



Народна банка Србије

Уводна реч на презентацији
Извештаја о инфлацији – мај 2025.

Др Јоргованка Табаковић, гувернер

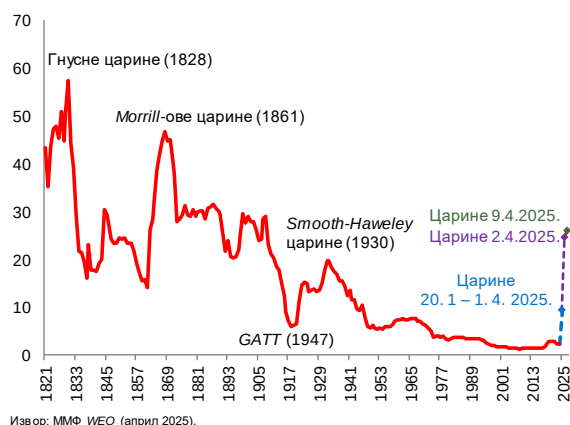
Београд, 14. мај 2025.

Даме и господо, поштовани представници медија, драге колеге,

Добро дошли на презентацију мајског Извештаја о инфлацији!

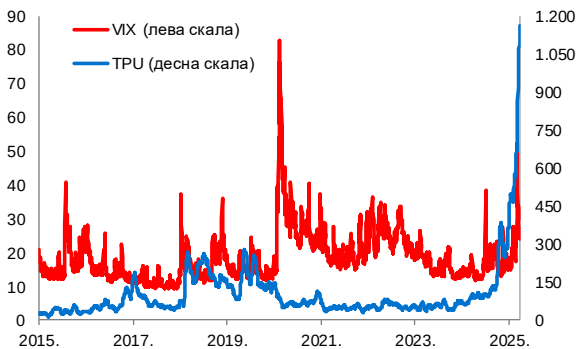
Период од нашег последњег сусрета у фебруару обележило је јачање трговинских тензија, при чему је најаву увођења додатних царина утицала на повећану неизвесност на међународном робном и финансијском тржишту каква није забележена још од избијања пандемије вируса корона. Оваква кретања су се одразила и на раст волатилности берзанских индекса, а тиме и на инвестициони сентимент и погоршање глобалних финансијских услова. Због тога ћу овог пута обраћање започети дешавањима у међународном окружењу, јер она у великој мери обликују и наша макроекономска кретања и пројекције за наредни период.

Графикон 1. Царинске стопе САД на целокупан увоз (у %)



Извор: ММФ, WEO (април 2025).

Графикон 2. Мере волатилности и неизвесности на међународном финансијском тржишту*



Извори: Блумберг, Caldara et. al. (2022).

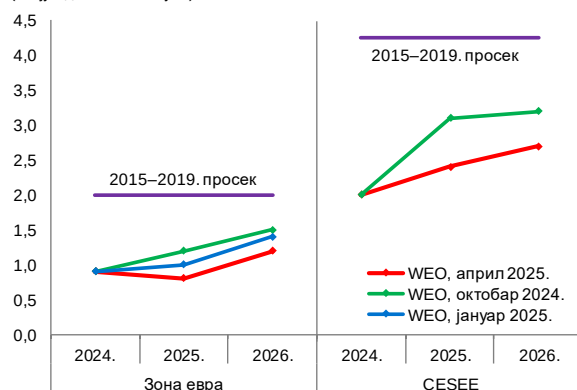
* VIX (Chicago Board Options Exchange Market Volatility Index) мера је имплицитне волатилности S&P 500 индекса опција; TPU (Trade Policy Uncertainty Index) индекс је неизвесности у спољнотрговинској политици.

Светска економија је показала знатну отпорност на серију негативних шокова којима је била изложена претходних година, уз очувани раст на нивоу од око 3% у просеку у периоду од 2020. до 2024. године. До пре само неколико месеци веровало се да ће у текућој и наредној години тај раст убрзати на 3,3%. Међутим, почев од краја јануара, учестале најаве увођења додатних царинских мера од стране нове америчке администрације и контрамере њихових трговинских партнера довеле су до раста ефективних царинских стопа на нивое који нису били забележени у последњих сто година, стварајући снажан негативан шок по привредни раст.

Неизвесност која прати најаву ових мера такође утиче на поверење инвеститора и потрошача и уопште на економске изгледе, знатно усложњавајући доношење

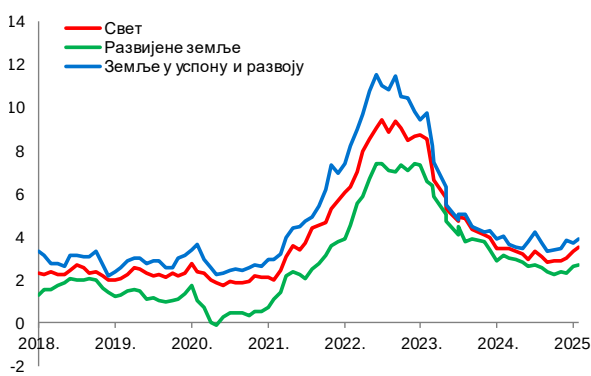
одлука носиоцима економских политика, јер отежава израду претпоставки које стоје иза макроекономских пројекција, док саме пројекције чини неизвеснијим. У таквим околностима ни наш задатак, као носилаца монетарне политике, није нимало лак.

Графикон 3. ММФ-ове пројекције БДП-а за 2025. и 2026. годину (међугодишње стопе, у %)



Извор: ММФ WEO (април 2025).
Напомена: Земље CESEE искључују Белорусију, Русију, Турску и Украјину.

Графикон 4. Динамика укупне инфлације (у %)



Извор: ММФ WEO (април 2025).
Напомена: Подаци су агрегирани на узорку од 57 економија, које чине 78% светског БДП-а.

У својим априлским пројекцијама, Међународни монетарни фонд је смањио изгледе глобалног привредног раста, и то у 2025. за 0,5 процентних поена – на 2,8%, а у 2026. за 0,3 процентна поена – на 3,0%. За зону евра, која је наш највећи трговински партнер, пројектовани раст у обе године смањен је за по 0,2 процентна поена, на 0,8% и 1,2%, због тога што се очекује да негативни ефекти царина буду делом неутралисани позитивним утицајем нових програма улагања у инфраструктуру и безбедност, као и повољнијим изгледима земаља у којима доминира сектор услуга, који није под ударом царина. С обзиром на спорији раст зоне евра, и изгледи раста за већину европских економија у успону, укључујући и Србију, такође су ревидирани наниже, при чему се за Србију пројектује стопа раста од 3,5% у овој и 4,2% у наредној години, што ће и даље бити једна од највиших стопа раста у Европи.

Према истој процени, глобална инфлација ће нешто спорије опадати него што се очекивало у претходној пројекцији, тако да се сада очекује да се с прошлוגодишњих 5,7% у овој години смањи на 4,3%, а затим на 3,6% у 2026, уз и даље бржи повратак у границе циља у развијеним земљама него у земљама у успону и развоју. На вишу пројектовану инфлацију у поређењу са очекивањима из јануара одражавају се ефекти царина, али ће они зависити од тога да ли су царине привременог или трајног карактера, затим у којој мери ће компаније

прилагодити профите повећаним трошковима увоза, да ли се увоз робе фактурише у америчким доларима или локалној валути и друго. Очекује се да ће се земље које примењују царине углавном суочавати са шоком на страни понуде услед раста јединичних трошкова рада и смањења продуктивности, док ће се земље према којима се царине уводе суочавати с негативним шоком на страни тражње услед смањене екстерне тражње. Када је реч о Србији, Међународни монетарни фонд у априлској пројекцији очекује да ће просечна инфлација износити 4,0% у 2025. години, а затим се умерено смањити – на 3,3% у 2026, где ће се задржати и у 2027. години.

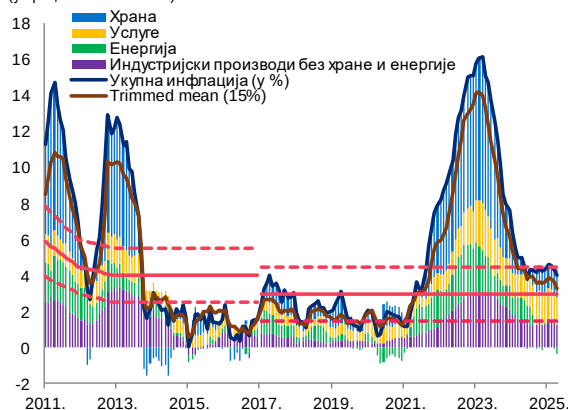
У наставку конференције укратко ћемо вам представити наше виђење макроекономских кретања, нове макроекономске пројекције и одлуке монетарне политике које смо доносили у периоду од претходног извештаја.

Почећу са инфлацијом, која је наш основни циљ и мерило успеха. У складу с нашим очекивањима, међугодишња инфлација се током првог тромесечја кретала око горње границе дозвољеног одступања од циља, да би потом у априлу успорила на 4,0%. У односу на крај 2024, када је инфлација износила 4,3%, допринос цена енергије априлској инфлацији смањен је за 0,4 процентна поена и постао је негативан, а цена услуга за 0,1 процентни поен. С друге стране, бележи се повећање доприноса цена хране, пре свега непрерађене хране, за 0,3 процентна поена, на шта се и даље одражавају ефекти прошлогодишње суше на домаћем тржишту. Излазак из међугодишњег обрачуна прошлогодишњег поскупљења услуга мобилне телефоније определио је успоравање базне инфлације на 5,0% у априлу, што је њен најнижи ниво од маја 2024. године. На попуштање ценовних притисака указује и мера базне инфлације *trimmed mean* (добијена по искључењу 15% производа и услуга из потрошачке корпе чије цене бележе највеће промене у оба смера), која је у априлу износила 3,3% међугодишње, као и мера такозваног моментума инфлације (десезонираних месечних стопа инфлације прерачунатих на годишњи ниво), која се у априлу спустила испод 2%.

Према нашој новој централној пројекцији, инфлација би у целом хоризонту пројекције, тј. у наредне две године, требало да се задржи у границама циља (3

$\pm 1,5\%$) и да при томе у овој години има опадајућу путању. Конкретније, с нивоа од око 4%, колико се очекује да ће износити до средине ове године, инфлација би требало да настави да успорава и да се крајем године приближи централној вредности циља, што је ниво око кога ће се кретати до краја хоризонта пројекције. Таквом кретању инфлације највише ће допринети и даље рестриктивни монетарни услови, нижа увозна инфлација и очекивано ниже светске цене енергената, на које упућују пројекције релевантних међународних институција, као и тржишни фјучерси. И долазак нове пољопривредне сезоне од маја, под претпоставком да буде просечна, треба да резултира појефтињењем воћа и поврћа, као и нижим трошковима у производњи хране. Поред тога, пројектовано кретање реалних зарада у складу с растом продуктивности треба да допринесе успоравању базне инфлације и њеном приближавању укупној инфлацији. Нова пројекција инфлације за ову годину благо је нижа од фебруарске, првенствено због нижих цена нафтних деривата, на шта се, поред пада светске цене нафте, одражава и јачање евра према долару, а делом и због мањег раста екстерне и домаће тражње од претходно очекиваног.

Графикон 5. Доприноси основних компонента ИПЦ-а међугодишњој инфлацији (у процентним поенима)



Извор: РЗСи прерачун НБС.

Графикон 6. Динамика моментума инфлације у Србији (тримесечни покретни просеци прерачунати на годишњи ниво, у %)

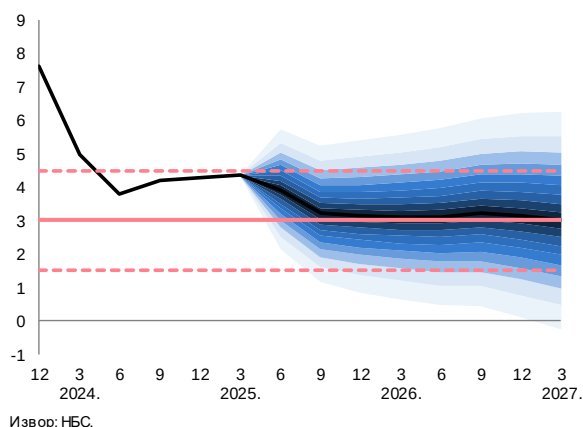


Извор: РЗСи прерачун НБС.

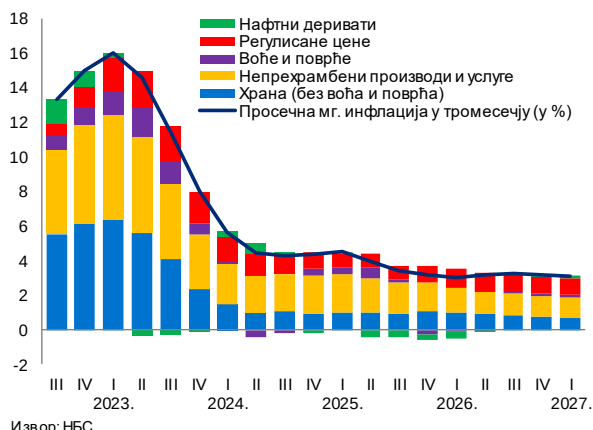
Желим да нагласим да смо опрезним приступом и одговорним вођењем монетарне политике обезбедили повратак инфлације у границе циља, а да су притом задржани повољни изгледи привредног раста. Ипак, у односу на наша очекивања из фебруарске пројекције, раст у првом тромесечју је био нижи и у производним и у услужним секторима и, према прелиминарној процени Републичког завода за статистику, износио је 2,0% међугодишње. На нижи раст економске активности од очекиваног одразили су се и даље слаба екстерна

тражња и проблеми у аутомобилској индустрији у Европи, као и глобално посматрано повећана аверзија према ризику услед растуће неизвесности у погледу трговинских политика водећих светских економија и ефеката на глобални привредни раст, што се одразило на активност у домаћој прерађивачкој индустрији и на извоз. Поред тога, и протести и блокаде у нашој земљи утицали су да инвестиције и лична потрошња остваре мањи раст од очекиваног, односно да, посматрано с производне стране, успори активност у услужним секторима. Према нашим проценама, сектор грађевинарства забележио је пад активности, делом као последица поменутих фактора, а делом и због високе базе из истог периода претходне године.

Графикон 7. Пројекција инфлације
(међугодишње стопе, у %)



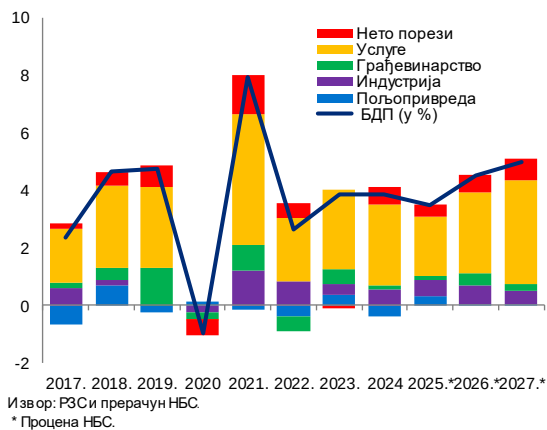
Графикон 8. Доприноси међугодишњој инфлацији по компонентама
(просечне међугодишње стопе, у процентним поенима)



Наша нова пројекција раста бруто домаћег производа за ову годину нижа је од фебруарске и износи 3,5%. На корекцију пројекције у великој мери је утицао остварен мањи привредни раст у првом тромесечју у односу на очекивани, али се његово убрзање очекује у наставку године. Бржем расту у наредним тромесечјима треба да допринесу позитивни ефекти фактора на страни понуде, тј. раст производње у аутомобилској индустрији и енергетици услед повећаних капацитета, као и планирана реализација инфраструктурних пројеката у оквиру програма „Експо – 2027”. Посматрано на нивоу године, позитиван допринос расту бруто домаћег производа даће услужни и производни сектори, под претпоставком да ће, након прошлогодишње суше, овогодишња пољопривредна сезона бити просечна. За наредне две године пројектујемо да ће раст бруто домаћег производа бити у распону 4–5%, с тим што у 2027. години због одржавања специјализоване међународне изложбе „Експо 2027” очекујемо да ће

стопа раста бити ближа горњој граници пројектованог распона. Посматрано са становишта употребе, раст бруто домаћег производа водиће домаћа тражња, али у мањој мери него што смо очекивали у фебруару. На раст тражње и даље ће утицати позитивни трендови на тржишту рада, као и очекивани раст инвестиција до краја године. Као резултат почетка серијске производње у аутомобилској индустрији и нових капацитета у енергетици, а од наредне године и услед очекиваног убрзања привредног раста наших најважнијих трговинских партнера, позитиван допринос очекује се и од извоза. Ипак, због планираних инвестиција и раста домаће потрошње, ове и наредне године увоз ће расти брже од извоза, што ће за последицу имати негативан допринос нето извоза, али ће се он смањивати. Убрзање привредног раста Србије у средњем року по основу задржаних повољних фундамената, затим планираног раста инвестиција и продуктивности треба да допринесе и расту производног потенцијала и убрзању процеса реалне конвергенције Србије ка развијеним земљама, као и да привредни раст буде дугорочно одржив.

Графикон 9. Доприноси међугодишњој стопи раста БДП-а, производна страна (у процентним поенима)



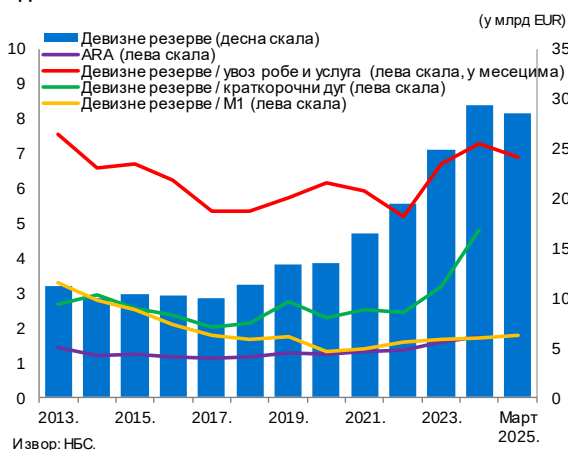
Графикон 10. Доприноси међугодишњој стопи раста БДП-а, расходна страна (у процентним поенима)



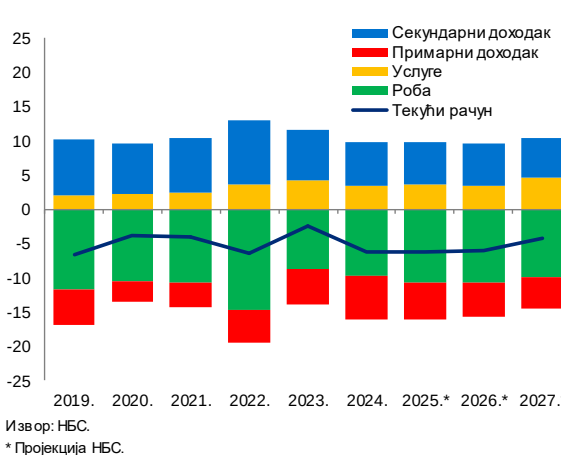
Претпоставка наше пројекције јесте да ће се царине америчке администрације, које су уведене почетком априла, а затим одложене на 90 дана, примењивати након тога. Уколико се ове царине ни након одлагања од 90 дана не буду примењивале, привредни раст зоне евра, а према нашим проценама и Србије, у овој години би могао да буде већи за око 0,2 процентна поена од пројектованог.

Бржи раст увоза робе (14,5%) од извоза (2,9%) утицао је и да, међугодишње посматрано, дефицит текућег рачуна платног биланса настави да се повећава у првом тромесечју ове године, док је у супротном смеру деловао повећан суфицит у трговини услугама. У оквиру робног извоза, ниска екстерна тражња и проблеми у аутомобилској индустрији у Европи утицали су да извоз прерађивачке индустрије стагнира у односу на прво тромесечје 2024. године, али је већ у марту забележен његов опоравак, што показује отпорност извоза прерађивачке индустрије као резултат инвестиција у извозне капацитете из претходног периода. Раст робног увоза првенствено је био вођен растом увоза репроматеријала, а у мањој мери и потрошних добара. Прилив по основу страних директних инвестиција у првом тромесечју износио је 704 милиона евра, што је било упола мање него у истом периоду 2024, делом као последица изнадпросечних једнократних прилива у прошлој години, затим смањеног инвестиционог поверења, глобално посматрано, али и одлагања одређених инвестиција на домаћем тржишту због протеста и блокада. С обзиром на то да је почетком године сезонски уобичајен повећан увоз енергената, наведена кретања, заједно посматрано, утицала су на јачање депрецијацијских притисака, тако да је Народна банка Србије, ради очувања релативне стабилности курса динара према евр, на девизном тржишту у првом тромесечју била нето продавац девиза у износу од 955 милиона евра. И поред тога, девизне резерве су и даље на високом нивоу и на крају марта су износиле 28,5 милијарди евра, што је знатно изнад критеријума којима се утврђује њихова адекватност и њихов ниво представља важан стуб одбране од екстерних ризика.

Графикон 11. Девизне резерве и индикатори њихове адекватности

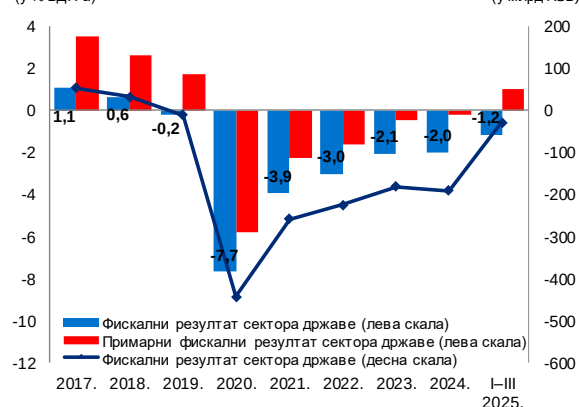


Графикон 12. Пројекција текућег рачуна платног биланса (у % БДП-а)



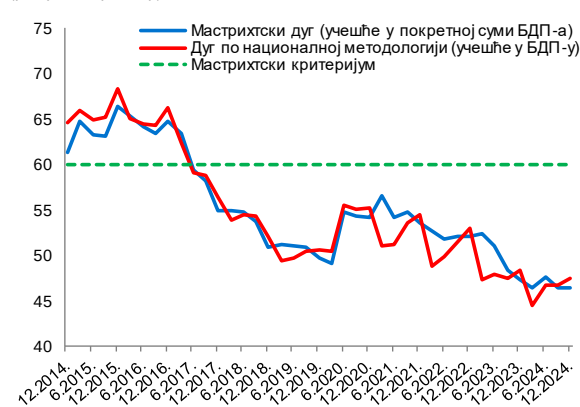
Пројектујемо да ће учешће дефицита текућег рачуна у бруто домаћем производу ове и наредне године бити на сличном нивоу као у 2024, а да ће се затим смањити на око 4% у 2027, чему треба да допринесе раст извоза услуга у години одржавања специјализоване изложбе „Експо 2027”, али и побољшање спољнотрговинске робне размене.

Графикон 13. Фискални и примарни резултат буџета сектора државе (у % БДП-а)



Извор: Министарство финансија.

Графикон 14. Мастрихтски дуг и дуг према националној методологији, 2014–2024. (у %, учешће у БДП-у)

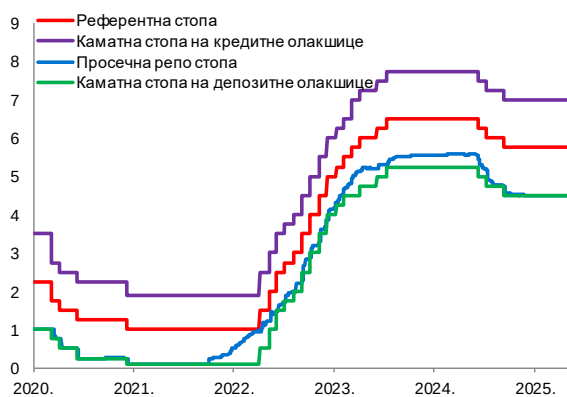


Извор: Управа за јавни дуг и НБС.

У првом тромесечју ове године остварен је фискални дефицит од 1,2% бруто домаћег производа и сличан суфицит примарног биланса. Иако је средњорочним фискалним оквиром планирано да фискална политика ове године буде издашнија за потребе реализације инвестиција планираних програмом „Скок у будућност – Србија Експо 2027”, сматрамо да то неће имати веће инфлаторне ефекте јер се највећи део раста расхода односи на капиталне издатке државе који повећавају и производни потенцијал. Такође, планирани дефицит неће нарушити опадајућу путању учешћа јавног дуга у бруто домаћем производу, које је на крају марта износило 43,4% (по националној дефиницији) и знатно је испод границе мастрихтског критеријума од 60%. У једном од наших осврта из овог извештаја можете видети и да у поређењу са одабраним земљама средње и југоисточне Европе учешће дуга у бруто домаћем производу у Србији према мастрихтској методологији претходних година бележи један од најнижих нивоа и једну од најповољнијих динамика у кретању.

У периоду од претходног извештаја нисмо мењали ниво референтне каматне стопе од 5,75%. И поред кретања инфлације у границама циља и њеног очекиваног даљег успоравања, оценили смо да је неопходно наставити са спровођењем опрезне монетарне политике због изразите неизвесности на глобалном робном и финансијском тржишту и раста трговинских тензија. Просечна пондерисана каматна стопа на једнонедељним реверзним репо аукцијама стабилизовала се на нивоу од око 4,50%, што је утицало на то да и каматне стопе на међубанкарском тржишту новца забележе минималне осцилације од почетка године.

Графикон 15. Кретање референтне и просечне репо стопе (у %)



Извор: НБС.

Графикон 16. Кредити привреди и становништву (међугодишње стопе раста, у %, по сталном курсу, 30. септембра 2024)



Извор: НБС.

С обзиром на то да се досадашње ублажавање монетарне политике у пуној мери пренело на каматне стопе на тржишту новца и кредита, што је резултирало и убрзањем кредитне активности, сматрамо да је потребно задржати опрезан приступ и у потпуности сагледати ефекте претходних смањења референтне каматне стопе на кретање инфлације и економске активности у наредном периоду.

Услед повољније цене задуживања и у динарском и у евро знаку и даљег ублажавања кредитних стандарда за становништво, кредитна активност према немонетарном сектору у марту је забележила двоцифрен међугодишњи раст, при чему су кредити привреди повећани за 7,4%, а кредити становништву за 11,6%. Раст кредитне активности, уз нижи износ проблематичних потраживања захваљујући пажљиво комбинованим и синхронизованим мерама монетарне и макропруденцијалне политике, утицао је на то да се учешће проблематичних

кредита у укупним кредитима спусти на нову најнижу вредност од 2,3% на крају марта.

Посебно желим да нагласим да се каматне стопе на стамбене кредите крећу у складу са ограничењем од 5% за ову годину, које је постављено изменама Закона о заштити корисника финансијских услуга. По истом основу, смањене су и каматне стопе на дуг по кредитној картици и прекорачења на текућем рачуну физичких лица, што доприноси расту расположивог дохотка становништва, а истовремено и јачању трансмисионог механизма монетарне политике, јер су ова ограничења постављена у односу на референтну каматну стопу. О томе детаљније можете прочитати у једном од осврта у нашем мајском извештају.

Одлуке о будућој монетарној политици такође ћемо доносити опрезно, од састанка до састанка, у зависности од брзине успоравања инфлације и кретања њених кључних фактора из домаћег и међународног окружења, водећи рачуна и о ефектима на финансијску стабилност и привредни раст.

Даме и господо, драге колеге,

Да закључим. Актуелну економску ситуацију у свету карактерише висок степен неизвесности, који није био присутан још од пандемије вируса корона. Уз већ присутне геополитичке тензије и тиме изазвану волатилност цена енергената, као и уз још увек релативно високу инфлацију у поређењу с претпандемијским периодом, појачани су изазови и ризици који проистичу из раста протекционизма, али и могуће даље фрагментације светског тржишта. Не треба посебно да наглашавам да је у таквим условима изузетно сложено израђивати пројекције и да се пројекције чешће и у већој мери коригују, док је вођење монетарне политике комплексно и захтева опрезност, посебно у малој и отвореној економији каква је Србија.

Превазилажење актуелних глобалних изазова захтева јединствен, проактиван и стратегијски приступ носилаца економске политике. Важно је да нагласим да ће и у тако комплексним околностима Народна банка Србије у координацији са осталим носиоцима економске политике у земљи настојати да јача домаће фундаменте и нашу отпорност на екстерне ризике, као и да чува стабилност у сваком смислу. Само тако ћемо моћи да се задржимо на путу одрживог раста и

развоја, очувамо инвестиционо и потрошачко поверење и да своје напоре усмеримо на даље јачање продуктивности и конкурентности наше економије и раст животног стандарда наших грађана.

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