



НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

Уводна реч на презентацији  
Извештаја о инфлацији – фебруар 2023.

---

Др Јоргованка Табаковић, гувернер

Београд, 14. фебруар 2023.

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

Добро дошли на презентацију фебруарског Извештаја о инфлацији, на којој ћемо вам представити актуелна макроекономска кретања у међународном и домаћем окружењу, наше нове макроекономске пројекције, као и мере које смо предузимали у периоду од претходног извештаја.

На самом почетку конференције, желим да нагласим неколико кључних чињеница у вези са актуелним макроекономским кретањима и нашим новим пројекцијама.

- **Прво**, услед слабљења глобалних трошковних притисака, смањења увозне инфлације и ефеката мера монетарне политике, **први пут за последње две године пројектована инфлација за текућу годину на nižем је нивоу него у претходној пројекцији**, при чему је још у већој мери смањена пројекција за 2024. годину. Сада очекујемо да ће се инфлација у границе циља вратити средином 2024, што је раније од наших претходних очекивања.
- **Друго**, за разлику од претходне пројекције инфлације, у којој су ризици били врло изражени и асиметрични навише, **сада наша оцена ризика показује да су ризици мање изражени и да постоји подједнака могућност да инфлација током 2023. и 2024. године буде и нижа од пројектоване**.
- Иако пројектовану стопу раста бруто домаћег производа за ову годину од 2,0% до 3,0% нисмо мењали у односу на пројекцију из новембра, **процењујемо да је сада знатно извесније да ће она бити и остварена**. Разлог томе је чињеница да су зимски месеци, који су били посебно ризични са аспекта снабдевања Европе енергентима, сада практично већ иза нас, као и да је глобално успоравање економске активности мање од првобитних очекивања. Актуелне и пројектоване светске цене енергената су ниже, а зона евра је за сада успела да избегне рецесију.
- **Повољнија кретања од очекиваних највидљивија су у домену платнобилансних кретања**. Дефицит текућег рачуна у 2022. био је нижи од пројектованог у новембру и износио је 6,9% бруто домаћег производа, као резултат бржег реалног раста извоза робе и услуга и мањег увоза енергената крајем године од очекиваног. У новој пројекцији очекујемо да ће

учешће дефицита текућег рачуна у бруто домаћем производу и у овој години бити на сличном нивоу као у 2022, уместо преко 9%, колико смо очекивали у новембру.

- Једнако важно јесте да је текући дефицит, чак и у овако отежаној ситуацији, поново, **осму годину заредом био у пуној мери покривен нето приливом страних директних инвестиција**. Прилив страних директних инвестиција у Србију и у 2022, у условима повећане глобалне неизвесности, поново је био виши од наших очекивања из новембра и износио је 4,4 милијарде евра (или 7,1% бруто домаћег производа), што је нови највиши годишњи ниво прилива до сада.
- **На највишем нивоу до сада су и девизне резерве Народне банке Србије, од 20,9 милијарди евра у јануару**, које гарантују стабилност нашој економији, на шта указује чињеница да се налазе изнад референтних вредности свих мера које се користе за оцену њихове адекватности.
- Потврду стабилности наше економије и повољних изгледа за њен раст у наредном периоду, као и пуне координације монетарне и фискалне политике, представљају висока тражња инвеститора на међународном финансијском тржишту за нашим хартијама од вредности прошлог месеца и постигнути услови финансирања, нарочито ако се упореде са земљама које већ имају инвестициони рејтинг.

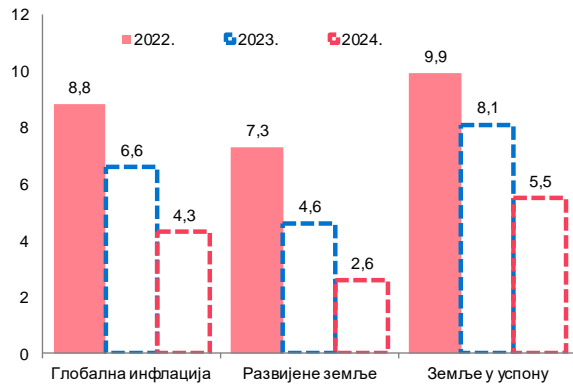
У наставку конференције представимо детаљније макроекономска кретања и наше нове пројекције.

\*\*\*

Међународно окружење у периоду од нашег претходног сусрета у новембру обележили су нешто повољнији изгледи за глобални привредни раст и знаци да се инфлација постепено повлачи са свог вишедеценијског максимума. У условима енергетске кризе и поштрених финансијских услова, оптимизам се појавио с падом цене гаса и других енергената у Европској унији и одустајањем Кине од стратегије нулте толеранције према вирусу корона. Извесно је да ће глобални привредни раст успорити у овој години, пре свега због затезања монетарних политика централних банака и наставка сукоба у Украјини. Ипак, процењује се да ће од друге половине ове године уследити опоравак, подстакнут убрзањем привредног раста у Кини, постепеним уравнотежењем

тржишта енергената у Европи, смањењем глобалне неизвесности и даљим отклањањем застоја у међународним ланцима снабдевања.

Графикон 1. Пројекција глобалне инфлације за 2023. и 2024. (у %)



Извор: ММФ.

Графикон 2. Притисци у глобалним ланцима снабдевања и цене прекоморског контејнерског транспорта (у USD) (индекс, исказано у стандардним девијацијама)



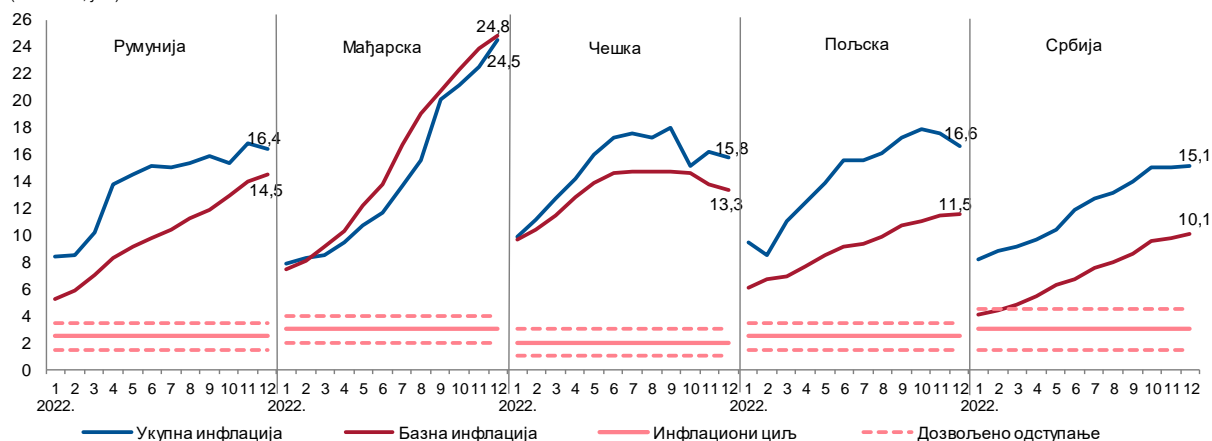
Извор: Federal Reserve Bank of New York, Freightos.

**У великом броју земаља инфлација је и даље висока, али почиње полако да успорава, захваљујући пре свега нижим ценама енергената.** Такође, показатељи који указују на застоје у глобалним ланцима снабдевања и контејнерске транспортне трошкове готово да су се вратили на своје нивое пре пандемије, тако да генерисање трошkových притисака по том основу ишчезава. Међутим, индиректни ефекти повећаних цена енергената и индустријских сировина у претходном периоду, заједно с тржиштем рада које карактерише ниска незапосленост и даљи раст зарада, још увек утичу на раст базне инфлације у многим земљама. **Европска централна банка предвиђа да ће базна инфлација остати изнад 2% током целог периода пројекције.** Поред тога, треба имати у виду да би снажнији раст Кине врло извесно погурао цене енергената и других примарних производа навише и тиме отежао борбу против инфлације. Према најновијој оцени Међународног монетарног фонда из јануара ове године, глобална инфлација ће не само ове већ и наредне године остати изнад претпандемијског нивоа (нивоа из 2017–2019), који је износио око 3,5%. Због тога водеће централне банке у свету – Систем федералних резерви и Европска централна банка настављају да заоштравају своје монетарне политике, чинећи глобалне финансијске услове затегнутијим.

\*\*\*

Током последњег тромесечја 2022, међугодишња инфлација у Србији износила је око 15%, што је нешто ниже од очекивања изнетих у нашој новембарској пројекцији. **Око две трећине доприноса и даље је потицало од цена хране и енергената**, при чему се, као и у другим земљама, допринос цена енергената последњих месеци смањивао, док је допринос цена хране наставио да расте.

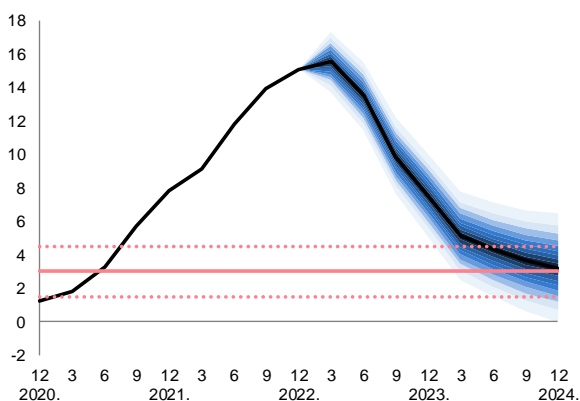
Графикон 3. Кретање индекса потрошачких цена за изабране земље средње и југоисточне Европе (мг. стопе, у %)



Извор: централне банке изабраних земаља.

Поред тога, произвођачке и увозне цене још увек бележе релативно високе међугодишње стопе раста, мада ниже него у претходном тромесечју, што утиче на домаћу базну инфлацију, тј. инфлацију по искључењу цена хране, енергије, алкохола и цигарета. Ипак, **захваљујући одржаној релативној стабилности девизног курса у изузетно неизвесним глобалним условима, базна инфлација се и даље креће испод укупне инфлације и у децембру је износила 10,1% међугодишње.**

Графикон 4. Пројекција инфлације (мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

Графикон 5. Кретање референтне и просечне репо стопе (дневни подаци, на годишњем нивоу, у %)



Извор: НБС.

Када је реч о нашим очекивањима за наредни период, као што сам на почетку истакла, фебруарска пројекција инфлације нижа је од инфлације коју смо пројектовали пре три месеца. Према фебруарској централној пројекцији, очекујемо да ће међугодишња инфлација остати повишена и у првом тромесечју ове године, пре свега као последица наставка преношења високих трошковних притисака из претходног периода на цене хране и других индустријских производа, као и корекције цена електричне енергије и гаса. **Процењујемо да ће се инфлација након тога наћи на опадајућој путањи, уз знатнији пад у другој половини ове године, тако да би крајем године требало да буде двоструко нижа него почетком ове године. Повратак у границе циља очекујемо средином 2024, што је раније него што смо очекивали у претходној пројекцији.** У смеру ниже инфлације требало би да делују досадашње заштравање монетарних услова, слабљење ефеката глобалних фактора који су водили раст цена енергената и хране у претходном периоду, успоравање увозне инфлације, као и нижа екстерна тражња у условима очекиваног успоравања глобалног привредног раста. Силазна путања прехранбене инфлације, коју очекујемо до краја периода пројекције, евентуално би могла бити ублажена, али не и нарушена, несавршеном тржишном структуром на страни понуде, тј. мањком снажније конкуренције у овом сегменту.

С обзиром на то да су, и поред знакова попуштања, глобални трошковни притисци и даље високи, **наставили смо да повећавамо референтну каматну стопу.** На тај начин смо утицали на инфлациона очекивања и ограничили секундарне ефекте виших цена хране и енергената на раст осталих цена, али и осигурали повратак инфлације у границе циља у хоризонту пројекције. Ипак, реаговали смо умеренијим темпом него у претходном периоду и, након што смо у децембру каматну стопу повећали за 50 базних поена, у **јануару и фебруару смо је додатно кориговали за по 25 базних поена, на 5,5%, колико тренутно износи.**

Истовремено, одржавањем релативне стабилности курса динара према еврџ доприносимо ограничавању ефеката преливања високих увозних цена на домаће цене, као и макроекономској стабилности у условима повећане глобалне неизвесности. Динар је према еврџ номинално ојачао за 0,2% у 2022.

години, при чему смо на међубанкарском девизном тржишту интервенисали нето куповином девиза у износу од једне милијарде евра како бисмо спречили прекомерно јачање динара и тиме додатно подигли девизне резерве земље, на највиши ниво икада забележен. Ниво девизних резерви виши је од референтних вредности свих мера које се уобичајено користе за оцену њихове адекватности, указујући на то да оне представљају важан стуб одбране од широког спектра ризика који могу доћи из међународног и домаћег окружења. Посебно желим да нагласим да смо у актуелним условима изразите неизвесности, када се куповина злата централних банака глобално посматрано нашла на рекордном нивоу, и ми повећали учешће злата у структури девизних резерви – на 10,8%, што је знатно више од просека за земље у успону и што нас приближава просеку који имају развијене земље. Скрећем вам пажњу на то да смо се у једном од наших осврта у овом извештају бавили управо скорашњим трендовима у кретању девизних резерви у свету, као и мерама за оцену њихове адекватности, с посебним освртом на Србију.

Графикон 6. Кретање курса динара и трансакције Народне банке Србије на девизном тржишту (EUR/RSD)\*\*



Извор: НБС.  
\* + нето куповина, - нето продаја.  
\*\* 1 EUR у RSD.

Графикон 7. Вредности структура девизних резерви Народне банке Србије (у млн EUR)



Извор: НБС.

Заоштравање монетарне политике преносило се на динарске каматне стопе на тржишту новца, кредита и штедње, указујући на ефикасно деловање трансмисионог механизма путем канала каматне стопе. Поред тога, наставак нормализације монетарне политике Европске централне банке утицао је на вишу цену кредита у евро знаку на домаћем тржишту. Кредитна активност је на нивоу године остварила раст од 7,3%, при чему кредитној активности и даље у већој мери доприносе кредити привреди. **Важно је нагласити и да је учешће проблематичних кредита у укупним кредитима у децембру спуштено на**

**нови минимум од 3%, што указује на то да раст трошкова отплате кредита није погоршао квалитет активе банака и да је финансијска стабилност очувана и у периоду вишедимензионалне кризе с којом се суочавамо у последње три године.**

Графикон 8. Кредитна активност према немонетарном сектору  
(мг. стопе раста у %, искључен ефекат промене девизног курса)



Извор: НБС.

Графикон 9. Ниво NPL и учешће у укупним кредитима, бруто принцип  
(у млрд RSD)



Извор: НБС.

Приликом доношења одлуке о референтној каматној стопи, проценили смо да се актуелно заштравање монетарних услова неће знатније негативно одразити на домаћу тражњу. Домаћи фактори, попут наставка позитивних трендова на тржишту рада и успеха у привлачењу страних директних инвестиција, наставили су да доприносе привредном расту. С друге стране, због ниже екстерне тражње и повећаних глобалних трошковних притисака, као и суше, која је смањила пољопривредне приносе, било је и очекивано да домаћа економска активност успори раст у другој половини 2022. Према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, реални раст бруто домаћег производа у последњем тромесечју 2022. износио је 0,4% међугодишње, а на нивоу године 2,3%, што је у великој мери у складу с пројекцијом Народне банке Србије из новембра.

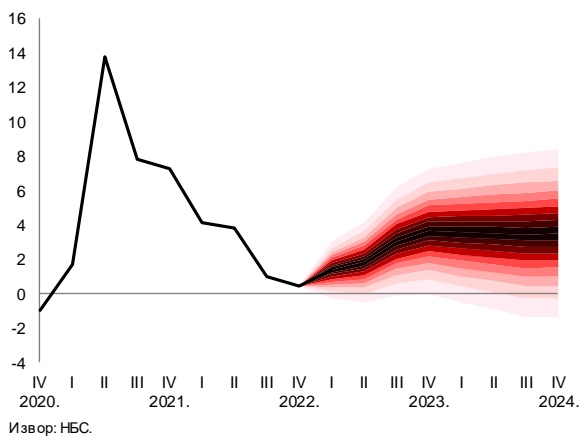
Према нашој новој пројекцији, стопа раста бруто домаћег производа Србије ове године биће у распону од 2,0% до 3,0%, што је непромењено у односу на наша очекивања из новембра. Притом, **процењујемо да су ризици пројекције мање изражени него пре три месеца**, јер је мања неизвесност у погледу снабдевености Европе гасом, а и показатељи економске активности у зони евра крајем 2022. и на почетку ове године бољи су од очекиваних. Под претпоставком опоравка светске економије, а тиме и екстерне тражње од друге



половине ове године, као и услед планиране реализације инвестиционих пројеката, пре свега у области путне, железничке, енергетске и комуналне инфраструктуре, од 2024. очекујемо убрзање раста бруто домаћег производа на распон од 3,0% до 4,0%, а затим повратак на претпандемијску путању раста од око 4% годишње.

Раст бруто домаћег производа ове године водиће домаћа тражња, пре свега приватна потрошња и залихе. По основу смањења трошкова производње и глобалне неизвесности, као и релативно високих планираних капиталних инвестиција државе, од наредне године очекујемо релативно висок допринос и од фиксних инвестиција, уз задржано учешће у бруто домаћем производу од близу 23%. С друге стране, због очекиваног високог количинског увоза најважнијих енергената – гаса и нафте, али и опрезног приступа у вези с привредним растом зоне евра, пројектовали смо да ће нето извоз ове године негативно допринети бруто домаћем производу. Од 2024. очекује се благо позитиван допринос нето извоза, у складу са очекиваним опоравком екстерне тражње, као и ефектима нових инвестиција у извозно оријентисане секторе.

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



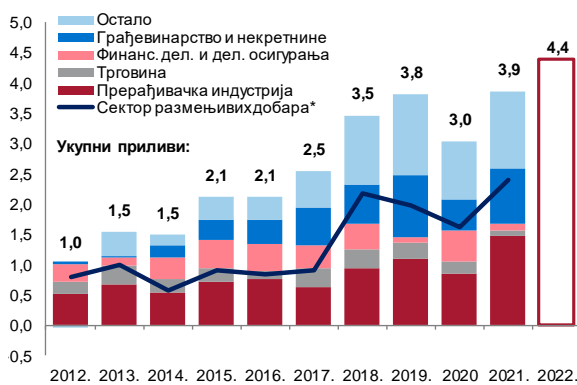
Графикон 11. Доприноси реалном расту БДП-а,  
расходна страна  
(у п.п.)



**Дефицит текућег рачуна платног биланса у 2022. износио је 6,9% бруто домаћег производа и био је за око 2 процентна поена бруто домаћег производа нижи од наше пројекције из новембра.** На повољнији исход од очекиваног утицао је пре свега нижи увоз енергената током последњег тромесечја од очекиваног услед смањења њихових цена на глобалном нивоу, бржи реални раст извоза робе и услуга и већи суфицит на рачуну секундарног дохотка. Дефицит текућег рачуна је осму годину заредом био у пуној мери

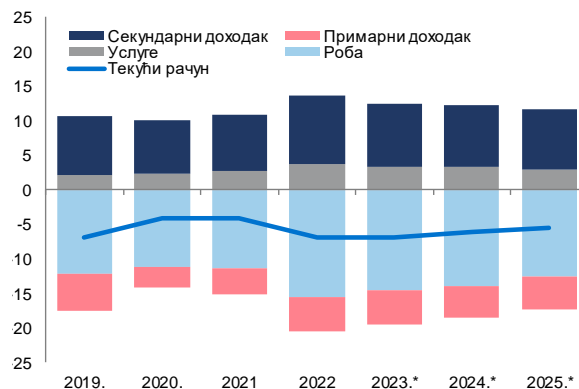
покривен нето приливом по основу страних директних инвестиција, што доприноси одрживости наше екстерне позиције. Рекордан прилив страних директних инвестиција остао је и у 2022. географски распрострањен и претежно усмерен у разменљиве секторе. Детаљнију оцену платнобилансних кретања у 2022. години и фактора који су довели до бољих кретања од очекиваних у претходној пројекцији можете прочитати у једном од наших осврта, а моје колеге ће је касније и мало детаљније представити. Када је реч о пројекцији учешћа дефицита текућег рачуна платног биланса у бруто домаћем производу, очекујемо да ће оно ове године бити на сличном нивоу као у 2022, а затим да ће се постепено смањити на око 5%. Такође, очекујемо да ће и у овој, као и у наредним годинама, дефицит текућег рачуна у великој мери бити покривен нето приливом страних директних инвестиција.

Графикон 12. Секторска структура СДИ  
(у млрд EUR)



Извор: РЗСи НБС.  
\* Индустрија, пољопривреда, саобраћај и складиштење, угоститељство.

Графикон 13. Пројекција текућег рачуна  
(у % БДП-а)



Извор: РЗСи НБС.  
\* Пројекција НБС.

У борби против екстерних потреса и високе инфлације важну улогу има одговорна фискална политика. **Консолидовани фискални дефицит у 2022. износио је 3,1% бруто домаћег производа, што је боље од очекивања изнетих у Ревидираној фискалној стратегији за 2023. годину са пројекцијама за 2024. и 2025. годину,** захваљујући и већим приходима, али и мањим расходима од пројектованих. Према проценама Министарства финансија, учешће дефицита требало би да се задржи на сличном нивоу и у овој години, док се у наредном периоду пројектује његово смањење, уз задржавање учешћа јавног дуга испод 60% бруто домаћег производа, што обезбеђује одрживост јавних финансија.

### *Даме и господо, драге колеге,*

С обзиром на то да су изгледи глобалног привредног раста повољнији него пре три месеца и да слабе глобални трошковни притисци, ризике пројекције инфлације и бруто домаћег производа у новој пројекцији оцењујемо као симетричне и мање изражене, при чему и даље ценимо да кључни ризици пројекције потичу од фактора из међународног окружења. Имајући претходно у виду, поред основног сценарија, овог пута израдили смо два додатна алтернативна сценарија пројекције, која смо представили у овом извештају – један неповољнији, али после дужег времена, и други – повољнији у односу на основни сценарио, уз нижу инфлацију и виши привредни раст него у основном сценарију.

Досадашње успешно излагање на крај с глобалним турбуленцијама и више криза које се међусобно преплићу током последњих година потврђује да су Влада и Народна банка Србије успеле да одговоре на потресе с којима смо били суочени, као и да је српска економија постала отпорнија и да је успела да се прилагоди измењеном окружењу.

Нема сумње да ће глобално макроекономско окружење остати изазовно и у овој години. Народна банка Србије ће наставити да прати и анализира трендове на међународном робном и финансијском тржишту и да процењује да ли има потребе за додатним заштравањем монетарних услова и у ком обиму. Притом, узимаћемо у обзир чињеницу да је потребно време да се испоље пуни ефекти претходног заштравања монетарних услова, како би се обезбедила оптимална комбинација свих инструмената економске политике ради смањења инфлације и очувања ценовне стабилности, а да притом обезбедимо и континуитет привредног раста.

У наставку конференције отворени смо за ваша питања.