



НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

Говор на презентацији  
Извештаја о инфлацији – фебруар 2020.

---

Саво Јаковљевић, генерални директор Сектора  
за економска истраживања и статистику

Београд, 19. фебруар 2020.

У наставку конференције представимо вам наше нове макроекономске пројекције и одлуке монетарне политике, као и главне домаће и међународне факторе који на њих утичу.

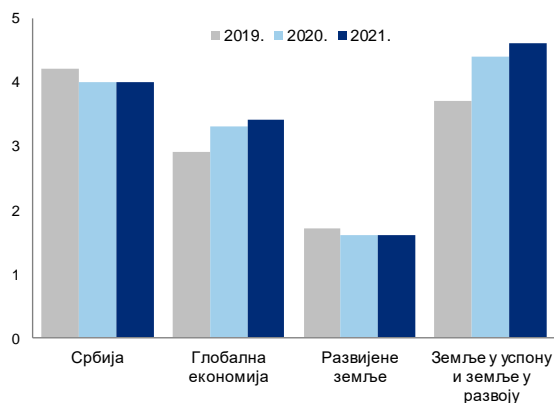
\* \* \*

Ојачани економски показатељи основа су за све боље резултате наше економије у наредном периоду – очекујемо да инфлација и у наредне две године буде на ниском и стабилном нивоу и да се постепено приближи централној вредности циља од 3%, при чему ће експанзија економске активности и раст животног стандарда грађана бити настављени на одрживим основама. Очекујемо да главни носиоци оваквих кретања буду домаћи фактори, док су из међународног окружења и даље присутни ризици који могу деловати у смеру успоравања привредног раста.

Ове године се очекује постепени опоравак глобалног раста, након што је прошле године он био на најнижем нивоу у последњих десет година, мада су и **даље изражени негативни ризици**. Они се пре свега односе на могућу поновну ескалацију трговинских и геополитичких тензија који су обележили прошлу годину, а од недавно је присутан ризик и по основу вируса корона, који може утицати на глобални раст у кратком року.

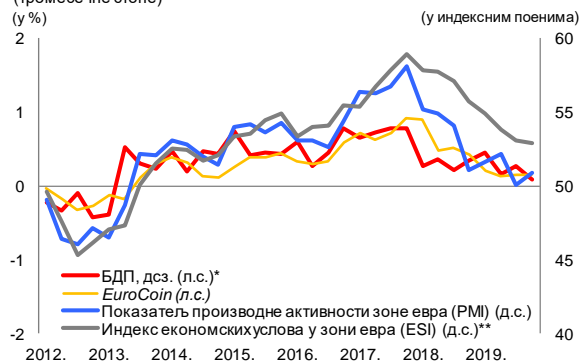
Када је у питању **раст зоне евра**, нашег најважнијег трговинског партнера, у текућој пројекцији смо претпоставили раст од 1,1%, што је у складу с последњом пројекцијом Европске централне банке, у којој је раст за ову годину благо коригован наниже. Као и у претходној пројекцији, очекује се убрзање раста зоне евра на 1,4% у наредној години. Очекивани **раст земаља у региону**, које су такође наши важни трговински партнери, остао је непромењен, захваљујући већем ослањању на домаћу тражњу, што смо уважили у новој пројекцији. Такође, очекује се благ опоравак инфлације у зони евра, тако да и у актуелној пројекцији не очекујемо раст инфлационих притисака **по основу увозних цена**.

Графикон 1. Пројекција реалног раста БДП-а за 2020. и 2021. (у %)



Извор: За Србију НБС, за групе земаља ММФ WEO Update, јануар 2020.

Графикон 2. Кретање БДП-а и показатеља економске активности зоне евра (тримесечне стопе)



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

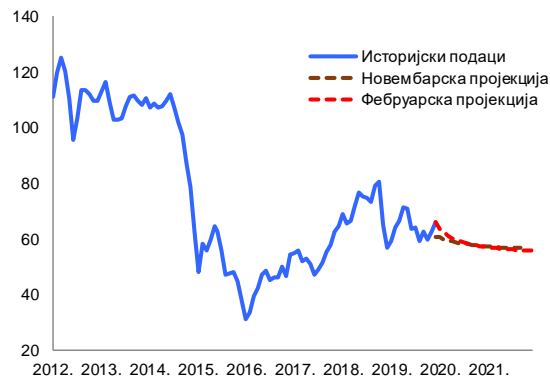
\* Прелиминарна процена Eurostat-а за Т4 2019.

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

Због очекиваног релативно спорог глобалног раста и ниске инфлације, **услови на међународном финансијском тржишту требало би да буду и даље повољни**. Европска централна банка наставља да спроводи програм квантитативног попуштања, уз очекивања тржишта да ће њена експанзивна монетарна политика трајати дужи него што се очекивало пре три месеца. Такође, тржиште и даље очекује наставак смањења референтне каматне стопе Система федералних резерви, с тим да се за сада не најављују такви кораци иако су њихове најновије пројекције на нижем нивоу него пре три месеца. 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**.

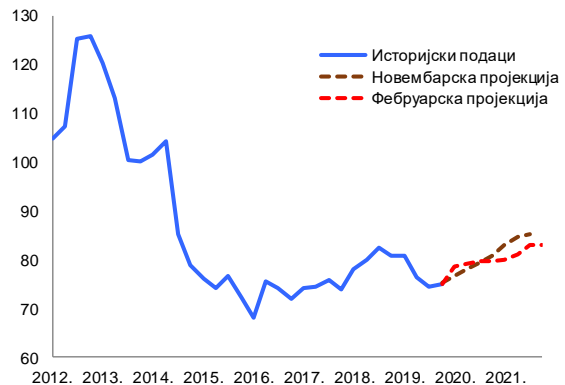
Када је у питању међународно робно тржиште, **неизвесност се пре свега односи на кретање светске цене нафте**, која је била посебно волатилна последњих месеци. Након раста крајем прошле и почетком ове године на близу 70 долара по барелу, цена нафте на светском тржишту је пала и тренутно се налази на нивоу од око 55 долара по барелу. У складу с фјучерсима, **у нашој новој пројекцији претпоставили смо исте цене нафте на светском тржишту као и у претходној**. 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 мањи раст и ове и наредне 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)



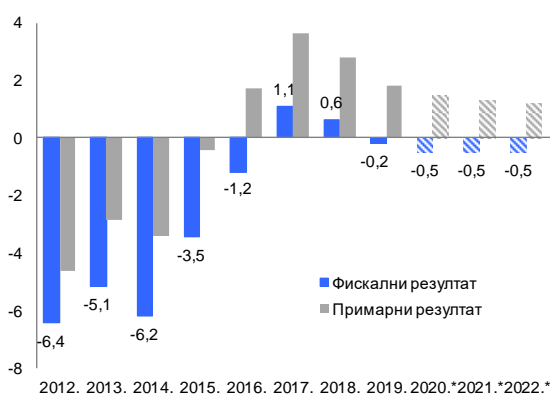
Извор: CBOT, Euronext и прерачун НБС.

Насупрот неизвесности у међународном окружењу, **домаћи фактори настављају да доприносе макроекономској стабилности и одрживом привредном расту, што је у основи наше пројекције**.

И у условима знатно виших капиталних издатака државе и повећаних издатака за плате и пензије, дефицит консолидованог буџета у 2019. мањи је од планираног, а учешће јавног дуга у бруто домаћем производу је на опадајућој путањи. **Претпоставили смо да ће карактер фискалне политике у периоду пројекције бити благо експанзиван, без већих притисака на раст инфлације**.

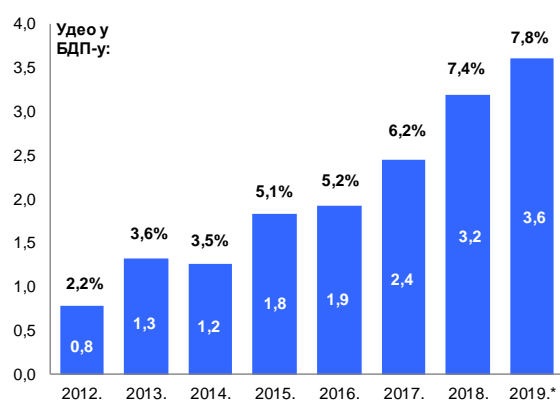
**Претпоставка пројекције је стабилна екстерна позиција и у наредном периоду, уз нето прилив страних директних инвестиција који ће и даље у потпуности покривати дефицит текућег рачуна**. Процењујемо да је преко 60% директних инвестиција из иностранства у Србију усмерено у разменљиве секторе, уз све већу заступљеност мањих пројеката, што, поред раста извозног потенцијала земље, повећава и отпорност на шокове који могу доћи из међународног окружења.

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



Извор: Министарство финансија.  
\* Пројекција.

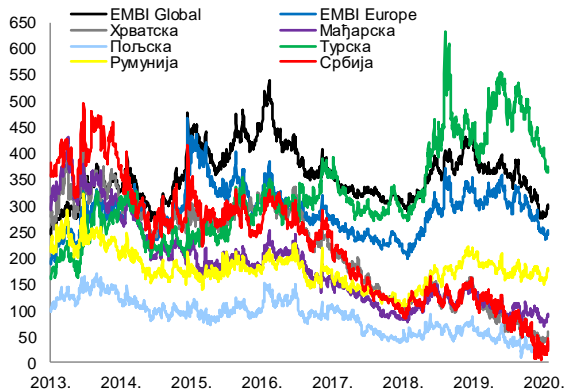
Графикон 6. Нето СДИ (у млрд EUR)



Извор: НБС.  
\* Прелиминарно.

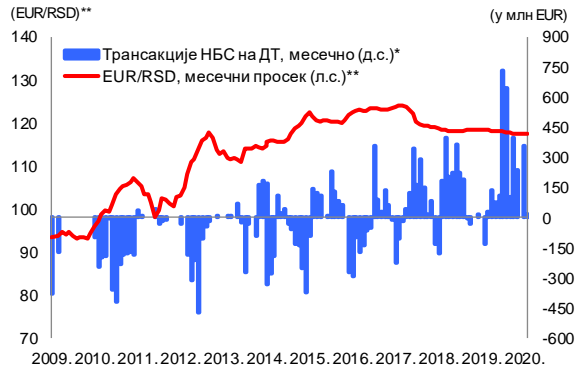
Уравнотежене јавне финансије и стабилна екстерна позиција земље одражавају се на **даљи пад премије ризика, што доприноси релативној стабилности на девизном тржишту**. Настављени су апрецијацијски притисци, који су преовладавали и у претходном периоду, а Народна банка Србије је интервенисала како би ублажила прекомерне краткорочне осцилације курса динара према еврџу. Током последњег тромесечја 2019, Народна банка Србије је на девизном тржишту купила 805,0 милиона евра, а продала 215,0 милиона евра. На нивоу године, по овом основу девизне резерве су повећане за 2,7 милијарди евра.

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



Извор: JP Morgan.

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



Извор: НБС.

\* + нето куповина; - нето продаја.  
\*\* 1 EUR у RSD.

**Конзистентни с нашом пројекцијом и даље су релативно ниски трошкови финансирања државе и приватног сектора.** Референтна каматна стопа је три пута смањена прошле године, на 2,25% у новембру, што је њен најнижи ниво у режиму циљања инфлације. Видимо да се овај **стимуланс монетарне политике преноси на реални сектор**, преко повољнијих финансијских услова и даљег смањења каматних стопа, што доприноси готово двоцифреном међугодишњем расту кредита, пре свега инвестиционих. Очекујемо да нижи трошкови финансирања наставе да подстичу инвестиције и потрошњу, а тиме и укупну економску активност и у наредном периоду.

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



Извор: Европска банкарска федерација и НБС.

\* Искључени револвиринг кредити, прекорачења по текућем рачуну и дуг по кредитним картицама  
\*\* Еуро и евроиндексирани.

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



Извор: НБС.

\* Искључен ефекат промене девизног курса.  
\*\* Процена НБС за Т4 2019.

\* \* \*

**У другој половини прошле године, економска активност је повећана више него што смо очекивали**, а тиме и раст на нивоу године на 4,2%. **Кључни фактор су фиксне инвестиције**, чије је учешће у реалном бруто домаћем производу наставило да расте – на 23,9% у 2019. години. Раст њиховог учешћа пројектовали смо и за наредни период, на око 24,5% у овој и наредној години, захваљујући наставку реализације инфраструктурних пројеката и инвестицијама приватног сектора по основу унапређења пословног амбијента и повољних извора финансирања.

Инвестициони циклус у земљи и с њим повезан раст увоза опреме утицаће на **негативан допринос нето извоза, али би он ове године требало да буде мањи него прошле**, чему ће допринети активирање инвестиција и очекивани опоравак екстерне тражње. Такође, очекујемо наставак раста потрошње домаћинстава на одрживим основама, захваљујући пре свега позитивним трендовима на тржишту рада, као и нижим трошковима кредита.

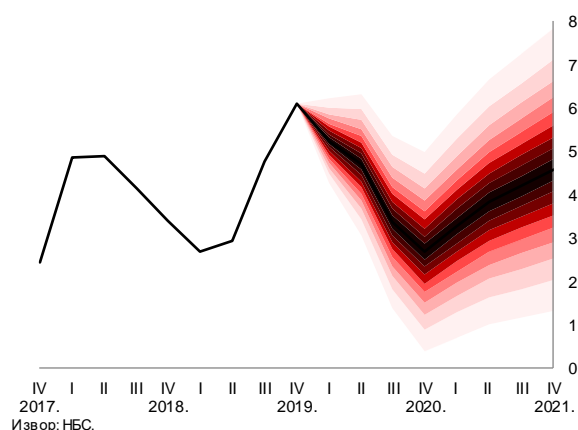
Имајући у виду изнете претпоставке, **за 2020. и 2021. задржали смо пројекцију раста бруто домаћег производа на 4%**, с тим да ризике који потичу из међународног окружења оцењујемо као асиметричне наниже, а ризике из домаћег окружења као асиметричне навише, у највећој мери због могућег бржег раста инвестиција од очекиваног, што је био случај и током претходне две године.

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



Извор: РЗСи прерачун НБС.  
\* Процена НБС.

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



Извор: НБС.

\* \* \*

И поред експанзије економске активности и позитивних трендова на тржишту рада, **инфлација је и у 2019. остала ниска и стабилна** – у децембру је износила 1,9% међугодишње. Профил инфлације су у највећој мери одредиле цене непрерађене хране и енергије, које су пратиле динамику тих цена на светском тржишту. Ако се искључе цене хране и енергије, алкохола и цигарета, тј. ако се посматра базна инфлација, она је у просеку на нивоу године износила 1,3%.

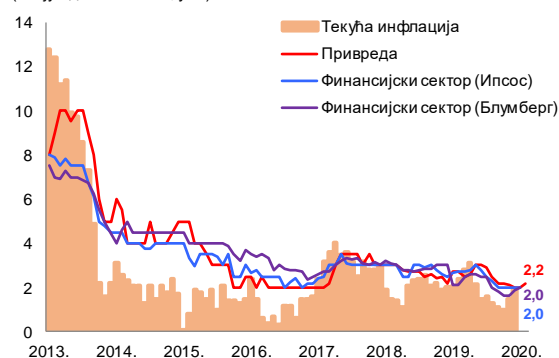
**На ниске инфлаторне притиске указују и очекивања финансијског сектора и привреде**, која су, и за једну и за две године унапред, наставила да се крећу у доњој половини циљаног распона.

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



Извор: РЗСи прерачун НБС.

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



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

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

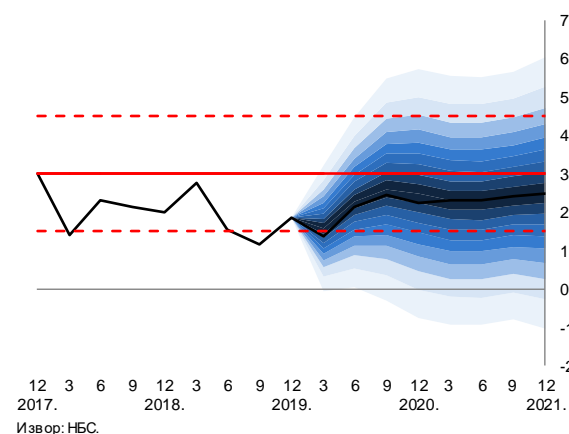
**И према фебруарској централној пројекцији, очекујемо да ће међугодишња инфлација остати ниска и стабилна до краја периода пројекције** – до средине ове године она ће се

кретати око доње границе дозвољеног одступања од циља, а након тога ће се постепено приближавати његовој централној вредности, чему ће у кратком року највише допринети ниска база код цена поврћа, а у средњем року раст агрегатне тражње.

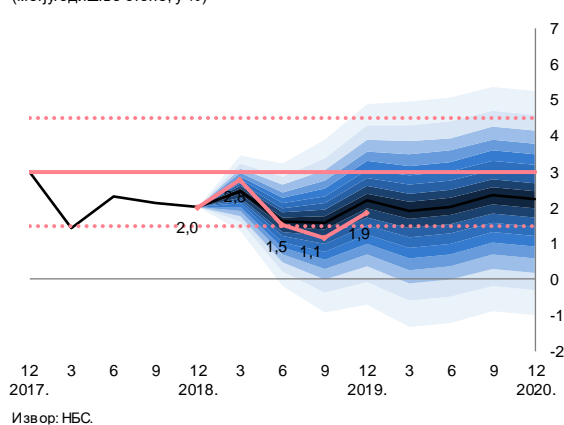
**У односу на новембарску пројекцију**, актуелна пројекција инфлације за 2020. годину на нешто је вишем нивоу, а затим на готово истом нивоу у наредној години, због већег раста цена хране у четвртом тромесечју 2019. Притом, као и у претходној пројекцији, централна пројекција инфлације не прелази инфлациони циљ Народне банке Србије од 3% у наредне две године.

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

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



Графикон 16. **Остварење пројекције инфлације из фебруара 2019.**  
(међугодишње стопе, у %)



На крају, кратко ћу се осврнути на нашу пројекцију инфлације од пре годину дана. Као што можете видети, **инфлација се у протеклој години дана кретала готово у потпуности у складу с централним вредностима које смо пројектовали и објавили у Извештају о инфлацији у фебруару 2019. године.** Верујемо да такви резултати доприносе јачању поверења у Народну банку Србије и усидрености инфлационих очекивања. Као и до сада, наставићемо да чврсто контролишемо инфлацију, јер је то најбољи начин да очувамо стечено поверење, а тиме и ефикасност монетарне политике и допринесемо привредном расту и развоју земље.

\* \* \*