Народна банка Србије

# Уводна реч на презентацији Извештаја о инфлацији – август 2025.

Др Јоргованка Табаковић, гувернер

Београд, 13. август 2025.

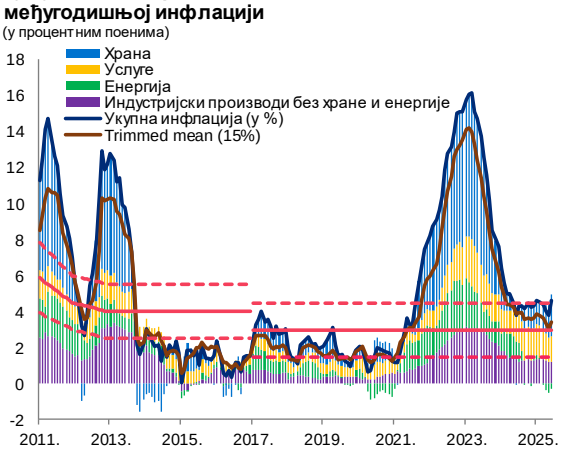
*Даме и господо, поштовани представници медија, драге колеге,*

Добро дошли на презентацију августовског Извештаја о инфлацији, на којој ћемо вам укратко представити наше виђење макроекономских кретања, нове макроекономске пројекције и одлуке монетарне политике које смо доносили у периоду од претходног извештаја.

***

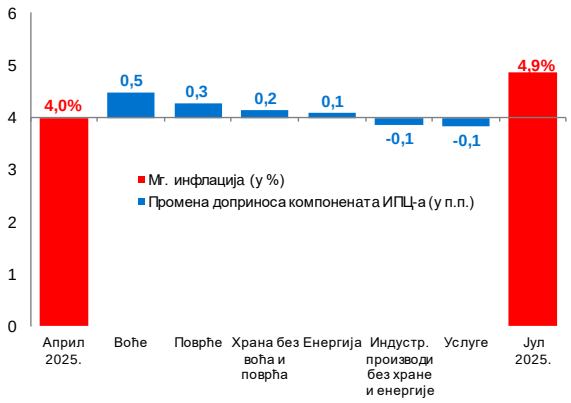
Међугодишња инфлација је током априла и маја наставила да успорава, у складу с нашим очекивањима из претходног извештаја, да би у јуну, по основу раста цена непрерађене хране и раста светских цена нафте након избијања сукоба између Израела и Ирана, убрзала на 4,6%, а потом у јулу на 4,9%. Иако ћу се током обраћања посебно бавити кретањем цена хране, на почетку бих одмах хтела да истакнем кретање цена воћа у претходним месецима имајући у виду ефекте које су ове цене имале на укупну инфлацију. Под утицајем неповољних временских прилика – прво мраза током пролећа, а затим изузетно топлог и сушног времена у јуну – приноси многих воћних култура били су знатно нижи од уобичајених, а њихове цене су забележиле знатан раст. Имајући у виду да неповољне временске прилике све чешће обележавају пољопривредне сезоне, Народна банка Србије је предузела неколико активности како би овај проблем у одређеној мери почео и системски да се решава – обавили смо разговоре са свим релевантним актерима и иницирали сагледавање могућности са Удружењем осигуравача Србије како да осигурање, као вид заштите пољопривредним произвођачима, учинимо што приступачнијим. Поред тога, и

Графикон 1. **Доприноси основних компонената ИПЦ-а међугодишњој инфлацији**
(у процентним поенима)




Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон 2. **Мг. инфлација и промене доприноса основних компонената ИПЦ-а мг. инфлацији**
(у %, у процентним поенима)

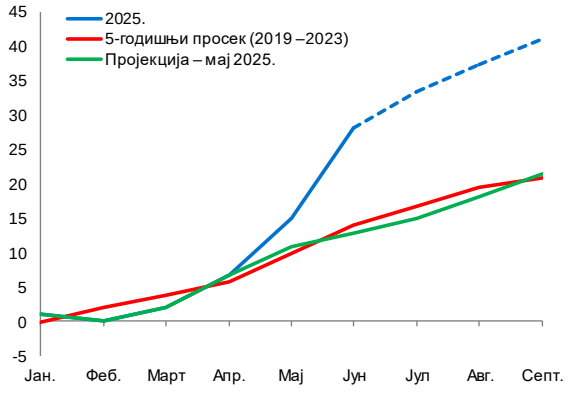



Извор: РЗС и прерачун НБС.

другим институцијама предлажемо конкретне мере које, по нашим оценама, могу да ублаже негативне ефекте климатских фактора на понуду и цене хране. Детаљније о мерама које треба да обезбеде стабилност тржишта хране можете да прочитате у једном од наших осврта.

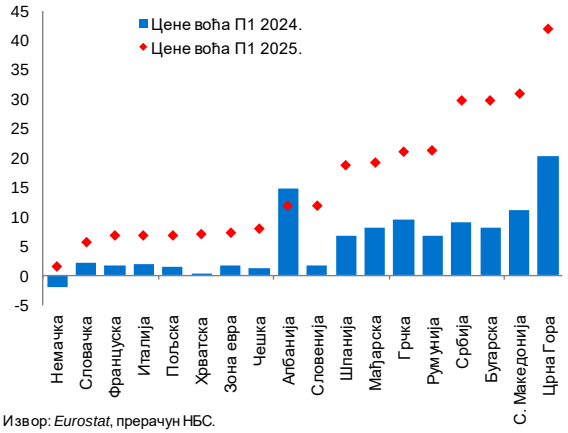
Сличну међугодишњу динамику коју је бележила укупна инфлација имала је и базна инфлација (мерена индексом потрошачких цена по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета), која је успорила у априлу и мају, а затим благо убрзала у јуну, на 4,7%, где се задржала и у јулу, чиме се први пут од априла прошле године нашла испод укупне инфлације. О томе колики је био ефекат климатских фактора на понуду и цене воћа на домаћем тржишту, али и у Европи, можете прочитати у једном од осврта у нашем извештају. Ја ћу овде навести само податак да је међугодишњи раст цена воћа у јулу износио око 36%, и да је само по том основу међугодишња инфлација у јулу у односу на април била виша за 0,5 процентних поена. И у већини других земаља региона, због раста цена хране и енергије бележи се раст инфлације у јуну.

Графикон 3. **Кумулативан раст цена воћа**
(у %)




Извори: РЗС и прерачун НБС.

Графикон 4. **Кумулативне стопе раста цена воћа у П1 ове и претходне године**
(у %)

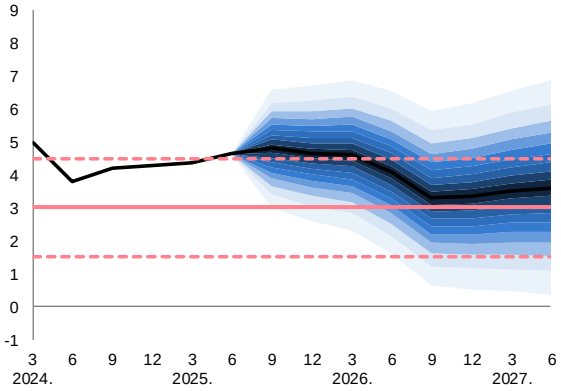



Извор: *Eurostat*, прерачун НБС.

Поменути фактори – неповољне временске прилике на почетку овогодишње пољопривредне сезоне, као и виши ниво светске цене нафте – највише утичу на то да ће се, према нашој новој централној пројекцији, међугодишња инфлација и у остатку ове године кретати око горње границе дозвољеног одступања од циља (3 ± 1,5%), што је изнад наше пројекције из маја. Након тога, инфлација ће постепено успоравати у наредној години и у просеку ће износити 4,0%, а крајем 2026. године приближиће се централној вредности циља. Фактори који ће утицати на очекивано успоравање инфлације током хоризонта пројекције и даље

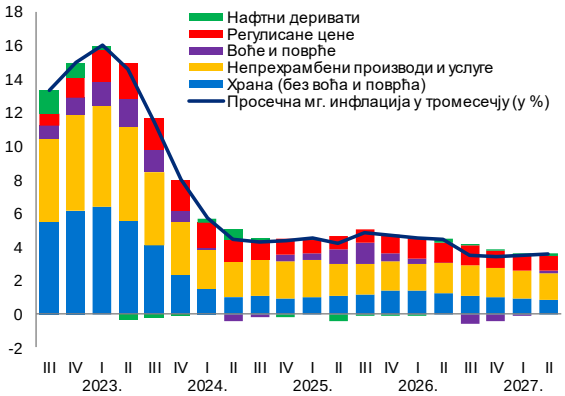
су рестриктивни монетарни услови, висока база код цена хране, пре свега воћа и поврћа, нижа увозна инфлација и слабљење долара према евру.

Графикон 5. **Пројекција инфлације**
(међугодишње стопе, у %)




Извор: НБС.

Графикон 6. **Доприноси међугодишњој инфлацији по компонентама**
(просечне међугодишње стопе, у процентним поенима)



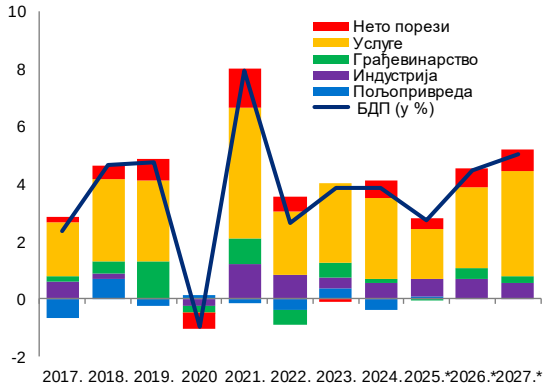

Извор: НБС.

Као последица повишене неизвесности око трговинских политика водећих светских економија и изражених геополитичких тензија, али и протеста и блокада у земљи, смањено је инвестиционо и потрошачко поверење. То се одразило да привредни раст Србије у другом тромесечју, према оцени Републичког завода за статистику, задржи исту динамику раста из првог тромесечја и износи 2% међугодишње. Слично претходним тромесечјима, тај раст је, према нашој процени, био вођен услужним секторима, а затим прерађивачком индустријом, где се виде ефекти раста серијске производње електричних возила у „Стелантису" у Крагујевцу, као и убрзање раста производње аутомобилских гума, док је негативан ефекат потицао од грађевинарства и енергетике.

С обзиром на то да је раст у другом тромесечју био нижи од наших очекивања и да расположиви подаци Републичког завода за статистику о производњи пшенице и појединих сорти воћа, као и о засејаним површинама јесењих култура, уз релативно неповољне временске прилике током претходних месеци, указују да ће овогодишња пољопривредна сезона бити лошија од просечне, коју смо претпостављали у мајској пројекцији, нова пројекција раста бруто домаћег производа за ову годину нижа је и износи 2,75%. Ипак, у другој половини године и даље очекујемо убрзање економске активности, чему треба да допринесу наставак раста производње и извоза аутомобилске индустрије, као и реализација инфраструктурних пројеката планираних програмом „Скок у будућност – Србија Експо 2027".

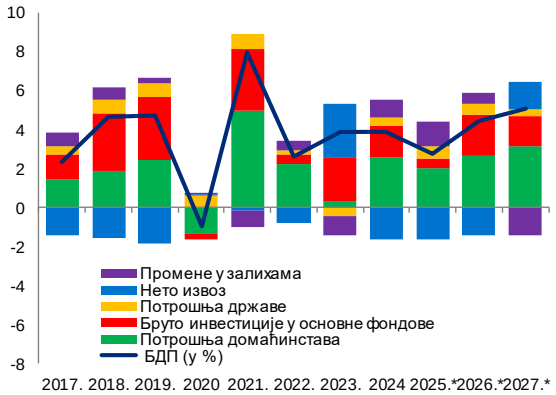
За наредне две године и даље пројектујемо да ће раст бруто домаћег производа бити у распону 4–5%, с тим што у 2027. години због одржавања специјализоване међународне изложбе „Експо 2027” очекујемо да ће стопа раста бити ближа горњој граници пројектованог распона, јер се очекује знатнији раст доприноса сектора услуга, посматрано с производне стране, односно нето извоза посматрано са становишта употребе. Расту приватне потрошње допринеће већи расположиви доходак и позитивни трендови на тржишту рада. Раст инвестиција у основна средства омогућиће профитабилност привреде из претходних година, наставак прилива страних директних инвестиција у власнички капитал, планирани капитални издаци државе за пројекте у области саобраћајне, енергетске и комуналне инфраструктуре, као и повољнији услови кредитног задужења, обезбеђени досадашњим ублажавањем монетарних услова. Позитиван допринос извозу од наредне године треба да пружи и очекивано убрзање привредног раста наших најважнијих трговинских партнера, али ће због планираних инвестиција и раста домаће потрошње и наредне године увоз брже расти од извоза, што ће за последицу имати негативан допринос нето извоза. Убрзање привредног раста Србије у средњем року по основу задржаних повољних фундамената, а затим и планираног раста инвестиција и продуктивности, треба да допринесе и расту производног потенцијала и убрзању процеса реалне конвергенције Србије ка развијеним земљама.

Графикон 7. **Доприноси међугодишњој стопи раста БДП-а, производна страна**
(у процентним поенима)




Извор: РЗС и прерачун НБС.
* Процена НБС.

Графикон 8 **Доприноси међугодишњој стопи раста БДП-а, расходна страна**
(у процентним поенима)




Извор: РЗС и прерачун НБС.
* Процена НБС.

Већи увоз робе и услуга од извоза утицао је и да дефицит текућег рачуна платног биланса у првој половини године износи око 2 милијарде евра (4,7% бруто домаћег производа). Извоз робе је у периоду јануар–јун повећан за 10,8%

међугодишње и био је вођен већим извозом прерађивачке индустрије, при чему расту највише доприносе гране повезане са ауто-индустријом. Поред тога, ревизија података о робном извозу за прошлу годину и прво тромесечје ове године од стране Републичког завода за статистику од преко 2 милијарде евра показује да је извоз показао високу отпорност на негативне ефекте и даље ниске екстерне тражње и проблеме у европској аутомобилској индустрији. Раст робног увоза од 11,4% међугодишње првенствено је био вођен растом увоза репроматеријала и потрошних добара.

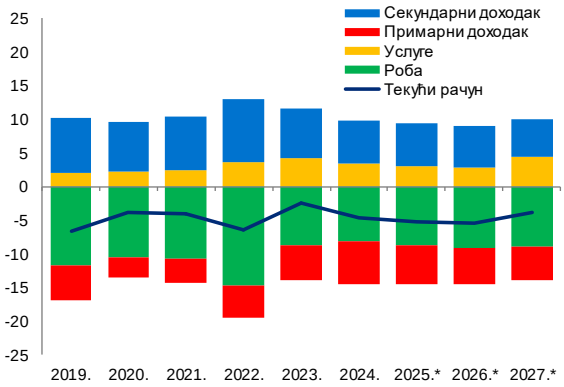
Прилив по основу страних директних инвестиција за шест месеци ове године износио је 1,5 милијарди евра, што је било за око 40% мање него у истом периоду 2024, делом као последица изнадпросечних једнократних прилива у прошлој години, затим смањеног инвестиционог поверења глобално посматрано, али и одлагања одређених инвестиција због протеста и блокада у земљи. Ипак, у последња два месеца уочава се да се динамика прилива страних директних инвестиција приближава просечним месечним остварењима из претходне године, тако да је реално очекивати да у наставку године прилив буде већи него у првој половини године. На таква кретања утицаће и смањење глобалне неизвесности након постизања договора око царина, мада и даље остају отворена бројна питања везана за спровођење ових споразума.

Имајући све претходно у виду, пројектујемо да ће учешће дефицита текућег рачуна у бруто домаћем производу ове и наредне године бити у распону 5,0–5,5% и да ће у великој мери бити покривено нето приливима по основу страних директних инвестиција, који се пројектују на око 4,5% бруто домаћег производа. Затим, у 2027. години, под утицајем већег извоза услуга, требало би да учешће дефицита текућег рачуна буде снижено на око 4% бруто домаћег производа и да у пуној мери буде покривено нето приливима страних директних инвестиција.

Повољнија платнобилансна кретања и смањена тражња увозника енергената за девизама утицали су на јачање апрецијацијских притисака од априла, тако да је Народна банка Србије, ради очувања релативне стабилности курса динара према евру, на девизном тржишту углавном била нето купац девиза. Не само да је у потпуности надокнађен износ продаја девиза с почетка године, већ је по

основу интервенција Народне банке Србије на девизном тржишту остварен раст девизних резерви од 130 милиона евра, закључно с крајем јула. Девизне резерве земље на крају јула износе 28,3 милијарде евра и даље су знатно изнад критеријума којима се утврђује њихова адекватност и представљају важан стуб одбране од екстерних ризика. У структури девизних резерви учешће злата тренутно износи близу 17%, а количина злата достигла је 50,9 тона. У једном од наших осврта можете детаљније прочитати о малопре поменутој ревизији података о извозу, али и спољном дугу, као и о томе да је заправо наш извоз показао већу отпорност на смањену екстерну тражњу и да је наша екстерна позиција и јача него што су то показивали претходни подаци.

Графикон 9. **Пројекција текућег рачуна платног биланса**
(у % БДП-а)




Извор: НБС.
* Пројекција НБС.

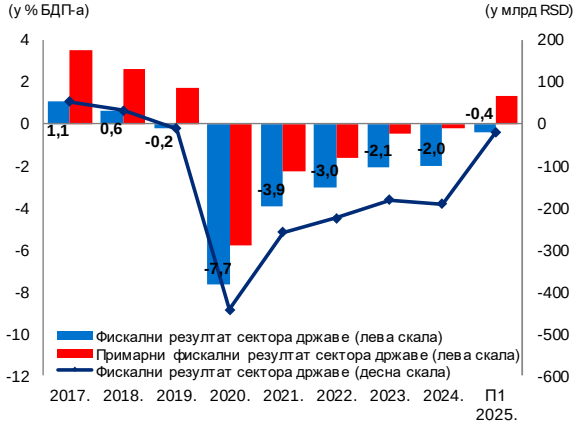
Графикон 10. **Девизне резерве и индикатори њихове адекватности**

Извор: НБС.
* Март 2025.

У првој половини ове године остварен је фискални дефицит од 0,4% бруто домаћег производа и суфицит примарног биланса од 1,3% бруто домаћег производа. Укупни приходи, реално посматрано, виши су за 1,9% међугодишње, вођени пре свега растом пореза на доходак услед наставка позитивних трендова на тржишту рада, док су, и поред раста расположивог дохотка за потрошњу, приходи од пореза на додату вредност нижи у поређењу са истим периодом претходне године. Истовремено, расходи, реално посматрано, већи су за 4,8%, вођени већим издацима за пензије и плате запослених у јавном сектору, као и капиталним издацима. 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

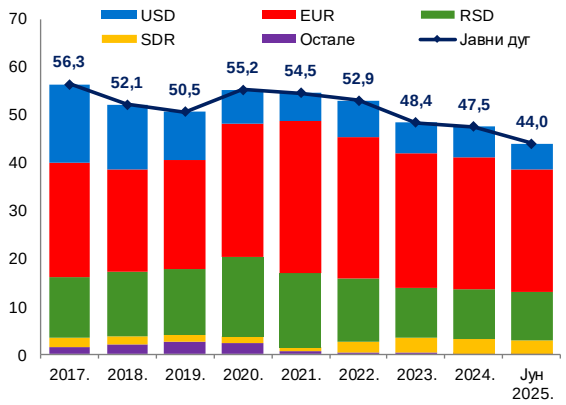
потенцијал. Такође, планирани дефицит од 3% бруто домаћег производа неће нарушити опадајућу путању учешћа јавног дуга у бруто домаћем производу, које је на крају јуна износило 44% (по националној дефиницији) и знатно је испод границе мастрихтског критеријума од 60%.

Графикон 11. **Фискални и примарни резултат буџета сектора државе**
(у % БДП-а)




Извор: Министарство финансија.

Графикон 12. **Јавни дуг централне државе**
(у % БДП-а)




Извор: Управа за јавни дуг.

***

У периоду од претходног извештаја нисмо мењали ниво референтне каматне стопе, која од септембра прошле године износи 5,75%. Приликом доношења таквих одлука проценили смо да је и даље неопходна опрезност монетарне политике због изражених геополитичких тензија, растућег протекционизма, као и већег од очекиваног раста цена хране последњих месеци и на међународном и на домаћем тржишту.

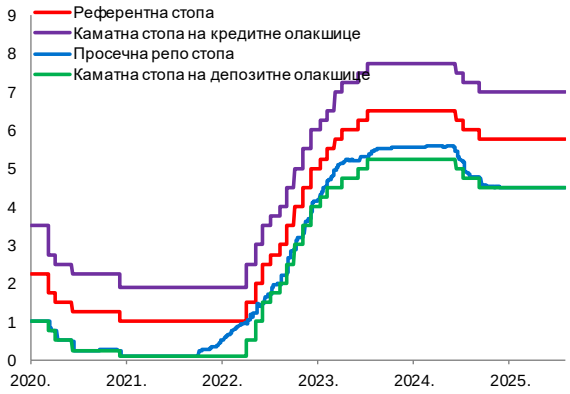
Овде желим да нагласим да референтна каматна стопа није каматна стопа по којој се Народна банка Србије задужује код банака на период од једне недеље и да то ради зато што има потребу за ликвидношћу, као што је претходних недеља погрешно тумачено у јавности. Напротив, организовањем реверзних репо операција повлачимо структурне вишкове ликвидности с тржишта и спречавамо да они имају инфлаторни утицај.

Као резултат претходног ублажавања наше монетарне политике и настављеног ублажавања монетарне политике Европске централне банке у овој години, снижена је цена задуживања у динарском и евро знаку и за привреду и за грађане. Посебно истичем да се каматне стопе на стамбене кредите, дуг по кредитним картицама и прекорачење по текућем рачуну физичких лица крећу у складу са ограничењима постављеним изменама Закона о заштити корисника

финансијских услуга, што доприноси расту расположивог дохотка становништва. Поред тога, одобравање субвенционисаних кредита по повољнијим условима у оквиру државног програма „Стамбени кредити за младе” доприноси да каматна стопа на нове стамбене кредите у јуну износи 4,3%.

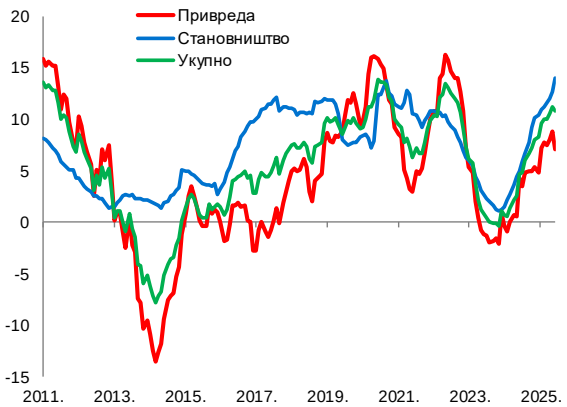
Повољнија цена задуживања и даље ублажавање кредитних стандарда допринели су наставку двоцифреног међугодишњег раста кредитне активности према немонетарном сектору, који је у јуну износио 10,8%. Раст кредита привреди био је сличан као у марту (7,1%), а водили су га кредити за обртна средства и инвестициони кредити, док је према становништву раст убрзан на 14%, чему је допринео бржи раст и готовинских и стамбених кредита. Раст кредитне активности, уз очување квалитета активе банака, допринео је да учешће проблематичних кредита у укупним кредитима у јуну износи минимална 2,3%.

Графикон 13. **Кретање референтне и просечне репо стопе**
(у %)




Извор: НБС.

Графикон 14. **Кредити привреди и становништву**
(међугодишње стопе раста, у %, по сталном курсу, 30. септембра 2024)




Извор: НБС.

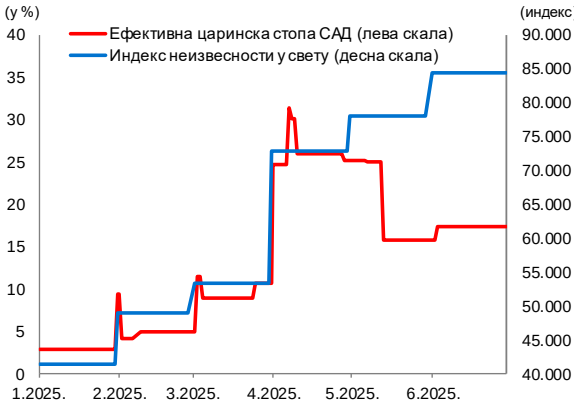
Континуирано расте и штедња наших грађана – у протеклих 13 година динарска штедња је порасла 11 пута, на преко 200 милијарди динара на крају јула. Истовремено, готово је удвостручена девизна штедња грађана, са 8,3 милијарде евра на 15,8 милијарди евра. То је показатељ поверења у домаћи финансијски сектор и здравих извора раста кредитне активности и у будућности.

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.

***

Оно што је заједничко за све централне банке данас у свету јесте да су геополитичке и трговинске тензије у центру глобалних макроекономских изазова, а тиме и њихових одлука. Заједничко нама, носиоцима монетарне политике, јесте и то да, у окружењу честих и снажних потреса, не можемо бити тако експлицитни о својим будућим намерама у погледу монетарне политике, али да морамо бити спремни и да брзо и одлучно реагујемо. Зато је и врло комплексан одговор на питање какву ће монетарну политику водити централне банке у наредном периоду и да ли ће оне наставити да спуштају своје референтне каматне стопе или је циклус монетарног ублажавања, у коме се налазе скоро све централне банке, готово завршен. О томе детаљније можете читати у једном од наших осврта.

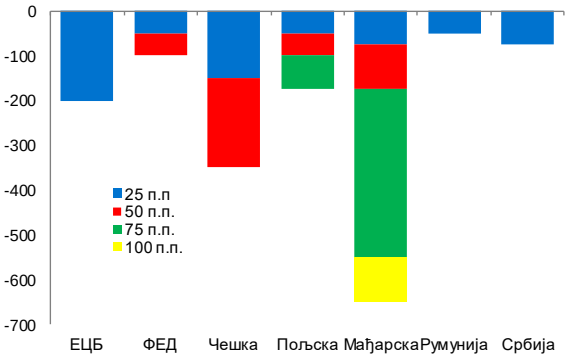
Графикон 15. **Царине и глобална неизвесност**




Извори: *World Economic Outlook, July 2025 Update.*

Графикон 16. **Укупно смањење референтних каматних стопа у актуелном циклусу ублажавања монетарних политика**

(у процентним поенима)




Извор: централне банке наведених земаља.

Једна важна поука из претходних година снажних шокова јесте да инфлација може порасти изненада услед ограничења на страни понуде, а не само због снажне агрегатне тражње. Такође, важно је да увек будемо свесни ових ограничења, као и да не можемо да их игноришемо без обзира на то што на њих не можемо директно да делујемо мерама монетарне политике. Најпластичнији пример јесу климатски фактори, при чему су њихова учесталост и све јачи ефекти учинили да утицај и на цене хране буде перзистентнији, као и да они постану и значајна детерминанта инфлационих очекивања, што повећава потребу за реакцијом монетарне политике. Због тога се централне банке залажу за свеобухватан, међуинституционални и међусекторски одговор који треба да ублажи негативне ефекте климатских фактора, који су постали нова нормалност. Део институционалног одговора Народне банке Србије на климатске промене

јесте транспарентна комуникација њиховог потенцијалног утицаја на обезбеђење одрживог привредног раста и развоја, јер то доприноси јачању друштвене свести о овом проблему.

***Даме и господо, драге колеге,***

Да закључим. Свет у коме живимо постаје све сложенији, а екстерни потреси све чешћи и снажнији. Иако су креатори монетарне политике одувек морали да се носе с неизвесношћу, она је последњих година повећана на нивое који нису забележени у новијој историји. Суочили смо се с пандемијом, сукобом у Европи и на Блиском истоку, најгорим енергетским шоком од 1970-их. У међувремену, растуће геополитичке тензије преобликују глобалне економске и трговинске токове, доносе нова правила, и захтевају брзу реакцију и прилагођавање новонасталим околностима. Поред тога, климатске и еколошке кризе све више представљају и егзистенцијалну претњу и доводе у питање стабилност и отпорност укупног економског система. Технолошке промене, попут дигитализације и вештачке интелигенције, доносе огромне могућности за развој и напредак, али и сложене изазове.

Стога, превазилажење актуелних глобалних изазова захтева јединствен, проактиван и стратегијски приступ носилаца економске политике. Поновила бих да смо предузели конкретне кораке који треба да допринесу ублажавању ефеката климатских фактора. Наравно, Народна банка Србије ће у координацији са осталим носиоцима економске политике у земљи настојати да додатно ојача домаће фундаменте и нашу отпорност на екстерне ризике, способност да брзо и адекватно реагује, као и да чува стабилност у сваком смислу – ценовну, финансијску, стабилност девизног курса, а тиме и укупну макроекономску стабилност. Да то нису обећања без покрића, већ реалност коју потврђују и документују конкретни подаци, препознају и истичу све релевантне међународне институције, укључујући и кредитну агенцију *Fitch*, која нам је у јулу задржала позитивне изгледе за повећање кредитног рејтинга на инвестициони ниво.

На крају, важно је увек имати у виду да нас добри резултати из претходних година обавезују да наставимо тако да радимо и у будућности – у најбољем општем интересу и да обезбеђујемо да Србија остане привлачна дестинација за

инвестирање и пословање. Период од протеклих 13 година, колико сам на челу Народне банке Србије, био је обележен најразличитијим изазовима, од којих су неки били без преседана, али смо и у таквим околностима, у сарадњи с председником и Владом Републике Србије, успели да одржимо стабилност, која постаје прва асоцијација када се помене Народна банка Србије. Тако ћемо наставити и убудуће јер ништа није дато заувек, а изазови који су пред нама захтевају предан рад и максимално ангажовање свих носилаца економске политике.

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