допринос регулисаних цена, јер су оне у трећем тромесечју ове године забележиле скромнији раст (2,1% мг.) од раста претпостављеног у пројекцији из новембра 2018.

На крају бих подсетио да је **инфлација у Србији ниска и стабилна – у просеку 2% у последњих шест година**, што је ниво инфлације развијених земаља. Народна банка Србије ће и у наредном периоду ефикасно контролисати инфлацију и инфлациона очекивања, јер је то најбољи начин да очувамо стечено поверење, а тиме и ефикасност монетарне политике.

\* \* \*

*Даме и господа, драге колеге,*

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

1. Први осврт посветили смо актуелном трендовима у кредитној активности;
2. У другом осврту анализирали смо трендове и изгледе раста потрошње домаћинстава у наредном периоду;

3. У трећем осврту у фокусу смо имали раст извоза Србије, који је висок и распрострањен, упркос успоравању глобалне тражње;
4. У четвртом осврту анализирали смо позитивне трендове на домаћем тржишту рада;
5. У петом осврту размотрили смо нове мере монетарних политика Европске централне банке и Система федералних резерви и потенцијални утицај на Србију.

Захваљујем вам на пажњи.