



Народна банка Србије

Уводна реч на презентацији
Извештаја о инфлацији – фебруар 2025.

Др Жељко Јовић, вицегувернер

Београд, 19. фебруар 2025.

Даме и господо, поштовани представници медија, драге колеге,

Добро дошли на презентацију фебруарског Извештаја о инфлацији!

Дозволите ми на почетку да укратко сумирам годину за нама, која је, као и претходне постпандемијске године, била обележена глобалном неизвесношћу и израженим геополитичким тензијама и растом протекционизма у свету. Ипак, то је била година у којој је обуздан раст глобалне инфлације, мада је она још увек повишена. Важно је истаћи да је заустављање раста инфлације постигнуто без рецесије светске привреде, али у многим земљама, као и у нама посебно важној зони евра, привредни раст је и даље исподпросечан. И поред изузетно комплексних глобалних услова, наша земља је наставила да показује висок степен отпорности, при чему смо успешно остваривали све наше циљеве.

- Из угла монетарне политике, свакако најважније је било то што смо, у складу са очекивањима, инфлацију у мају 2024. вратили у границе циља од $3 \pm 1,5\%$ и обезбедили да се она и у наставку године креће у тим границама.
- То нам је омогућило и да опрезним ублажавањем монетарне политике директније подржимо привредни раст обезбеђењем повољнијих услова задуживања и убрзањем кредитне активности.
- Важна одлика макроекономских кретања у прошлој години били су и повољни изгледи раста наше економије, који је у 2024. износио 3,9% и био један од највиших у Европи. Диверсификацијом извора раста и адекватним и правовременим реаговањем на изазове обезбедили смо да бруто домаћи производ премаши претпандемијски ниво за преко 18%.
- Посебно бих истакао поново рекордан прилив по основу страних директних инвестиција од 5,2 милијарде евра у 2024, као и рекордне капиталне издатке државе од око 6 милијарди евра, као значајне стубове извора финансирања инвестиција.
- И поред пуне реализације планираних капиталних издатака државе, фискални дефицит је био нижи од пројектованог и износио је 2% бруто домаћег производа, што је резултирало наставком опадајуће путање јавног дуга, док су девизне резерве земље на рекордном нивоу и изнад

свих критеријума који се користе за оцену њихове адекватности и гарант су одрживости наше екстерне позиције.

- На очувану и додатно ојачану финансијску стабилност указује раст степена динаризације и кредита и депозита, уз рекордну динарску штедњу грађана, која је премашила 190 милијарди динара, као и смањење показатеља проблематичних кредита на нову најнижу вредност од 2,5% на крају 2024. године.
- Сви ти резултати су допринели да у 2024. години буде испуњен и један од најважнијих стратешких циљева Народне банке Србије и Владе – добијање кредитног рејтинга инвестиционог ранга. Агенција *Standard & Poor's* доделила нам је у октобру инвестициони рејтинг, а крајем прошлог месеца агенција *Fitch* је задржала позитивне изгледе Србије за његово добијање, што оставља простор да приликом наредне ревизије добијемо инвестициони рејтинг и код ове агенције.

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

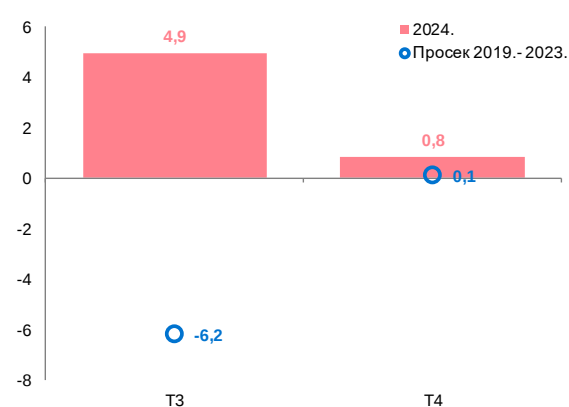
Као што сам већ истакао на почетку, након што се у мају вратила у границе дозвољеног одступања од циља, међугодишња инфлација је до краја 2024. наставила да се креће унутар тих граница и у децембру је износила 4,3%. То је ниво око кога се инфлација и стабилизовала током друге половине године. У последњем тромесечју 2024. незнатно је повећан допринос цена енергије, пре

Графикон 1. Динамика инфлације – укупне, базне и *trimmed mean*
(међугодишње стопе, у %)



Извор: РЗСи прерачун НБС.

Графикон 2. Тромесечне стопе раста цена воћа и поврћа
(у %)



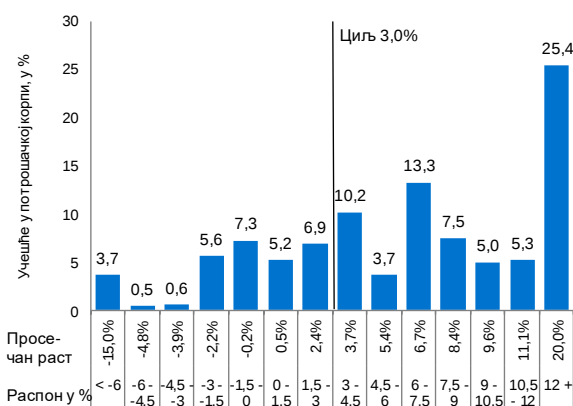
Извор: РЗСи НБС.

свега услед ниске базе код цена нафтних деривата, док је у супротном смеру деловао излазак из обрачуна поскупљења електричне енергије из новембра претходне године. Такође, већи допринос него у септембру дале су и цене хране, највише под утицајем смањене понуде поврћа након летње суше, док је допринос цена услуга смањен. Ипак, слично као и у другим земљама региона, укључујући и зону евра, цене услуга и даље опредељују да се базна инфлација креће изнад укупне инфлације и да у децембру износи 5,3% међугодишње.

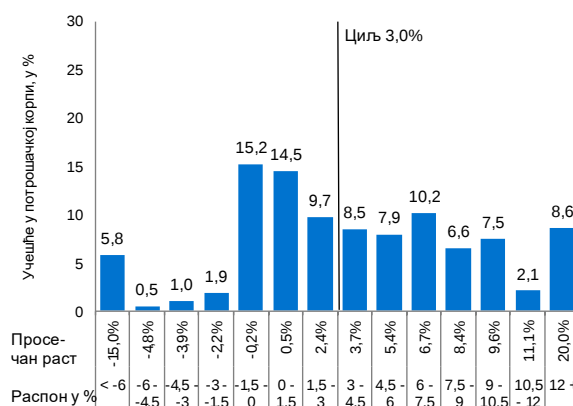
На овом месту желео бих да скренем пажњу на два осврта из нашег фебруарског издања Извештаја о инфлацији у којима смо се детаљније бавили анализом цена.

У једном од осврта анализирали смо на који начин се мењала дистрибуција међугодишњег раста потрошачких цена у 2024. у односу на годину која јој је претходила. Резултати анализе су указали на то да се дистрибуција приметно побољшала за годину дана, да је знатно смањено учешће производа и услуга унутар потрошачке корпе који су забележили двоцифрен међугодишњи раст, као и да је повећан проценат (на око 25%) производа и услуга који у 2024. нису поскупели, при чему је чак 100 производа и услуга имало ниже цене него годину дана раније.

Графикон 3. Дистрибуција мг. стопа раста ИПЦ-а у децембру 2023.



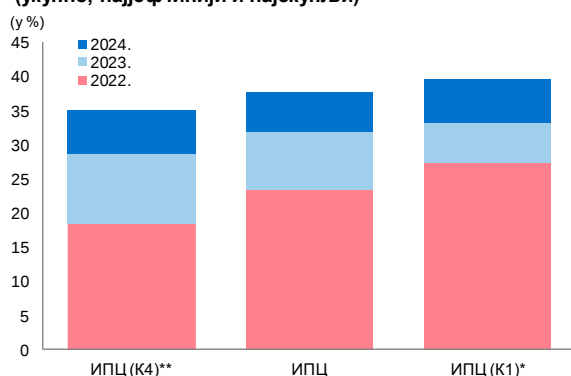
Графикон 4. Дистрибуција мг. стопа раста ИПЦ-а у децембру 2024.



У оквиру другог осврта анализирали смо феномен о коме се све више говори и у свету, а то је да током инфлаторних притисака брже расту цене јефтинијих брендова од скупљих брендова истих производа, који је познат као *cheapflation*. Наша анализа је потврдила да је унутар категорије храна и пића у периоду од

2022. до 2024. године кумулативан раст цена јефтинијих брендова био за 5 процентних поена виши у односу на скупље брендове. Потврђена је и друга особина овог феномена, а то је да се највећа разлика у кретању цена јефтинијих и скупљих брендова јавља током најизраженијих инфлаторних притисака. Неколико фактора могу бити узрок те појаве. Прво, то је генерално ниска еластичност тражње за храном, која је најнижа управо за најјефтиније брендове. Такође, раст цена може довести до замене скупљих јефтинијим варијантама истог производа, чиме се повећава тражња за најјефтинијим брендovima и стварају додатни ценовни притисци. Поред тога, несавршена тржишна структура олакшава да се повећани трошкови произвођача и трговаца више него у пуној мери прелију на малопродајне цене, што је проблем на који је Народна банка Србије више пута упозоравала и коме смо и до сада посвећивали значајну пажњу, апелујући на трговце да буду свесни важности своје улоге коју имају у ланцу снабдевања.

Графикон 5. Кумулативни просечни раст цена 58 типова производа за период јануар 2022 – децембар 2024. (укупно, најјефтинији и најскупљи)



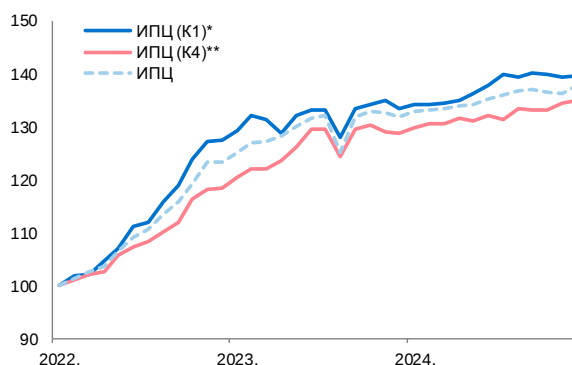
Извор: НБС.

* Индекс потрошачких цена састављен од најјефтинијих брендова.

** Индекс потрошачких цена састављен од најскупљих брендова.

Графикон 6. Месечна динамика кретања ИПЦ-а свих, најскупљих и најјефтинијих брендова

(индекси, јануар 2022 = 100)



Извор: НБС.

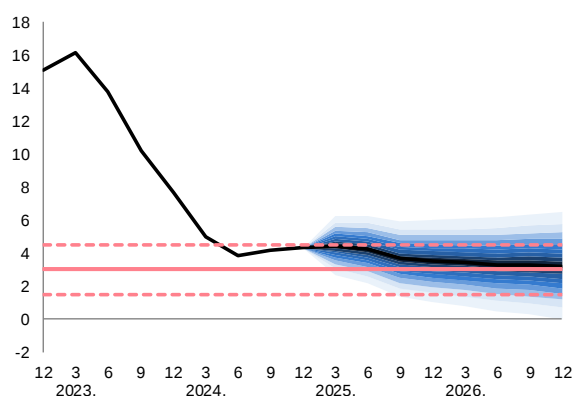
* Индекс потрошачких цена састављен од најјефтинијих брендова.

** Индекс потрошачких цена састављен од најскупљих брендова.

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. Конкретније, међугодишња инфлација би почетком ове године требало да се креће око горње границе дозвољеног одступања од циља, при чему не искључујемо могућност да се у неком од месеци привремено нађе и незнатно изнад те границе. Након тога, инфлација би требало постепено 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

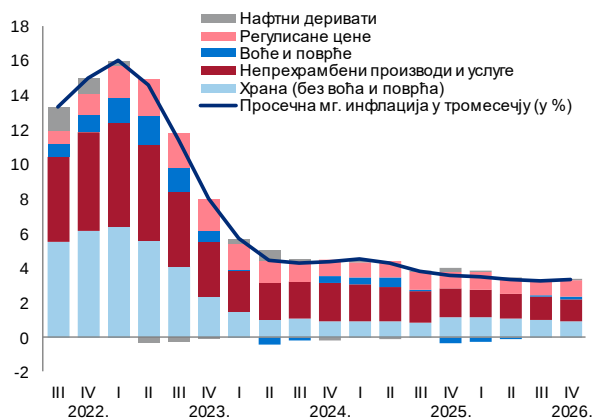
пројекције релевантних међународних институција, као и тржишни фјучерси. И долазак нове пољопривредне сезоне од маја, под претпоставком да буде просечна, треба да резултира појефтињењем воћа и поврћа, као и нижим трошковима у производњи хране. Поред тога, пројектовано кретање реалних зарада у складу с растом продуктивности треба да допринесе успоравању базне инфлације и њеном приближавању укупној инфлацији.

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



Извор: НБС.

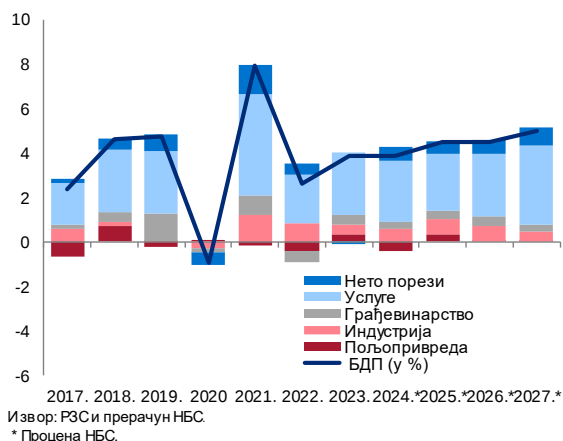
Графикон 8. Доприноси м.г. инфлацији по компонентама
(просечне међугодишње стопе, у процентним поенима)



Извор: 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. Позитивна динамика активности у привреди настављена је и у последњем тромесечју 2024. године, када је, према процени Републичког завода за статистику, међугодишњи раст бруто домаћег производа износио 3,3%, а на нивоу године тај раст је достигао 3,9%. Остварена стопа привредног раста за 2024. била је незнатно виша у односу на нашу новембарску пројекцију, при чему су негативни ефекти суше на пољопривредну производњу били већи него што смо проценили у новембру, али су они више него компензовани бољим остварењима у прерађивачкој индустрији, као и у услужним секторима. Позитиван допринос потекао је и од грађевинарства, захваљујући првенствено реализацији инфраструктурних пројеката планираних програмом „Скок у будућност – Србија Експо 2027”. Према нашој процени, тромесечни десезонирани раст бруто домаћег производа у четвртм тромесечју износио је око 1%, а отприлике толико процењујемо и да износи ефекат пренетих тенденција (енгл. *carry over*) за ову годину.

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



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

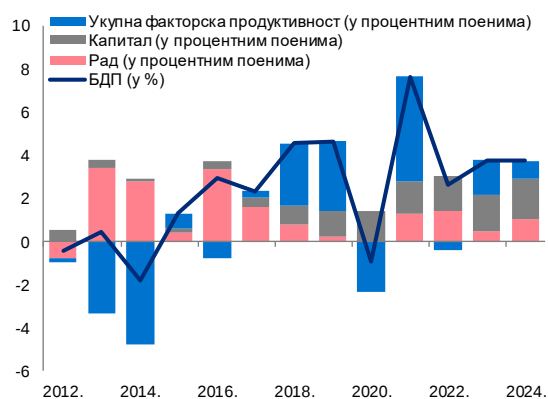


Према нашој новој пројекцији, раст бруто домаћег производа ове године убрзаће на 4,5%, док за наредне две године пројектујемо да ће бити у распону 4–5%, с тим што у 2027. години због одржавања специјализоване међународне изложбе „Експо 2027” очекујемо да ће бити ближи горњој граници пројектованог распона. Посматрано са становишта употребе, раст бруто домаћег производа водиће домаћа тражња, при чему ће расту приватне потрошње допринети већи расположиви доходак и позитивни трендови на тржишту рада. Расту инвестиција у основна средства допринеће повећана профитабилност привреде из претходних година, високи приливи страних директних инвестиција, планирани капитални издаци државе за пројекте у области саобраћајне, енергетске и комуналне инфраструктуре, као и повољнији финансијски услови услед започетог ублажавања монетарних услова и смањени глобални инфлаторни притисци. Позитиван допринос очекује се и од извоза као резултат почетка серијске производње у аутомобилској индустрији, као и нових капацитета у енергетици, упркос и даље слабој екстерној тражњи, пре свега из зоне евра. При томе, због убрзања инвестиционог циклуса и раста приватне потрошње, ове и наредне године увоз робе и услуга ће расти брже од извоза, што ће за последицу имати негативан допринос нето извоза. У години одржавања изложбе „Експо 2027” допринос нето извоза требало би да буде позитиван.

Скрећемо пажњу и на осврт у овом издању извештаја у коме смо оценили да стопа производног потенцијала Србије у средњем року износи око 4% и да ће том расту највише допринети инвестиције у основна средства, које би у наредне две године требало да претигну ниво од 25% бруто домаћег производа.

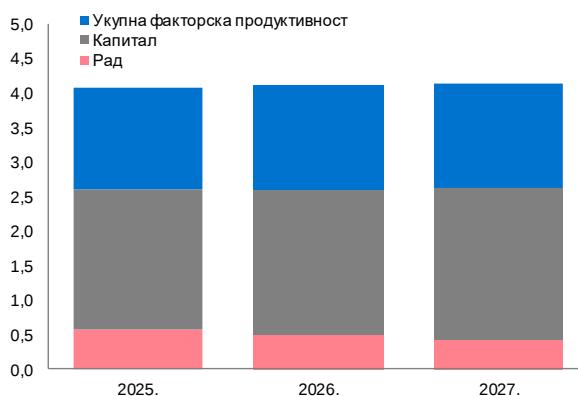
Процењујемо да ће се повећавати и допринос укупне факторске продуктивности, као резултат примене нових технологија у процесу производње и дигитализације и наставка структурних реформи, пре свега у сектору енергетике. Истовремено, допринос рада ће остати позитиван, али нижи него претходних година. Све то треба да обезбеди наставак процеса конвергенције Србије ка развијеним земљама и да привредни раст буде дугорочно одржив.

Графикон 11. Доприноси рада, капитала и укупне факторске продуктивности БДП-у



Извор: РЗСи прерачун НБС.

Графикон 12. Доприноси рада, капитала и укупне факторске продуктивности производном потенцијалу (у процентним поенима)



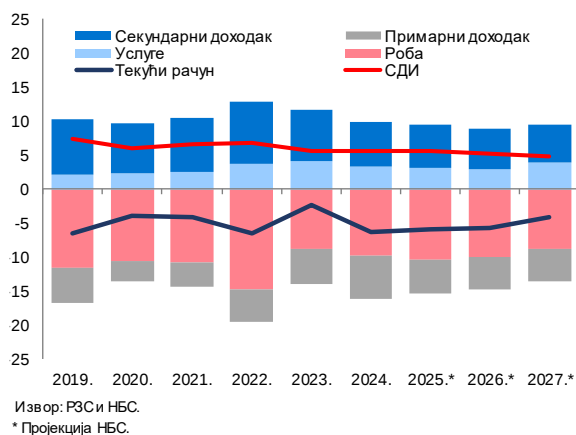
Извор: РЗСи НБС.

Бржи раст увоза робе и услуга од извоза, уз раст расхода по основу доходака од страних директних инвестиција, утицао је и на то да дефицит текућег рачуна платног биланса у 2024. износи 6,3% бруто домаћег производа, што је близу оцењене просечне равнотежне стопе. У оквиру робног извоза, без обзира на и даље слабу екстерну тражњу, извоз прерађивачке индустрије наставио је да расте, и то по стопи од око 3%, као резултат инвестиција из претходног периода, а упркос проблемима у аутомобилској индустрији у Европи. Раст увоза водио је увоз репроматеријала и опреме за потребе модернизације капацитета и одвијања инвестиционог циклуса, као и увоз потрошних добара и туристичких услуга по основу већег расположивог дохотка становништва. И поред раста, дефицит текућег рачуна платног биланса био је у пуној мери покривен приливима по основу страних директних инвестиција, који су на нивоу године износили 5,2 милијарде евра. То је допринело да ово буде четврта година заредом у којој су преовладали апрецијацијски притисци и да је Народна банка Србије на девизном тржишту била нето купац девиза. Конкретно, у 2024. смо на девизном тржишту нето купили 2.725 милиона евра како динар не би прекомерно ојачао, што је

резултирало растом девизних резерви земље на 29,3 милијарде евра на крају године, чиме смо додатно ојачали отпорност на екстерне ризике.

Пројектујемо да ће учешће дефицита текућег рачуна у бруто домаћем производу на сличном нивоу као у 2024. бити ове и наредне године, а да ће се затим снижити 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. Очувању повољне екстерне позиције и у наредном периоду допринеће висок и пројектно и географски распрострањен прилив страних директних инвестиција, који процењујемо да ће бити око прошлогодишњег рекордног нивоа.

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

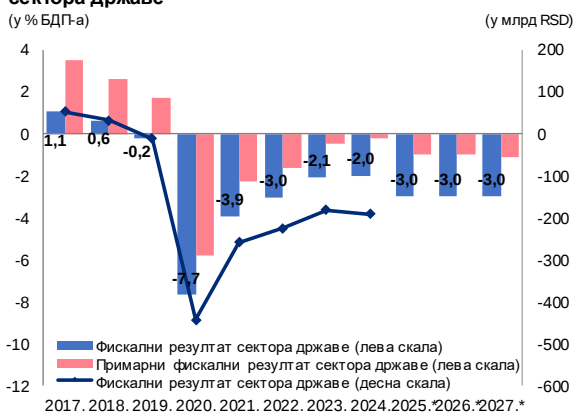


Графикон 14. Девизне резерве НБС



Фискална кретања у 2024. години била су повољнија од очекиваних. На то указује пре свега фискални дефицит, који је на консолидованом нивоу износио 2,0% бруто домаћег производа, док је ребалансом буџета било планирано да износи 2,7%. При томе, капитални расходи планирани ребалансом буџета за 2024. (7,3% бруто домаћег производа) у потпуности су реализовани, док су расходи за куповину робе и услуга били мањи од пројектованих. Истовремено, већим пореским приходима допринела је првенствено боља наплата акциза и пореза на добит. Иако је средњорочним фискалним оквиром планирано да фискална политика буде издашнија за потребе реализације инвестиција планираних програмом „Скок у будућност – Србија Експо 2027”, сматрамо да то неће нарушити опадајућу путању учешћа јавног дуга у бруто домаћем производу, које је на крају 2024. износило 47,6% и знатно је испод границе маастрихтског критеријума од 60%.

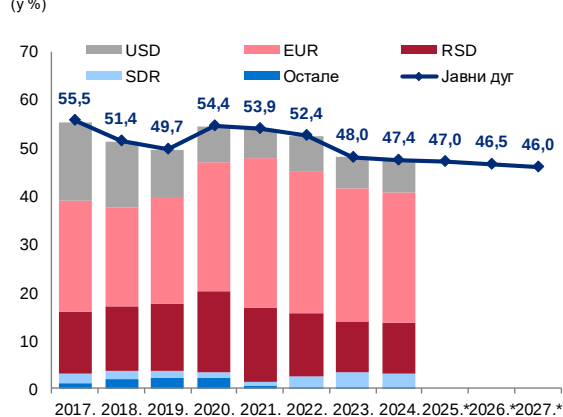
Графикон 15. Фискални и примарни резултат буџета сектора државе



Извор: Министарство финансија.

* Пројекција из Фискалне стратегије за 2025. са пројекцијама за 2026. и 2027.

Графикон 16. Јавни дуг централне државе



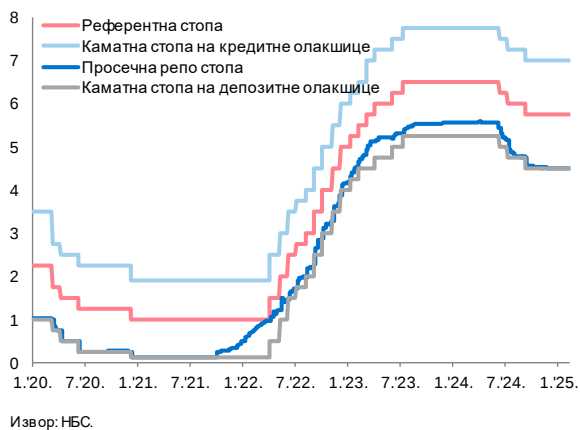
Извор: Министарство финансија.

* Пројекција из Фискалне стратегије за 2025. са пројекцијама за 2026. и 2027.

У периоду од претходног извештаја нисмо мењали ниво референтне каматне стопе од 5,75%. Приликом доношења таквих одлука имали смо у виду да је, и поред кретања инфлације у границама циља, неопходно наставити са спровођењем опрезне монетарне политике. На опрезност упућују пре свега изражене геополитичке тензије и фрагментација светског тржишта, уз ризик од даљег раста протекционизма, што би за последицу могло да има раст цена енергената, примарних пољопривредних производа и других сировина у производњи, као и застоје у глобалним ланцима снабдевања. Рекордне цене које су поједине прехранбене сировине, попут какаоа и кафе, достигле на светским берзама такође изазивају забринутост у погледу светских цена хране, као и смањена понуда пољопривредних производа на домаћем тржишту услед суше током летњих месеци.

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.

Графикон 17. Кретање референтне и просечне репо стопе (у %)



Графикон 18. Кредити привреди и становништву (међугодишње стопе раста, у %, по сталном курсу, 30. септембра 2024)



Услед повољније цене задуживања и ублажавања кредитних стандарда, кредитна активност према немонетарном сектору убрзала је међугодишњи раст, на 8,2% на крају године, при чему су кредити привреди повећани за 4,8%, а кредити становништву за 10,2%. Расту кредитне активности током 2024. више су доприносили динарски кредити, што је резултирало растом степена динаризације пласмана на 37,4%. 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 2,5% на крају 2024. године.

Скрећем пажњу да смо крајем прошле године усвојили *Одлуку о привременом ограничењу каматних стопа*, која има за циљ заштиту финансијске стабилности и животног стандарда грађана, пре свега корисника стамбених кредита, као и да учини трансмисиони механизам монетарне политике још ефикаснијим везивањем ефективних каматних стопа за референтну каматну стопу када су у питању поједине категорије кредита физичким лицима.

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,

Макроекономске пројекције које смо вам управо представили засноване су на претпоставкама да се у наредном периоду неће у већој мери заоштрити геополитички односи и да протекционизам на глобалном нивоу неће даље знатније јачати. Ипак, постоји реалан ризик да се реализују такви неповољни сценарији и по глобални привредни раст, а тиме и раст једне мале и отворене економије каква је Србија. У тако комплексним околностима сматрамо да је важно да наставимо да јачамо домаће фундаменте и нашу отпорност на екстерне ризике, да наставимо да водимо одговорну економску политику и чувамо 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. Прешли смо значајан део пута ка земљи са средњим нивоом дохотка и земљи која заслужује инвестициони рејтинг. То уосталом потврђује и оно што у свом извештају истиче агенција *Fitch*, а то је да нам је у периоду између 2018. и 2024. бруто домаћи производ по глави становника повећан за преко 80%, као и велика тражња за динарским државним хартијама од вредности на првој аукцији одржаној ове године након добијања инвестиционог кредитног рејтинга. Када смо ухватили замајац, важно је и да истим путем наставимо.

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