



Народна банка Србије

Уводна реч на презентацији
Извештаја о инфлацији – август 2024.

Др Јоргованка Табаковић, гувернер

Београд, 14. август 2024.

Даме и господо, поштовани представници медија, драге колеге,

Добро дошли на презентацију августовског Извештаја о инфлацији. Као што је то уобичајена пракса, на данашњој конференцији представићемо вам актуелна економска кретања, наше нове макроекономске пројекције и одлуке монетарне политике које смо доносили у периоду од претходног извештаја.

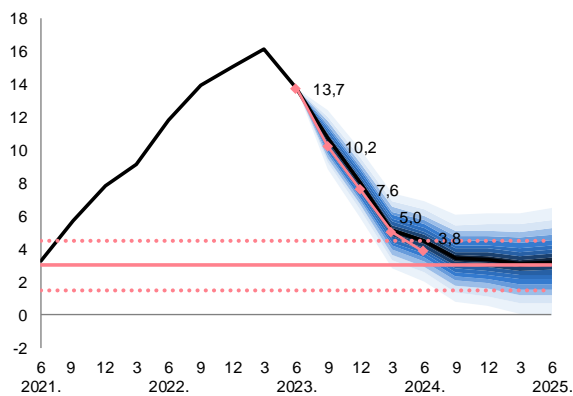
На почетку конференције, желим да нагласим да су период од претходног извештаја обележили, пре свега, повратак инфлације у границе циља и даљи пад инфлационих очекивања, што нам је омогућило да започнемо ублажавање монетарне политике. То указује да смо се успешно изборили са инфлацијом и да ће она надаље бити на нивоима који су конзистентни с нашим циљем. Поред тога, раст бруто домаћег производа у првој половини године био је бржи од очекиваног, због чега смо пројекцију привредног раста за ову годину повећали на 3,8%, уз очекивано даље убрзање на 4–5% у наредне две године. Остварени привредни раст и очувана финансијска стабилност, уз пад учешћа проблематичних кредита у укупним кредитима на ниво испод 3%, потврђују да смо адекватном монетарном политиком, коју смо у претходном периоду поштравали континуирано, али постепено и одмерено, успели да обезбедимо и средњорочну ценовну стабилност и меко приземљење.

О свему томе ћу у наставку детаљније говорити.

Почећу са инфлацијом, која је наш основни циљ и мерило успеха. Као што смо и најавили на претходној конференцији, али и готово годину и по дана уназад, инфлација се у мају вратила у границе циља од $3 \pm 1,5\%$, а затим је и у наредна два месеца наставила да се креће у тим границама. Након смањења на 3,8% у јуну, међугодишња инфлација је у јулу забележила раст на 4,3% услед серије једнократних поскупљења (хлеб, услуге слања пакета, путарине) и повећања цена појединих примарних пољопривредних производа на светском тржишту, које су се одразиле и на раст цена појединих производа и код нас (посебно бих истакла пример кафе и какаоа). Због чињенице да поменута поскупљења остају у обрачуну међугодишње инфлације у наредној години дана, као и услед већег

од очекиваног раста домаће тражње од почетка године, сада пројектујемо да ће инфлација нешто спорије опадати у наредном периоду. Према нашој новој централној пројекцији, инфлација ће наставити да се креће у границама циља и у наредне две године, што је временски хоризонт наше пројекције. Инфлација ће најпре успорити на око 4% крајем ове године, а затим ће се током наредне године постепено приближити централној вредности циља од 3%. Као и у већини других земаља, базна инфлација се од маја креће на вишем нивоу од укупне и претходних месеци она се стабилизовала на нивоу од око 5% међугодишње. Ипак, према нашој пројекцији, очекујемо да и базна инфлација успори до краја године и приближи се укупној инфлацији у наредној години.

Графикон 1. Пројекција инфлације из августа 2023. и њено остварење (мг. стопе, у %)



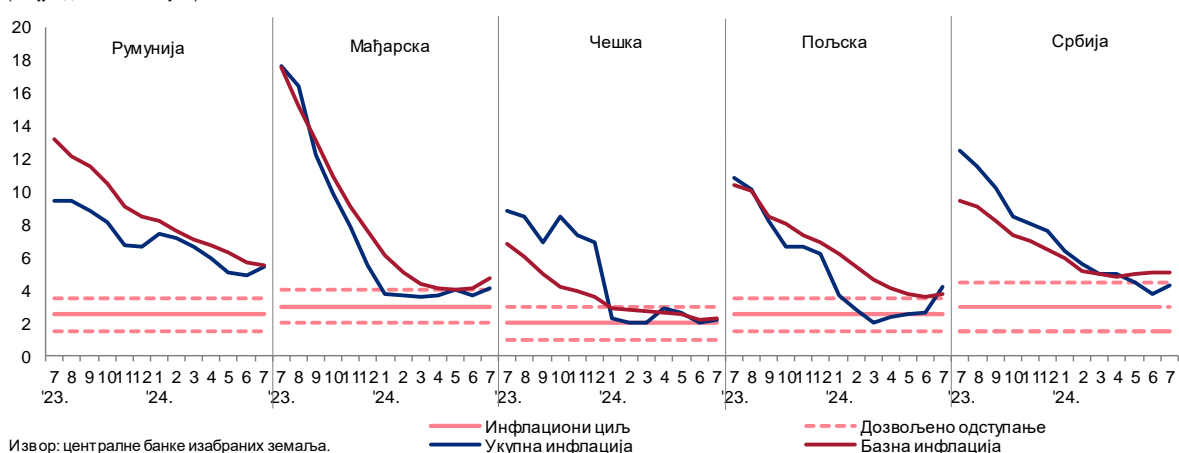
Извор: НБС.

Графикон 2. Динамика инфлације – укупне, базне и trimmed mean (међугодишње стопе, у %)



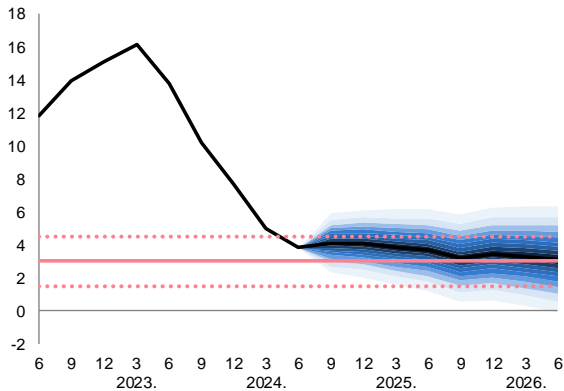
Извор: РЗСи прерачун НБС.

Графикон 3. Кретање мг. инфлације за изабране земље средње и југоисточне Европе у претходној години дана (закључно с јулом 2024) (међугодишње стопе, у %)



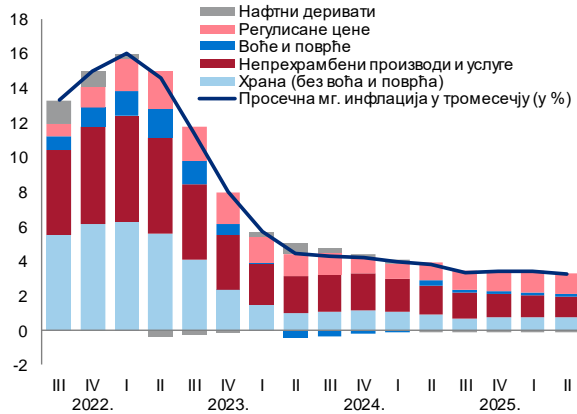
Извор: централне банке изабраних земаља.

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



Извор: НБС.

Графикон 5. **Доприноси мг. инфлацији по компонентама**
(просечне мг. стопе, у п.п.)



Извор: НБС.

Узимајући у обзир остварену опадајућу путању инфлације и њено очекивано кретање у хоризонту монетарне политике, у јуну смо започели, а у јулу наставили да смањујемо референтну каматну стопу за по 25 базних поена, на ниво од 6%. На седници у августу смо задржали референтну каматну стопу на непромењеном нивоу, имајући у виду и потребу да се сагледају ефекти претходно донетих мера. Овде желим да нагласим да смо одлуке монетарне политике претходних месеци доносили опрезно, уважавајући и ризике, као и да, и поред ублажавања, монетарна политика још увек има рестриктиван карактер, који ће и у наредном периоду доприносити задржавању ниских инфлаторних притисака.

Графикон 6. **Кретање референтне и просечне репо стопе**
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

Графикон 7. **Инфлациона очекивања финансијског сектора и привреде**
(мг. стопе, у %)

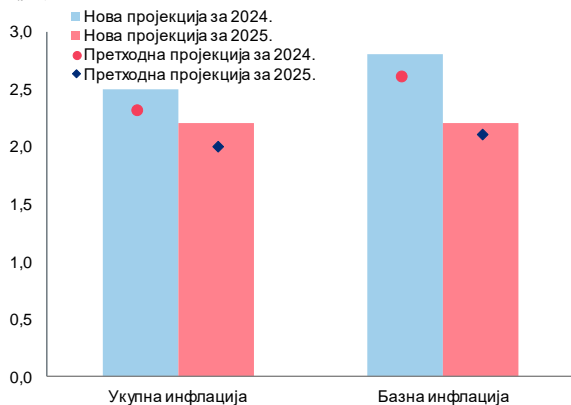


Извор: Галуп/Ипсос/Нинамедиа, Блумберг и НБС.

Важан фактор задржавања рестриктивног карактера наше монетарне политике, а уједно и потврда њеног високог кредибилитета, јесу инфлациона очекивања. Краткорочна очекивања финансијског сектора и привреде знатно су смањена у претходној години дана, при чему су, према резултатима јулске анкете,

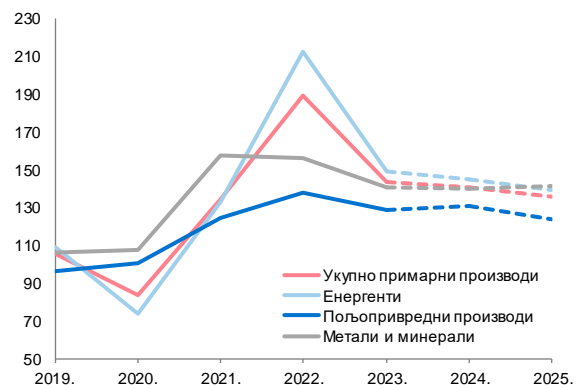
очекивања финансијског сектора за godinu dana unapred snizena na 3,15%, чиме су се готово изједначила са средњорочним очекивањима, која су већ неко време на централној вредности циља. Смањење краткорочних и усидреност средњорочних инфлационих очекивања и директно доприноси нижој инфлацији.

Графикон 8. Ревизија пројекција инфлације за зону евра за 2024. и 2025. (у %)



Извор: ЕЦБ (јун и март 2024).

Графикон 9. Пројекција цена примарних производа (индекс, 100 = 2015–2019, просек)



Извор: Светска банка, *Global Economic Prospects*, јун 2024.

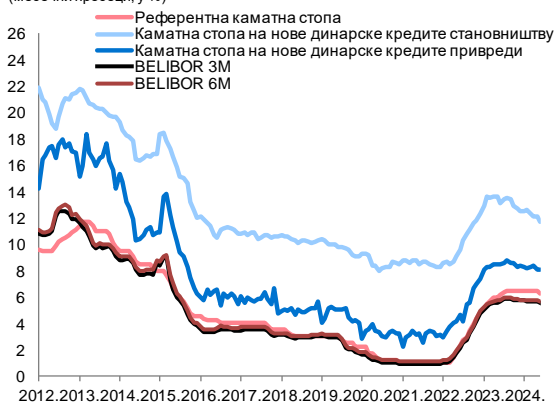
Опадајућој путањи домаће инфлације доприноси и смањење увозне инфлације након врхунца крајем 2022. године. Према пројекцијама релевантних међународних институција, инфлација у зони евра наставиће да се смањује, с тим да ће динамика тог смањења бити постепенија него што се очекивало, највећим делом због више остварене базне инфлације од очекиване.

Претходно наведени фактори, уз претпоставку да се неповољна геополитичка дешавања ни у наредном периоду неће у знатнијој мери одразити на светске цене енергената и примарних производа, требало би да обезбеде да инфлација и у средњем року буде на нивоима који су конзистентни с нашим циљем.

Услед очекивања тржишта да ће Народна банка Србије и Европска централна банка ускоро започети ублажавање монетарне политике, каматне стопе на динарске кредите привреди и становништву и кредите у евро знаку још од краја прошле године бележе умерени пад, који се може очекивати и у наредном периоду с обзиром на остварено ублажавање монетарних услова и у Србији и зони евра. У складу са ублажавањем кредитних услова и стандарда за

динарско кредитирање, повећана је и тражња привреде и становништва за кредитима, што је резултирало убрзањем раста укупне кредитне активности на међугодишњем нивоу на 4,7% у јуну, уз раст кредита привреди од 4,2% и раст кредита становништву од 4,9%. Повећано динарско кредитирање одразило се на раст степена динаризације пласмана привреди и становништву, који је у јуну достигао 36,1%. Убрзање кредитне активности допринело је и да се учешће проблематичних кредита у укупним кредитима, које се иначе, захваљујући снажном регулаторном оквиру за банке и пажљиво комбинованим и синхронизованим мерама монетарне и макропруденцијалне политике, све време током ове вишеструке кризе задржавало близу 3%, сада снизи на нови најнижи ниво од 2,9%.

Графикон 10. Кретање каматних стопа на нове динарске кредите (месечни просеци, у %)



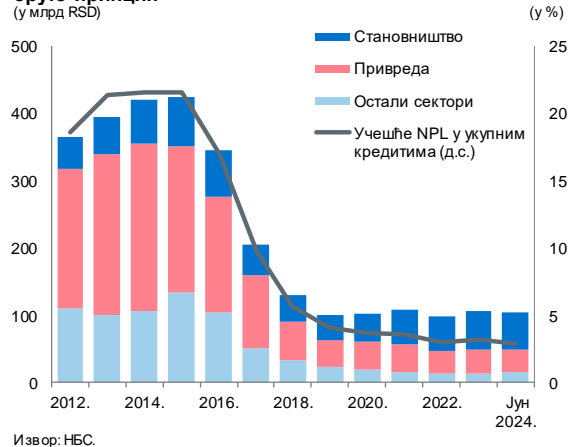
Графикон 11. Кретање каматних стопа на нове евро и евроиндексирани кредите (просечне пондерисане вредности, на год. нивоу, у %)



Графикон 12. Кредити привреди и становништву (мг. стопе раста, у %, по сталном курсу, 31. октобра 2022)



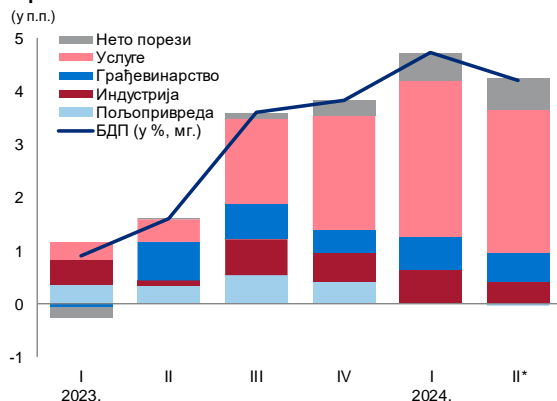
Графикон 13. Ниво NPL и учешће у укупним кредитима, бруто принцип (у млрд RSD)



Захваљујући успоравању инфлације, расту реалног расположивог дохотка грађана и привреде и интензивирању инвестиционог циклуса, убрзање реалног

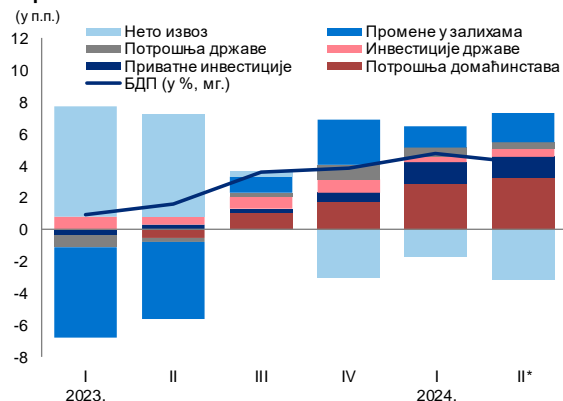
раста бруто домаћег производа Србије из друге половине прошле године настављено је и у првој половини ове године, када је реални раст бруто домаћег производа износио око 4,5% међугодишње. Конкретно, према првој процени Републичког завода за статистику, раст бруто домаћег производа у другом тромесечју ове године износио је 4,2% и, посматрано с производне стране, био је вођен услужним секторима, грађевинарством и прерађивачком индустријом, док је са становишта употребе првенствено био вођен већом приватном потрошњом и фиксним инвестицијама. Тромесечно посматрано и по искључењу ефеката сезоне, раст бруто домаћег производа је, према нашој процени, у другом тромесечју износио 0,7% и седмо узастопно тромесечје је забележио раст. Иако је екстерна тражња из зоне евра и даље ниска, она се ипак опоравља, на шта указује податак о расту бруто домаћег производа у два тромесечја ове године од по 0,3%, што треба позитивно да се одрази на наш извоз и производњу прерађивачке индустрије.

Графикон 14. Доприноси м. расту БДП-а, производна страна (у п.п.)



Извор: РЗСи НБС.
* Процена НБС.

Графикон 15. Доприноси м. расту БДП-а, расходна страна (у п.п.)

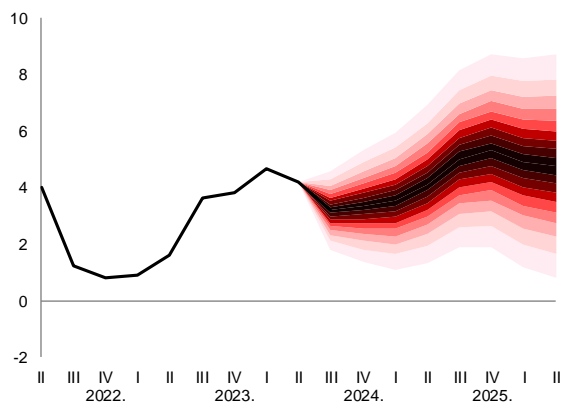


Извор: РЗСи НБС.
* Процена НБС.

С обзиром на то да је раст бруто домаћег производа у првој половини ове године премашио наша очекивања, **у новој пројекцији повећали смо стопу привредног раста за ову годину на 3,8%, са 3,5%, колико смо пројектовали у мају**. Слична очекивања у погледу привредног раста за ову годину имају и друге релевантне међународне институције – Међународни монетарни фонд и *Consensus Economics*, при чему ће тај раст, према њиховој оцени, бити један од највећих у региону средње и југоисточне Европе. Додатно убрзање економске активности, на распон 4–5%, очекујемо да уследи у наредне две године. Томе ће допринети реализација инвестиција планираних програмом „Скок у

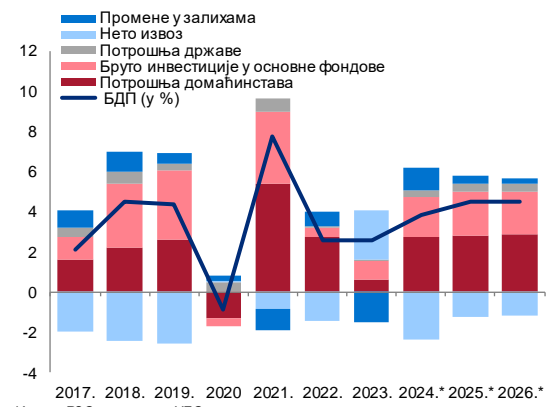
будућност – Србија Експо 2027”, смањени глобални инфлаторни притисци и повољнији услови финансирања услед започетог ублажавања и наше монетарне политике и монетарне политике Европске централне банке. Раст ће водити домаћа тражња, уз позитиван допринос свих њених компонената. Већој приватној потрошњи допринеће наставак раста запослености и зарада, пре свега у приватном сектору, али без знатнијих инфлаторних ефеката, јер ће раст зарада бити резултат и повећане продуктивности. Важан фактор привредног раста јесу инвестиције у основна средства, које повећавају производни потенцијал наше економије и које би требало да се у средњем року приближе нивоу од 25% бруто домаћег производа. Раст приватних инвестиција очекује се услед високог прилива страних директних инвестиција, повећане профитабилности привреде претходних година и очуваног инвестиционог поверења, као и услед смањених глобалних инфлаторних притисака и повољнијих услова финансирања. Такође, на раст инвестиција утицаће и реализација јавних инвестиција у области саобраћајне, енергетске и комуналне инфраструктуре.

Графикон 16. Пројекција раста БДП-а
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

Графикон 17. Доприноси реалном расту БДП-а
(у п.п.)



Извор: РЗСи прерачун НБС.

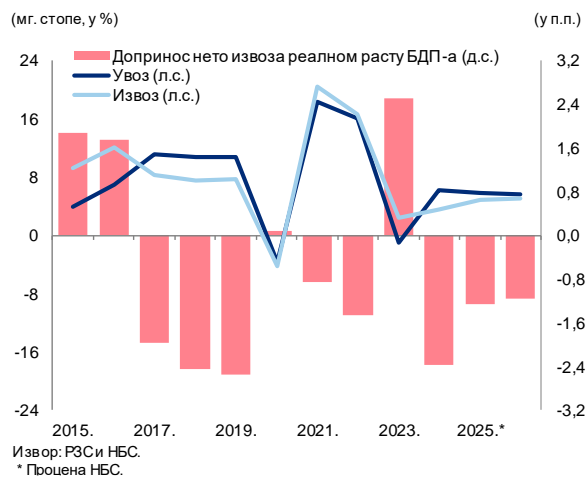
* Процена НБС.

Кретања на текућем рачуну платног биланса у досадашњем делу године била су у складу с нашим очекивањима. Због тога смо пројекцију учешћа дефицита текућег рачуна у бруто домаћем производу за ову годину задржали на око 4%. Уважавајући убрзање реализације инвестиционог циклуса, очекујемо да ће то учешће у наредне две године бити на нивоу око 5% бруто домаћег производа, што је, према нашим оценама, као и оценама Међународног монетарног фонда, у границама екстерне одрживости. Као што смо и очекивали, извоз робе и услуга је у шест месеци ове године био виши за око 4% него у истом периоду 2023, вођен пре свега растом извоза прерађивачке индустрије и рударства, што је резултат инвестиција из претходног периода, као и растом пољопривредних производа након добре прошлогодишње сезоне. Увоз робе и услуга је у истом периоду бележио бржи раст, од око 5% међугодишње, највише услед већег увоза опреме и репроматеријала за потребе инвестиционог циклуса. С обзиром на остварења у првој половини године – дефицит текућег рачуна од 1,2 милијарде евра или 3,4% бруто домаћег производа и прилив по основу страних директних инвестиција од преко 2,3 милијарде евра (односно 2,8 милијарди евра укључујући и прелиминарне податке за јул) – можемо да кажемо да је читаву деценију дефицит текућег рачуна потпуно покривен најпожељнијом категоријом прилива капитала из иностранства, што пројектујемо и за наредни период.

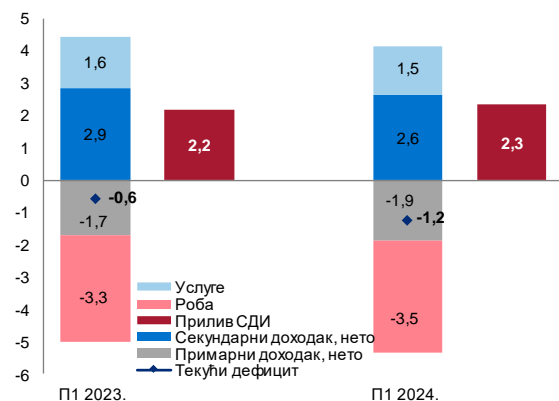
Графикон 18. Кретање инвестиција у основне фондове
(мг. раст, у п.п.)



Графикон 19. Реални раст извоза и увоза

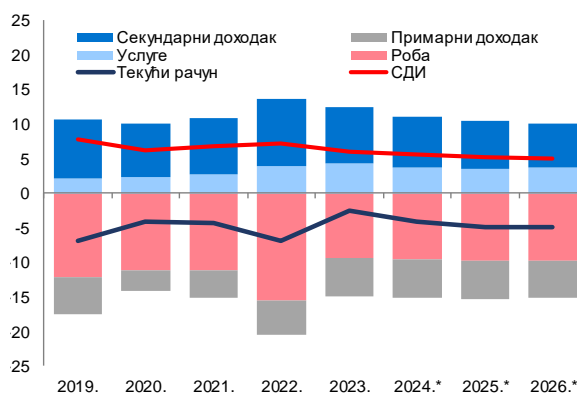


Графикон 20. Текући рачун платног биланса и СДИ
(у млрд EUR)



Извор: НБС.

Графикон 21. Пројекција текућег рачуна и СДИ
(у % БДП-а)



Извор: РЗСи НБС.

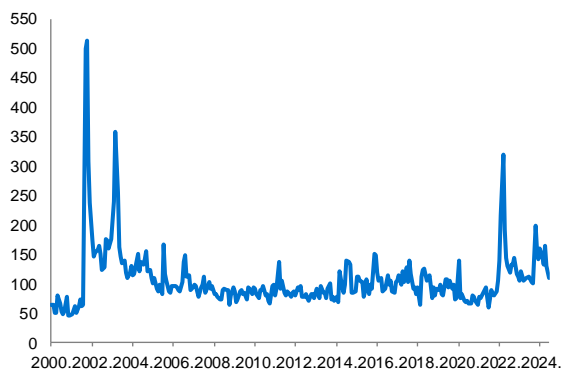
* Пројекција НБС.

Прилив капитала остварен је и по основу емисије десетогодишњих еврообвезница на међународном тржишту од 1,5 милијарди долара, што је допринело расту девизних резерви земље на 28,1 милијарду евра на крају јула. Раст девизних резерви резултат је и интервенција Народне банке Србије на девизном тржишту – у условима преовлађујућих апрецијацијских притисака, а ради одржавања релативне стабилности курса динара према еврџу, у седам месеци ове године били смо нето купци девиза у износу од 1,56 милијарди евра. При томе, желим да нагласим да Република Србија није емитовала еврообвезнице због било каквих проблема с финансирањем, већ је реч о средствима која су намењена реализацији пројеката из тзв. Зелене агенде и социјално одговорних активности. Када се узме у обзир и даље присутна неизвесност на међународним тржиштима, емисија десетогодишњих еврообвезница Србије може се окарактерисати као веома успешна. То потврђују висока тражња инвеститора за овим обвезницама и смањени трошкови задуживања током аукције, као и чињеница да су након хеџинг трансакције услови задуживања у еврима од 4,75% чак и повољнији у поређењу с појединим земљама региона кредитног рејтинга инвестиционог ранга.

У досадашњем току године, фискална кретања су била боља од очекиваних. Томе су допринели већи приходи од планираних, делом по основу повећане профитабилности привреде у претходној години, која је у 2023. износила 972 милијарде динара и била за преко 12% виша него у претходној години. На консолидованом нивоу, у шест месеци остварен је суфицит од 33 милијарде

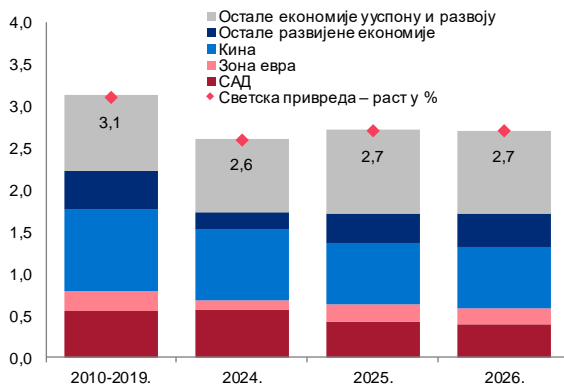
динара (0,8% бруто домаћег производа), док је на нивоу године планиран дефицит од 2,2% бруто домаћег производа. Учешће јавног дуга опште државе у бруто домаћем производу у јуну је износило 50,3% и било је два процентна поена ниже него крајем 2023. године. Према нашој процени, фискални импулс у овом периоду биће готово неутралан, што значи да мере фискалне политике не би требало да делују инфлаторно, док ће улагање у модернизацију јавне инфраструктуре допринети и расту производног потенцијала земље.

Графикон 22. Индекс глобалног геополитичког ризика (у п.п.)



Извор: Caldara i Iacoviello (2022); подаци преузети са <https://www.matteoiacoviello.com/gpr.htm>.

Графикон 23. Допринос глобалном привредном расту (у п.п.)



Извор: Светска банка (јун 2024). Напомена: Подаци за 2024, 2025. и 2026. су пројекције.

Остварена домаћа макроекономска кретања, смиривање екстерних инфлаторних притисака и повољнији изгледи глобалног привредног раста, уз показану већу отпорност на неповољна геополитичка дешавања, указују да је најтурбулентнији период економских изазова иза нас и да смо успели да га пребродимо, уз очувану макроекономску стабилност и ојачану отпорност на екстерне шокове. Међутим, иако су сада мање изражени, ризици остварења наших макроекономских пројекција и даље захтевају опрезност монетарне политике. Неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације и бруто домаћег производа у највећој мери и даље потиче од геополитичких односа и изгледа за глобални привредни раст, као и њиховог утицаја на светске цене енергената и других примарних производа. У извесној мери ризици се односе и на перзистентност базне инфлације на глобалном нивоу и дужину трајања заоштрених монетарних политика водећих централних банака. Ризици пројекције потичу и од брзине раста домаће тражње, као и од исхода домаће и глобалне пољопривредне сезоне. Укупно посматрано, ризике пројекције

инфлације и ризике пројекције раста бруто домаћег производа за ову и наредне године оцењујемо као симетричне.

С тим у вези, желим да нагласим да ћемо одлуке о будућој монетарној политици доносити од састанка до састанка, у зависности од брзине успоравања инфлације и кретања њених кључних фактора, а водећи рачуна и о ефектима на финансијску стабилност и привредни раст. Као што смо одмерено и обазриво заоштравали монетарне услове, принцип опрезности примењиваћемо и у условима ублажавања монетарне политике.

Даме и господо, драге колеге,

С обзиром на то да се прошле недеље навршило 12 година од када сам на челу Народне банке Србије, уводно излагање завршићу кратким освртом на тај период, који је вероватно за носиоце економске политике не само у Србији већ и широм света био најтурбулентнији и никад изазовнији у новијој историји. Подсетићу вас да смо се само у протекле четири године суочили с пандемијом вируса корона и незабележеним затварањем економија, енергетском кризом, ратом у Украјини и на Блиском истоку, при чему ни период пре тога није био без изазова. Десили су се Брегзит, криза грчких банака... Због тога сам посебно поносна на чињеницу што сам била гувернер баш у овом периоду и да су и у таквим околностима очуване средњорочна ценовна и финансијска стабилност, као и релативна стабилност девизног курса. Као резултат одговорног вођења економске политике, а пре свега синхронизованог деловања монетарне и фискалне политике, као две руке истог организма, смањене су фискална и екстерна неравнотежа, задржани повољни изгледи раста наше економије и статус Србије као пожељне инвестиционе дестинације и ојачана је отпорност на екстерне изазове. Захваљујући томе, прошле недеље је рејтинг агенција *Fitch*, а у априлу и агенција *Standard & Poor's* побољшала изгледе кредитног рејтинга, који је на нивоу ВВ+, са стабилних на позитивне, чиме смо се нашли на само пола корака од инвестиционог рејтинга.

Овом приликом желим да се захвалим председнику Александру Вучићу на указаном поверењу да и у наредних шест година водим Народну банку Србије. Надам се да ће Народна банка Србије и надаље бити синоним за стабилност,

континуитет и доследност у остваривању циљева у корист државе, привреде и наших грађана.

У наставку конференције колеге из Сектора за економска истраживања и статистику ће нешто детаљније представити наше пројекције, а потом смо отворени за ваша питања.