



НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

Говор на презентацији  
Извештаја о инфлацији – мај 2018.

---

Др Јоргованка Табаковић, гувернер

Београд, 17. мај 2018.

*Даме и господо, поштовани представници медија, драге колеге,*

Добро дошли на презентацију мајског Извештаја о инфлацији, током које ћемо вам представити актуелна макроекономска кретања, наше нове пројекције и одлуке монетарне политике.

**Ниски инфлаторни притисци, уз усидрена инфлациона очекивања, наставак фискалног суфицита у условима високог раста бруто домаћег производа, и раст кредитне активности, уз даљи пад учешћа проблематичних кредита**

На почетку, дала бих генералну оцену да су економска кретања и у протеклим месецима ове године била повољна, а наставак позитивних трендова очекујемо и у остатку године. Пре свега, истиче се **раст бруто домаћег производа**, који је, према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, у првом тромесечју 2018. знатно убрзан, на 4,5% међугодишње. На повољну структуру његових извора указују убрзани раст инвестиција и активност у производним секторима, пре свега у грађевинарству и прерађивачкој индустрији.

У складу с нашим очекивањима, током прва четири месеца ове године бележи се и знатно успоравање међугодишње **инфлације**, првенствено због базног ефекта, односно изласка једнократних поскупљења појединих производа и услуга с почетка 2017. из обрачуна међугодишње инфлације. У априлу је раст потрошачких цена износио 1,1% међугодишње, уз базну инфлацију од 0,8% међугодишње, што је ниже од наших очекивања која смо изнели у фебруарском Извештају о инфлацији. Разлог томе су пре свега ниже увозне цене од очекиваних и ниски трошкови у производњи хране. Уз нижа инфлациона очекивања, то потврђује да су инфлаторни притисци додатно снижени од почетка ове године.

У првом тромесечју настављена су и позитивна фискална кретања, уз **фискални суфицит** од 0,4% бруто домаћег производа, који се бележи у условима убрзања раста, веће профитабилности привреде, позитивних тенденција на тржишту рада и веће ефикасности наплате пореза. Посматрано по структури, приходи су повећани пре свега по основу акциза, издвојених доприноса за социјално осигурање и пореза на добит, док у структури расхода, као изузетно позитивно оцењујемо раст капиталних расхода. Повољан фискални резултат омогућен је и смањењем трошкова камата у условима мањих потреба државе за задуживањем, ублажавања монетарне политике Народне банке Србије и ниске премије ризика земље.

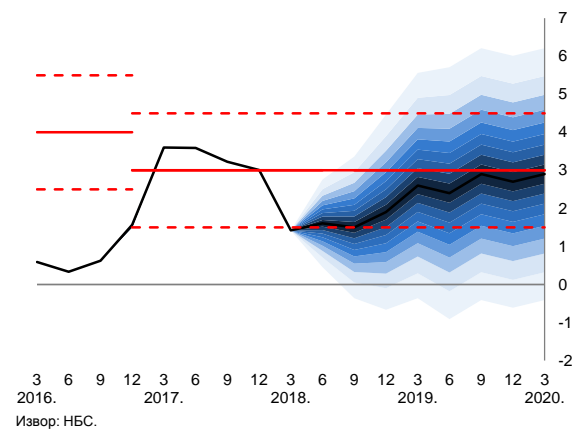
У области економских односа са иностранством, **текући дефицит** је смањен за 6,3% међугодишње, у условима двоцифреног раста извоза робе и услуга, као и двоцифреног раста увоза услед повећаних потреба привреде за опремом и средствима за репродукцију. На финансијском рачуну, посматрано по структури, и даље се бележи висок нето прилив страних директних инвестиција, који је виши за око 2% међугодишње, а који је појачан и нето приливом по основу портфолио инвестиција. Процењујемо да ће нето прилив страних директних инвестиција за целу годину бити на нивоу од око 2,6 милијарди евра.

Од почетка године бележи се и убрзање **раста кредитне активности**, на 7,5% међугодишње у марту, које је подржано ефектима претходног ублажавања монетарне политике, растом економске активности и опоравком тржишта рада. То је, уз активности на решавању питања проблематичних кредита, допринело наставку смањења њиховог учешћа у укупним кредитима, на 9,2% у марту.

То су укратко изложена кретања која су обележила прво тромесечје. Наставак позитивних трендова очекујемо и у остатку године. На то указују и наше нове пројекције, према којима ћемо

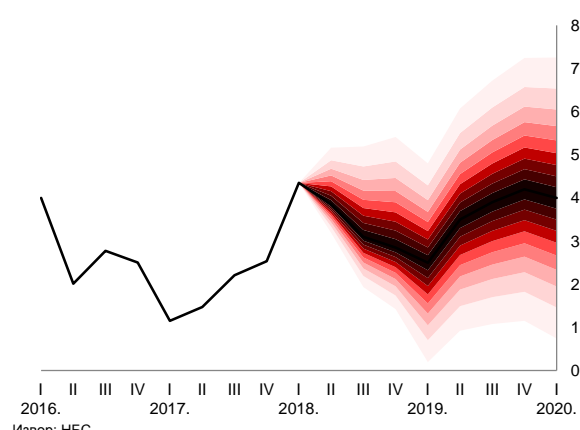
инфлацију одржати на ниском нивоу и у наредне две године, при постојећим претпоставкама. Када је реч о пројекцији раста економске активности, ценимо да су мере економске политике добро одмерене и да су створиле основу за одрживо убрзање раста бруто домаћег производа од око 3,5% у 2018. и у 2019. години. Такође, сматрамо и да постоје основе да би раст ове године могао бити и бржи.

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



Извор: НБС.

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

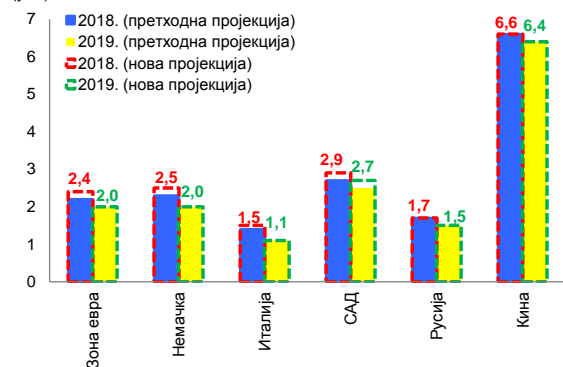


Извор: НБС.

### Неизвесност из међународног окружења потиче пре свега с робног и финансијског тржишта.

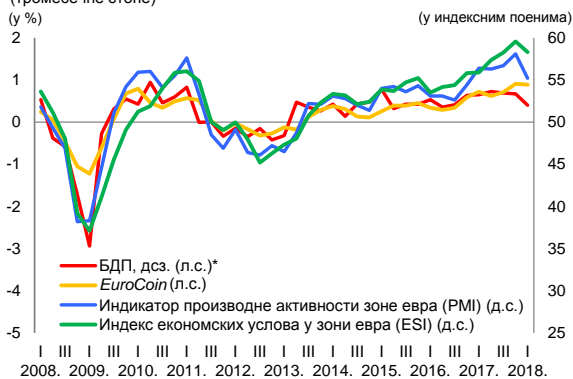
Кретања у међународном окружењу од претходног извештаја обележили су додатно поправљени изгледи за глобални привредни раст, задржавање ниских инфлаторних притисака упркос расту цена примарних производа, пре свега нафте, као и повећана дивергентност монетарних политика водећих централних банака. Иако недавно објављени подаци указују на то да је привредни раст зоне евра у првом тромесечју успорен, преовладавају оцене да је то успоравање привремено и да ће раст у овој години бити настављен сличном динамиком као у претходној. То би, поред повољних изгледа за раст и других важних трговинских партнера Србије, требало да допринесе даљем расту нашег извоза.

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



Извор: ММФ WEO Update (јануар 2018) и ММФ WEO (април 2018).

Графикон 4. **Кретање БДП-а и показатеља економске активности зоне евра**  
(тримесечне стопе)



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

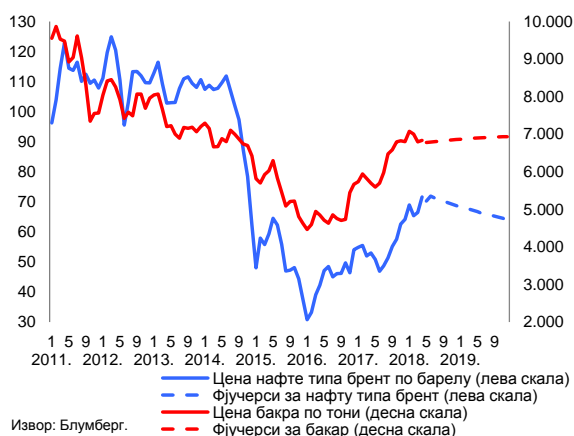
\* Прелиминарна процена Eurostat-а за Т1 2018.

Док су прогнозе глобалног раста повољне, кретања на појединим тржиштима и даље карактерише неизвесност. На светском робном тржишту настављен је раст цена примарних производа, пре свега нафте, чија је цена у мају достигла 78 долара по барелу, што је највиши ниво од новембра 2014. године. На раст цене нафте утицао је снажан раст тражње, подстакнут убрзањем глобалног раста, као и фактори понуде, а пре свега ограничавање производње водећих извозника и

геополитичке тензије. Такође, од почетка године повећане су и цене примарних пољопривредних производа, али у мањој мери.

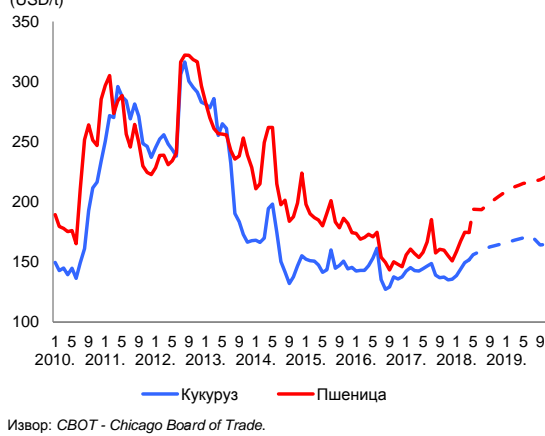
Ипак, фјучерси и актуелне пројекције релевантних институција указују на то да, након овогодишњег раста, можемо очекивати стабилизацију светских цена примарних производа, а затим и њихов пад у 2019. и 2020. години. Полазећи од тога, не очекујемо знатније инфлаторне притиске по овом основу у средњем року. Међутим, имајући у виду високу волатилност цена нафте у претходном периоду, као и чињеницу да су ове цене тренутно за око 50% више на међугодишњем нивоу, оцењујемо да њихово кретање захтева опрезност у доношењу одлука монетарне политике и у наредном периоду.

Графикон 5. **Кретање цена нафте и бакра**  
(просечне месечне цене, у USD)



Извор: Блумберг.

Графикон 6. **Цене примарних пољопривредних производа и њихових фјучерса**  
(USD/t)



Извор: CBOT - Chicago Board of Trade.

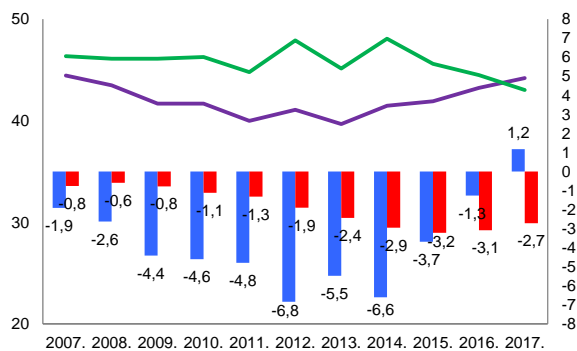
Током првог тромесечја повећана је и неизвесност и волатилност на међународном финансијском тржишту. Различит карактер монетарних политика водећих централних банака додатно је повећан, уз и даље присутну неизвесност у погледу динамике њихове нормализације у наредном периоду, а тиме и у погледу кретања односа долара и евра и токова капитала према земљама у успону. Упркос томе, глобални финансијски услови још увек су повољни.

### Јачање домаћих фундамената – као одговор на екстерне изазове

Чињеница је да је екстерних изазова било и да ће их бити и у наредном периоду. На њих не можемо да утичемо, можемо само да ублажимо њихове ефекте. Због тога су структурна побољшања наше економије и смањена унутрашња и спољна неравнотежа били изузетно важни, јер је њима повећана наша отпорност на негативне утицаје глобалних фактора.

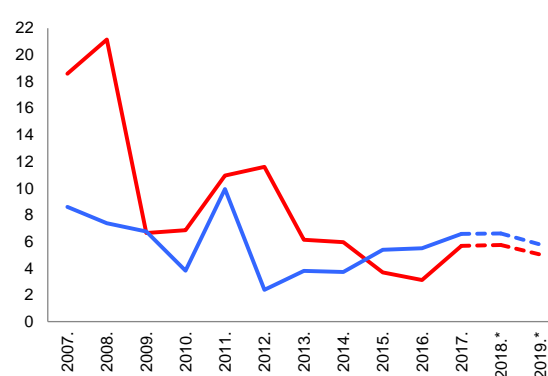
У условима раста профитабилности привреде, позитивних тенденција на тржишту рада и веће ефикасности наплате пореза, повољна фискална кретања настављена су и у овој години, уз суфицит у првом тромесечју од 0,4% бруто домаћег производа.

Графикон 7. Фискална кретања  
(у % БДП-а)



Извор: Министарство финансија.  
 ■ Консолидовани резултат (д.с.)  
 ■ Плаћања камата (д.с.)  
 ■ Приходи (п.с.)  
 ■ Расходи (п.с.)

Графикон 8. Дефицит текућег рачуна и нето прилив СДИ  
(у % БДП-а)



Извор: НБС.  
\* Пројекција НБС.

— Дефицит текућег рачуна  
— Нето СДИ

Повећана је и конкурентност наше привреде, која се огледа у расту извоза свих области прерађивачке индустрије (12,4% међугодишње), изузев прехранбене, на коју се негативно одразила мања пољопривредна производња због суше у прошлој години. У чак 14 од 23 области прерађивачке индустрије бележи се висока двоцифрена стопа раста извоза у току првог тромесечја. Истовремено, убрзање раста инвестиција утицало је на већи увоз опреме и репроматеријала, што је у највећој мери определило раст укупног увоза (11,9% међугодишње).

Такође, остварен нето прилив капитала у првом тромесечју у потпуности је покрио дефицит текућег рачуна, доприносећи наставку апрецијацијских притисака на девизном тржишту. У структуру прилива, наставља се висок прилив страних директних инвестиција, које бележе раст од око 2% на међугодишњем нивоу и које су и даље усмерене у извозно оријентисане секторе. Прилив страних директних инвестиција додатно је појачан и портфолио инвестицијама, у условима улагања нерезидената у петогодишње и десетогодишње динарске државне хартије од вредности.

Нето прилив страних директних инвестиција, који за ову годину процењујемо на око 2,6 милијарди евра, обезбедиће пуну покривеност дефицита текућег рачуна, четврту годину заредом. Очекујемо да ће пуна покривеност текућег дефицита дугорочним екстерним изворима финансирања бити задржана и у наредним годинама, што ће подржати динамичан раст извоза у средњем року. Имајући то у виду, наша оцена је да је Србија остала на путу смањења екстерне неравнотеже у средњем року.

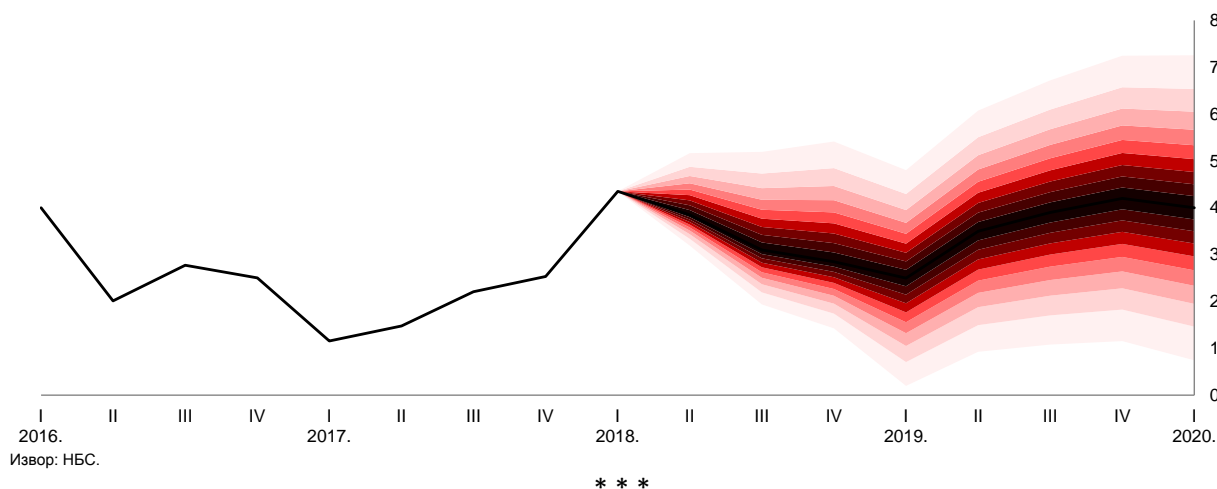
### Економска активност расте десето узастопно тромесечје, а у првом тромесечју ове године и изнад наших очекивања с почетка године

У таквим условима, током првог тромесечја раст бруто домаћег производа се убрзава, и то бржом динамиком од очекивања која смо изнели у фебруарском Извештају о инфлацији. Према нашим проценама, кључни допринос убрзању привредног раста на 4,5% међугодишње у првом тромесечју дале су инвестиције у фиксне фондове. Уколико се раст **укупних инвестиција у основне фондове** настави сличном динамиком и у остатку године, процењујемо да би њихово учешће у бруто домаћем производу достигло око 22%. То је једна од важних претпоставки за стварање основе за убрзање привредног раста у средњем року на око 4%.

Имајући у виду даље унапређење пословног амбијента, повољне монетарне услове, убрзану реализацију инфраструктурних пројеката и позитивне трендове на тржишту рада, процењујемо да ће раст бити вођен домаћом тражњом, односно инвестицијама и потрошњом домаћинства.

Такође, очекујемо да ће извоз задржати двоцифрене стопе раста, вођен инвестицијама из претходног периода и растом екстерне тражње. Због повећаног инвестирања, очекујемо и раст увоза опреме и репроматеријала.

Графикон 9. **Пројекција раста БДП-а**  
(међугодишње стопе, у %)

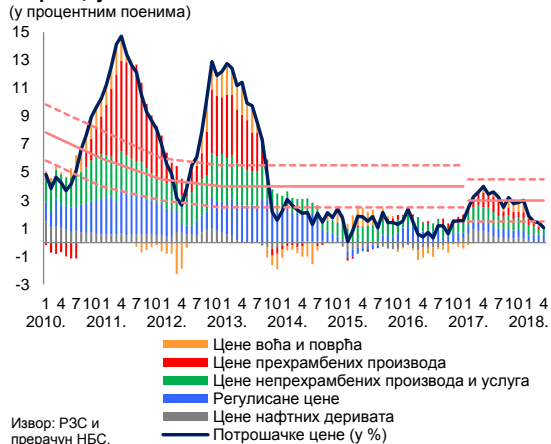


### Даме и господа, драге колеге,

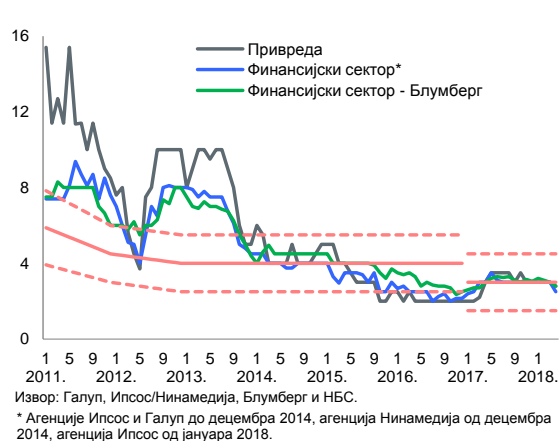
Закључила бих први део конференције оствареним и очекиваним кретањем инфлације и донетим одлукама монетарне политике.

Међугодишње посматрано, инфлација је успорена од почетка године. Успоравање је било очекивано и изнето у претходним извештајима о инфлацији, при чему је темпо успоравања био већи од очекиваног. На то су утицале ниже увозне цене изражене у динарима услед ниске инфлације у међународном окружењу и апрецијације динара у претходном периоду, као и задржавање ниских трошкова у производњи хране. На то да су инфлаторни притисци остали ниски, указује и базна инфлација, која се у марту и априлу спустила на 0,8% међугодишње, што је њен најнижи ниво откад се инфлација мери променом потрошачких цена. У односу на претходни Извештај о инфлацији додатно су смањена и краткорочна инфлациона очекивања – финансијског сектора на 2,5%, а привреде на 2,8%, чиме и даље остају усидрена унутар граница циљаног коридора. То су кључни разлози због којих је нова средњорочна пројекција инфлације на нешто нижем нивоу од претходне.

Графикон 10. **Доприноси компоненти ИПЦ међугодишњој инфлацији**  
(у процентним поенима)



Графикон 11. **Инфлациона очекивања 12 месеци унапред**  
(мг. стопе, у %)



Након овогодишњег минимума у априлу, у наредном периоду очекујемо да ће се инфлација постепено кретати ка циљу, при чему ће у овој години остати ближе доњој граници циља. Њено приближавање централној вредности циља од 3,0% очекујемо у другој половини 2019. године, а потом стабилно кретање око те вредности до краја периода пројекције.

Имајући то у виду, очекујемо да ће инфлација остати ниска и стабилна и у наредном периоду. Другим речима, у средњем року, међугодишња инфлација ће се кретати у границама циља (3,0 ± 1,5%) до краја периода пројекције, тј. у наредне две године, чему ће допринети и постепено опоравак домаће тражње. И средњорочна очекивања финансијског сектора и привреде усидрена су на централној вредности циља Народне банке Србије.

\* \* \*

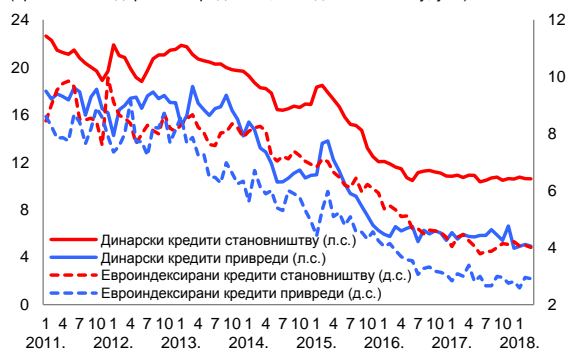
**Ублажавање монетарне политике у условима ниских инфлаторних притисака доприноси убрзању кредитне и економске активности, што се, уз активности на решавању проблематичних кредита, одражава и на пад њиховог учешћа испод преткризног нивоа.**

Пажљиво пратећи и анализирајући кретања у домаћем и међународном окружењу, оценили смо да очекивано кретање инфлације и њених фактора у наредном периоду, уз даље јачање домаћих фундамената, пружају могућност за додатно ублажавање монетарне политике. У складу с тим, у марту и априлу донели смо одлуке о додатном снижењу референтне каматне стопе за по 25 базних поена, на 3%. То је уједно и њен најнижи ниво у режиму таргетирања инфлације. Њен оштар пад у периоду од започињања циклуса ублажавања монетарне политике (мај 2013. године) имао је изражене ефекте на раст расположивог дохотка, доприносећи тиме бржем опоравку домаће тражње. Доносећи одлуке о даљем ублажавању монетарне политике, имали смо у виду не само то да је фебруарска средњорочна пројекција инфлације нижа од претходне пројекције и за ову, и за наредну годину већ и да су инфлаторни притисци након фебруарске пројекције додатно ослабили. С друге стране, опрезност у вођењу монетарне политике налагала је изражена неизвесност на међународном робном тржишту, пре свега по основу кретања цене нафте. Поред тога, опрезност је била нужна и због дивергентних монетарних политика Система федералних резерви и Европске централне банке.

Ублажавање монетарне политике које је вршено у претходном периоду утицало је на знатан пад каматних стопа на динарске кредите у протеклих неколико година, односно на повољније услове финансирања. То је, уз ефекте раста економске активности, позитивне трендове на тржишту рада, појачану конкуренцију између банака, нижу премију ризика земље и ниске каматне стопе у зони евра – доприносило даљем расту кредитне активности, који је, по искључењу ефекта девизног курса, у марту износио 7,5% међугодишње. Притом, посматрано од почетка године, међугодишњи раст кредита привреди даље се убрзава (на 5,1%), док је раст кредита становништву благо успорен (на 10,9%). У условима интензивних активности на решавању проблематичних кредита и раста кредитне активности, учешће проблематичних кредита у укупним кредитима од почетка примене Стратегије бележи знатан пад од 13,2 процентна поена, на 9,2% у марту, чиме је пало испод преткризног нивоа. При томе, стање тих кредита је од почетка примене Стратегије више него преполовљено (пад од 55%), што недвосмислено указује на интензитет решавања овог питања.

Графикон 12. Кретање каматних стопа на новоодобрене динарске и евроиндексирани кредите привреди и становништву\*

(просечне пондерисане вредности, на годишњем нивоу, у %)

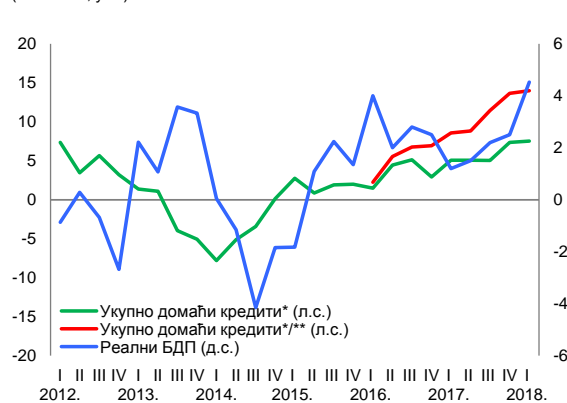


Извор: НБС.

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

Графикон 13. Кредитна активност и БДП

(мг. стопе, у %)



Извор: НБС и РЗС.

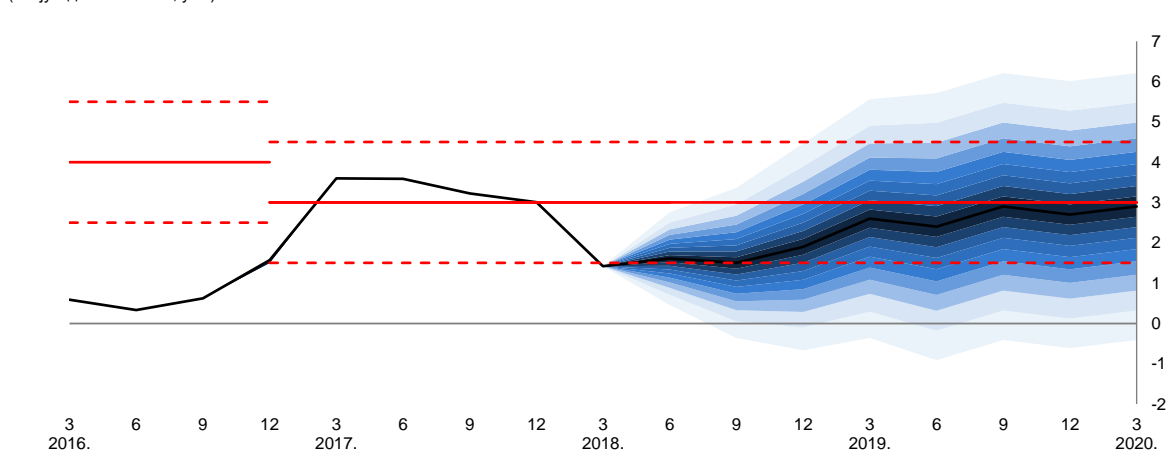
\* Искључен ефекат промене девизног курса.

\*\* Искључен ефекат отписа и продаје NPL од почетка 2016.

Гледајући унапред, и у наредном периоду одлуке о монетарној политици зависиће од наше процене утицаја домаћих фактора и фактора из међународног окружења на кретање инфлације у Србији. Према нашој процени, кључни ризици долазе из међународног окружења, због чега ћемо наставити да пажљиво пратимо и анализирамо кретања на међународном финансијском тржишту и на тржишту примарних производа, као и да оцењујемо њихов утицај на економска кретања у Србији.

Графикон 14. Пројектована инфлација

(међугодишње стопе, у %)



Извор: НБС.

Као и до сада, користићемо све наше инструменте како би инфлација у средњем року остала ниска и стабилна. Сматрам да је то, уз очување финансијске стабилности, најбољи начин на који централна банка доприноси одрживом привредном расту и јачању отпорности на изазове из окружења.

Овим бих завршила своје уводно обраћање и реч бих дала колегама из Директората за економска истраживања и статистику да укратко представе наше нове пројекције инфлације и раста бруто домаћег производа. Од њих ћете чути да, и према новим пројекцијама, очекујемо да ћемо и у наредном периоду испунити наш основни законски циљ – ценовну стабилност – обезбеђењем ниске инфлације унутар граница циља, у условима убрзања раста бруто домаћег производа, који процењујемо на око 3,5% у 2018. и 2019. години, а у средњем року на око 4%.