



Народна банка Србије

2025
мај

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

2025
мај

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

Београд, Краља Петра 12

Тел. 011/3027-100

Београд, Немањина 17

Тел. 011/333-8000

www.nbs.rs

Тираж: 120 примерака

ISSN 1820-9408

Уводна напомена

Споразум о циљању (таргетирању) инфлације, који су потписале Влада Републике Србије и Народна банка Србије, означава формални прелазак Народне банке Србије на циљање инфлације као режим монетарне политике почевши од 1. јануара 2009. године. Основни принципи и функционисање овог режима утврђени су Меморандумом о циљању (таргетирању) инфлације као монетарној стратегији.

Будући да је један од основних принципа циљања инфлације јачање транспарентности монетарне политике и ефикасна комуникација с јавношћу, Народна банка Србије тромесечно припрема и објављује *Извештај о инфлацији*, као најважније средство информисања јавности. Овим извештајем јавности се пружају на увид дешавања у економији која опредељују одлуке Извршног одбора Народне банке Србије и активности централне банке.

Извештај о инфлацији садржи информације о садашњој и очекиваној инфлацији, анализу макроекономских кретања која је детерминишу, објашњење разлога за доношење конкретних одлука Извршног одбора, као и оцену ефикасности монетарне политике која је вођена у протеклом тромесечју. Садржи и пројекцију инфлације за осам наредних тромесечја, приказ претпоставки на којима се та пројекција заснива, као и анализу главних ризика остваривања циљане инфлације.

Пристап јавности овим информацијама омогућиће боље разумевање монетарне политике коју спроводи централна банка и њене одлучности у остваривању циљане инфлације, а свакако ће допринети сузбијању инфлаторних очекивања и постизању и одржавању стабилности цена, што и јесте основни циљ Народне банке Србије утврђен законом.

Мајски *Извештај о инфлацији* размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 9. маја 2025. године.

Сви досадашњи извештаји о инфлацији доступни су јавности на сајту Народне банке Србије (<http://www.nbs.rs>).

Извршни одбор Народне банке Србије:

Јоргованка Табаковић, гувернер

Жељко Јовић, вицегувернер

Ана Ивковић, вицегувернер

Драгана Станић, вицегувернер

Никола Драгашевић, вицегувернер

**СКРАЋЕНИЦЕ КОРИШЋЕНЕ
У ОВОМ ИЗВЕШТАЈУ**

БДП – бруто домаћи производ
б.п. – базни поен
д.с. – десна скала
дсз. – десезонирано
ДФО – друге финансијске организације
ЕМВИ – индекс обвезница тржишта у успону
ЕУ – Европска унија
ЕЦБ – Европска централна банка
ИПЦ – индекс потрошачких цена
л.с. – лева скала
мг. – међугодишње
МДТ – међубанкарско девизно тржиште
млн – милион
млрд – милијарда
ММФ – Међународни монетарни фонд
NPL – проблематични кредити
ОПЕС – Организација земаља извозница нафте
П – полугодиште
ПДВ – порез на додату вредност
п.п. – процентни поен
РЗС – Републички завод за статистику
СДИ – стране директне инвестиције
SDR – специјална права вучења
Т – тромесечје
ФАО – Организација Уједињених нација за храну и пољопривреду
ФЕД – Систем федералних резерви САД
ФОМС – Федерални комитет за операције на отвореном тржишту
ХоВ – хартије од вредности

Не наводе се друге општепознате скраћенице.

Макроекономске пројекције представљене у овом извештају закључене су 30. априла.

Садржај

I. Резиме	1
II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији	9
III. Кретање инфлације	13
IV. Детерминанте инфлације	17
1. Кретања на финансијском тржишту	17
<i>Осврт 1: Ефекти одлуке Народне банке Србије о ограничењу каматних стопа и Закона о заштити корисника финансијских услуга на каматне стопе и кредитну активност физичким лицима</i>	20
2. Новац и кредити	26
3. Агрегатна тражња	31
4. Економска активност	34
<i>Осврт 2: Проблеми у аутомобилској индустрији у Европи и ефекти на Србију</i>	36
5. Кретања на тржишту рада	39
V. Пројекција	41
<i>Осврт 3: Степен отпорности региона средње и југоисточне Европе на увођење нових царина и других протекционистичких мера</i>	55
<i>Осврт 4: Мاستрихтски дуг Србије: теоријски оквир, динамика и структура</i>	61
<i>Осврт 5: Алтернативни сценарији пројекције</i>	80
Табела А. Показатељи екстерне позиције Србије	82
Табела Б. Основни макроекономски показатељи	83
Списак графикана и табела	85
Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе	88
Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије	89

I. Резиме

Водеће међународне финансијске институције констатују да су **изгледи глобалног привредног раста** знатно погоршани након заокрета у економским политикама водећих светских економија, пре свега Сједињених Америчких Држава, које су повећале царине на увоз на нивое какви нису запамћени у претходних сто година, а затим и одговором других земаља на те мере. Према априлској пројекцији Међународног монетарног фонда, очекује се да ће глобални привредни раст у овој години износити 2,8%, што је за 0,5 процентних поена ниже у односу на јануарску пројекцију. Очекивани раст је смањен и за 2026. годину, за 0,3 процентна поена и износи 3,0%, тако да су сада стопе раста за обе године знатно испод вишегодишњег просека од 3,7%. Априлска пројекција Међународног монетарног фонда претпоставља да ће се најављене царине америчке администрације од 2. априла у потпуности примењивати према земљама с којима Сједињене Америчке Државе имају дефицит у спољнотрговинској размени, као и противмере других земаља, иако је за већину земаља, са изузетком Кине, одложена примена царина за 90 дана. Највећа корекција наниже пројектованог раста односи се на Сједињене Америчке Државе и Кину. Пројектовани привредни раст зоне евра за ову и наредну годину нижи је за по 0,2 процентна поена у односу на очекивања из јануара и износи 0,8% и 1,2%, респективно, при чему је пројекција раста коригована наниже за Немачку и Италију, које су наши најважнији партнери унутар зоне евра, док је за земље у којима доминира сектор услуга, пре свега туризам, пројекција коригована навише.

Према истој процени, **глобална инфлација** ће нешто спорије опадати него што се очекивало у претходној пројекцији, те би са 5,7% у прошлој години у овој години требало да успори 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

У периоду од претходног извештаја изгледи глобалног привредног раста знатно су кориговани наниже, на шта се пре свега одражава повећана неизвесност услед ескалације трговинских тензија између водећих светских економија.

Под утицајем повећаних царина, глобална инфлација ће опадати нешто спорије него што се очекивало у претходној пројекцији.

привременог или трајног карактера, затим у којој мери ће компаније прилагодити профите повећаним трошковима увоза, као и да ли се увоз робе фактурише у америчким доларима или локалној валути. 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, што ће деловати дезинфлаторно.

У периоду од претходног извештаја знатно је повећана неизвесност на светским робним и финансијским тржиштима, а неповољнији изгледи привредног раста Сједињених Америчких Држава, услед заостравања трговинске политике, утицали су на слабљење долара према еврџу и осталим водећим светским валутама.

Најава увођења додатних царина утицала је на повећану **неизвесност на међународном робном и финансијском тржишту**, што се одразило и на раст волатилности берзанских индекса, а тиме и на инвестициони сентимент и погоршање глобалних финансијских услова. Услед погоршања изгледа за привредни раст, почетком априла дошло је до смањења приноса на америчке државне обвезнице, а затим до делимичне ревизије, јер су постале мање атрактивне као инструмент сигурног уточишта, што је истовремено за последицу имало даљи раст цене злата на светском тржишту. Услед најаве да ће се повећати инвестиције у одбрану и инфраструктуру у водећим европским земљама, пре свега Немачкој, као и смањених очекивања у погледу изгледа привредног раста Сједињених Америчких Држава, долар је ослабио према еврџу, иако је Европска централна банка наставила да ублажава монетарну политику и у априлу, истичући да инфлација успорава у складу са очекивањима, док су ризици за привредни раст израженији наниже.

У условима повећане глобалне неизвесности, Извршни одбор Народне банке Србије није мењао висину референтне каматне стопе, која износи 5,75%.

Приликом доношења одлука о задржавању **референтне каматне стопе** на непромењеном нивоу, Извршни одбор Народне банке Србије је истакао да је, и поред кретања инфлације у границама циља, неопходно наставити са спровођењем опрезне монетарне политике због изразите неизвесности на глобалном робном и финансијском тржишту и раста протекционизма, што би за последицу могло имати застоје у глобалним ланцима снабдевања. Просечна пондерисана 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.

Повољнији услови задуживања доприносе даљем расту кредитне активности, који је међугодишње посматрано био двоцифрен у марту.

Каматне стопе на најзаступљеније динарске кредите приватном сектору – кредите за обртна средства привреди и готовинске кредите становништву – наставиле су да бележе пад током првог тромесечја. Поред тога, даље ублажавање

монетарне политике Европске централне банке одразило се на нижу цену задуживања у евро знаку, при чему су се каматне стопе на стамбене кредите кретале 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. Повољнији трошкови задуживања, уз ублажавање кредитних стандарда за становништво, допринели су наставку убрзања **кредитне активности према немонетарном сектору**, на 10% међугодишње посматрано у марту. У односу на крај 2024, убрзање раста кредита бележи се и према сектору привреде (на 7,4%) и према становништву (на 11,6%). Раст кредитне активности, уз смањење стања проблематичних кредита, допринео је смањењу учешћа проблематичних кредита у укупним кредитима на нову најнижу вредност од 2,3% у марту.

Фискална кретања у првом тромесечју ове године карактерише дефицит сектора државе од 28,6 милијарди динара и примарни суфицит од 24,2 милијарде динара. Реално посматрано, укупни приходи су незнатно виши него у истом периоду претходне године, на шта се одражавају већи порески приходи, пре свега на доходак грађана и пореза на додату вредност, док су мањи непорески приходи и порези на добит правних лица. Истовремено, расходи, реално посматрано, већи су за 1,3%, вођени већим издацима за пензије и плате запослених у јавном сектору. На крају марта ове године учешће јавног дуга централног нивоа власти у бруто домаћем производу износило је 44,3%. *Ревидираном Фискалном стратегијом за 2025. са пројекцијама за 2026. и 2027. годину* предвиђено је интензивирање државних инвестиција у саставу програма „Експо 2027”, по ком основу ће фискална политика у овој години имати благо експанзиван карактер. Ипак, према нашој оцени, то не би требало да наруши опадајућу путању учешћа јавног дуга у бруто домаћем производу, која је компаративно посматрано у последњих неколико година једна од најповољнијих у региону средње и југоисточне Европе.

У поређењу са истим периодом претходне године, **дефицит текућег рачуна платног биланса** наставио је да се повећава у првом тромесечју ове године и износио је 1,4 милијарде евра. На то се одразио, пре свега, бржи раст увоза робе (14,5%) од извоза (2,9%), док је у супротном смеру највише деловао повећан суфицит у трговини услугама. У оквиру робног извоза, ниска екстерна тражња и проблеми у аутомобилској индустрији у Европи утицали су да

И поред очекиваног повећања фискалног дефицита у овој години, пројектује се наставак опадајуће путање учешћа јавног дуга у бруто домаћем производу.

На раст дефицита текућег рачуна платног биланса у првом тромесечју ове године у поређењу са истим периодом претходне године утицао је већи дефицит у трговини робом, а делом и мањи прилив дознака, док су у супротном смеру деловали већи суфицит у трговини услугама и мањи дефицит примарног дохотка.

извоз прерађивачке индустрије готово стагнира, али се у марту бележи његов раст 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 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 због протеста и блокада на домаћем тржишту. Уз сезонски повећан увоз енергената почетком године, то је утицало на јачање депрецијацијских притисака, тако да је Народна банка Србије, ради очувања релативне стабилности курса динара према еврџ, на девизном тржишту у првом тромесечју била нето продавац девиза у износу од 955 милиона евра. И поред смањења, девизне резерве земље од 28,5 милијарди евра на крају марта и даље су знатно изнад критеријума којима се утврђује њихова адекватност и представљају важан стуб одбране од екстерних ризика.

Бруто домаћи производ у првом тромесечју ове године реално је порастао за 2,0%, што је било ниже од наших очекивања из претходне пројекције, на шта су се одразили и фактори из међународног окружења и домаћи фактори.

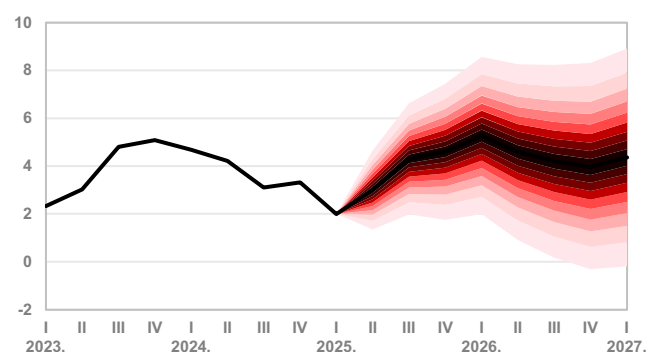
Према процени Републичког завода за статистику, **раст бруто домаћег производа** у првом тромесечју ове године износио је 2,0%. У односу на наша очекивања из фебруарске пројекције, раст је био нижи и у производним и у услужним секторима, на шта су се одразили и даље ниска екстерна тражња и проблеми у 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, при чему су и протести и блокаде утицали да инвестиције и лична потрошња на домаћем тржишту остваре мањи раст од очекиваног. Позитиван допринос потекао је од прерађивачке индустрије, чему је допринео и почетак серијске производње електричних возила у „Стелантису” у Крагујевцу, као и убрзање производње аутомобилских гума у Зрењанину, док су услед смањене екстерне тражње остале области повезане са ауто-кластером забележиле пад производње и извоза. Раст је настављен и у сектору рударства, док се, и поред поправљања хидропотенцијала и отварања нових капацитета, сектор енергетике није у пуној мери опоравио, тако да је укупно посматрано индустрија допринела расту бруто домаћег производа са 0,4 процентна поена. Према нашој процени, сектори услуга дали су збирни допринос расту бруто домаћег производа од 1,6 процентних поена, док је због високе базе, а делом и услед одлагања појединих

инвестиција, негативан допринос потекао од грађевинарства.

Наша нова пројекција **раста бруто домаћег производа** за ову годину нижа је од фебруарске и износи 3,5%, на шта је у великој мери утицао остварен мањи привредни раст у првом тромесечју у односу на очекивани. Ипак, убрзање активности се 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 повећани капацитети у енергетици, као и реализација инфраструктурних пројеката планираних програмом „Скок у будућност – Србија Експо 2027”. Посматрано на нивоу године, позитиван допринос расту бруто домаћег производа даће сви услужни и производни сектори, под претпоставком да ће, након прошлогодишње суше, овогодишња пољопривредна сезона бити просечна. У погледу извора раста, слична су и очекивања за наредне две године, с тим да се у 2027. години очекује знатнији раст доприноса сектора услуга због одржавања специјализоване међународне изложбе „Експо”. Посматрано са становишта употребе, раст бруто домаћег производа водиће домаћа тражња, али у мањој мери него што смо очекивали у фебруару, при чему ће расту приватне потрошње допринети већи расположиви доходак и позитивни трендови на тржишту рада, а расту инвестиција у основна средства 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 услед започетог ублажавања монетарних услова. Позитиван допринос ове године очекује се и од извоза 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. 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. У складу с таквим кретањима, очекујемо да ће се **учешће дефицита текућег рачуна у бруто домаћем производу** ове и наредне године задржати на нивоу од око 6% 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%

Према нашој новој пројекцији, раст бруто домаћег производа ове године износиће око 3,5%, а за наредне две године пројектујемо да ће бити у распону 4–5%, при чему у 2027. години због одржавања специјализоване међународне изложбе „Експо” очекујемо да ће бити ближи горњој граници пројектованог распона.

Пројекција раста бруто домаћег производа
(међугодишње стопе, у %)

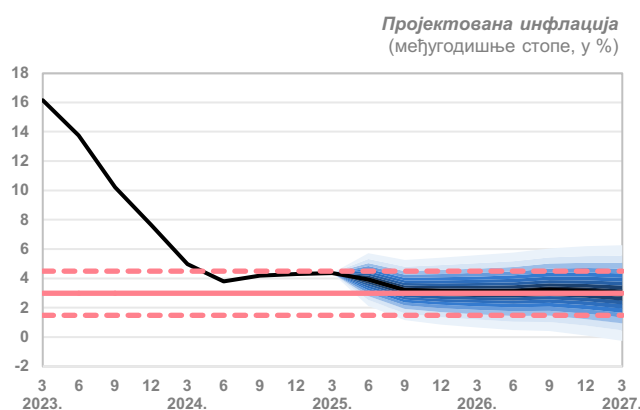


Међугодишња инфлација у Србији током првог тромесечја кретала се око горње границе дозвољеног одступања од циља и у марту је износила 4,4%.

бруто домаћег производа и у пуној мери покривено нето приливима страних директних инвестиција.

У складу с нашим очекивањима из претходног извештаја, **међугодишња инфлација** се током првог тромесечја кретала око горње границе дозвољеног одступања од циља и у марту је износила 4,4%. У односу на крај 2024, повећан је допринос цена хране за 0,3 процентна поена, на шта се одражава и даље висок ниво светских цена кафе и какаоа, док је допринос цена енергије и цена услуга мартовској инфлацији смањен за по 0,1 процентни поен. Излазак из међугодишњег обрачуна прошлогодишњег поскупљења услуга мобилне телефоније определио је успоравање базне инфлације на 5,1% у марту, што је њен најнижи ниво од јула 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 марту износила 3,7% међугодишње, као и мера тзв. **моментума инфлације**,¹ која се у марту спустила на 3,8%. Поред тога, **инфлациона очекивања финансијског сектора** за годину дана унапред задржана су унутар циљаног распона, док се инфлациона очекивања за две и три године унапред већ дужи време крећу око централне вредности циља, што сведочи о очуваном кредибилитету монетарне политике Народне банке Србије.

Према нашој новој пројекцији, инфлација би у целом хоризонту пројекције (у наредне две године) требало да се задржи у границама циља ($3 \pm 1,5\%$) и да у овој години има опадајућу путању.



Према нашој новој централној пројекцији, **међугодишња инфлација** би у остатку године требало да успорава и да се крајем године приближи централној вредности циља, што је ниво око кога ће се кретати до краја хоризонта пројекције. Успоравању инфлације највише ће допринети и даље рестриктивни монетарни услови, очекивано ниже светске цене енергената и нижа увозна инфлација, затим долазак нове пољопривредне сезоне, под претпоставком да она буде просечна, као и пројектовано кретање реалних зарада у складу с растом продуктивности. Нова пројекција инфлације нижа је од фебруарске, посебно за ову годину, 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, док у супротном смеру у кратком року делују више цене прерађене хране, пре свега због високих цена сировина на светском тржишту почетком ове године.

¹ Добијен је на бази тромесечних покретних просека десезонираних месечних стопа инфлације прерачунатим на годишњем нивоу.

Према оцени водећих светских финансијских институција, дешавања у међународном окружењу карактерише незапамћен степен неизвесности у трговинској политици у новијој историји, што знатно отежава пројекције. **Ризици по глобални привредни раст** у средњем року израженији су наниже, пре свега по основу могућег већег ефекта нових протекционистичких мера и пролонгиране неизвесности по том основу него што процењујемо, као и повећане неизвесности на финансијским тржиштима, што би могло утицати и на ниже инвестиције и потрошњу. Док су по овом основу јачи и ризици наниже по домаћи привредни раст, утицај на инфлацију теже је проценити, јер неки од наведених фактора делују инфлаторно, а други дезинфлаторно. Ризици пројекције инфлације и привредног раста потичу и од брзине раста домаће тражње, као и од исхода домаће и глобалне пољопривредне сезоне, који су једнако изражени у оба смера. Народна банка Србије ће наставити да прати и анализира трендове на домаћем и међународном тржишту и да одлуке о будућој монетарној политици доноси од састанка до састанка у зависности од брзине успоравања инфлације. Приоритет монетарне политике и даље ће бити обезбеђење ценовне и финансијске стабилности у средњем року, уз подршку даљем расту и развоју привреде, као и даљем расту запослености и очувању повољног инвестиционог амбијента.

Народна банка Србије ће наставити опрезно да води монетарну политику, од састанка до састанка, узимајући у обзир кретања свих кључних економских показатеља из домаћег и међународног окружења и водећи првенствено рачуна да се ценовна стабилност одржи у средњем року.

II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији

У периоду од претходног извештаја, Извршни одбор Народне банке Србије задржао је референтну каматну стопу на непромењеном нивоу од 5,75%. Приликом доношења одлука о задржавању каматне стопе на актуелном нивоу, Извршни одбор је имао пре свега у виду да је, и поред кретања инфлације у границама циља, неопходно наставити са спровођењем опрезне монетарне политике, јер домаћа инфлација у великој мери зависи од дешавања на светским робним и финансијским тржиштима, која тренутно карактерише повећана волатилност због геополитичких тензија, ефеката растућег протекционизма и неизвесности у погледу трговинских политика водећих светских економија у наредном периоду.

У периоду од претходног Извештаја о инфлацији, **Извршни одбор Народне банке Србије задржао је референтну каматну стопу на непромењеном нивоу од 5,75%.** Референтна каматна стопа се на том нивоу налази од септембра 2024, када је смањена по трећи пут у текућем циклусу ублажавања монетарне политике, након смањења у јуну и јулу. Каматне стопе на депозитне и кредитне олакшице такође се нису мењале (4,50% и 7,00%, респективно), док се просечна пондерисана репо стопа стабилизovala на нивоу од око 4,5%. Ублажавање монетарне политике Народне банке Србије и даље се преноси на смањење каматних стопа на динарске кредите привреди, као и на смањење каматних стопа на најзаступљеније динарске кредите становништву — готовинске кредите, што указује на ефикасност трансмисионог механизма монетарне политике.

Услови у домаћем и међународном окружењу у периоду од претходног Извештаја о инфлацији захтевали су да се настави опрезан приступ у доношењу одлука о монетарној политици. Кретања у међународном окружењу обележили су **јачање протекционизма и забринутост да ће се истовремено повећати инфлација и успорити раст светске економије.** У нестабилном глобалном окружењу посебно је тешко било изводити поуздане закључке о томе шта ће се дешавати, поготово што финална структура царина није позната, као ни када и колико дуго ће царине бити на снази. Извршни одбор Народне банке Србије пажљиво је разматрао све

расположиве информације и податке, анализирао кретање инфлације и монетарну трансмисију и доносио одлуке монетарне политике чији је задатак одржавање инфлације у границама циља и приближавање његовој централној вредности у хоризонту монетарне политике, као и наставак привредног раста.

Образложење одлука у марту и априлу

Основу за доношење одлука Извршног одбора у марту и априлу представљала је **фебруарска средњорочна пројекција инфлације**, према којој се очекивало да ће се инфлација почетком ове године кретати око горње границе дозвољеног одступања од циља, да би затим постепено успорила и крајем године се приближила централној вредности циља, што је ниво око кога ће се кретати до краја хоризонта пројекције. Таквом њеном кретању требало би да допринесу и даље рестриктивни ефекти монетарне политике, долазак нове пољопривредне сезоне, под претпоставком да она буде просечна, као и очекивани пад цена нафтних деривата у складу с фјучерсима. Смањењу домаће инфлације доприносиће и нижа увозна инфлација и очекивано успоравање раста реалних зарада, што би требало да допринесе и успоравању базне инфлације и њеном приближавању укупној инфлацији.

Подаци о оствареној инфлацији за Т1 у потпуности су били у складу са очекивањима Извршног одбора.

Укупна инфлација у марту је износила 4,4% м.г., а почела је да успорава и базна инфлација (ИПЦ по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета), на 5,1% м.г. Одлучујући о монетарној политици у марту и априлу, Извршни одбор је имао у виду да су **инфлациона очекивања** финансијског сектора за годину дана унапред, према тада последњим расположивим анкетама агенција Нинамедија (за март) и Блумберг (за април), наставила да се крећу у границама циља, што потврђује адекватност мера монетарне политике коју води Народна банка Србије. Очекивања финансијског сектора за две године унапред у марту су износила 3,6%, а за три године унапред 3,5%. Истовремено, краткорочна очекивања привреде била су на нивоу од 5,0%, на ком су се налазила и већим делом 2024. године, док су средњорочна очекивања овог сектора била у границама циља.

Разматрајући кретања у **реалном сектору**, Извршни одбор је имао у виду да је након прошлогодишњег раста БДП-а од 3,9%, који је био у самом врху у Европи, у првим месецима ове године активност у производном и у услужним секторима успорила. У јануару и фебруару, заједно посматрано, активност у прерађивачкој индустрији је стагнирала, док је раст промета у трговини и туризму био успорен, пре свега у фебруару. Раст протекционизма у свету, увођење нових царина и проблеми у аутомобилској индустрији у Европи, уз блокаде и протесте на домаћем тржишту, који у одређеној мери утичу на одлагање инвестиција и потрошње, представљају ризик по привредни раст Србије. Ипак, Извршни одбор је истицао очекивање да ће се у наставку године економска активност убрзати, чему ће

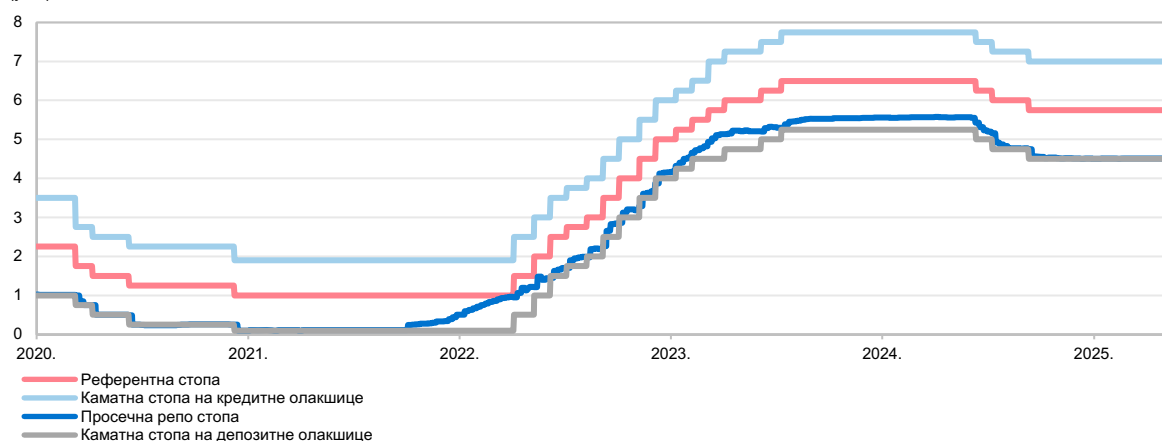
првенствено допринети фактори на страни понуде, а пре свега планирано убрзање производње електричних аутомобила и аутомобилских гума, затим активирање нових капацитета у енергетици, као и реализација инфраструктурних пројеката предвиђених програмом „Србија Експо 2027”, који ће имати директне и индиректне позитивне ефекте на нашу привреду. Подршку привредном расту пружа и раст кредитне активности према сектору привреде и становништва од око 10%, који је резултат претходног ублажавања монетарне политике Народне банке Србије, као и ублажавања монетарне политике ЕЦБ-а.

Приликом доношења одлука о монетарној политици, Извршни одбор је посебно пажљиво пратио факторе из међународног окружења и истицао да је неопходно наставити са спровођењем опрезне монетарне политике, имајући пре свега у виду **неизвесност у погледу протекционистичких мера, фрагментације светског тржишта и геополитичких ризика**. С једне стране, увођење високих царина и неизвесне трговинске политике погоршавају изгледе глобалног привредног раста и утичу на пад цена примарних производа, пре свега нафте, али с друге стране повећавају ризик да би могло доћи до застоја у глобалним ланцима снабдевања и раста цена оних производа који су директно погођени царинама, што би могло да доведе до раста глобалне инфлације.

У **зони евра**, нашем најважнијем трговинском партнеру, након нешто виших стопа инфлације током зиме, мартовске пројекције ЕЦБ-а указују на то да ће се инфлација умерено смањити наредних месеци. За

Графикон II.0.1. Кретање референтне и просечне репо стопе

(у %)



Извор: НБС.

ову годину очекује се просечна инфлација у зони евра од 2,3% (под претпоставком да се царинска политика ЕУ неће мењати), што је благо виша оцена него у децембру, због виших цена хране и базног ефекта код цена енергената. Како базни ефекат буде ишчезавао, очекује се смањење инфлације на 1,9% и 2,0% у наредне две године. Аналитичари ЕЦБ-а процењују да би под претпоставком да САД примене царине на увоз из зоне евра од 25%, уз слабији курс евра (због пада тражње у САД за европским производима), дошло до више инфлације у зони евра у кратком року. Ипак, тај ефекат би се смањивао у средњем року, због ниже економске активности која би умањила инфлаторне притиске. У складу с тим, Извршни одбор Народне банке Србије очекује даље умерено успоравање раста цена производа и услуга које увозимо, али не искључује могућност да њихов раст привремено убрза.

Као што се и очекивало, **ЕЦБ** је наставила да ублажава монетарну политику у марту, смањујући основне каматне стопе шести пут у актуелном циклусу ублажавања монетарне политике, који је започела у јуну прошле године, оцењујући да је сад „значајно мање рестриктивна”. Каматна стопа на депозитне олакшице у марту смањена је на 2,50%, на главне операције рефинансирања на 2,65% и на кредитне олакшице на 2,90%. Извршни одбор Народне банке Србије имао је у виду да постепено смањење цене евроиндексираног задуживања на домаћем тржишту по основу нижих каматних стопа на тржишту новца у зони евра услед ублажавања монетарне политике ЕЦБ-а, заједно с претходним снижавањем референтне каматне стопе Народне банке Србије, доприноси даљем расту кредитне активности и домаће тражње, а тиме и БДП-а, али без стварања знатнијих инфлаторних притисака. Тржишни учесници су очекивали да ће ЕЦБ наставити да ублажава монетарну политику и на два наредна састанка, у априлу и јуну, као и да би треће смањење основних камата могло да уследи касније током године, што би требало да се додатно одрази на повољније услове задуживања у евро знаку код нас. Званичници ЕЦБ-а наглашавали су да су поменута смањења могућа, али и да су основне каматне стопе већ знатно смањене. Истицали су неизвесност одлука у наредном периоду, имајући у виду да би царине и реципрочне мере могле да подстакну инфлацију, пре свега у кратком року, а слични би могли да буду и ефекти раста државне потрошње и других фискалних мера.

Промене у спољнотрговинској политици САД налагале су већу опрезност у вођењу монетарне политике **ФЕД-а**. Након састанка у јануару, ФЕД ни у марту није мењао висину распона референтне каматне стопе (4,25–4,50%), истичући да се неизвесност економских изгледа повећала. Када су у питању пројектована смањења каматних стопа, она су у марту остала непромењена у односу на децембар, тј. предвиђала су се два смањења референтне стопе од по 25 б.п. у 2025. години (што је двоструко мање у односу на септембар 2024). Међутим, од почетка априла бележи се значајна волатилност на финансијским тржиштима, након објављивања нових царина од стране САД и даље ескалације трговинских тензија. Из ФЕД-а су стизале оцене да ће економски ефекти царина укључивати вишу инфлацију и спорији раст, али да још увек није јасно који је одговарајући пут за монетарну политику. Царине ће највероватније изазвати привремен раст инфлације, а указано је и на могућност да ти ефекти буду дуготрајнији, што би могло да успори темпо ублажавања монетарне политике ФЕД-а. С друге стране, пад куповне моћи и тражње одразио би се на спорији раст економске активности, што би компликовало вођење монетарне политике која има дуални мандат. У сваком случају, очекује се да ће ФЕД бити опрезан и да бар до јуна ове године неће смањивати распон референтне стопе, док не види да ли ће се царине одразити на раст цена само у кратком року или ће њихов ефекат ипак бити виша инфлација у дужем периоду. Иако су краткорочне и средњорочне мере инфлационих очекивања повећане, индикатор инфлационих очекивања инвеститора у америчке државне обвезнице за наредних пет година смањен је непосредно након објављивања нових царина, указујући на то да инвеститори очекују, након привременог скока, да ће инфлација успорити, због пада тражње услед смањене куповне моћи потрошача.

Разматрајући **екстерну тражњу**, Извршни одбор Народне банке Србије имао је у виду очекивања да ће и привреде развијених земаља и земаља у успону расти споријим темпом не само због фундаменталних изазова већ и због повећане неизвесности услед растућег протекционизма. Иако се очекује да ће убрзати, привредни раст зоне евра и даље ће бити слаб, посебно у Немачкој, где се ове године очекује стагнација. Убрзање у Немачкој се очекује од 2026. године, подстакнуто фискалном експанзијом, а процене су да би издаци државе на одбрану и инфраструктуру требало да повећају БДП у просеку за више од 2 п.п. у наредних десет година. С друге

стране, економска активност у САД је под утицајем неизвесности у погледу царина, што се одражава на пословни сентимент, одлуке о потрошњи и инвестицијама, а тиме и на очекивања да ће раст у наредном периоду бити успорен. Због знатно виших царина за извоз у САД, многе релевантне институције су смањиле и своје пројекције привредног раста Кине у овој и наредној години. Према томе, раст светске економије ће бити спорији него што се очекивало, што ће утицати на то да се екстерна тражња за нашим извозом спорије повећава. Ипак, очекивано убрзање привредног раста Немачке, нашег најважнијег трговинског партнера, требало би од наредне године позитивно да се одрази и на наш раст.

Опрезност монетарне политике је потребна и с обзиром на то да непредвидивост макроекономских дешавања у међународном окружењу може утицати на **светске цене енергената и других примарних производа**. Светска цена нафте је у Т1 ове године у просеку износила 75,7 долара по барелу, да би у априлу била смањена под утицајем очекивања да ће тражња за нафтом бити слаба, а посебно тражња из Кине. Ипак, неизвесност у погледу њеног кретања у наредном периоду и даље је била присутна. Такође, опрезност монетарне политике била је потребна и када су у питању **светске цене хране**. Извршни одбор је имао у виду да ће цене појединих прехранбених сировина на светским берзама (какаоа и кафе) које су недавно достигле рекордни ниво, као и лошија прошлогодишња домаћа пољопривредна сезона, деловати још неко време на цене хране. Ситуација би затим требало да се стабилизује с доласком нове пољопривредне сезоне, с тим да ће опрезност и даље бити потребна јер би променљиве временске прилике, протекционистичке мере и трговинске рестрикције могле да погурају цене хране навише.

Образложење одлуке у мају

На састанку у мају Извршни одбор такође није мењао висину референтне каматне стопе, истичући да је, и поред знатног смањења инфлације и њеног кретања у границама циља, неопходно наставити са спровођењем опрезне монетарне политике, пре свега због неизвесности у погледу ефекта нових царина и трговинских политика које ће водити водеће светске економије. Преовлађују оцене да ће у таквим околностима глобална инфлација вероватно опадати нешто спорије него што се очекивало, док ће привредни раст бити нижи због поремећаја у трговинским токовима, ланцима производње и слабостима у кључним покретачима раста, као што су спољна трговина, инвестиције и потрошња. Иако је очекивани спорији раст светске економије утицао на пад светских цена примарних производа, пре свега сирове нафте на светском тржишту, неопходна је опрезност јер би повећани трошкови производње у условима раста царина могли деловати инфлаторно. Такође, Извршни одбор је имао у виду и очекивања да ће ЕЦБ вероватно наставити да ублажава монетарну политику, што би требало да се одрази на повољније услове евроиндексираног задуживања код нас.

Народна банка Србије ће наставити да прати и анализира трендове на међународном робном и финансијском тржишту и да на основу тога, као и резултата анализе домаћих кретања и брзине успоравања инфлације, од састанка до састанка доноси одлуке о будућој монетарној политици. Приоритет монетарне политике и даље ће бити обезбеђење ценовне и очување финансијске стабилности у средњем року, уз подршку даљем расту привреде, као и повећању запослености и очувању повољног пословног и инвестиционог амбијента.

III. Кретање инфлације

У складу с нашим очекивањима, мг. инфлација се током Т1 кретала око горње границе циља и у марту је износила 4,4%. У односу на крај 2024, повећан је допринос цена хране, под утицајем неповољних глобалних и локалних временских прилика, што је највећим делом неутралисано нижим ценама енергије, пре свега нафтних деривата, и успоравањем базне инфлације, која је у марту износила 5,1% мг.

И краткорочна и средњорочна инфлациона очекивања финансијског сектора наставила су да се крећу унутар граница дозвољеног одступања од циља, $3 \pm 1,5\%$, што је потврда очуваног кредибилитета монетарне политике Народне банке Србије.

Кретање инфлације у Т1

У складу с нашом пројекцијом из фебруарског извештаја, мг. инфлација се током Т1 кретала око горње границе дозвољеног одступања од циља и у марту је износила 4,4%. У односу на децембар, у марту је повећан допринос цена хране мг. инфлацији за 0,3 п.п., док је допринос цена енергије и цена услуга мартовској мг. инфлацији смањен за по 0,1 п.п. На попуштање ценовних притисака указује и мера тзв. **моментума инфлације**,² који се са нивоа 4,7–5,0% у периоду децембар–фебруар спустио на 3,8% у марту.

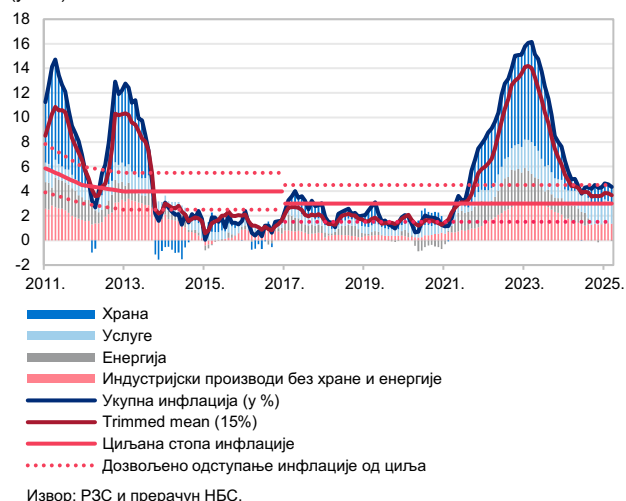
Издазак из мг. обрачуна прошлогодишњег поскупљења услуга мобилне телефоније определио је успоравање **базне инфлације** на 5,1% мг. у марту, што је њен најнижи ниво од јула 2024. године. Притом, око две трећине оствареног раста мг. базне инфлације у марту дугује се расту цена услуга, чији је мг. раст успорио на 6,3%. Слично као код укупне инфлације, и код базне инфлације моментум је успорио – са 4,5–4,7% у периоду децембар–фебруар на ниво од 3,9% у марту, при чему је код услуга остао релативно стабилан на око 4%, док је код производа успорио на 3,6%. И мера базне инфлације *trimmed mean* (добijена по искључењу 15% производа и услуга из потрошачке корпе чије цене бележе највеће промене у оба смера) наставила је током Т1 кретање испод 4,0%

² Моментум инфлације одражава темпо раста потрошачких цена у краћим временским интервалима (месецима или тромесечјима), под претпоставком да идентичан темпо раста буде присутан током целе године. Добijен је на бази тромесечних покретних просека дсз. месечних стопа инфлације прерачунатим на годишњи ниво.

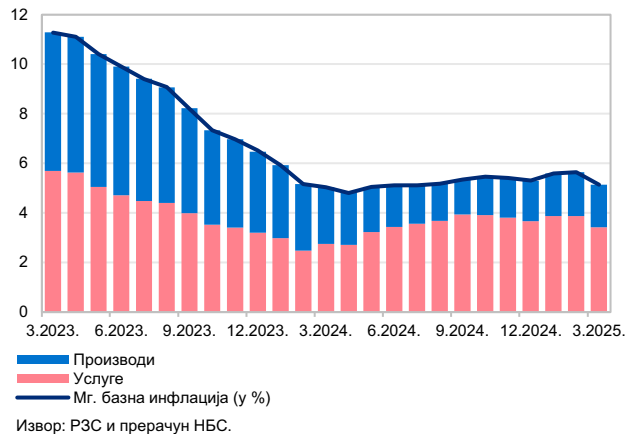
Графикон III.0.1. Динамика моментума инфлације у Србији (тримесечни покретни просеци прерачунати на годишњи ниво, у %)



Графикон III.0.2. Доприноси основних компонената ИПЦ-а мг. инфлацији (у п.п.)



Графикон III.0.3. Доприноси компонената мг. базној инфлацији (у п.п.)



Табела III.0.1. Раст и доприноси компонената ИПЦ-а расту потрошачких цена у Т1 2025. године

	Пондери	Тромесечно		Мг. март	
		Стопе раста (у %)	Доприноси (у п.п.)	Стопе раста (у %)	Доприноси (у п.п.)
Потрошачке цене (ИПЦ)	100,0	1,2	1,2	4,4	4,4
Непрерађена храна	10,7	1,2	0,1	2,6	0,3
Прерађена храна	20,8	1,8	0,4	5,9	1,2
Индустријски производи без хране и енергије	28,2	0,8	0,2	4,7	1,3
Енергија	15,7	0,7	0,1	-0,4	-0,1
Услуге	24,6	1,3	0,3	6,4	1,6
ИПЦ без енергије, хране, алкохола и цигарета	45,7	0,8	0,4	5,1	2,4
Регулисане цене	18,3	1,4	0,3	4,3	0,8

Извор: РЗС и прерачун НБС.

и у марту је износила 3,7%, што је њена просечна вредност за протекла три тромесечја.

Тромесечно посматрано, **потрошачке цене су у Т1 повећане за 1,2%**, што је био нешто нижи раст од очекиваног у фебруарском Извештају о инфлацији, пре свега због споријег раста цена нафтних деривата и цена поврћа од очекиваног.

Највећи допринос тромесечној инфлацији у Т1, од 0,5 п.п., пружиле су **цене хране и безалкохолних пића**, које су на нивоу целе групе порасле за 1,6%. Овај раст доминантно се дугује поскупљењу **прерађене хране** за 1,8% у Т1 (уз допринос инфлацији од 0,4 п.п.), првенствено због виших цена безалкохолних пића и кондиторских производа, на које се преносе и даље повишене цене кафе и какаоа на светском тржишту. У Т1 су порасле и **цене непрерађене хране**, за 1,2% (уз допринос инфлацији од 0,1 п.п.), у највећој мери због поскупљења свежег поврћа (5,5%) и свежег воћа (2,0%), при чему је ово поскупљење донекле ублажено сезонски неочекивано нижим ценама поврћа и воћа у фебруару. У Т1 забележен је пад цена свежег меса на домаћем тржишту (2,9%), у целости као резултат појефтињења свињског меса у јануару и фебруару, које је забележено и на светском тржишту.

Раст **цена енергије** од 0,7% у Т1 (уз допринос инфлацији од 0,1 п.п.) у потпуности се дугује поскупљењу нафтних деривата на домаћем тржишту од 1,5% у јануару и фебруару. У марту су, први пут за протеклих шест месеци, цене нафтних деривата смањене, у условима нижих цена сирове нафте на светском тржишту. Цене дрва за огрев незнатно су порасле у Т1, што је сезонски уобичајено за овај период године, док цене електричне енергије за домаћинства нису мењане.

Цене индустријских производа (без хране и енергије) пружиле су двоструко мањи допринос инфлацији у Т1 (од 0,2 п.п.) него у претходном тромесечју, остваривши стопу раста од 0,8%. Овај раст првенствено се дугује фебруарској корекцији цена цигарета (2,5%) и поскупљењу алкохолних пића (2,6%), на супрот чега је деловало сезонски уобичајено појефтињење одеће и обуће (1,0%).

Цене услуга у Т1 порасле су за 1,3% (уз допринос инфлацији од 0,3 п.п.), по основу корекције цена комуналних услуга (6,3%) и услуга интернета (2,3%). Насупрот томе, у Т1 су снижене цене туристичких пакет-аранжмана (10,4%), због њиховог сезонског појефтињења у фебруару и марту. Повећање цена услуга, на које се одражавају и виши трошкови рада и

већи реални расположиви доходак домаћинстава, одредио је раст **цена у оквиру базне инфлације** од 0,8% у Т1 (уз допринос инфлацији од 0,4 п.п.), што је ипак нижи раст него у претходном тромесечју (1,3%).

Цене регулисаних производа и услуга повећане су за 1,4% у Т1 (уз допринос инфлацији од 0,3 п.п.) због већ поменутих поскупљења цигарета и комуналних услуга. Мг. посматрано, раст регулисаних цена од 4,3% у марту био је нешто виши него у децембру (4,2%).

Произвођачке и увозне цене у Т1

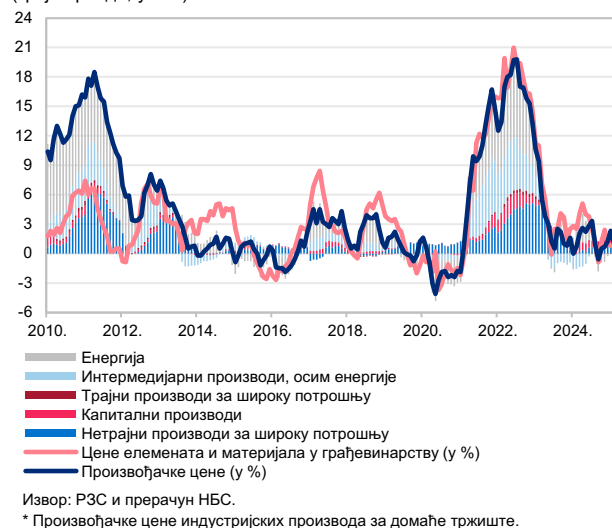
У периоду од претходног извештаја, **трошковни притисци у секторима индустрије и грађевинарства** додатно су попустили, о чему сведочи мг. динамика цена произвођача индустријских производа за домаће тржиште и цена елемената и материјала за уградњу у грађевинарству.

На мг. нивоу, **цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште** у марту благо су снижене, за 0,1% (наспрам раста од 1,2% у децембру), првенствено по основу мг. пада цена у производњи енергената, пре свега нафтних деривата, на шта се одразила и висока прошлогодишња база. Базни ефекат се испољио и код цена капиталних производа, које су у марту, први пут од фебруара 2021, забележиле мг. пад, пре свега по основу нижих цена у производњи моторних возила. С друге стране, у марту су мг. повећане цене интермедијарних производа, посебно производа од метала, гуме и пластике, као и цене нетрајних производа за широку потрошњу, нарочито цене у производњи хране и пића. **Цене елемената и материјала за уградњу у грађевинарству** у марту су оствариле мг. пад од 1,1%, док су на нивоу Т1 снижене за 0,9%, што је додатна потврда ублажавања трошковних притисака.

По основу увозне инфлације дошло је до благог раста ценовних притисака у Т1. Тромесечно посматрано, **увозне цене изражене у динарима**³ порасле су за 0,4% у Т1, а мг. посматрано убрзале су раст на 2,5%, првенствено вођене вишим ценама опреме, репроматеријала и остале робе из увоза (апроксимиране извозним ценама Немачке).

³ Прелиминаран податак. Базна година је 2010. Као показатељ увозних цена коришћен је пондерисани просек неколико компонената: индекса цене нафте типа брент, цена гаса из увоза, цена хране на светском тржишту (индекс ФАО), потрошачких цена у оквиру базне инфлације у зони евра и извозних цена Немачке, једног од најзначајнијих спољнотрговинских партнера Србије. Фиксни пондери компонената обрачунати су према вредносном увозу робе и услуга у 2024. години.

Графикон III.0.4. Доприноси по групама намене потрошње мг. динамици произвођачких цена* (крај периода, у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

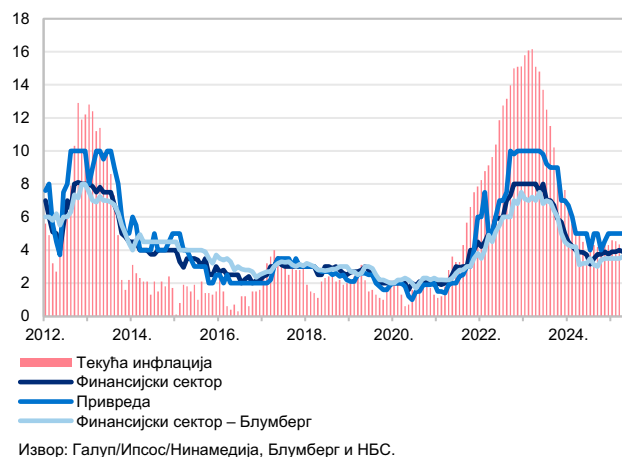
* Произвођачке цене индустријских производа за домаће тржиште.

Графикон III.0.5. Доприноси изабраних компонената мг. стопи раста увозних цена у динарима (крај периода, у п.п.)

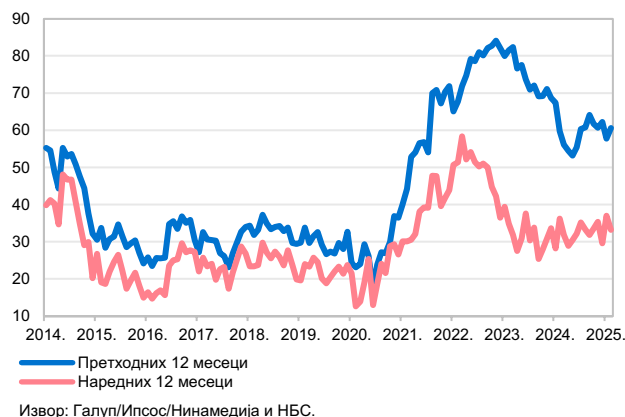


Извор: Destatis, ФАО, Блумберг, Eurostat, РЗС и прерачун НБС.

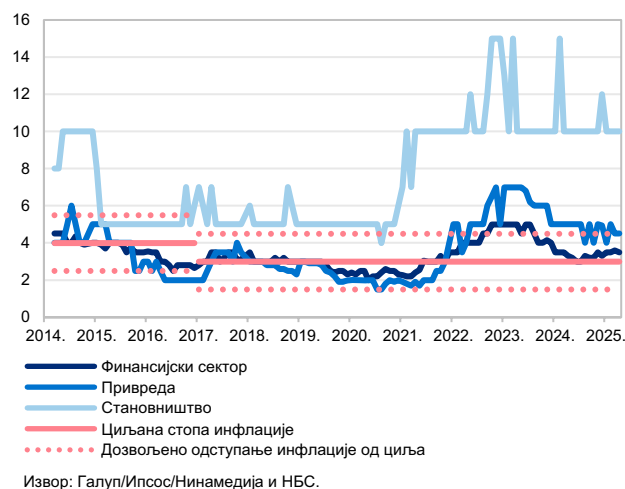
Графикон III.0.6. Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред (мг. стопе, у %)



Графикон III.0.7. Перципирана и очекивана инфлација становништва (у индексним поенима)



Графикон III.0.8. Очекивана инфлација за две године унапред (мг. стопе, у %)



Позитиван мг. допринос увозној инфлацији у Т1 пружиле су и цене гаса из увоза, цене услуга из увоза (апроксимирани базном инфлацијом у зони евра), као и светске цене примарних пољопривредних производа, док је негативан допринос потекао од снижених цена нафте на светском тржишту.

Инфлациона очекивања

Краткорочна инфлациона очекивања финансијског сектора наставила су да се крећу у границама циља Народне банке Србије, где се налазе од јануара 2024, док су средњорочна очекивања у оквиру ових граница дуже време. Према резултатима априлске анкете агенције Нинамедија, инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред снижена су на 3,9%, са 4,0% у марту. При томе, одговори готово свих финансијских институција налазе се унутар граница циљаног распона Народне банке Србије. Према резултатима анкете агенције Блумберг, инфлациона очекивања овог сектора за годину дана унапред на благо су нижем нивоу и износе 3,6%.

Инфлациона очекивања сектора привреде за годину дана унапред задржала су се у априлу, пети месец заредом, на нивоу од 5,0%. Од почетка године смањен је удео предузећа која у наредна три месеца очекују раст цена инпута у производњи (27,3% испитаника), као и раст цена готових производа (29,2% испитаника). Већина њих сматра да ће цене инпута (70,4% испитаника) и готових производа и услуга (70,8% испитаника) остати непромењене у овом периоду.

Краткорочна инфлациона очекивања становништва задржана су на нивоу од 15,0%. Ипак, према резултатима квалитативне анкете,⁴ становништво очекује да ће инфлација у наредних 12 месеци бити нижа од инфлације у претходној години дана, на шта указује индекс перципиране инфлације, који је у априлу износио 60,6 поена и био виши од индекса очекиване инфлације (33,2 поена).

Средњорочна инфлациона очекивања финансијског сектора нижа су од краткорочних и у априлу износе 3,5% за две године унапред и 3,3% за три године унапред. Очекивања сектора привреде за две године унапред смањена су на 4,5%, а очекивања становништва на 10,0%.

⁴ Детаљније о квалитативним очекивањима становништва видети у Извештају о инфлацији – фебруар 2016, Осврт 2, стр. 15.

IV. Детерминанте инфлације

1. Кретања на финансијском тржишту

Каматне стопе на најзаступљеније динарске кредите приватном сектору – кредите за обртна средства привреди и готовинске кредите становништву – наставиле су да бележе пад током Т1. Даље ублажавање монетарне политике ЕЦБ-а одразило се и на нижу цену задуживања у евро знаку, при чему су се каматне стопе на стамбене кредите кретале 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.

Каматне стопе

На састанцима Извршног одбора Народне банке Србије током Т1 2025. године **референтна каматна стопа и каматне стопе на кредитне и депозитне олакшице** задржане су на нивоима од 5,75%, 7,00% и 4,50%, респективно, што је допринело и да осцилације каматних стопа на тржишту новца буду минималне.

Каматна стопа на **преконоћном међубанкарском тржишту новца**, **BEONIA**, остала је готово непромењена током Т1 и износила је 4,47% крајем марта, што је био случај и с каматним стопама **BELIBOR**, које су наставиле да се крећу у распону од 4,50% за најкраћу рочност до 4,74% за рочност од шест месеци. У условима значајнијих вишкова динарске ликвидности, обим трговања на новчаном тржишту остао је релативно низак и током Т1, о чему сведочи и одсуство промета у преконоћном сегменту током готово половине радних дана.

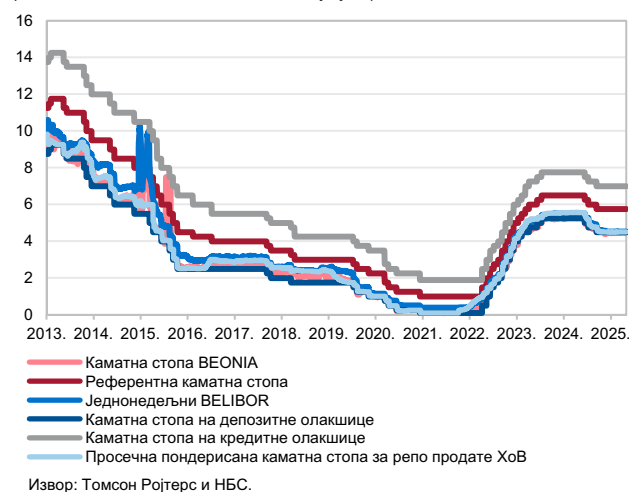
На **примарном тржишту динарских државних ХоВ** у јануару 2025. одржана је прва аукција након што је Србија добила кредитни рејтинг инвестиционог ранга. На аукцији, на којој су емитоване десетипогодишње динарске обвезнице, забележена је рекордна продаја динарских ХоВ, готово

Графикон IV.1.1. Операције Народне банке Србије – повлачење ликвидности



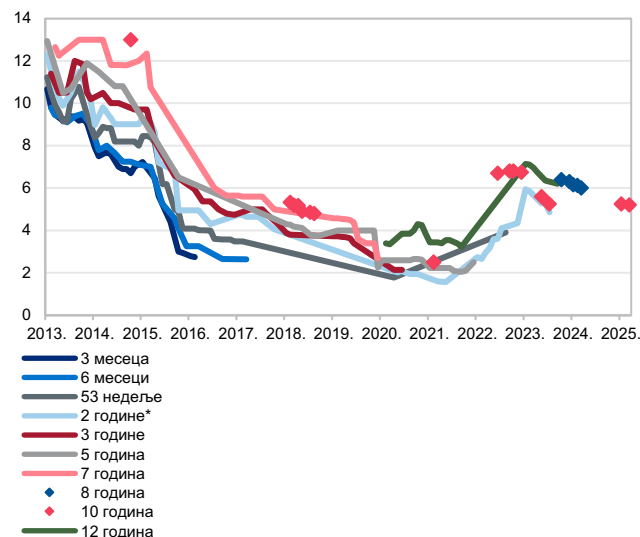
Извор: НБС.

Графикон IV.1.2. Кретање каматних стопа (дневни подаци, на годишњем нивоу, у %)



Извор: Томсон Ројтерс и НБС.

Графикон IV.1.3. Каматне стопе на примарном тржишту динарских државних ХоВ (на годишњем нивоу, у %)



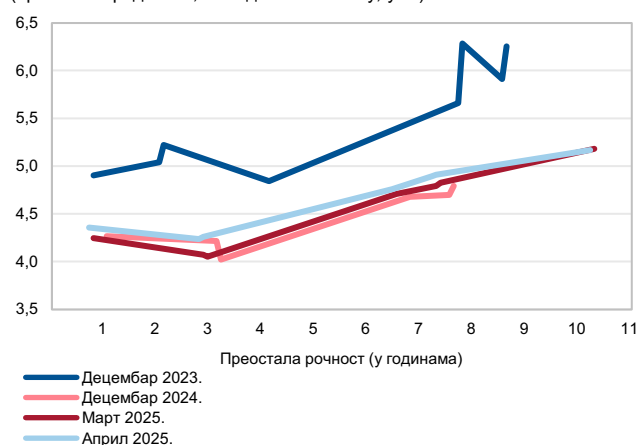
Извор: Министарство финансија.

* Искључене купонске ХоВ чија је каматна стопа везана за референтну каматну стопу НБС.

четвороструко већа од планиране, у номиналној вредности од 111,3 млрд динара, при чему је тражња износила чак 158 млрд динара, што наведену аукцију чини најуспешнијом до сада. Купонска и извршна стопа биле су изједначене на нивоу од 5,25%. За наведеним ХоВ забележено је велико интересовање страних инвеститора и на секундарном тржишту. Како је планирана емисија од 120 млрд динара готово у потпуности реализована већ на првој аукцији, Управа за јавни дуг је у фебруару извршила додатну емисију од 60 млрд динара, чиме је укупан обим емисије за десетипогодишње динарске ХоВ повећан на 180 млрд динара. На реотварању аукције у марту продате су додатне 25,2 млрд динара по номиналној вредности (тражња је износила 33,1 млрд динара), при чему је стопа приноса благо смањена, на 5,20%.

Како су истовремено доспеле претходно емитоване двогодишње динарске ХоВ у износу од 100 млрд динара, стање портфеља динарских ХоВ повећано је за 36,5 млрд динара, на ниво од 893,1 млрд динара крајем марта.

Графикон IV.1.4. Крива приноса на секундарном тржишту државних ХоВ (просечне вредности, на годишњем нивоу, у %)



Извор: Централни регистар, депо и клиринг ХоВ.

Када су у питању **државне ХоВ у еврима**, током Т1 2025. нису организоване аукције, али су доспеле претходно емитоване обвезнице у номиналном износу од 42,1 млн евра, тако да је крајем марта стање портфеља ХоВ у еврима смањено на 1.506,3 млн евра.

Током Т1 на **секундарном тржишту динарских ХоВ** промет је повећан за 21% у односу на Т4 2024. и износио је 94,1 млрд динара. Просечни пондерисани приноси остали су готово непромењени, у складу с кретањем камата на тржишту новца, и налазили су се у распону од 4,25% за преосталу рочност до једне године до 5,18% за нове емитоване обвезнице преостале рочности до десет и по година.

Претходно попуштање монетарне политике Народне банке Србије наставило је да се одражава на **пад каматне стопе на динарске кредите привреди** током Т1 2025, за 0,6 п.п., на 6,3% у марту, као и на смањење каматне стопе на најзаступљеније динарске кредите становништву – готовинске кредите, док је укупна **каматна стопа на нове динарске кредите становништву** остала готово непромењена, на нивоу од 9,9% у марту.⁵

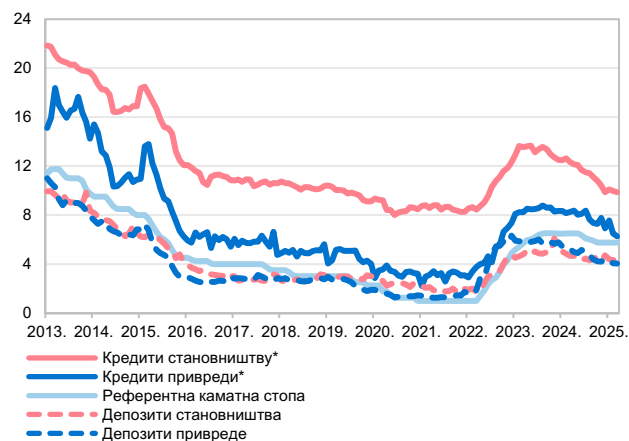
⁵ У децембру 2024. Народна банка Србија је донела Одлуку о привременом ограничењу каматних стопа, којом је продужено ограничење номиналне каматне стопе на стамбене кредите до нивоа од 5% до краја 2025. и примењено ограничење за остале врсте кредита – до 14,08% за кредите у динарима, односно до 6,98% за кредите у иностраној валути до 31. маја 2025, након чега ће се на основу кретања просечне пондерисане каматне стопе у претходних шест месеци одредити нова ограничења. Видети Осврт 1, на стр. 20.

Пад **просечне пондерисане каматне стопе на динарске кредите привреди** резултат је смањења каматне стопе на кредите за обртна средства, за 0,9 п.п., на 6,0% (који чине око 75% динарског кредитирања привреде), и благог пада каматне стопе на остале некатегорисане кредите за 0,1 п.п., на 6,9%. Унутар структуре **динарског кредитирања становништва** према категоријама кредита, каматна стопа на готовинске кредите, који су са учешћем од 89% најзаступљенији, забележила је пад за 0,3 п.п., на ниво од 9,9% (што је најнижи ниво од јуна 2022). Ово смањење каматних стопа неутралисано је растом просечне камате на остале некатегорисане кредите, за 1,8 п.п., на 10,0%, који чине већину преосталог динарског кредитирања становништва, при чему се ови кредити претежно одобравају предузетницима и пољопривредницима.

Настављено смањење референтне каматне стопе ЕЦБ-а допринело је паду **каматне стопе на кредите привреди у евро знаку** током Т1, за 0,3 п.п., на 5,3% у марту. Забележен је пад каматних стопа код свих категорија кредитирања, али је најзначајнији допринос смањења каматних стопа на кредите за обртна средства и инвестиционе кредите, за по 0,2 п.п., на 5,2% и 5,5%, респективно, који чине око 90% кредитирања привреде у евро знаку. Смањена је и **каматна стопа на кредите становништву у евро знаку**, за 0,1 п.п., на ниво од 5,4% у марту, претежно вођена падом каматне стопе на остале некатегорисане кредите за 2,1 п.п., на 6,6%, а затим и камате на потрошачке кредите, за 0,4 п.п., на 5,8%. Каматна стопа на стамбене кредите била је готово непромењена, на нивоу од 5,0%, у складу с применом одлуке Народне банке Србије о привременом ограничењу каматних стопа, а потом и Закона о заштити корисника финансијских услуга.

Графикон IV.1.5. **Кретање каматних стопа на нове динарске кредите и депозите**

(просечне пондерисане вредности, на годишњем нивоу, у %)



Извор: НБС.

* Искључени револвинг кредити, прекорачења по текућем рачуну и дуг по кредитним картицама.

Табела IV.1.1. **Каматне стопе на нове кредите – по наменама и валутној структури**
(у %)

	Динарски			У еврима и евроиндексирани		
	2023.	2024.	2025.	2023.	2024.	2025.
	T4	T4	T1	T4	T4	T1
Укупни кредити становништву*	12,5	9,9	9,9	6,3	5,5	5,4
Готовински кредити	13,2	10,2	9,9	3,3	2,4	3,6
Стамбени кредити	12,9	10,6	10,3	5,0	4,9	5,0
Потрошачки кредити	3,0	2,5	2,9	6,5	6,2	5,8
Остали кредити	10,5	8,2	10,0	9,8	8,7	6,6
Укупни кредити привреди*	8,3	6,9	6,3	7,1	5,6	5,3
Кред. за обртна сред.	8,3	6,9	6,0	7,0	5,4	5,2
Инвестициони кред.	9,4	6,9	7,0	7,3	5,7	5,5
Остали кредити	8,3	7,0	6,9	7,3	5,8	5,4
Кредити за увоз	-	-	-	6,5	5,6	4,8

Извор: НБС.

Напомена: Подаци се односе на просечне вредности последњег месеца у тромесечју.

* Искључени револвинг кредити, прекорачења по текућем рачуну и дуг по кредитним картицама.

Осврт 1: Ефекти одлуке Народне банке Србије о ограничењу каматних стопа и Закона о заштити корисника финансијских услуга на каматне стопе и кредитну активност физичким лицима

Последњи циклус заштравања монетарне политике ЕЦБ-а одразио се на раст каматних стопа на тржишту новца у зони евра, што је на домаћем тржишту кредита за последицу имало раст каматних стопа на евроиндексиране кредите. Како би у таквим околностима смањила притисак на кориснике стамбених кредита због наглог раста трошкова отплате кредита и спречила стварање *NPL*, а тиме и очувала финансијску стабилност, Народна банка Србије је у септембру 2023. донела одлуку да до краја 2024. године ограничи каматне стопе на ове кредите. Донет је и нови Закон о заштити корисника финансијских услуга¹ (Закон), којим се системски уређује ограничење каматних стопа код стамбених кредита, али и код других кредитних производа ради заштите интереса корисника финансијских услуга, уз очување и јачање стабилности финансијског система. У наставку осврта детаљније ће бити образложена ограничења уведена овим законом, као и досадашњи ефекти на каматне стопе на кредите физичким лицима и кредитну активност.

Подсећања ради, ЕЦБ је у кратком временском периоду, од јуна 2022. до септембра 2023, повећала основне каматне стопе за 4,5 п.п., што се одразило и на раст каматних стопа на тржишту новца у зони евра. Након што су у дужем периоду били у негативној зони, тромесечни и шестомесечни *EURIBOR* од јуна 2022. убрзано расту – у мају 2022, пре почетка заштравања монетарних услова ЕЦБ-а, износили су –0,39% и –0,14%, респективно, да би крајем 2022. достигли нивое од 2,06% и 2,56%, респективно, а у септембру 2023. 3,88% и 4,03%, респективно. Имајући у виду да се на домаћем тржишту стамбени кредити одобравају готово у потпуности у евро знаку, а да су каматне стопе на ове кредите најчешће везане за тромесечни и шестомесечни *EURIBOR* (око 80% кредита у тренутку доношења ограничења), каматне стопе на нове кредите убрзано су расле, с нивоа од 2,8% у мају 2022. на 6,7% у августу 2023. Такође, по том основу знатно су повећане рате на постојеће стамбене кредите (каматна стопа на ове кредите повећана је са 2,9% у мају 2022. на 6,4% у августу 2023).

Како би у околностима растућих каматних стопа смањила оптерећење корисника стамбених кредита, Народна банка Србије је у септембру 2023. донела одлуку² којом су каматне стопе на нове стамбене кредите ограничене на 5% (5,03% код кредита с фиксном стопом, а код кредита с варијабилном стопом маржа банке није могла бити већа од 1,1%). Истовремено, каматна стопа на постојеће кредите с променљивом каматном стопом тада је ограничена на 4,08%. Процене су да су увођењем ограничења рате на постојеће кредите умањене између 10% и 25%, што је допринело и расту расположивог дохотка грађана.

По истеку ове мере у децембру 2024, усвојена је Одлука о привременом ограничењу каматних стопа код уговора о кредиту закључених са корисником – физичким лицем,³ којом се обезбеђује примена ограничења каматних стопа која су била предвиђена предлогом новог Закона о заштити корисника финансијских услуга, до његовог ступања на снагу. Одлуком је продужено ограничење каматних стопа на постојеће стамбене кредите с променљивом каматном стопом, и на нове стамбене кредите с променљивом и фиксном каматном стопом, на 5%, и за динарске кредите и за кредите у евро знаку до краја 2025. године. Такође, ограничена је и ефективна каматна стопа (која у складу са овом одлуком није могла бити већа од стопе законске затезне камате умањене за 4,5 п.п.) и која поред номиналне каматне стопе укључује све трошкове у вези с тим кредитом (нпр. трошак осигурања непокретности, трошак овере заложне изјаве, такса за упис хипотеке, трошак процене вредности непокретности). Ограничавањем ефективне каматне стопе спречена је наплата додатних накнада којом би се евентуално заобишла ограничења номиналне каматне стопе. Након увођења ограничења, каматна стопа на нове стамбене кредите у еврима задржана је на нивоу од око 5% све до марта 2025. (што је последњи расположиви податак), док се каматна стопа на постојеће кредите од септембра 2023. до краја 2024. године кретала на нивоу од око 4,5%, а у Т1 2025. на нивоу од око 5,0% (у складу са изједначавањем ограничења каматне стопе на нове

¹ „Службени гласник РС”, бр. 19/2025.

² Одлука о привременим мерама за банке које се односе на стамбене кредите физичким лицима, „Службени гласник РС”, бр. 78/2023.

³ „Службени гласник РС”, бр. 102/2024.

и постојеће кредите на 5%). Ако се има у виду да су почетком ове године тромесечни и шестомесечни *EURIBOR* износили 2,70% и 2,61%, као и да маржа на стамбене кредите у просеку износи 3 п.п., да није уведено ново ограничење чије је важење било предвиђено и након 2024, каматне стопе на постојеће стамбене кредите с променљивом каматном стопом аутоматски би биле повећане са 4,08% на око 5,6–5,7%.

Одлуком из децембра 2024. ограничене су и каматне стопе на готовинске и потрошачке кредите, тако да је на динарске кредите утврђена максимална номинална каматна стопа од 14,75%, а ефективна каматна стопа од 15,75%. Ова ограничења налазе се изнад текућих тржишних каматних стопа и више имају улогу заштите од наплате високих каматних стопа. **О томе сведочи податак о просечној каматној стопи на најзаступљеније, динарске готовинске кредите, који износи око 10% (10,2% у децембру 2024, 9,9% у марту 2025), што је знатно ниже од максималне стопе.** Такође, код кредитних картица прописано је ограничење ефективне каматне стопе од 17,75%, док је у случају дозвољеног и недозвољеног прекорачења по текућем рачуну дефинисан ниво каматне стопе од 19,75%. То је значајан корак у спречавању наплате превисоких камата, пошто је за кориснике овог, најскупљег вида кредитирања (код којег је иначе у поређењу с кредитима осталих намена најмања зависност од кретања референтне каматне стопе) смањена каматна стопа око 30% у односу на ниво који су до тог момента примењивале банке. **Тако је просечна каматна стопа на дуговања по кредитним картицама у динарима смањена са 22,9% у децембру 2024. на 15,9% у јануару и фебруару 2025. и 15,8% у марту, а на прекорачења по текућем рачуну са 29,1% у децембру 2024. на 19,4% у јануару 2025, а затим на 18,6% у фебруару и 18,5% у марту.** Ограничење номиналне каматне стопе за прекорачења по текућем рачуну и кредитне картице важиће за постојеће уговоре, тј. и пре њиховог продужења и, уз ограничење ефективне каматне стопе на нове уговоре, обезбедиће додатну сигурност за кориснике ових услуга.

Одлука о ограничењу каматних стопа била је привременог карактера и важила је до усвајања новог Закона. Нови Закон ступио је на снагу средином марта ове године, а одредбе о ограничењу каматних стопа, које су и једна од најзначајнијих новина Закона, одмах су почеле да се примењују. У складу са одредбама Закона, Народна банка Србије усвојила је методологију⁴ за израчунавање каматних стопа које су основ за одређивање максималних каматних стопа и на интернет презентацији објавила преглед важећих ограничења номиналних и ефективних каматних стопа на кредите физичким лицима. У односу на одлуку из децембра 2024, ограничења су остала иста за

стамбене кредите за ову годину. Законом је дефинисано да ће у прелазном периоду, током 2026. и 2027. године, максимална стопа за стамбене кредите с променљивом каматном стопом бити једнака просечној пондерисаној стопи на постојеће кредите с променљивом каматном стопом увећаној за једну петину те стопе (за кредите с фиксном каматном стопом увећава се просечна каматна стопа на новоодобрене кредите с фиксном каматном стопом). Од 2028. поменуто увећање износиће једну четвртину просечне стопе. Ово је, иначе, упоредно посматрано, најужи коридор ограничења каматне стопе на стамбене кредите, с обзиром на то да нпр. у Хрватској и Француској, које такође примењују ограничење каматних стопа на стамбене кредите, то увећање износи једну

Табела О.1.1. Ограничења максималних номиналних каматних стопа

Период примене ограничења	Врста кредита	Основа за обрачун	Увећање
Од 2025.	Остале категорије кредита с променљивом каматном стопом	просечна пондерисана стопа на постојеће кредите	+1/4
2025.	Стамбени	5,00%	
2026–2027.	Стамбени с променљивом каматном стопом	просечна пондерисана стопа на постојеће кредите с променљивом каматном стопом	+1/5
	Стамбени с фиксном каматном стопом	просечна пондерисана стопа на нове кредите с фиксном каматном стопом	+1/5
Од 2028.	Стамбени с променљивом каматном стопом	просечна пондерисана стопа на постојеће кредите с променљивом каматном стопом	+1/4
	Стамбени с фиксном каматном стопом	просечна пондерисана стопа на нове кредите с фиксном каматном стопом	+1/4

Извор: НБС.

⁴ https://www.nbs.rs/export/sites/NBS_site/documents/propisi/propisi-kpb/metodologija_ks.pdf.

трећину просечне стопе. Народна банка Србије сматра да се на овај начин, с једне стране, обезбеђује да ограничења стопе не доводе у питање функционисање тржишних механизма, а да се с друге стране обезбеђује постепено прилагођавање тржишним стопама, уз предвиђена ограничења.

Законом се за готовинске и потрошачке кредите примењује ограничење дефинисано у оквиру категорије „остали кредити”, а максимална каматна стопа за ове кредите утврђује се као просечна пондерисана каматна стопа на постојеће кредите увећана за једну четвртину те стопе. Подаци о висини максималних номиналних каматних стопа на кредите физичким лицима објављиваће се два пута годишње (1. јуна са стањем у марту и 1. децембра са стањем у септембру), док се подаци о висини максималних ефективних каматних стопа објављују након сваке измене референтних каматних стопа Народне банке Србије и ЕЦБ-а, а банке ће бити у обавези да при закључењу уговора о кредиту примењују ограничења из овог члана у року од 15 дана од дана објављивања просечних пондерисаних стопа. Изузетак од овог правила је прво утврђивање максималне каматне стопе према подацима за просечну каматну стопу на постојеће кредите за ову намену из јануара ове године, која ће важити до краја маја. Према тим подацима, максимална номинална каматна стопа на остале кредите утврђена је на нивоу од 14,08%.

Поред ограничења каматних стопа за све кредитне производе, законом је уведена и посебна, нижа стопа законске затезне камате на новчане обавезе у доцњи корисника – физичких лица из уговора који су регулисани овом законом (и Законом о платним услугама), која је за 2 п.п. нижа од опште стопе законске затезне камате прописане Законом о затезној камати, тако да одговара збиру референтне каматне стопе Народне банке Србије односно референтне каматне стопе других централних банака за њихове валуте и 6 п.п. Поред тога, та стопа би се користила за ограничење ефективне каматне стопе код новоодобрених кредита.

Ограничења за ефективну каматну стопу уређена су законом према следећој методологији:

1. за стамбене кредите физичким лицима као посебна затезна каматна стопа из Закона умањена за 2,5 п.п.;
2. за остале кредите физичким лицима као посебна затезна каматна стопа из Закона увећана за 4 п.п.;
3. за дуг по кредитним картицама као посебна затезна каматна стопа из Закона увећана за 6 п.п.;
4. за прекорачења по текућем рачуну као посебна затезна каматна стопа из Закона увећана за 8 п.п.

Битно је напоменути да се ограничење каматних стопа односи искључиво на физичка лица, док подаци у статистици каматних стопа у оквиру сектора становништва укључују и предузетнике, пољопривреднике и непрофитне институције, на које се ограничење не примењује. Самим тим, могуће је да просечне каматне стопе на поједине категорије кредита становништву које се објављују у оквиру званичне статистике каматних стопа банака превазилазе ниво дефинисан ограничењем. Разлика може постојати и код стамбених кредита с обзиром на то да се ограничење каматних стопа односи искључиво на стамбене кредите с хипотеком, а не укључује стамбене кредите за енергетску ефикасност који нису обезбеђени хипотеком. На ове кредите, који се у

Табела О.1.2. Тренутно важећа ограничења максималних износа номиналних каматних стопа*

	Стамбени кредити (променљива и фиксна каматна стопа)		Остали кредити (променљива каматна стопа)	
	RSD	EUR	RSD	EUR
Просечна пондерисана номинална каматна стопа на дан 31. јануара 2025.	4,99%	4,93%	11,26%	5,58%
Максимална номинална каматна стопа	5,00%	5,00%	14,08%	6,98%
* Период на који се односи ограничење каматних стопа: до 31. маја 2025. године Извор: НБС.				

Табела О.1.3. Тренутно важећа ограничења максималних износа ефективних каматних стопа

	Дуг по кредитним картицама		Прекорачење по текућем рачуну	Стамбени кредити		Остали кредити	
	RSD	EUR		RSD	EUR	RSD	EUR
Затезна камата у складу са законом	11,75%	8,40%	11,75%	11,75%	8,40%	11,75%	8,40%
Максимална ефективна каматна стопа у тренутку закључења уговора	17,75%	14,40%	19,75%	9,25%	5,90%	15,75%	12,40%
Извор: НБС.							

статистици каматних стопа евидентирају у оквиру стамбених кредита, примењено је ограничење категорије „остали кредити”.

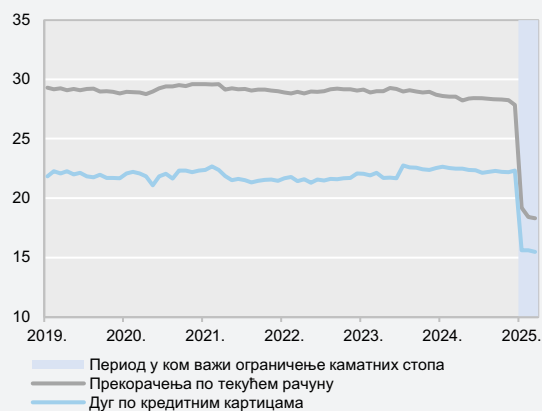
Ефекти ограничења каматних стопа на кредитну активност и финансијску стабилност могу се сагледати на примеру стамбених кредита, на које је прво и уведено ограничење каматних стопа. Након што је у периоду од 2020. до 2022. бележио двоцифрене стопе, током 2023. м.г. раст ових кредита почео је да успорава. Захваљујући ограничењу каматних стопа, умањене су рате на постојеће кредите, док су нови кредити постали приступачнији. Истовремено, спречен је потенцијални раст *NPL*, о чему сведочи и стабилно учешће *NPL* у укупним стамбеним кредитима које је у тренутку доношења прве одлуке о ограничењу каматних стопа износило 1,7%, да би се у каснијим месецима постепено смањивало и у марту 2025. износило 1,3%. Ова мера имала је за резултат и повећање учешћа стамбених кредита с фиксном стопом (са око 18% октобру 2023. на 37% у марту 2025). Уз ублажавање кредитних стандарда током П2 2024. и Т1 2025, ограничене каматне стопе на стамбене кредите допринеле су опоравку стамбеног кредитирања, које је у 2024. повећано за скоро 8% (45,2 млрд динара), уз наставак убрзања м.г. раста на 9,6% у марту 2025. године.

Графикон О.1.1. Каматне стопе на стамбене кредите
(просечне пондерисане вредности, на годишњем нивоу, у %)



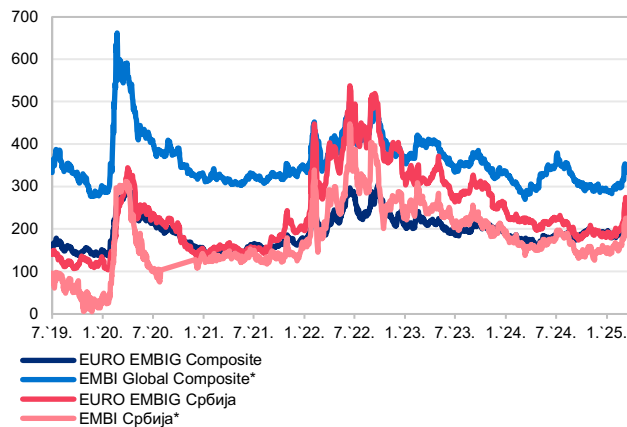
Извор: НБС.

Графикон О.1.2. Каматне стопе на кредитне картице и прекорачења по текућем рачуну
(просечне пондерисане вредности, на годишњем нивоу, у %)



Извор: НБС.

Народна банка Србије остаје посвећена одржавању својих основних циљева и континуирано прати ситуацију у финансијском сектору. По потреби, као и до сада, предузимаће и активности ради заштите корисника финансијских услуга и очувања животног стандарда грађана, чиме се посредно доприноси и одржању стабилности финансијског сектора. За сада су испуњени циљеви који су дефинисани предлогом Закона, а то је: 1) да се банке спрече да наплаћују превисоке каматне стопе; 2) да у случају наглог раста каматних стопа, као што је то био случај у 2022/2023. години, тај раст буде успорен за кориснике кредита, те да им се остави више времена за прилагођавање на нову стопу; 3) да се стимулише веће одобравање стамбених кредита с фиксном каматном стопом (банке да се подстакну да више одобравају ове кредите, а корисници да имају конкретне користи од чињенице да се каматна стопа неће мењати током отплатног периода).

Графикон IV.1.6. Показатељи премије ризика
(дневни подаци, у б.п.)

Извор: J.P. Morgan.

* Након 17. 4. 2025. J.P. Morgan је престао да објављује податке о доларској премији ризика.

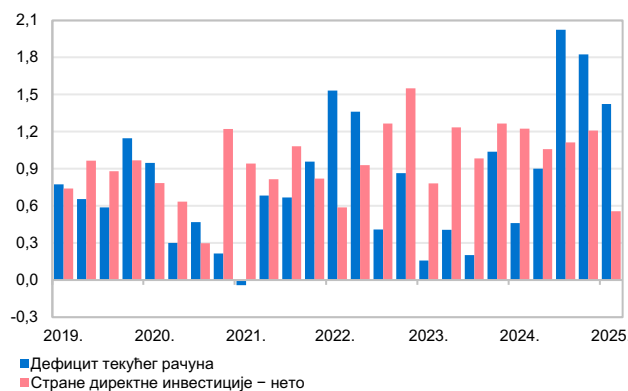
Табела IV.1.2. Кредитни рејтинг
(промена рејтинга и изгледа)

	2020.	2021.	2022.	2024.
S&P	<i>BB+</i> /ста- билни ³⁾	<i>BB+</i> /пози- тивни ⁷⁾	<i>BB+</i> /ста- билни ⁴⁾	<i>BB+</i> /пози- тивни ²⁾
Fitch				<i>BB+</i> /пози- тивни ⁵⁾
Moody's		<i>Ba2</i> /ста- билни ¹⁾		<i>Ba2</i> /пози- тивни ⁵⁾

Извор: НБС.

¹⁾ Март, ²⁾ Април, ³⁾ Мај, ⁴⁾ Јун, ⁵⁾ Август, ⁶⁾ Октобар, ⁷⁾ Децембар.

Напомена: У 2023. није било промене рејтинга и изгледа.

Графикон IV.1.7. Дефицит текућег биланса и нето прилив
СДИ
(у млрд EUR)

Извор: НБС.

Напомена: прелиминарни подаци за Т1 2025.

Премија ризика

Глобална премија ризика кретала се доминантно узлазном путањом током Т1 2025, првенствено под утицајем забринутости тржишних учесника да би раст царина и трговинских баријера на глобалном нивоу могао да створи нове инфлаторне притиске. Поменути забринутост учврстила је и очекивања да ће каматне стопе водећих централних банака, пре свега ФЕД-а, остати на повишеном нивоу дуже него што се раније очекивало и подстакла тражњу за сигурном активом, што је додатно допринело расту премије ризика. Композитна мера ризика земаља у успону, *EMBI Composite*, на крају марта износила је 318 б.п., што је за 21 б.п. више него крајем децембра. Доларска премија ризика Србије током Т1 повећана је за 34 б.п., на 181 б.п. крајем марта, али је наставила да се креће на знатно нижем нивоу од композитне мере ризика земаља у успону, *EMBI Composite*.

Премија ризика земаља у успону у еврима, *EURO EMBIG Composite*, повећана је у мањој мери, током Т1 за 4 б.п., а у априлу за 10 б.п., на 206. б.п. крајем месеца, пре свега као последица наставка процеса ублажавања монетарне политике ЕЦБ-а. Премија ризика Србије на бази дуга у еврима, *EURO EMBIG*, повећана је у Т1 за 23 б.п., а у априлу за 12 б.п., на 229 б.п. крајем месеца.

Рејтинг агенција *Fitch* је у јануару ове године за Србију задржала позитивне изгледе за добијање рејтинга инвестиционог ранга, уз задржавање кредитног рејтинга на нивоу *BB+*. Одлука о задржавању позитивних изгледа кредитног рејтинга подржана је адекватном комбинацијом економских политика, снажним изгледима за привредни раст вођен инвестицијама, наставком опадајуће путање учешћа јавног дуга у БДП-у, јачањем спољне позиције земље и високим девизним резервама, као и добро вођеном монетарном политиком током периода изражених инфлаторних притисака.

Прилив капитала из иностранства

Највећи део прилива капитала на финансијском рачуну платног биланса током Т1 чинили су приливи по основу финансијских кредита и СДИ, док је одлив остварен по основу повећања средстава на рачунима домаћих банака у иностранству, портфолио инвестиција и трговинских кредита.

Прилив по основу СДИ у Т1 износио је 704,3 млн евра, што је ниже него у истом периоду претходне године, када је остварен изнадпросечан прилив за тај

период године. Ипак, овогодишњи прилив СДИ у Т1 био је нешто нижи и ако се пореди с просецима из претходних неколико година. Ако се узму у обзир и улагања резидената у иностранство, нето прилив је износио 555,7 млн евра. Структура СДИ остала је повољна – 87% прилива СДИ било је у облику власничког капитала и реинвестиране добити, а СДИ су задржале географску и пројектну распрострањеност.

По основу **портфолио инвестиција** у Т1 регистрован је нето одлив капитала од 348,1 млн евра. Томе су највише допринели резиденти, који су повећали улагања у иностране ХоВ. С друге стране, и поред тога што су продавали ХоВ на секундарном тржишту, нерезиденти су, посматрано на нивоу Т1, били нето купци ХоВ, пре свега захваљујући улагањима у динарске државне ХоВ у јануару.

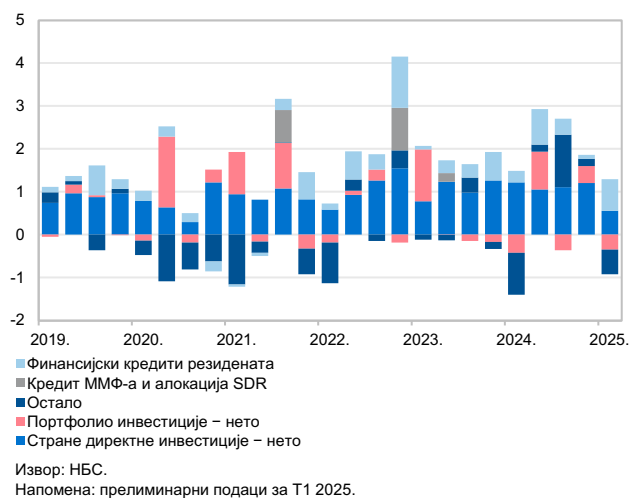
По основу **финансијских кредита** у Т1 остварен је прилив у износу од 736,0 млн евра. Више од половине тог прилива односило се на задуживање предузећа, док су остатак чинили кредити одобрени банкама и држави. Истовремено, домаће банке су повећале средства на рачунима у иностранству, што је, уз смањење средстава на рачунима нерезидената код домаћих банака, утицало на то да по основу готовог новца и депозита у Т1 буде забележен одлив од 469,3 млн евра. И по основу трговинских кредита и аванса регистрован је одлив у износу од 138,5 млн евра услед измирења обавеза по основу претходног увоза робе и услуга.

Кретања на девизном тржишту и курс динара

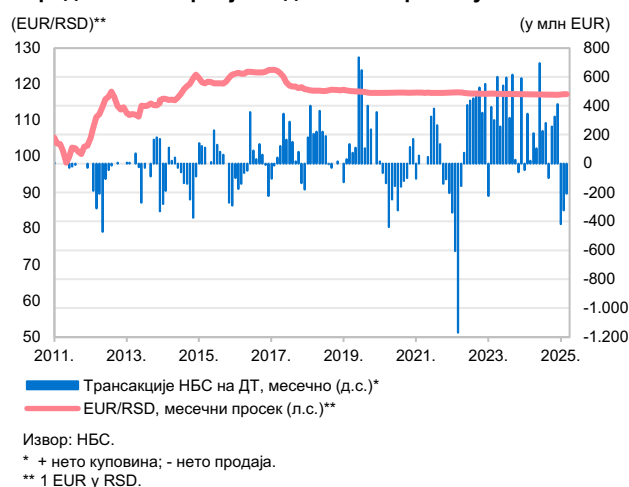
Динар је у Т1 номинално ослабио према еврџу за 0,2%, посматрано крајем периода. Истовремено, под утицајем јачања евра према долару на међународном тржишту, динар је у Т1 номинално ојачао према долару за 3,9%.

Депрецијацијски притисци на динар били су доминантни током целог Т1, уз њихово постепено слабљење. Основни узрок ових притисака била је сезонски појачана тражња за девизама, пре свега од стране домаћих компанија из енергетског сектора. Поред тога, понуда девиза других резидената, изузимајући компаније из енергетског сектора, била је смањена у поређењу са истим периодом претходне године, једним делом услед мање понуде девиза по основу СДИ. Услед оваквих кретања резиденти су били нето купци девиза у Т1. На страни тражње за девизама деловали су и нето продаја

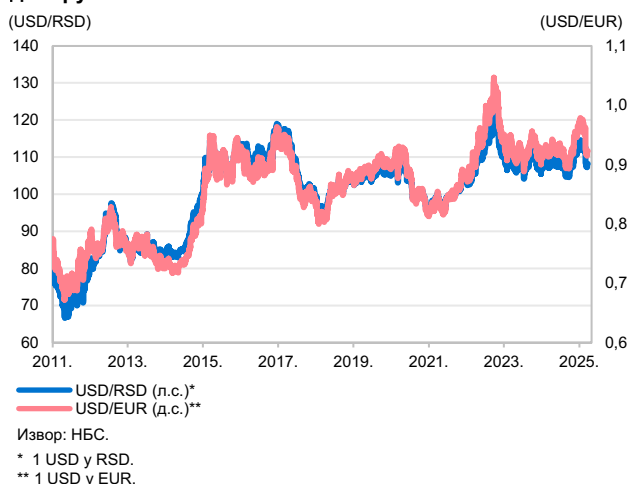
Графикон IV.1.8. Структура финансијског биланса (у млрд EUR)



Графикон IV.1.9. Кретање курса динара и трансакције Народне банке Србије на девизном тржишту

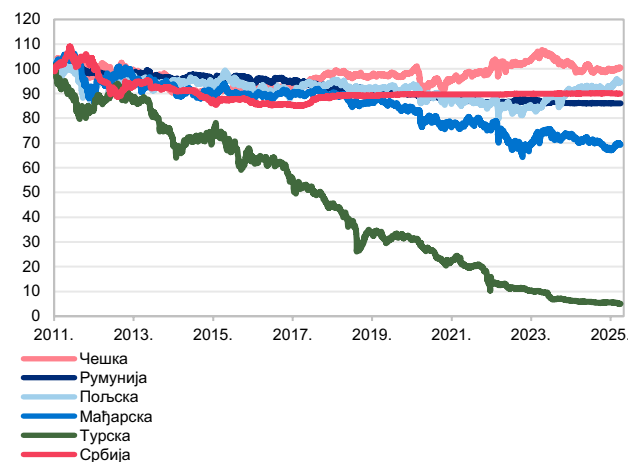


Графикон IV.1.10. Кретање курса динара и евра према долару



Графикон IV.1.11. Кретање курсева одређених националних валута према евр^{*}

(дневни подаци, 31. децембар 2010 = 100)

Извор: НБС и веб-сајтови централних банака.
* Раст представља апрецијацију.

ефективног страног новца од стране банака, нето продаја девиза нерезидентима, скраћење девизне позиције банака по основу платних картица, док је на страни понуде девиза деловало повећање нето индексиране имовине банака.⁶

Да би одржала релативну стабилност курса динара према евр^{*}, Народна банка Србије је на МДТ-у током Т1 интервенисала нето продајом 955,0 млн евра, при чему је износ интервенција опадао из месеца у месец. Народна банка Србије је у јануару интервенисала само на страни продаје (420,0 млн евра), док је у наредна два месеца повремено интервенисала и на страни куповине девиза. Иако су ниже од рекордног нивоа с краја 2024. године, девизне резерве од 28,5 млрд евра и даље су знатно изнад стандарда којима се утврђује њихова адекватност – покривају око седам месеци увоза робе и услуга и 177% новчане масе М1.

Током априла преовладали су апрецијацијски притисци, а Народна банка Србије је на МДТ-у нето купила 45,0 млн евра.

Валуте земаља региона у режиму циљања инфлације бележиле су дивергентна кретања према евр^{*}у током Т1. Ојачали су пољски злот (2,1%), мађарска форинта (2,0%) и чешка круна (0,9%), док је румунски леј ослабио за 0,1%. Истовремено, турска лира је ослабила за 10,1%, и поред рекордних интервенција централне банке на девизном тржишту.

2. Новац и кредити

Укупна новчана маса М3 успорила је м.г. раст у Т1 2025, што је пре свега било одређено смањењем депозита по виђењу сектора привреде током Т1 које је било веће од сезонски уобичајеног. Иако је динарска штедња расла споријим темпом него претходних тромесечја, на крају марта је достигла 190,3 млрд динара.

Повољнији трошкови задуживања, уз ублажавање кредитних стандарда за становништво, допринели су наставку убрзања кредитне активности према немонетарном сектору, на 10% међугодишње посматрано у марту. Учесће NPL у укупним кредитима спустило се на нови минимум у марту (2,3%).

⁶ У настојању да уравнотеже своју отворену дугу девизну позицију и тако смање изложеност девизном ризику, банке продају девизе, што делује у правцу јачања динара.

Новац

Најшири монетарни агрегат, М3, који поред динарског новца укључује и девизне депозите немонетарних сектора, забележио је пад у Т1 2025, за 2,1% у поређењу с крајем 2024, у највећој мери одређен смањењем депозита по виђењу сектора привреде.

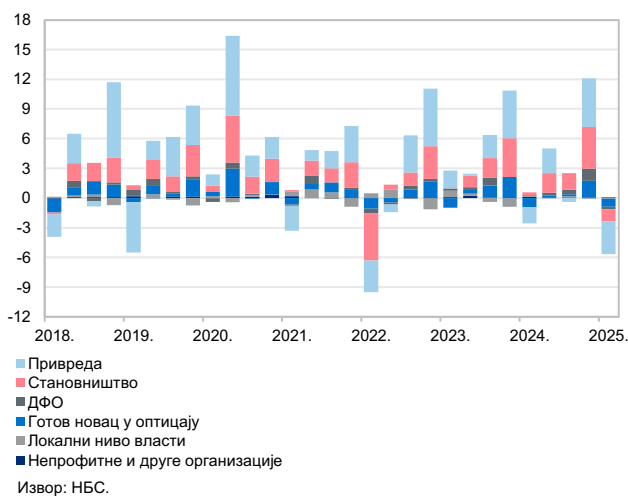
Посматрано по појединачним категоријама, динарски депозити по виђењу знатно су смањени у Т1 2025. (за 125,9 млрд динара), након сезонског повећања крајем претходне године. Смањење је било најизраженије код трансакционих депозита привреде, за 78,4 млрд динара (пре свега сектора грађевинарства и услуга), као и на текућим рачунима становништва, за 36,6 млрд динара, а умереније смањење забележено је и код осталих сектора. **Динарски орочени депозити** смањени су за 3,8 млрд динара, вођени падом депозита привреде за 9,9 млрд динара (пре свега депозита сектора услуга и индустрије). Насупрот томе, штедња становништва повећана је за 2,7 млрд динара (на крају марта је износила 190,3 млрд динара),⁷ док су депозити локалне самоуправе и осталих сектора бележили раст за 1,6 млрд динара и 1,8 млрд динара, респективно.

Девизни депозити немонетарних сектора у Т1 2025. повећани су за 330,3 млн евра, што је у највећој мери резултат раста девизне штедње становништва за 292,8 млн евра (која је достигла нови највиши ниво од 14,6 млрд евра), али и раста девизних депозита осталих сектора за 87,3 млн евра, док су депозити привреде смањени за 49,6 млн евра.

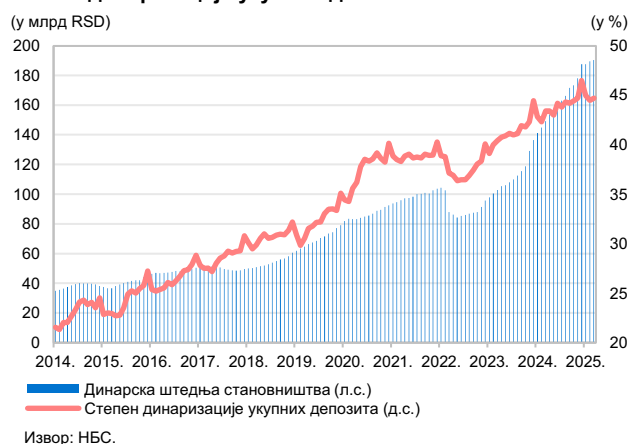
Степен динаризације депозита привреде и становништва бележио је пад током Т1 2025, за 1,8 п.п., на ниво од 44,7% у марту, што је у највећој мери последица пада динарских трансакционих депозита привреде и становништва које је уобичајено почетком године, као и даљег раста девизне штедње становништва.

Посматрано на мг. нивоу, новчана маса М3 током Т1 2025. године успорила је раст у поређењу с Т4 2024, који је у марту износио 10,8%, што је пре свега било одређено већим од сезонски уобичајеног смањењем депозита по виђењу сектора привреде током Т1. Показатељ вишка новца, који мери одступање реалне новчане масе М3 од оцењене

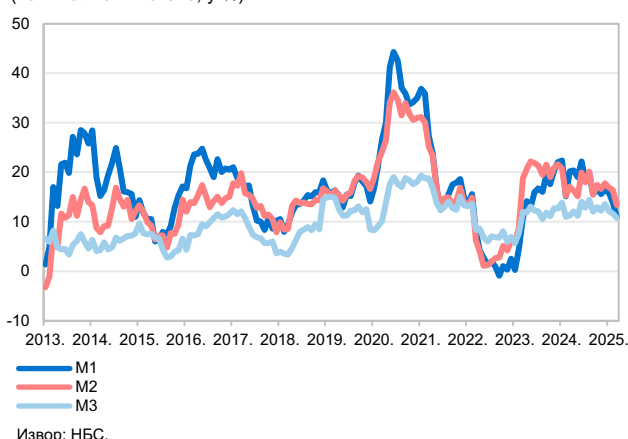
Графикон IV.2.1. Доприноси тромесечном расту М2, секторска структура (у п.п.)



Графикон IV.2.2. Динарска штедња становништва и степен динаризације укупних депозита



Графикон IV.2.3. Кретање монетарних агрегата (номиналне мг. стопе, у %)



⁷ Ако се укључе и средства нерезидената, динарска штедња је на крају марта износила 193,3 млрд динара, а девизна штедња 15,4 млрд евра.

тражње,⁸ и даље је негативан и указује на то да је М3 испод нивоa који би био инфлаторан.

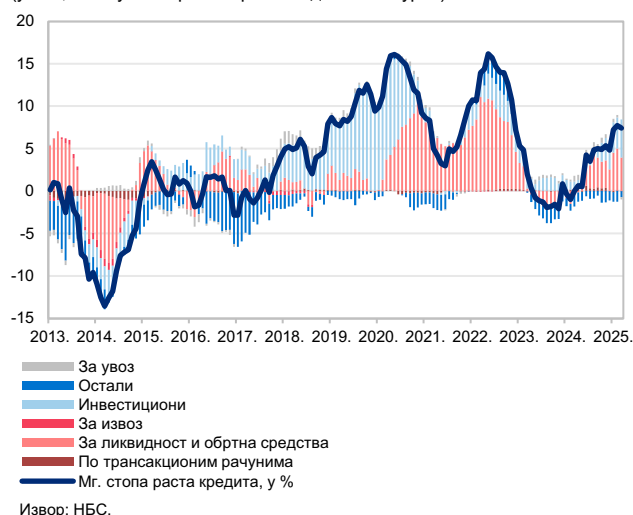
Кредити

Укупни домаћи кредити немонетарном сектору додатно су убрзали м.г. раст током Т1, који је у марту, по искључењу ефекта промене девизног курса,⁹ износио 10,0%. Као и раније, раст је био вођен **кредитирањем становништва**, које је убрзало м.г. раст на 11,6%, и **кредитирањем привреде**, које је у марту било за 7,4% више него пре годину дана.

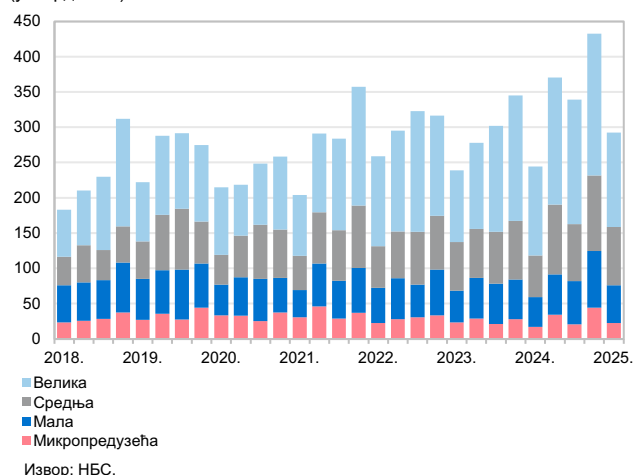
Кредити привреди повећани су у Т1 за 13,0 млрд динара, уз раст задужења јавних предузећа, док су кредити привредним друштвима смањени. Привреда је претежно користила кредите за ликвидност и обртна средства, на које се односило готово 80% прираста у Т1. Повећано је и задужење по текућим рачунима, осталим некатегорисаним кредитима и инвестиционим кредитима, док су обавезе по кредитима за увоз смањене. Таква кретања утицала су на то да учешће кредита за ликвидност и обртна средства у укупним кредитима привреди буде повећано током Т1 за 0,2 п.п., на 47,3% у марту, а њихов м.г. раст убрза на 8,4%. Истовремено, учешће инвестиционих кредита смањено је за 0,3 п.п., на 42,5%, док је њихов м.г. раст наставио да убрзава и у марту је износио 10,9%. Посматрано по делатностима, највише је повећано задужење предузећа из области енергетике, за којима следе сектори саобраћаја, трговине и пословања некретностима, док изражен пад задужења бележе предузећа из прерађивачке индустрије. Учешће кредита одобрених сегменту микропредузећа, малих и средњих предузећа у укупним кредитима привреди повећано је у Т1 за 0,1 п.п., на 60,9% у марту, а њихов м.г. раст убрзан је на 11,5%, пошто је раст задужења овог сегмента надмашио раст обавеза великих предузећа.

Током Т1 повећано је динарско кредитирање привреде, док су девизно индексирани кредити смањени, што је допринело повећању степена **динаризације пласмана привреди** за 0,3 п.п., на 21,2% у марту. На раст динаризације утицале су одредбе Одлуке о адекватности капитала банке, којима се приликом обрачуна показатеља адекватности капитала, почев од 2025. године, прописује обавеза банкама да умање капитал ако

Графикон IV.2.4. Доприноси м.г. расту кредита привреди (у п.п., искључен ефекат промене девизног курса)



Графикон IV.2.5. Структура новоодобрених кредита привреди, по величини предузећа (у млрд RSD)



⁸ Једначина тражње за новцем оцењена је на бази регресионе једначине, у којој су објашњавајуће променљиве реални БДП и тромесечни *BELIBOR*.

⁹ Рачунато по новом програмском курсу на дан 30. септембра 2024.

учешће девизно индексираних и девизних кредита у укупним кредитима нефинансијском и недржавном сектору одобрених након 1. јула 2023. премаши одређени праг (71% у 2025).¹⁰

Обим новоодобрених кредита привреди у Т1 износио је 292,4 млрд динара, што је за 19,7% више него у истом периоду 2024. Најзаступљенији су и даље кредити за ликвидност и обртна средства, који су чинили 62% новоодобрених кредита привреди и чији је износ повећан за скоро 20% м.г., при чему је више од половине тих кредита било одобрено великим предузећима. На инвестиционе кредите односило се 26% нових кредита, а 78% ових кредита користила су микропредузећа, мала и средња предузећа.

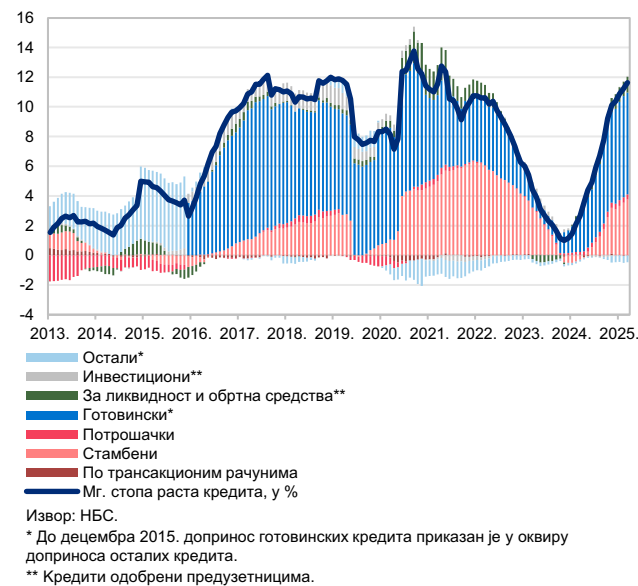
Кредити становништву повећани су током Т1 за 41,5 млрд динара, вођени растом готовинских и стамбених кредита. Поред тога, повећано је и задуживање грађана по текућим рачунима и потрошачким кредитима, док је задужење по осталим некатегорисаним кредитима смањено. Раст кредита становништву подржан је ублаженим кредитним стандардима, нижим каматним стопама, али и растом зарада и запослености. Готовински кредити чинили су нешто више од половине прираста кредита становништву, што је утицало на то да њихово учешће у укупним кредитима становништву у Т1 буде повећано за 0,2 п.п., на 46,5% у марту. Учешће следећих по заступљености, стамбених кредита (38,3%), незнатно је смањено у односу на крај 2024, док су м.г. посматрано ови кредити остварили раст од 9,6%. Грађани су наставили да се претежно задужују у динарима, што је утицало на даљи незнатан раст **динаризации пласмана становништву**, на 55,5% у марту (са 55,4% крајем 2024).

Народна банка Србије продужила је ограничење каматних стопа на стамбене кредите и на 2025. годину, када ће ове стопе максимално износити 5%. Ограничене су и каматне стопе на готовинске и потрошачке кредите, на задужење по кредитним картицама и на прекорачења по текућем рачуну. Ограничење је прво било регулисано одлуком Народне банке Србије, а затим новим Законом о заштити корисника финансијских услуга, који је ступио на снагу средином марта.¹¹

Обим новоодобрених кредита становништву у Т1 износио је 216,3 млрд динара и био је за 37,1% виши

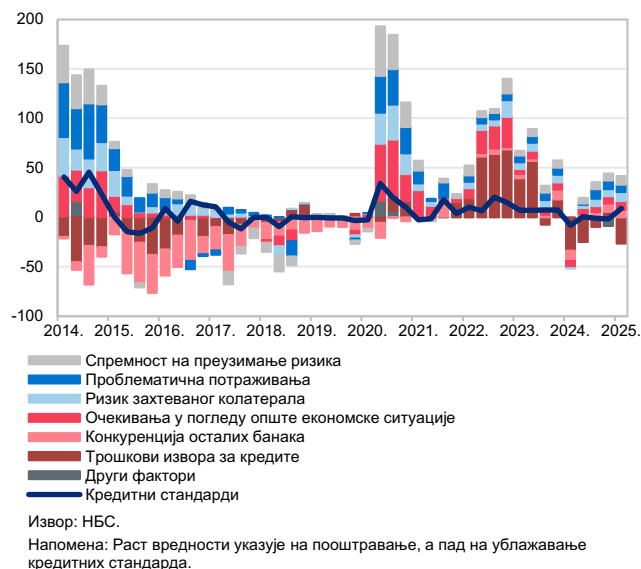
Графикон IV.2.6. Доприноси м.г. расту кредита становништву

(у п.п., искључен ефекат промене девизног курса)



Графикон IV.2.7. Промена кредитних стандарда привреди и допринос фактора

(у нето %)



¹⁰ Прописано је да се праг додатно смањује на 64% у 2026. и 57% у 2027. години, да би након тога износио 50%.

¹¹ За више детаља о ограничењу каматних стопа видети Осврт 1, на стр. 20.

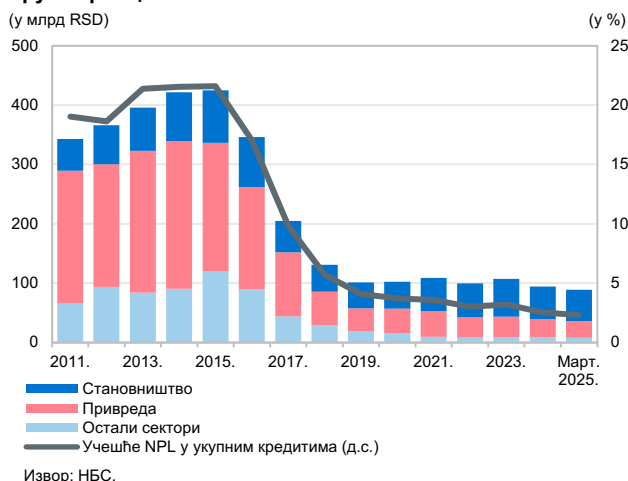
Графикон IV.2.8. Промена кредитних стандарда становништву и допринос фактора (у нето %)



него у истом периоду 2024. Томе су допринели пре свега готовински кредити, на које се односило 70% нових кредита становништву. Следећи по заступљености били су стамбени кредити, који су чинили 16% нових кредита становништву.

Резултати априлске анкете Народне банке Србије о кредитној активности банака показују да су банке у Т1 поштриле стандарде за кредите привреди, док је код становништва настављено ублажавање стандарда на динарске готовинске кредите, кредите за рефинансирање и девизно индексирани стамбене кредите. На ублажавање стандарда за кредите становништву утицали су нижи трошкови извора финансирања, захваљујући претходном ублажавању монетарних политика Народне банке Србије и ЕЦБ-а, као и деловање конкуренције. Код привреде у смеру ублажавања кредитних стандарда деловали су нижи трошкови извора за кредите, док су повећана перцепција ризика, која се одразила и на смањену спремност за преузимање ризика, као и смањена конкуренција у банкарском сектору, деловали у супротном смеру. Банке су оцениле да се пад тражње привреде за кредитима у Т1 претежно односио на дугорочне кредите, док га је посматрано по величини предузећа определила мања тражња великих предузећа. Супротно привреди, становништво је додатно повећало тражњу за кредитима, и то динарским готовинским и кредитима за рефинансирање, као и за девизно индексираним стамбеним кредитима. Према оцени банака, раст тражње је био опредељен потребама за рефинансирањем постојећих кредита, растом зарада и набавком трајних потрошних добара, а поједине банке навеле су и да је на повећану тражњу за кредитима утицала и одлука о ограничењу каматних стопа. У Т2 банке очекују ублажавање стандарда и раст тражње за кредитима и за привреду и за становништво.

Графикон IV.2.9. Ниво *NPL* и учешће у укупним кредитима, бруто принцип



Бруто *NPL* показатељ додатно је смањен током Т1 (за 0,2 п.п.) и у марту се спустио на нови минимум од 2,3%. Притом, у односу на децембар 2024, бруто *NPL* показатељи сектора привреде¹² и становништва¹³ смањени су за по 0,2 п.п. и у марту су износили 1,6% и 3,2%. Покривеност *NPL* и даље је на високом нивоу — исправка вредности укупних кредита у марту је износила 116,1% *NPL*, док је исправка вредности *NPL* била на нивоу од 61,6% *NPL*.

¹² Обухвата привредна друштва и јавна предузећа. Ако посматрамо само привредна друштва, учешће *NPL* у укупним кредитима такође је смањено за 0,2 п.п. и у марту је износило 1,8%.

¹³ Укључује физичка лица, предузетнике и приватна домаћинства.

Показатељ адекватности капитала на крају Т1 износио је 20,95%, што указује на високу капитализованост (регулаторни минимум износи 8,0%) и отпорност банкарског сектора на екстерне и домаће ризике.

3. Агрегатна тражња

Према процени РЗС-а, раст економске активности у Т1 износио је 2,0% м.г., што је ниже од наших очекивања из фебруара. Као и у претходним тромесечјима, процењујемо да је привредни раст био вођен домаћом тражњом, мада у мањој мери него што смо очекивали у фебруару, док је нето извоз негативно доприносио расту економске активности у Т1 услед бржег раста увоза од извоза у условима текућег инвестиционог циклуса и раста личне потрошње захваљујући већем расположивом доходу.

Домаћа тражња

Потрошња домаћинства, према нашој процени, постепено успорава у претходних неколико тромесечја, и у Т1 је забележила раст за 2,4% м.г., што је обезбедило 1,4 п.п. расту БДП-а. На даљи раст приватне потрошње упућује промет у трговини на мало, који је у Т1 повећан за 0,7% м.г., као и раст промета у угоститељству у јануару од 1,2% м.г. На раст потрошње домаћинства указује и повећан увоз потрошне робе од 16,2% м.г. у Т1, подржан и растом расположивог дохотка становништва. С друге стране, у Т1 забележено је смањење броја долазака и ноћења домаћих туриста, за 3,7% и 8,4%, респективно, у поређењу са истим периодом претходне године.

Ако посматрамо изворе личне потрошње, раст потрошње домаћинства у Т1, као и у претходном периоду, био је вођен њеним основним извором – масом зарада, која наставља да бележи двоцифрени номинални м.г. раст (11,4% у периоду јануар–фебруар), док је захваљујући успоравању инфлације реални раст масе зарада у истом периоду достигао 6,4% м.г. Истовремено, номинални раст пензија у Т1 износио је 10,8% (реално 6,2% м.г.). Такође, повољнији услови кредитирања, захваљујући досадашњем ублажавању монетарне политике Народне банке Србије и ЕЦБ-а, обезбедили су додатну подршку потрошњи домаћинства преко раста кредита намењених потрошњи, који су наставили да бележе двоцифрени м.г. раст (14,7% у

Графикон IV.3.1. Доприноси м.г. стопи раста БДП-а, расходна страна (у п.п.)



Табела IV.3.1. Кретање главних показатеља и извора потрошње домаћинства (реалне м.г. стопе раста, у %)

	2024.			2025.
	T2	T3	T4	T1
Потрошња домаћинства	4,7	3,9	3,8	2,4 *
Показатељи				
Промет у трговини на мало	8,5	4,8	1,9	0,7
Промет у угоститељству	3,6	-2,3	-5,3	1,2 ***
Број домаћих туриста	4,6	-11,8	1,9	-3,7
Број ноћења домаћих туриста	6,3	-17,1	-4,3	-8,4
Увоз потрошне робе (БЕС класификација), номинално	10,8	13,4	9,8	16,2
Извори				
Маса укупних зарада, номинално	15,4	14,6	13,6	11,4 **
Нето прилив дознака, номинално	4,1	-16,5	4,6	-16,0
Стање кредита намењених потрошњи, номинално	7,7	10,3	13,1	14,7

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

** Јануар–фебруар.

*** Јануар.

T1). С друге стране, дознаке становништва су смањене у T1, за 16,0% мг, што се може довести у везу са успоравањем привредне активности у Европи, одакле по правилу долази највећи прилив дознака у нашу земљу.

Према нашој процени, **државна потрошња** у T1 порасла је за 2,5% мг, чиме је наставила позитивно да доприноси расту БДП-а (0,4 п.п. у T1), вођена растом издатака за запослене у јавном сектору и за набавку робе и услуга. Наведена кретања су утицала на то да **укупна потрошња** у T1 забележи мг. раст од 2,5%.

Табела IV.3.2. Показатељи кретања инвестиција

	2024.			2025.
	T2	T3	T4	T1
Реалне мг. стопе раста (у %)				
Фиксне инвестиције (нац. рачуни)	9,2	9,1	1,2	1,5 *
Грађевинарство (нац. рачуни)	6,4	1,2	-5,5	-5,0 *
Инвестиције државе	14,8	17,7	19,4	5,0 *
Број издатих грађевинских дозвола	8,4	-6,8	-5,7	-2,0 **
Производња грађевинског материјала	3,1	-6,6	-0,1	1,9
Вредност изведених радова	11,1	4,5	-1,9	-5,6
Увоз опреме, номинално	24,7	12,7	-3,3	-2,1
Производња домаћих машина и опреме	-5,9	4,0	-11,3	-11,4

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

** Јануар–фебруар.

Иако успорена, у T1 је задржана позитивна динамика **приватних инвестиција**, које су, према нашој процени, забележиле мг. раст од 0,4%. На благи раст приватних инвестиција упућује раст обима производње грађевинског материјала, који је у T1 забележио раст од 1,9% мг.

У погледу извора финансирања инвестиција, процењујемо да је највећи део приватних инвестиција финансиран сопственим средствима услед остварене профитабилности предузећа из претходних година. Такође, током T1 остварен је прилив СДИ од 704,3 млн евра, док су инвестициони кредити забележили мг. раст од 10,5%.

Наставак реализације значајних инфраструктурних пројеката које финансира држава допринео је наставку раста **државних инвестиција**, али су, према нашој процени, оне успориле на 5,0% мг. у T1. У складу с тим, процењујемо да су **укупне фиксне инвестиције** повећане за 1,5% мг, уз допринос расту БДП-а од 0,3 п.п. у T1.

Повећање залиха индустријских производа, према нашој процени, позитивно је допринело расту БДП-а у T1 (4,5 п.п.).

Нето екстерна тражња

Реални раст извоза робе и услуга Србије у T1, према нашој процени, задржао је сличну динамику као крајем 2024. године и износио је 3,0% мг. Истовремено, **увоз** је реално повећан за 10,0% мг, због чега је допринос **нето извоза** расту БДП-а и у T1 био негативан (-4,8 п.п.). Бржи раст увоза од извоза био је очекиван у условима текућег инвестиционог циклуса, као и већег расположивог дохотка становништва, при чему треба имати у виду да се на

Графикон IV.3.2. Извоз и увоз робе и услуга (у сталним ценама претходне године, реф. 2021)



Извор: РЗС и прерачун НБС.
Напомена: процена НБС за T1 2025.

робни извоз одражава и даље слаба екстерна тражња и проблеми у аутомобилској индустрији у Европи.¹⁴

Робни извоз изражен у еврима у Т1 повећан је за 2,9% мг. Раст извоза резултат је повећаног извоза електричне енергије, који је у Т1 већи за 56%, што се може довести у везу с почетком рада новог блока БЗ у Костолцу, а мањим делом и базним ефектом услед смањеног хидропотенцијала у претходној години. Такође, раст је забележен и код извоза рударства (7,7% мг.), али и код прерађивачке индустрије (0,3% мг.) упркос смањеном извозу сектора повезаних са аутомобилском индустријом услед проблема који се јављају у Европи на овом делу тржишта захваљујући производној и географској распрострањености извозне понуде и инвестиција из претходног периода. С друге стране, прошлогодишња суша утицала је на ниже залихе и пад извоза пољопривреде у Т1 (2,2% мг.).

Раст извоза прерађивачке индустрије у Т1 забележен је у 14 од 23 гране, при чему је највећи допринос обезбедио раст извоза основних метала и металних производа, затим прехранбене индустрије и хемијских производа. С друге стране, највећи пад је забележио извоз грана повезаних са ауто-кластером.

Робни увоз изражен у еврима остварио је у Т1 мг. раст од 14,5%. Према класификацији увоза по општим економским категоријама (*BEC*), на раст увоза највише је утицао већи увоз средстава за репродукцију, затим увоз потрошне робе и осталих средстава.

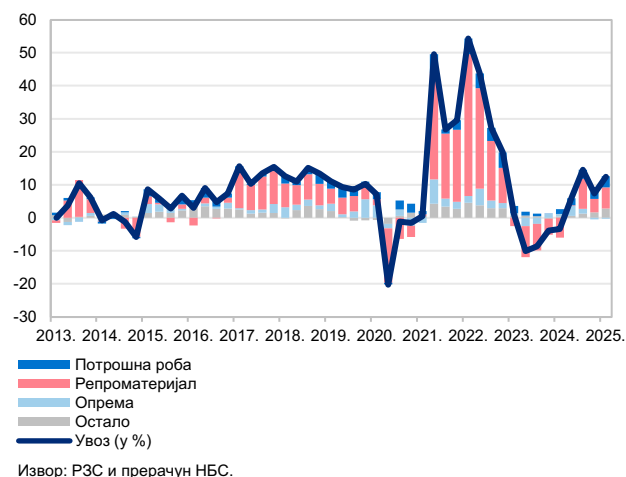
Размена услуга са иностранством задржала је позитивну динамику и у Т1, забележивши суфицит у износу од 749 млн евра, уз бржу динамику раста извоза (9,8% мг.) од увоза (8,6% мг.). Расту извоза услуга највише су доприносиле ИКТ услуге, туризам и транспорт. Истовремено, расту увоза највише су доприносиле туристичке услуге и услуге транспорта.

Бржи раст робног увоза од извоза одразио се на благо смањење покривености робног увоза извозом током Т1, која је у марту¹⁵ износила 76,1%, а по укључењу услуга 87,6%, што је за 2,0 п.п. и 1,6 п.п., респективно, мање него крајем претходне године.

Графикон IV.3.3. Кретање показатеља екстерне тражње за извозом Србије (тримесечни покретни просек дсз.)



Графикон IV.3.4. Кретање главних компонената увоза (доприноси мг. расту, у п.п.)



¹⁴ Видети Осврт 2, на стр. 36.

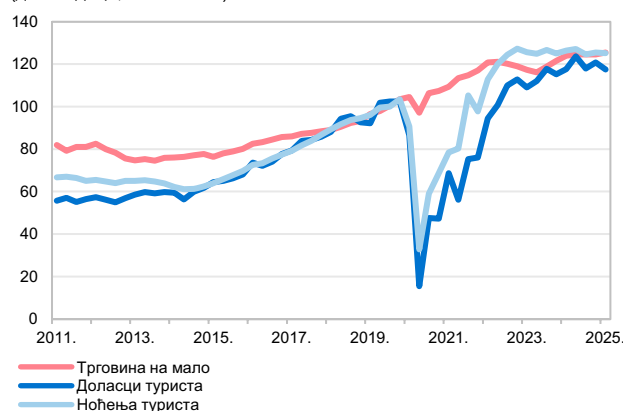
¹⁵ Мерено 12-месечним покретним просеком.

Табела IV.4.1. Доприноси м.г. расту БДП-а
(у п.п.)

	2024.				2025.
	T1	T2	T3	T4	T1*
БДП (у %, м.г.)	4,6	4,4	3,3	3,3	2,0
Пољопривреда	-0,3	-0,3	-0,5	-0,4	0,2
Индустрија	0,6	0,3	0,7	0,7	0,4
Грађевинарство	0,5	0,3	0,1	-0,3	-0,3
Услуге	2,8	3,1	2,6	2,7	1,6
Нето порези	0,5	0,6	0,7	0,6	0,3

Извор: РЗС и прерачун НБС.

* Процена НБС.

Графикон IV.4.1. Показатељи активности сектора услуга
(дсз. подаци, 2019 = 100)

Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон IV.4.2. Доприноси м.г. стопи раста индустрије
(у п.п.)

Извор: РЗС и прерачун НБС.

4. Економска активност

Према првој процени РЗС-а, економска активност забележила је раст у Т1 од 2,0% м.г., што је ниже од наших очекивања из фебруара. Као и у претходним тромесечјима, раст економске активности, према нашој процени, био је вођен услужним секторима, а затим индустријом, али у мањој мери него што смо очекивали у фебруару, док је допринос грађевинарства био негативан.

Према нашој процени, услужни сектори су, збирно посматрано, у Т1 успорили раст активности у односу на претходно тромесечје, остваривши раст од 3,0% м.г., чиме су допринели расту економске активности са 1,6 п.п. На то указују пре свега подаци из области трговине, с обзиром на то да је промет у трговини на мало у Т1 реално повећан за 0,7% м.г., док је промет у угоститељству забележио раст од 1,2% у јануару. Истовремено, на раст активности у ИКТ сектору упућује раст извоза ове групе услуга од 19,3% м.г. С друге стране, током Т1 смањен је и укупан број долазака и ноћења туриста за 0,2% и 1,6% м.г., респективно.

Раст индустријске производње, према нашој процени, износио је 2,1% м.г. у Т1 (допринос БДП-у од 0,4 п.п.), вођен растом прерађивачке индустрије и рударства, док је производња електричне енергије смањена на м.г. нивоу (-5,7%), делом и као последица високе базе из прошле године. У сектору рударства и током Т1 настављена су позитивна кретања, тако да је повећан обим производње за 4,9% м.г., захваљујући убрзању раста експлоатације руде угља и метала.

Обим производње прерађивачке индустрије наставља да расте седмо тромесечје заредом и у Т1 је већи за 3,7% него у истом периоду прошле године. Производња је порасла у 11 од 24 гране прерађивачке индустрије, а највећи позитиван допринос дало је повећање производње кокса и нафтних деривата, затим производа од гуме и пластике и металних производа. С друге стране, највећи негативан допринос потицао је од смањене производње осталих саобраћајних средстава, машина и одевних предмета.

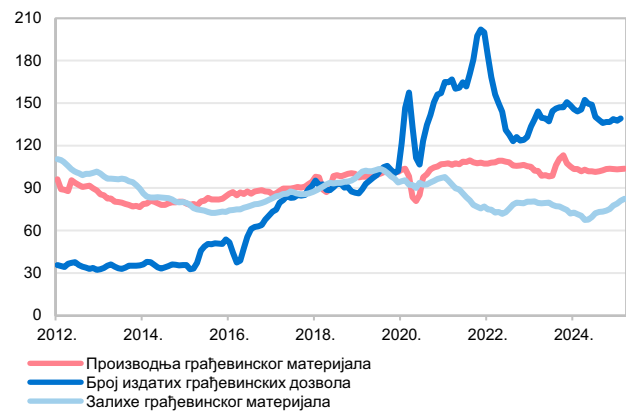
Према нашој процени, у грађевинарству је у Т1 забележен пад обима активности у односу на исто тромесечје претходне године (-5,0% м.г., уз негативан допринос БДП-у од 0,3 п.п.). На то, пре свега, упућује вредност изведених радова, која је у Т1 смањена на м.г. нивоу за 5,6%, као и број издатих грађевинских дозвола, које су у периоду јануар-фебруар забележиле

мг. пад од 2,0%. С друге стране, у Т1 је забележен раст обима производње грађевинског материјала за 1,9%, док је активност у области „остало рударство”, које највећим делом обухвата експлоатацију грађевинског материјала, смањена за 1,5% мг.

Процењујемо да су услед раста потрошње и боље наплате пореских прихода **нето порези повећани** за 2,4% мг. у Т1, што је допринело расту БДП-а са 0,3 п.п.

Уз претпоставку да ће овогодишња **пољопривредна сезона** бити просечна, раст пољопривредне производње у Т1 проценили смо на 6,5%, што обезбеђује 0,2 п.п. расту БДП-а у Т1.

Графикон IV.4.3. Показатељи грађевинске активности
(тримесечни просеци дсз., 2019 = 100)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Осврт 2: Проблеми у аутомобилској индустрији у Европи и ефекти на Србију

Аутомобилска индустрија представља један од стубова економије ЕУ, са уделом од око 6% у укупној запослености и око 8% у додатој вредности прерађивачке индустрије. Међутим, недавни трендови указују на забрињавајући пад производње и конкурентности, посебно у Немачкој, Француској и Италији, земљама које производе 45% аутомобила у ЕУ и које учествују с преко 70% додате вредности овог сектора. Иако се део овог смањења производње може повезати и с пандемијом и свим проблемима у ланцима производње који су се јавили након тога, производња се у поменутих земљама још увек није вратила на претпандемијски ниво, при чему је у Немачкој и Италији у 2023. години била за око 20% нижа него 2018, а у Француској је то смањење износило чак око 46%.

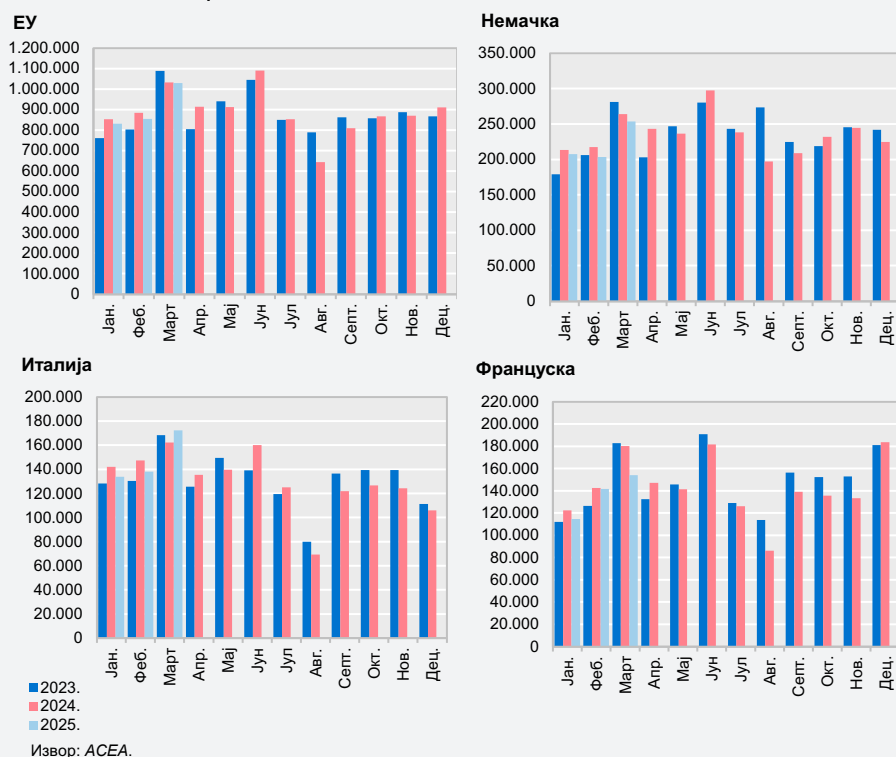
Као неки од структурних фактора који утичу на мању производњу возила у поменутих земљама могли би се навести смањење конкурентности и постепена глобална транзиција на електричне аутомобиле. Смањена конкурентност произвођача у западној Европи у највећој мери је повезана с растућим трошковима енергије након избијања енергетске кризе додатно појачане почетком сукоба у Украјини, као и с релативно високим трошковима рада. То је утицало на реалокацију производње аутомобила у друге земље, где су ти трошкови нижи (земље средње и југоисточне Европе, северне Африке и Латинске Америке), а део производње за америчко тржиште пребачен је у САД.

Други важан фактор везан је за тежњу ка климатској неутралности и постепени прелазак на производњу возила са електричним погоном или хибридних возила, у чијем развоју и производњи највећи европски произвођачи у одређеној мери заостају за произвођачима из САД и Азије, посебно из Кине. Један канал деловања овог фактора односи се на транзицију на тржишту аутомобила у Кини, која се све више окреће возилима на електрични погон, а која је у ранијим годинама била важно извозно тржиште европских произвођача аутомобила са унутрашњим сагоревањем. Такође, конкурентска предност Кине у целом ланцу производње и продаје електричних возила (од рударења кључних сировина попут литијума до субвенција за куповину домаћих електричних аутомобила) утицала је и на то да се европски произвођачи и на својим тржиштима суоче са значајном конкуренцијом из Кине у овом сегменту и да под притиском те конкуренције прилагођавају своју производњу наниже. Овај проблем се додатно повећавао и отварањем производних погона азијских компанија у земљама средње Европе, чиме је остварена додатна конкурентска предност у односу на произвођаче у Немачкој, Француској и Италији.

Проблеми и успоравање аутомобилске индустрије у Европи могу се уочити и са стране тражње, што показују подаци Европског удружења произвођача аутомобила о броју нових регистрованих путничких аутомобила. На нивоу целе 2024. број нових регистрованих возила у ЕУ забележио је скроман раст од 0,8% и износио је 10,6 млн возила. Међутим, подаци за Немачку, Италију и Француску показују негативан тренд – у овим земљама у 2024. години забележено је смањење нових регистрованих возила од 1,0%, 0,5% и 3,2%, респективно. Такође, ако посматрамо месечне податке, проблеми на страни тражње за новим аутомобилима постају израженији од средине 2024, од када је евидентно успоравање раста у већини месеци и смањење нових регистрованих путничких возила у поређењу са истим претходне године, што је настављено и на почетку 2025. године.

Проблеми у аутомобилској индустрији у Европи одразили су се и на извоз ауто-индустрије Србије, који је, захваљујући високим приливима СДИ у овај сектор и укључивањем компанија које послују у Србији у европске ланце производње, у просеку претходних година чинио око 12% укупног извоза робе. Подсећања ради, Србија је у периоду 2012–2024. године привукла 5,1 млрд евра СДИ у ауто-кластер (производња моторних возила, производа од гуме и пластике, акумулатора и друге електричне опреме), што је резултирало да у претходним годинама извоз ауто-кластера буде повећан четири пута – са 900 млн евра у 2012. на 3,6 млрд евра у 2023, пре него што је смањен на 3,4 млрд евра у 2024. Од тога, моторна возила су у просеку чинила око 30%, а електрични проводници, гуме и остали делови око 70% укупног извоза ауто-кластера у периоду 2012–2024. године.

Графикон О.2.1. Број нових регистрованих путничких аутомобила у ЕУ и одабраним земљама по месецима 2023–2025.



Према подацима РЗС-а, извоз ауто-кластера је у 2024. години смањен за око 5%, али је и даље чинио близу 12% укупног извоза робе из Србије. При томе, у оквиру ауто-кластера смањен је извоз путничких аутомобила и електричних проводника, док је повећан извоз аутомобилских гума и акумulatora. Сличне тенденције су настављене и у Т1 ове године. Ипак, важно је нагласити да је од средине фебруара почела серијска производња и извоз новог модела електричног аутомобила (фијат гранде панда) који се производи у компанији „Стелантис” у Крагујевцу. Међугодишњи раст производње моторних возила у фебруару и марту, заједно посматрано, износио је 15,5%, а од почетка године раст је износио 18,1%. Наше процене су да би на сваких 10 хиљада произведених и продатих возила ефекат на БДП требало да износи око 0,1 п.п., под претпоставком да ће просечна цена ових возила бити око 25.000 евра и да ће учешће домаће компоненте износити око 30%. По том основу би се ове године могао очекивати допринос БДП-у од 0,4–0,5 п.п., под претпоставком да се произведе између 40.000 и 50.000 возила, у зависности од тражње. Поред тога, најављен је и ранији почетак производње хибридног модела гранде панда, као и могућност производње Ситроеновог модела С3 у овој фабрици, што указује на то да у Европи постоји тражња за аутомобилима који се производе у Србији. Крајем прошле године започета је и серијска производња аутомобилских гума у компанији „Линг Лонг” у Зрењанину, а интензивирање ове производње очекујемо у овој години. То би такође требало да позитивно допринесе извозу ауто-кластера (што се види и из података за Т1 ове године), као и БДП-у.

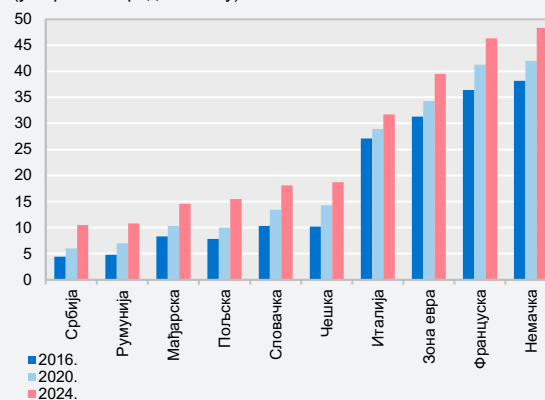
Поред тога, треба имати у виду да се, и поред проблема са аутомобилском индустријом у Европи, ове године наставља прилив СДИ у ауто-кластер, као и да је знатно диверсификована база инвестиција у овој области, тако да сада, поред компанија из Европе, расте и учешће компанија из Азије, пре свега Кине, Јапана и Јужне Кореје. Поред очуване макроекономске стабилности и повољног инвестиционог амбијента, томе доприносе и још увек релативно ниски трошкови рада у поређењу са земљама у окружењу, које имају развијену традицију у ауто-индустрији. Тако су, према подацима Eurostat-а, трошкови рада у прерађивачкој индустрији у Србији у 2024.

износили 10,5 евра по сату, што је међу најнижим трошковима у Европи, док су, поређења ради, ти трошкови у Мађарској и Пољској износили око 15 евра, а у Чешкој и Словачкој око 18 евра по сату (Графикон О.2.2).

Дакле, док ће проблеми у ауто-индустрији у Европи и нове царине на аутомобиле и делове за аутомобиле које су САД повећале на 25% утицати у правцу нижег извоза ауто-кластера Србије, фактори на страни понуде – производња новог модела електричних возила и интензивирање производње аутомобилских гума – деловаће у супротном смеру, што би у наставку године требало да допринесе убрзању раста извоза и БДП-а у поређењу с почетком године.

Графикон О.2.2. Трошкови рада у прерађивачкој индустрији

(у еврима по радном сату)



Извор: Eurostat.

5. Кретања на тржишту рада

Током Т1, мг. посматрано, бележи се успоравање раста зарада и стагнација формалне запослености, уз смањење броја регистрованих незапослених.

Зараде

Просечна номинална нето зарада у јануару и фебруару износила је 105.499 динара (901 евро), при чему је мг. раст успорио на 11,1% (са 13,2% у Т4). У истом периоду остварен је реалан мг. раст просечне нето зараде од 6,2% (након 8,3% у Т4). У периоду јануар–фебруар медијална нето зарада износила је 81.882 динара, што је за 11,6% више него у истом периоду претходне године. Такође, у јануару је повећана минимална цена рада за 13,7% мг. посматрано, на 308 динара по радном часу без пореза и доприноса. У прилог побољшању животног стандарда говоре подаци да су у јануару 2025. године обе потрошачке корпе – просечна и минимална – у потпуности покривене просечном односно минималном зарадом, при чему је за минималну потрошачку корпу то први пут од када постоје расположиви подаци.

Раст просечних номиналних нето зарада био је нешто бржи у **приватном сектору** (11,5%) него у **јавном сектору** (10,2%), при чему је он био двоцифрен у већини **привредних делатности**. Најизраженији мг. раст остварен је у областима рекреације, прерађивачке индустрије и административних и помоћних услуга, који се кретао у распону од 13,4% до 15,6%.

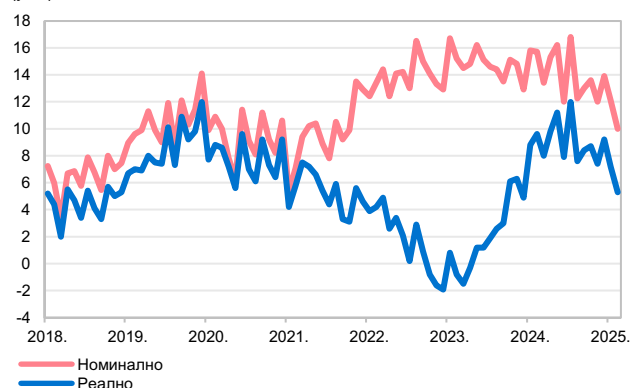
У периоду јануар–фебруар **номинална нето маса зарада**, која је главни извор потрошачке тражње, повећана је за 11,4% мг. посматрано, услед наставка раста зарада и формалне запослености.

Према прелиминарним подацима, **продуктивност укупне економије** у Т1 повећана је за 2,0% мг., као резултат раста економске активности, уз истовремену стагнацију запослености.

Запосленост

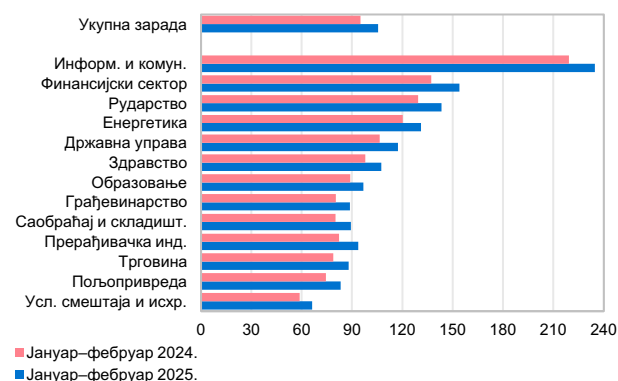
Према подацима РЗС-а, **укупан број формално запослених** у Т1 у просеку је износио око 2,36 млн, што је готово непромењено у односу на исти период претходне године (након раста од 0,5% у Т4). Настављен је раст запошљавања код предузетника, број запослених код правних лица готово је непромењен, док је број регистрованих пољопривредника наставио да се смањује.

Графикон IV.5.1. Мг. стопе раста просечне нето зараде (у %)



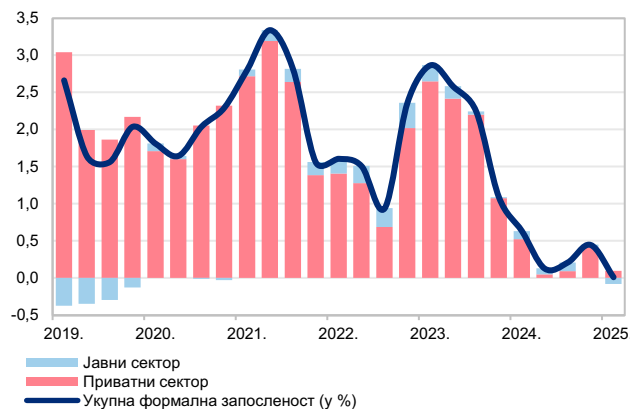
Извор: РЗС.

Графикон IV.5.2. Номиналне нето зараде по делатностима (у хиљ. RSD)



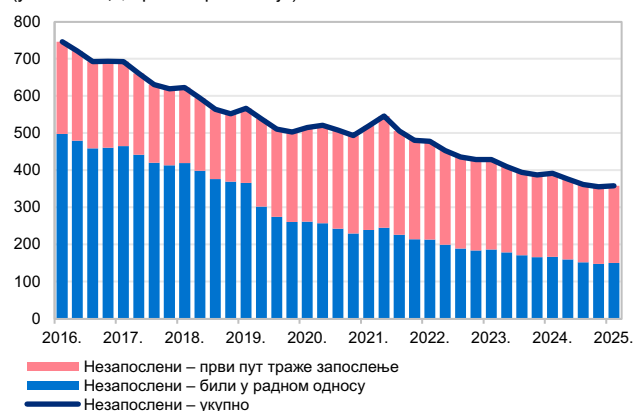
Извор: РЗС.

Графикон IV.5.3. Структура мг. раста укупне формалне запослености (у п.п., просек тромесечја)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Графикон IV.5.4. Кретање регистроване незапослености
(у хилј. лица, просек тромесечја)



Извор: Национална служба за запошљавање.

Раст формалне запослености наставља се у приватном сектору, али споријим темпом него у прошлој години (мг. раст од 0,1%, тј. око 2 хиљаде лица), те је у Т1 запосленост у просеку износила око 1,75 млн лица. У сличној мери смањена је **формална запосленост у јавном сектору** (за 0,3%, мг., тј. око 2 хиљаде лица). Када је реч о делатностима које претежно припадају приватном сектору, регистрована запосленост у Т1 највише је повећана у административним и помоћним услугама, ИКТ услугама и угоститељству, док је највише смањена у прерађивачкој индустрији и стручним, научним, иновационим и техничким услугама. С друге стране, пад запослености у јавном сектору вођен је падом броја запослених у државној управи.

Према евиденцији Националне службе за запошљавање, **регистрована незапосленост** сезонски је уобичајено повећана почетком године, на 358.987 незапослених крајем марта, али је и поред тога била за око 29 хиљада лица нижа него у истом периоду претходне године.

V. Проекција

Имајући у виду остварења у Т1, која су испод наших очекивања из фебруара, дешавања у међународном окружењу (посебно проблеме у аутомобилској индустрији у Европи, раст протекционизма у свету и повећану глобалну неизвесност), као и блокаде и протесте у нашој земљи, који у одређеној мери утичу на одлагање инвестиција и потрошње, пројекцију раста БДП-а за 2025. годину кориговали смо наниже са 4,5% на 3,5%. Очекујемо да економска активност у наставку године постепено убрза, првенствено захваљујући факторима на страни понуде, а пре свега услед планираног убрзања производње електричних аутомобила и аутомобилских гума, затим активирања нових капацитета у енергетици, као и реализацији инфраструктурних пројеката предвиђених програмом „Скок у будућност – Србија Експо 2027”. За 2026. и 2027. годину и даље пројектујемо раст економске активности у распону 4,0–5,0%, при чему оцењујемо да ће у 2027. години одржавања изложбе „Експо 2027”, раст бити ближи горњој граници овог распона.

Према нашој новој пројекцији, м.г. инфлација би током целог хоризонта пројекције требало да се креће у границама циља ($3 \pm 1,5\%$), при чему ће у остатку ове године имати опадајућу путању. Таквом кретању инфлације највише ће допринети и даље рестриктивни монетарни услови, очекивано ниже светске цене енергената и нижа увозна инфлација, нова пољопривредна сезона, за коју претпостављамо да ће бити просечна, као и пројектовано кретање реалних зарада у складу с растом продуктивности. У поређењу с претходном пројекцијом, нова пројекција инфлације 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. С друге стране, нешто виши утицај на инфлацију у поређењу с претходном пројекцијом у кратком року имају више цене прерађене хране, пре свега због високих цена сировина на светском тржишту почетком ове године.

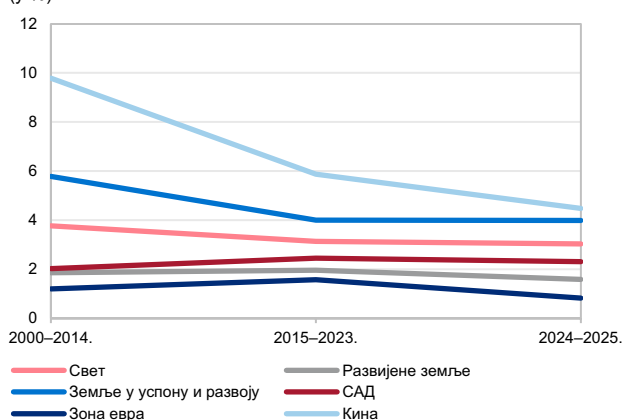
Оцењујемо да су ризици по глобални привредни раст израженији наниже, пре свега по основу могућег већег ефекта ескалације трговинских тензија и пролонгиране неизвесности по том основу него што процењујемо, као и повећане неизвесности на финансијским тржиштима, што би могло утицати и на ниже инвестиције и потрошњу. Док су по овом основу јачи и ризици наниже по домаћи привредни раст, утицај на инфлацију теже је проценити, јер неки од наведених фактора делују инфлаторно, а други дезинфлаторно. Ризици пројекције инфлације и привредног раста потичу и од брзине раста домаће тражње, као и од исхода домаће и глобалне пољопривредне сезоне, који су једнако изражени у оба смера.

Екстерне претпоставке

Економска активност

Глобални привредни раст, који се у протеклих неколико година стабилизовао на око 3%, тренутно одликује висок степен неизвесности у погледу изгледа за ову и наредну годину. Имајући у виду директне ефекте нових царина и њихове индиректне ефекте услед интегрисаности већине земаља у глобалне ланце снабдевања, као и знатно погоршање поверења тржишних учесника, ММФ је у априлу знатно ревидирао наниже јануарске пројекције раста светске економије у овој и наредној години – за 0,5 п.п., на 2,8% у 2025, и за 0,3 п.п., на 3,0% у 2026.

Графикон V.0.1. Кретање економске активности (у %)



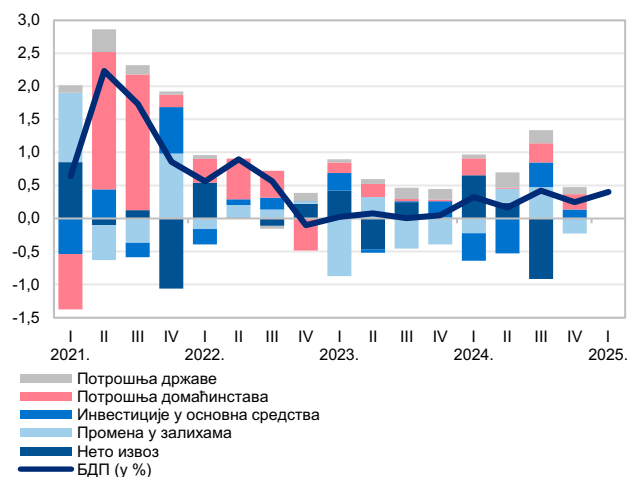
Извор: ММФ WEO (април 2025).

Табела V.0.1. Пројекције реалног раста БДП-а (у %)

	2025.		2026.	
	Пројекција у априлу	Одступање у односу на јануар	Пројекција у априлу	Одступање у односу на јануар
Свет	2,8	▼ -0,5	3,0	▼ -0,3
Развијене земље	1,4	▼ -0,5	1,5	▼ -0,3
Зона евра	0,8	▼ -0,2	1,2	▼ -0,2
САД	1,8	▼ -0,9	1,7	▼ -0,4
Земље у успону и развоју	3,7	▼ -0,5	3,9	▼ -0,4
Русија	1,5	▲ 0,1	0,9	▼ -0,3
Кина	4,0	▼ -0,6	4,0	▼ -0,5

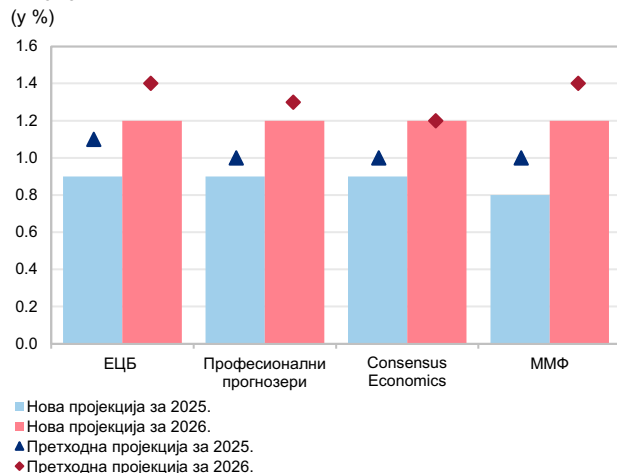
Извор: ММФ ИЕО (април 2025).

Графикон V.0.2. Доприноси компонената стопи раста реалног БДП-а зоне евра (дсз., тромесечно, у п.п.)



Извор: Eurostat.

Графикон V.0.3. Пројекције раста БДП-а зоне евра за 2025. и 2026. (у %)



Извор: ЕЦБ (децембар 2024. и март 2025), Consensus Economics (јануар и април 2025) и ММФ ИЕО (јануар и април 2025).

У истој мери снижене су и пројекције привредног раста у групи развијених земаља, на 1,4% у 2025. и 1,5% у 2026. години, док је у групи земаља у успону и развоју пројектован привредни раст од по 2,1% у обе године, што је за 0,1 п.п. и 0,3 п.п. ниже него у јануару. **Ризици остварења априлске пројекције глобалног привредног раста доминантно су асиметрични наниже**, пре свега због изражене волатилности на финансијским тржиштима и даље ескалације трговинских тензија. ММФ оцењује да ће утицај нових царина у кратком року варирати по земљама у зависности од степена отворености и успостављених трговинских веза, структуре индустрије, могућности диверсификације извоза и одговора економских политика, као што су обимни фискални подстицаји у зони евра и Кини, којим се неутралише део негативних ефеката царина.

Привредна активност зоне евра у Т4 2024. повећана је за 0,2% дсз. (тј. 1,2% на мг. нивоу), захваљујући већој потрошњи домаћинства, као и порасту потрошње државе и инвестиција у основна средства. Насупрот томе, смањене су залихе робе, док је допринос нето извоза привредном расту био неутралан. Активност у сектору услуга зоне евра порасла је у Т4, док је у индустрији наставила да пада, услед смањене екстерне конкурентности и тражње. Кад се посматрају наши најважнији трговински партнери унутар зоне евра, економска активност у **Италији** порасла је у Т4, за 0,2% дсз., док је за толико у **Немачкој** смањена, због пада нето извоза. Међутим, водећи индикатор *PMI* за Немачку и зону евра током Т1 ушао је у област која указује на благу привредну експанзију, као резултат отпорности сектора услуга и започетог опоравка сектора производње. Eurostat је изнео прелиминарну процену привредног раста у Т1 од 0,4% у зони евра, 0,2% у Немачкој и 0,3% у Италији, дсз. посматрано.

Узимајући у обзир пораст глобалне неизвесности и протекционизма, што се негативно одражава на извоз из европских земаља и слабије инвестиције, **ЕЦБ је у марту снизила децембарске пројекције раста БДП-а зоне евра у 2025. и 2026. години** – за по 0,2 п.п., на нивое од 0,9% и 1,2%, респективно. Ризици мартовске пројекције остали су асиметрични наниже, првенствено због могуће ескалације трговинских и геополитичких тензија. ЕЦБ је оценила да ће брзина привредног опоравка зоне евра донекле успорити, али ће опоравак и даље бити подржан већим расположивим доходима и повољнијим условима финансирања, као и очуваним тржиштем рада, о чему сведочи рекордно ниска стопа незапослености од 6,2%

у марту. Треба напоменути да **основни сценарио ЕЦБ-а из марта није укључивао ефекте царина САД према ЕУ**, већ само индиректне ефекте царина на релацији САД–Кина. Професионални прогнозери оценили су да ће нижи привредни раст по основу царина бити надомештен фискалним импулсом и улагањима европских економија у одбрану и инфраструктуру, уз пројекцију раста БДП-а зоне евра у 2025. и 2026. од 0,9% и 1,2%, респективно. Председница ЕЦБ-а Кристин Лагард истакла је да је привреда зоне евра постала отпорнија на екзогене шокове, што потврђује раст БДП-а у Т1, али да економске изгледе за наредни период прати изразита неизвесност, посебно у домену извозних ограничења.

Водећи аналитичари Consensus Economics-а у априлу су благо снизили јануарску пројекцију раста БДП-а зоне евра у 2025, за 0,1 п.п., на 0,9%, док је пројекција за 2026. остала непромењена, на 1,2%. Истакнуто је да креатори економских политика у ЕУ морају пронаћи баланс између ризика наниже по основу негативних ефеката реципрочних царина на релацији САД–ЕУ и ризика навише по основу усвојеног пакета фискалних подстицаја у Немачкој. Под претпоставком да је нето ефекат ових ризика неутралан, *Consensus Economics* у априлу није мењао своје пројекције из марта, када наведени ризици нису били урачунати. ММФ је у априлу пројектовао раст БДП-а зоне евра од 0,8% у 2025. и 1,2% у 2026, што је за по 0,2 п.п. ниже од очекивања у јануару. Пројекције су кориговане наниже за Немачку и Италију (за по 0,3 п.п. за ову годину), док су углавном за земље у којима доминира сектор услуга, пре свега туризам, ревидиране навише.

Привредна активност на нивоу региона средње и југоисточне Европе порасла је у Т4 2024. за 1,0% дсз. (тј. 2,5% на мг. нивоу), у највећој мери као резултат знатне државне потрошње и увећаних залиха робе, а у мањој мери и веће потрошње домаћинстава. У супротном смеру деловао је пад инвестиција у основна средства, док је нето извоз стагнирао. Остварени привредни раст у Т4 био је широко географски распрострањен по земљама региона, при чему су највише дсз. стопе раста БДП-а регистроване у Хрватској (1,5%) и Пољској (1,4%). У Мађарској и Румунији је, после пада привредне активности у Т3, забележен раст у Т4, од по 0,6% дсз. Међутим, прелиминарни подаци *Eurostat*-а показују да је БДП Мађарске у Т1 ипак смањен (за 0,2% дсз.). С обзиром на фрагментацију глобалне трговине, која је појачана након што су САД у априлу одредиле царине и за овај регион, што повећава неизвесност, **водећи**

Табела V.0.2. Пројекције реалног раста БДП-а по земљама региона од стране *Consensus Economics*-а (у %)

	2025.		2026.	
	Пројекција у априлу	Одступање у односу на јануар	Пројекција у априлу	Одступање у односу на јануар
Пољска	3,3	▼ -0,1	3,2	▼ -0,1
Чешка	1,9	▼ -0,3	2,2	▼ -0,4
Мађарска	1,8	▼ -0,4	3,2	▼ -0,2
Румунија	1,9	▼ -0,4	2,6	▼ -0,3
Словачка	1,8	▼ -0,2	2,2	▼ -0,2
Словенија	2,2	▬ 0,0	2,3	▼ -0,1
Хрватска	3,0	▬ 0,0	2,7	▼ -0,1
Бугарска	2,8	▲ 0,1	2,8	▲ 0,1
Албанија	3,7	▬ 0,0	3,7	▼ -0,1
Босна и Херцеговина	2,7	▬ 0,0	3,1	▬ 0,0
Северна Македонија	3,0	▼ -0,1	3,2	▬ 0,0
Црна Гора	4,5	▲ 0,7	3,5	▲ 0,1

Извор: *Consensus Economics* (јануар и април 2025).

Табела V.0.3. Пројекције реалног раста БДП-а по земљама региона средње Европе од стране ММФ-а (у %)

	2025.		2026.	
	Пројекција у априлу	Одступање у односу на октобар	Пројекција у априлу	Одступање у односу на октобар
Пољска	3,2	▼ -0,3	3,1	▼ -0,3
Чешка	1,6	▼ -0,7	1,8	▼ -0,5
Мађарска	1,4	▼ -1,5	2,6	▼ -0,4
Румунија	1,6	▼ -1,7	2,8	▼ -0,9
Словачка	1,3	▼ -0,6	1,7	▼ -0,6
Словенија	1,8	▼ -0,8	2,4	▼ -0,1
Хрватска	3,1	▲ 0,2	2,7	▬ 0,0
Бугарска	2,5	▬ 0,0	2,7	▼ -0,1
Албанија	3,8	▲ 0,4	3,5	▬ 0,0
Босна и Херцеговина	2,8	▼ -0,2	3,0	▬ 0,0
Северна Македонија	3,2	▼ -0,4	3,2	▼ -0,6
Црна Гора	3,2	▼ -0,5	3,2	▲ 0,2

Извор: ММФ WEO (април 2025 и октобар 2024).

Графикон V.0.4. Доприноси компонента стопи раста реалног БДП-а у региону средње и југоисточне Европе* (дсз., тромесечно, у п.п.)



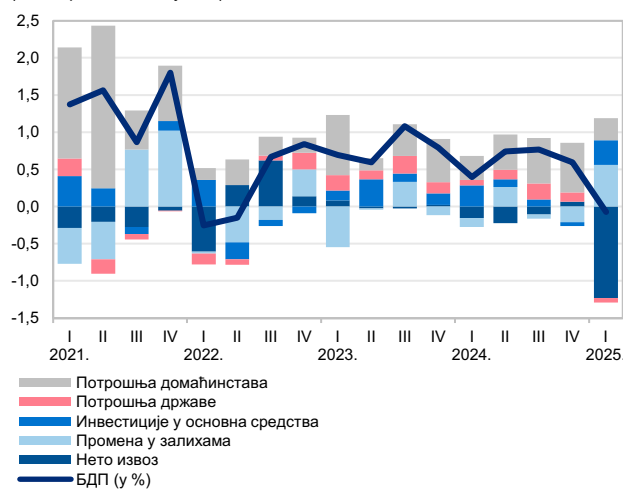
Извор: Eurostat.

* Обухваћене су Бугарска, Чешка, Хрватска, Мађарска, Пољска, Румунија, Словенија и Словачка.

аналитичари *Consensus Economics*-а су у априлу снизили јануарске пројекције раста БДП-а у 2025. години – у групи земаља југоисточне Европе за 0,3 п.п., на 2,5%, а у групи земаља средње Европе за 0,2 п.п., на 2,6%. За обе групе земаља пројектовани раст БДП-а у 2026. у априлу је благо снижен у односу на јануар – за по 0,1 п.п., на 2,9%. Кључни ризик по остварење ових пројекција представља очекивани пад екстерне тражње из Немачке и осталих земаља зоне евра у случају да царине након одлагања од 90 дана почну да се спроводе, при чему ефекти на економску активност нису једнозначни по земљама и секторима.¹⁶

Светска банка и ММФ су у априлу знатно ревидирали наниже пројекције раста БДП-а по земљама региона средње и југоисточне Европе, као кључни разлог наводећи повишену глобалну неизвесност услед заокрета у вођењу трговинских политика водећих економија света – САД, Кине и зоне евра. На нивоу региона Западног Балкана, Светска банка је у априлу пројектовала раст БДП-а од 3,2% у 2025. и 3,5% у 2026, што је за 0,5 п.п. и 0,4 п.п. ниже него у јануару, оценивши да су главне препреке бржем привредном расту слаба производна активност у зони евра, која је најважнији трговинских партнер овог региона, као и смањена фискална подршка и политичка неизвесност у појединим земљама.

Графикон V.0.5. Доприноси компонента стопи раста реалног БДП-а у САД (дсз., тромесечно, у п.п.)



Извор: U.S. BEA и прерачун НБС.

Привреда САД је у Т4 забележила раст од 0,6% дсз. (тј. 2,4% прерачунато на годишњи ниво), који је доминантно потекао од повећане потрошње домаћинства, а у мањој мери и веће државне потрошње и нето извоза. У супротном смеру деловало је смањење укупних инвестиција. Посматрано по секторима, остварени раст БДП-а у Т4 дугује се порасту активности у области пословања некретностима, научним и техничким услугама, као и у областима здравства и социјалне заштите. Међутим, у марту је први пут регистрован знатан удео америчких привредника који су изразили забринутост због уведених царина,¹⁷ пре свега у погледу пораста трошкова у производњи. С тим у вези, водећи индекс прерађивачке индустрије *PMI* за САД у марту се спустио у област која указује на контракцију производне активности. У априлу је амерички Биро за економске анализе проценио пад БДП-а у САД од близу 0,1% дсз. у Т1 (тј. 0,3% на годишњем нивоу), који је забележен први пут у протекле готово три године, а који је доминантно последица снажног раста увоза пред увођење царина. У условима повишене неизвесности, нарочито по питању обима, временског

¹⁶ За више детаља видети Осврт 4, на стр. 61.

¹⁷ Према анкети америчких менаџера за набавку коју спроводи *ISM*.

трајања и потенцијалних ефеката рестриктивних трговинских мера, **ФЕД је у марту снизио децембарске пројекције привредног раста САД у 2025. и 2026. години** – респективно за 0,4 п.п., на 1,7%, односно за 0,2 п.п., на 1,8%. Ризици пројекције су оцењени асиметричним наниже, услед слабљења агрегатне тражње више од првобитних очекивања. Тржиште рада у САД показало се релативно отпорним, јер се стопа незапослености током Т1 стабилизовала на око 4,1%.

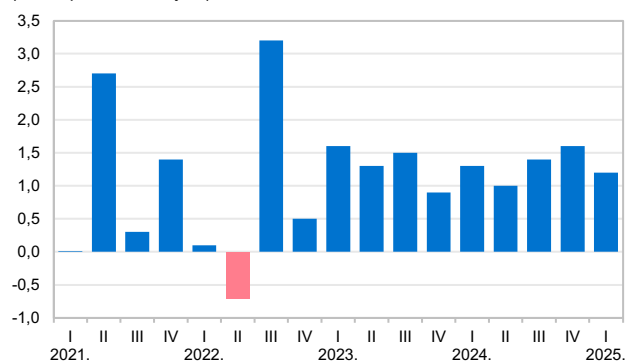
Привреда Кине је у Т1 забележила раст од 1,2% дсз. (тј. 5,4% мг., колико је износио и у Т4 2024), вођен првенствено растом индустријске производње, као и очуваном активношћу у сектору услуга. У Т1 је убрзана извозна активност кинеских компанија како би се предупредили негативни ефекти првобитно најављених а потом и уведених царина од стране САД, који битно нарушавају економске изгледе Кине због ефекта на смањење екстерне тражње у наредном периоду. Зато су кинеске власти у марту усвојиле пакет фискалних и монетарних стимуланса, којима се настоји подстаћи пре свега домаћа тражња. ММФ је у априлу знатно кориговао наниже јануарску пројекцију раста БДП-а Кине у 2025, за 0,6 п.п., на 4,0%, колико је пројектовано и за 2026. годину.

Инфлација

Према пројекцији ММФ-а у априлском извештају *WEO*, глобална инфлација ће опадати нешто споријим темпом него што се очекивало у јануару, на ниво од 4,3% у 2025. и 3,6% у 2026. (наспрам 4,2% и 3,5% у јануарској пројекцији). Иако су се изгледи глобалне инфлације побољшали у протеклом периоду, они се још увек нису вратили на претпандемијске нивое, услед изражене глобалне неизвесности, пре свега по питању директних и индиректних ефеката царина у различитим земљама. За групу развијених земаља ММФ је у априлу ревидирао навише јануарску пројекцију инфлације у 2025. години – за 0,4 п.п., на ниво од 2,5%, док је за групу земаља у успону и развоју ревидирана благо наниже – за 0,1 п.п., на ниво од 5,5%. **ММФ и даље очекује да се инфлација у развијеним земљама раније врати у границе циља него у земљама у успону и развоју.**

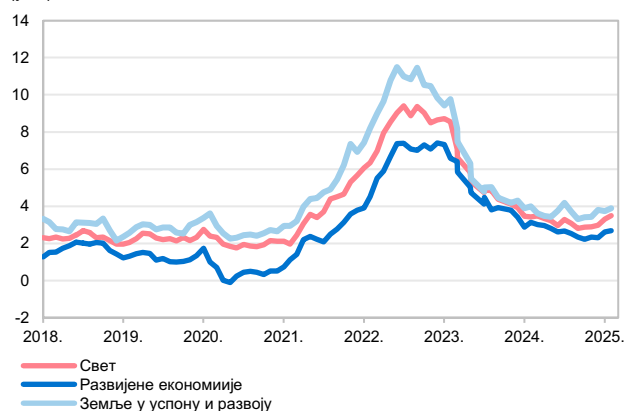
Мг. инфлација у зони евра је, после пораста у јануару, успорила у остатку Т1, и у марту се нашла на нивоу од 2,2%, чему је највише допринео мг. пад цена енергије, који је забележен први пут од новембра прошле године. **Базна инфлација у зони евра такође**

Графикон V.0.6. Динамика раста БДП-а Кине (дсз., тромесечно, у %)



Извор: Национални статистички завод Кине.

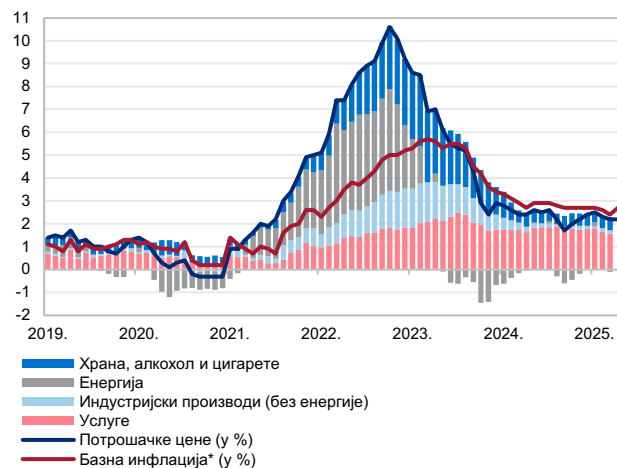
Графикон V.0.7. Динамика укупне инфлације (у %)



Извор: ММФ *WEO* (април 2025).

Напомена: Подаци су агрегирани на узорку од 57 економија, које чине 78% светског БДП-а.

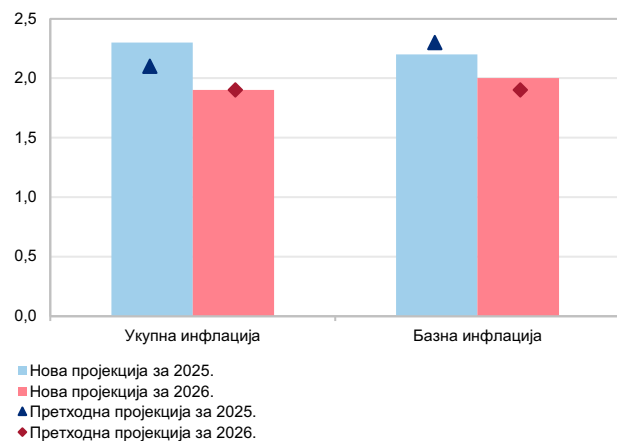
Графикон V.0.8. Допринос компонента хармонизованог ИПЦ-а м.г. инфлацији у зони евра (у п.п.)



Извор: Eurostat и прерачун НБС.

* Хармонизовани ИПЦ по искључењу енергије, хране, алкохола и цигарета.

Графикон V.0.9. Пројекције укупне и базне инфлације у зони евра (у %)



Извор: ЕЦБ (март 2025. и децембар 2024).

Табела V.0.4. Пројекције инфлације по земљама региона средње и југоисточне Европе (у %)

	2025.		2026.	
	Пројекција у априлу	Одступање у односу на јануар	Пројекција у априлу	Одступање у односу на јануар
Пољска	4,2	-0,1	3,3	0,1
Чешка	2,4	0,1	2,2	0,1
Мађарска	4,8	1,0	3,7	0,4
Румунија	4,8	0,4	3,7	0,2
Словачка	4,1	-0,3	3,0	-0,5
Словенија	2,3	0,1	2,1	0,0
Хрватска	3,2	0,2	2,5	0,1
Бугарска	3,6	1,1	2,7	0,3
Албанија	2,5	-0,1	2,7	0,1
Босна и Херцеговина	2,2	0,2	2,0	0,1
Северна Македонија	3,2	0,0	2,4	0,0
Црна Гора	3,4	-0,1	2,9	-0,1

Извор: Consensus Economics (јануар и април 2025).

је успорила током Т1, на ниво од 2,4% м.г. у марту, што је њен најнижи ниво од октобра 2021, по основу успоравања раста цена услуга, док су цене индустријских производа задржале сличну м.г. динамику као у претходном тромесечју. Прехрамбена инфлација у зони евра је, после привременог успоравања у јануару, убрзала м.г. раст у остатку Т1, који се дугује поскупљењу непрерађене хране. Мерења као промена хармонизованог ИПЦ-а, м.г. инфлација у Немачкој успорена је током Т1, на 2,3% у марту, пре свега због м.г. пада цена енергије, док је м.г. инфлација у Италији убрзана на 1,9% у марту, доминантно због пораста цена енергената које нису регулисане. Према прелиминарној процени Eurostat-а, м.г. инфлација је у априлу износила 2,2% у зони евра, 2,1% у Немачкој и 2,0% у Италији.

У односу на децембар, ЕЦБ је у марту подигла пројекцију инфлације у зони евра за 2025. годину – за 0,2 п.п., на ниво од 2,3%, под претпоставком пораста цена нафте и електричне енергије, код којих делује и ефекат ниске базе. Пројекција за 2026. од 1,9% није мењана, док је за 2027. благо снижена – за 0,1 п.п., на ниво од 2,0%. У марту је ЕЦБ пројектовала постепено успоравање базне инфлације у зони евра, најпре на 2,2% у 2025, а затим на 2,0% у 2026. и 1,9% у 2027, првенствено због успоравања раста цена услуга. Иако се плате у одређеним привредним секторима са значајним кашњењем прилагођавају претходно повишеној инфлацији, њихов раст ипак успорава, а европске компаније успевају да нижим оперативним профитима апсорбују део увећаних трошкова рада. ЕЦБ је оценила да већина показатеља инфлације за зону евра указује на њену стабилизацију око циљаног нивоа од испод али близу 2% у средњем року, око којег нивоа се крећу и индикатори дугорочних инфлационих очекивања тржишних учесника. У мартовској пројекцији инфлације за зону евра још увек доминирају ризици навише, по основу могуће ескалације трговинских и геополитичких тензија, пораста цена хране због климатских промена и повећаних издатака европских земаља на одбрану и инфраструктуру, док ризике наниже представљају могући пад извоза из зоне евра због нових царина, као и још увек рестриктивна монетарна политика ЕЦБ-а.

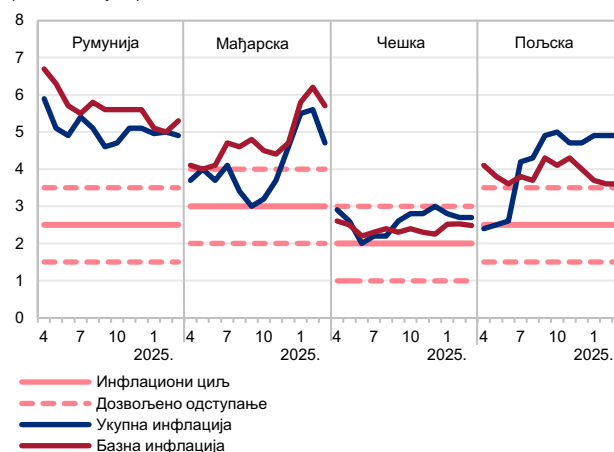
У земљама региона средње и југоисточне Европе м.г. инфлација је успорила у Т1, првенствено због снижених цена енергије. Инфлација у Румунији је снижена на ниво од 4,9% м.г. у марту, око којег се креће од маја прошле године. На истом м.г. нивоу током Т1 кретала се и инфлација у Пољској, у којој је продужено ограничење цена електричне енергије до септембра ове године. Инфлација у Мађарској је

успорена на 4,7% м.г. у марту, чему је, поред нижих цена енергије, допринео и спорији м.г. раст цена услуга и прерађене хране. **Инфлација у Чешкој** је током Т1 наставила кретање у границама циља и у марту је успорена на 2,7% м.г., што је око нивоа који је бележила од септембра 2024. године. С обзиром на то да се заоштравање трговинских тензија на релацији САД–ЕУ одражава и на земље региона, *Consensus Economics* је у априлу подигао јануарску пројекцију просечне годишње инфлације у 2025. за 0,5 п.п., на ниво од 4,1% у групи земаља југоисточне Европе, односно за 0,1 п.п., на ниво од 3,8% у групи земаља средње Европе. За 2026. инфлација је пројектована на 3,2% и 3,0%, респективно, што је за 0,2 п.п. и 0,1 п.п. више него у јануару.

У земљама региона **Западнoг Балкана м.г. инфлација је бележила дивергентна кретања током Т1**. У Босни и Херцеговини м.г. инфлација је порасла на ниво од 3,5% у марту, доминантно због поскупљења хране. Више цене хране су утицале и да м.г. инфлација у **Црној Гори** од 2,6% у марту остане изнад децембарског нивоа. У **Северној Македонији** м.г. инфлација је успорена на 2,7% у марту, по основу споријег м.г. раста цена хране и пића, док се у **Албанији**, после успоравања у јануару и фебруару, у марту вратила на ниво од 2,1%, колико је износила и у децембру.

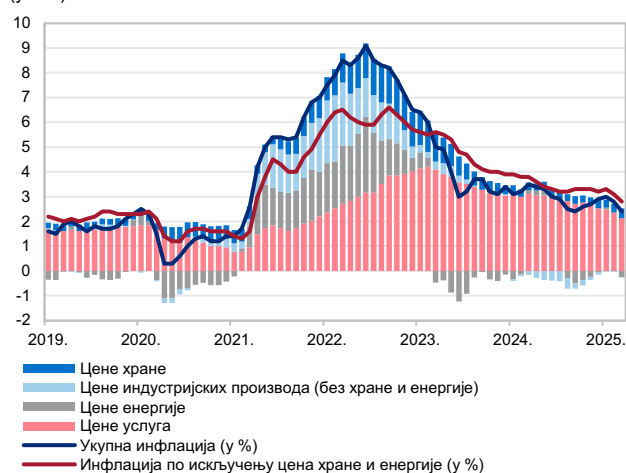
Мерена променом ИПЦ-а, **укупна инфлација у САД** је, после пораста у јануару, у остатку Т1 успорила, и у марту је износила 2,4% м.г. У односу на децембар, у марту је интензивирао м.г. пад цена нафтних деривата и гаса, код којих се испољава и базни ефекат, при чему је током Т1 настављен и пад цена индустријских производа, пре свега половних возила. То је, заједно с даљим успоравањем раста цена услуга, нарочито смештаја и транспорта, допринело спуштању базне инфлације на 2,8% м.г. у марту, што је њен најнижи ниво у протекле четири године. Индекси издатака за личну потрошњу (укупно и по искључењу хране и енергије), као мере инфлације које ФЕД редовно прати, такође су успорили динамику током Т1, и у марту су забележили м.г. раст од 2,3% и 2,6%, респективно. Мартовска пројекција ових мера инфлације у 2025. коригована је навише у односу на децембар, за 0,2 п.п. и 0,3 п.п., на ниво од 2,7% и 2,8%, респективно, највише због неизвесности по питању вођења трговинске политике САД. За наредне две године ФЕД прогнозира снижавање инфлације најпре на 2,2% у 2026, а потом на циљани ниво од 2,0% у 2027. Ризици остварења мартовске пројекције остали су асиметрични навише с обзиром на то да се базна инфлација показала постојаном, а уз то би

Графикон V.0.10. Кретање м.г. инфлације за изабране земље средње и југоисточне Европе у претходној години дана (закључно с мартом 2025) (м.г. стопе, у %)



Извор: централне банке изабраних земаља.

Графикон V.0.11. Допринос компонената ИПЦ-а м.г. инфлацији у САД (у п.п.)



Извор: U.S. Bureau of Labor Statistics и прерачун НБС.

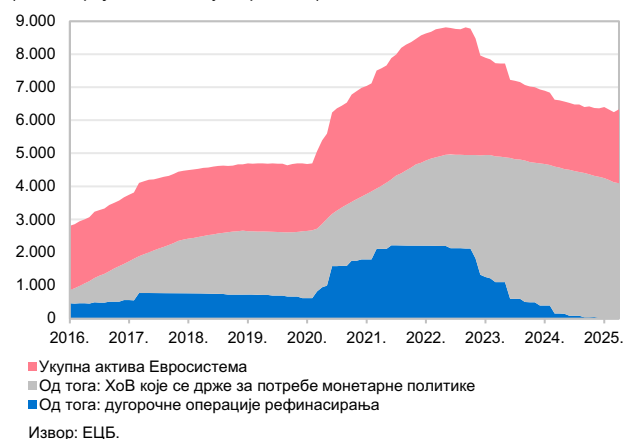
рестриктивне трговинске мере могле изазвати веће инфлаторне притиске од очекивања.

Монетарна политика

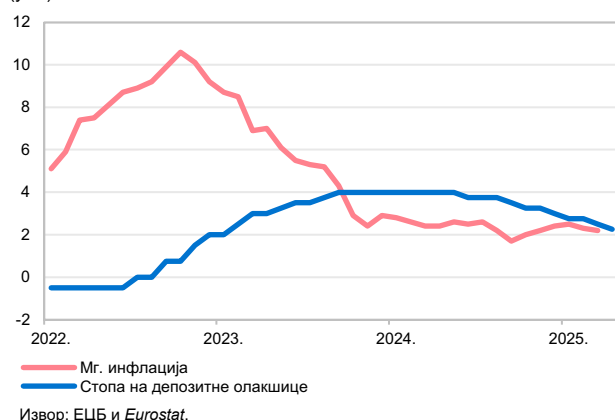
У периоду од претходног извештаја, одлуке централних банака о монетарној политици биле су различите, у зависности од специфичних фактора и процене ефеката ескалације протекционистичких мера и неизвесних трговинских политика водећих економија.

Као што се и очекивало, **ЕЦБ** је у марту и априлу наставила да ублажава монетарну политику, смањујући каматне стопе за по 25 б.п., тако да каматне стопе на депозитне олакшице, на главне операције рефинансирања и на кредитне олакшице износе 2,25%, 2,40% и 2,65%, респективно. Одлучујући да настави са смањењем својих основних каматних стопа, ЕЦБ је истакла да се процес дезинфлације налази на добром путу и да су, у складу са очекивањима, и укупна и базна инфлација смањене у марту. Такође, и инфлација у сектору услуга ублажена је протеклих месеци. Оцењено је да се раст зарада ублажава, а да се утицај и даље повишеног раста зарада на инфлацију делимично апсорбује нижим профитима предузећа. Када је у питању реални сектор, истакнуто је да растуће трговинске тензије погоршавају изгледе за привредни раст зоне евра, а вероватно ће довести и до погоршавања финансијских услова, што ће са своје стране додатно оптеретити изгледе за привредни раст зоне евра. ЕЦБ је истакла да ће и у наредном периоду одлуке о монетарној политици доносити на основу оцено изгледа за инфлацију у светлу економских и финансијских података који буду пристизали, динамике инфлације и јачине трансмисије монетарне политике, без обавезивања на одређену путању референтне каматне стопе. Аналитичари оцењују да је ЕЦБ наставила са смањењем каматних стопа пре свега да би помогла економији зоне евра да превазиђе тешкоће које проузрокују америчке царине, а да ће нижој инфлацији помоћи више фактора, пре свега јачање евра према долару, очекивана нижа цена нафте и очекиване ниже цене кинеских производа на европском тржишту. У складу с тим, аналитичари очекују даље смањење каматних стопа ЕЦБ-а до краја године, процењујући да се оне већ сада налазе близу неутралне зоне, а можда и у њој.

Графикон V.0.12. Консолидовани биланс Евросистема (стање крајем месеца, у млрд EUR)



Графикон V.0.13. Стопа на депозитне олакшице и инфлација у зони евра (у %)

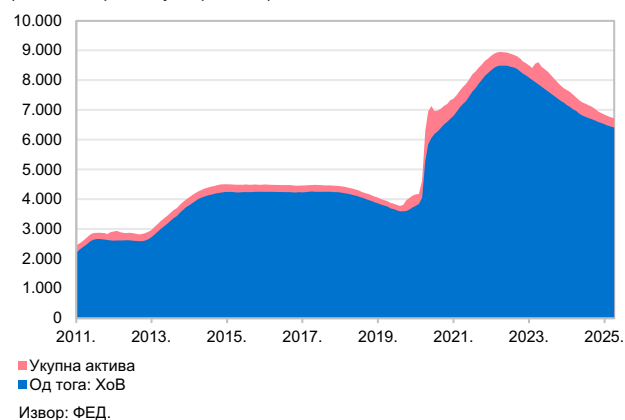


За разлику од ЕЦБ-а, **ФЕД** је у марту задржао референтну каматну стопу на непромењеном нивоу, у распону 4,25–4,50%. Таква одлука је била и очекивана с обзиром на оцено да ће повећане америчке царине

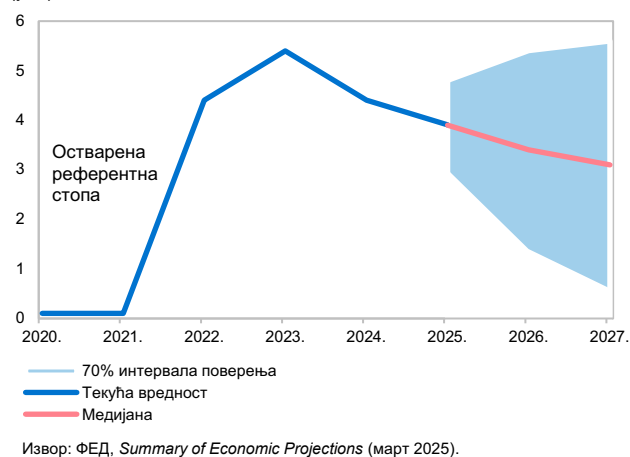
на увоз погурати инфлацију навише, а запосленост наниже, мада је присутна знатна неизвесност у погледу јачине и перзистентности тих ефеката. Истакнуто је да се инфлација креће изнад циља од 2% и да су краткорочна инфлациона очекивања повећана, пре свега због царина, али да су дугорочна инфлациона очекивања конзистентна с циљем за инфлацију од 2%. Иако су своје пројекције инфлације само благо повећали, већина званичника ФЕД-а сматра да су инфлаторни ризици асиметрични навише, а запослености наниже. Истакли су да су њихове одлуке о монетарној политици вођене дуалним мандатом и да је нова администрација у процесу знатних промена у четири области: трговини, политици имиграције, фискалној политици и регулацији. Нето ефекат промена у све четири области још увек је неизвесан, а од пресудне је важности за економију и путању референтне каматне стопе. ФЕД сматра да је у доброј позицији и да не мора да жури с променом монетарне политике, већ да може да сачека нове податке, као и да јасније сагледа изгледе и ризике. Као и у децембру, представници *FOMC*-а очекују да ће до краја ове године још два пута смањити распон референтне стопе (укупно за 50 б.п.), што је двоструко мање него у пројекцији из септембра прошле године.

Централне банке **региона средње и југоисточне Европе** које су у режиму циљања инфлације водиле су опрезну монетарну политику. Након фебруарског смањења за 25 б.п., на 3,75%, свих седам чланова Извршног одбора **централне банке Чешке** гласало је да се не мења висина референтне каматне стопе, што су тржишни учесници и очекивали. Истакнуто је да ће инфлација бити благо изнад циља од 2% током 2025. и да ће се спустити на циљ у 2026. години. Међутим, процена је да инфлаторни ризици и даље постоје и да захтевају наставак благо рестриктивне монетарне политике. Централна банка Пољске није мењала висину референтне стопе, која износи 5,75% од октобра 2023. године. Међутим, у претходном периоду **централна банка Пољске** сигнализирала је да би већ на наредним састанцима референтна каматна стопа могла да буде смањена, што представља заокрет у односу на раније изјаве да током 2025. године вероватно неће бити промена референтне стопе. Ни **централна банка Мађарске** није мењала висину референтне каматне стопе, након смањења у септембру прошле године на 6,5%. Одлуку о даљем смањењу референтне стопе тржишни учесници очекују евентуално тек крајем ове године, имајући у виду да се због виших цена хране и услуга инфлација креће знатно изнад циља централне банке.

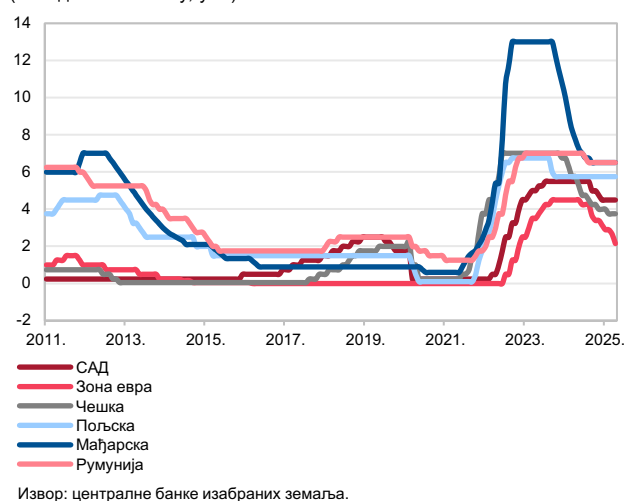
Графикон V.0.14. Укупна актива ФЕД-а
(месечни просек, у млрд USD)



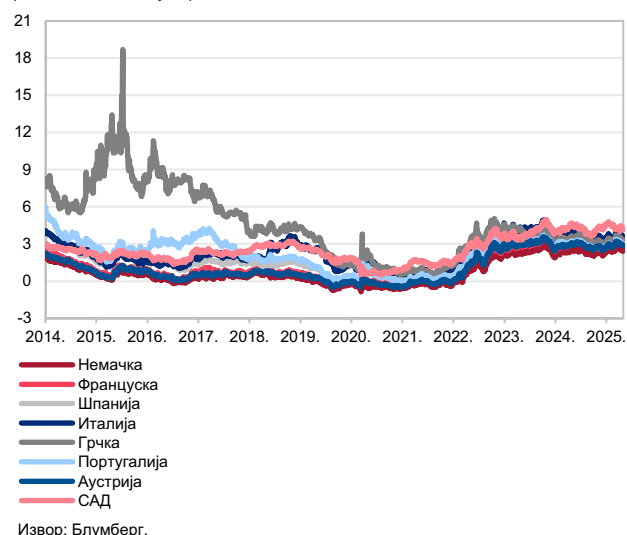
Графикон V.0.15. Неизвесност и ризици пројекције референтне каматне стопе ФЕД-а
(у %)



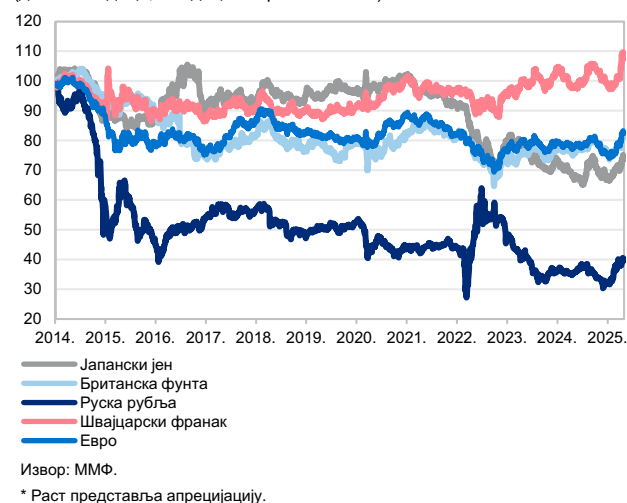
Графикон V.0.16. Кретање референтних стопа по земљама
(на годишњем нивоу, у %)



Графикон V.0.17. Принос на десетогодишње обвезнице земаља зоне евра (дневни подаци, у %)



Графикон V.0.18. Кретање курса одређених националних валута према долару* (дневни подаци, 31. децембар 2013 = 100)



Референтну каматну стопу задржала је непромењеном и **централна банка Румуније**, на нивоу од 6,5%, колико износи од августа 2024. Као главне разлоге за такву одлуку централна банка је истакла неизвесност у погледу кретања цена енергената и хране и глобалне трговинске политике, као и потребу за фискалном консолидацијом.

Финансијска и робна тржишта

Приноси на десетогодишње државне ХоВ развијених европских земаља порасли су током Т1 2025. у просеку за 34 б.п., што је у највећој мери било подстакнуто очекивањима о убрзању економије Немачке, након најављеног плана о знатном повећању државне потрошње и интензивирању инвестиција у оквиру европског система колективне одбране. Насупрот томе, **приноси на десетогодишње државне ХоВ САД** забележили су пад за 36 б.п., на 4,20% у Т1, услед забринутости тржишних учесника због потенцијалног успоравања америчке привреде као последице увођења нових царина од стране САД. У складу с тим, забележено је **јачање евра и већине водећих валута према долару** на међународном финансијском тржишту.

Најављен сет нових царина од стране САД знатно је уздрмао финансијска тржишта, о чему сведочи раст индекса **имплицитне мере волатилности берзе (VIX)** током Т1 2025. године, који је након одговора Кине о увођењу контрамера на царине САД од 4. априла, достигла своју највишу вредност у протеклих пет година (52,3 на дан 8. априла, у поређењу са 17,4, колико је износио крајем 2024). Најављене контрамере Кине довеле су до нагле продаје акција, услед чега је 4. априла индекс *S&P500* забележио највећи дневни пад од 2020. године (5,97%). Истовремено дошло је до рекордног тродневног раста приноса на десетогодишње америчке обвезнице од 2001. године, које су у току дана 9. априла достигле ниво од 4,51%. Услед повећане забринутости, инвеститори су преусмерили финансијска средства ка сигурнијој активи: злату и другим валутама сигурног уточишта као што је јапански јен и швајцарски франак. Неизвесност тржишних актера око даљег тока трговинског рата огледа се и у расту индекса неизвесности у спољнотрговинској политици (*TPU – Trade Policy Uncertainty Index*)¹⁸, који мери учесталост заједничког појављивања термина трговинске политике и неизвесности у вестима и чланцима, и који

¹⁸ Caldara, Dario, Matteo Iacoviello, Patrick Molligo, Andrea Prestipino, and Andrea Raffo (2020), "The Economic Effects of Trade Policy Uncertainty", *Journal of Monetary Economics*, 109, 38–59.

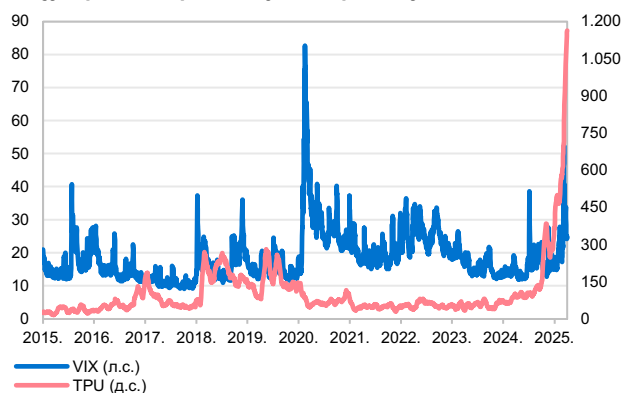
је у априлу забележио рекордно високе нивое од 2015, од када су подаци доступни. То је за последицу имало и погоршање глобалних финансијских услова.

Након пометње на финансијским тржиштима у САД, уведена је деведесетодневна пауза на примену царина, што је довело до њихове тренутне стабилизације и пада стопе приноса на десетогодишње америчке обвезнице за око 20 б.п. Међутим, и даље је присутна неизвесност око даљег тока мера трговинског рата, као и у погледу његових потенцијалних последица у виду убрзавања инфлације и успоравања економске активности. Самим тим, отежана је процена динамике монетарних политика водећих централних банака у наредном периоду.

Светска цена злата наставила је да се креће узлазном путањом током Т1 и крајем марта је износила 3.115 долара по унци, што је за 19,4% више него на крају 2024. и уједно њен највиши ниво од када постоје упоредиви подаци. Раст цене злата подстакнут је појачаном тражњом за сигурном активом услед јачања трговинског протекционизма и геополитичких тензија на глобалном нивоу, падом вредности долара и повећаном куповином злата од стране централне банке Кине. Под утицајем истих фактора, цена злата је додатно повећана у априлу, на око 3.300 долара по унци крајем месеца.

Након што је умерено повећана почетком године, због смањених залиха у САД и новог пакета санкција који се односи на руски енергетски сектор, **светска цена нафте типа брент** кретала се доминантно **силазном путањом до краја Т1** и у просеку је износила око 76 долара по барелу. Пад светске цене нафте настављен је у априлу, при чему је средином месеца она износила око 63 долара по барелу, што је њен најнижи ниво у претходне четири године. Пад цене нафте првенствено је вођен очекивањима о успоравању глобалног привредног раста због ескалације трговинских тензија, започетим разговорима између САД и Русије о окончању сукоба у Украјини, повећаном понудом земаља које нису чланице ОПЕКС+, као и одлуком ове организације о постепеном повећању производње од априла. Према оценама релевантних институција, понуда нафте ће у наредном периоду премашити тражњу, због чега Америчка енергетска информативна агенција (EIA) очекује пад цене нафте на око 64 и 60 долара по барелу на крају 2025. и 2026, респективно. Пад цене нафте у 2025. очекује и *Consensus Economics*, тако да се крајем године спусти на ниво од око 68 долара по барелу, након чега ће се кретати на сличном нивоу током

Графикон V.0.19. Мере волатилности и неизвесности на међународном финансијском тржишту*



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

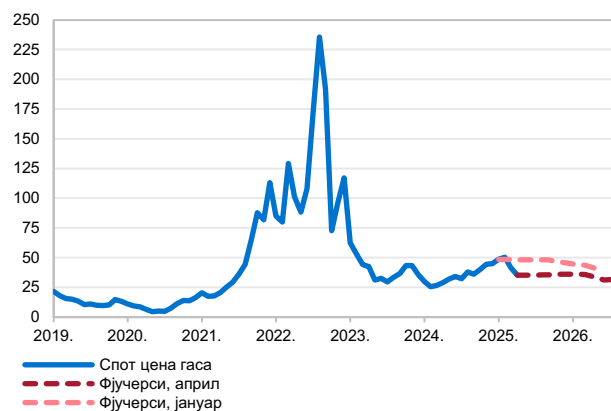
* VIX (Chicago Board Options Exchange Market Volatility Index) мера је имплицитне волатилности S&P 500 индекса опција; TPU (Trade Policy Uncertainty Index) је индекс неизвесности у спољнотрговинској политици.

Графикон V.0.20. Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент (USD/барел)



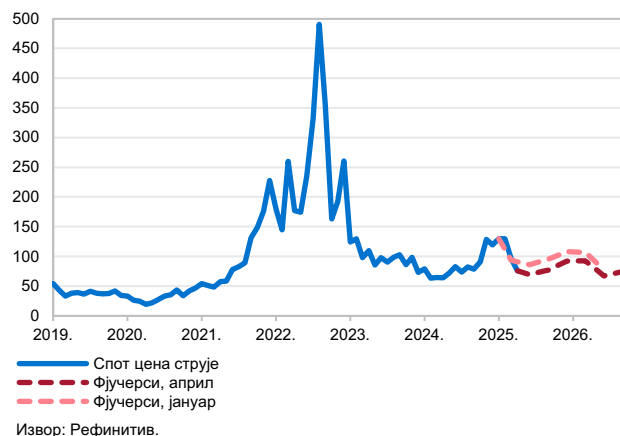
Извор: Блумберг.

Графикон V.0.21. Европска цена природног гаса (EUR/MWh)



Извор: Рефинитив.

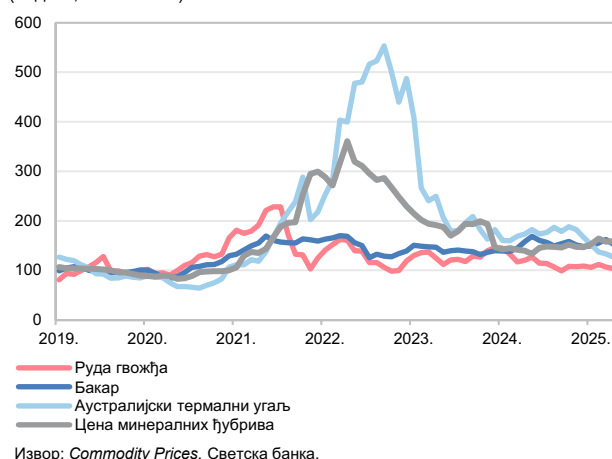
Графикон V.0.22. Европска цена струје (EUR/MWh)



2026. Према нашој пројекцији, која је заснована на тржишним фјучерсима, цена нафте ће се кретати силазном путањом до краја године, тако да ће у децембру износити око 64 долара по барелу у просеку, након чега ће се на сличном нивоу кретати и током 2026. године.

Реперна цена природног гаса за Европу на холандском чворишту TTF наставила је да се креће узлазном путањом у јануару и фебруару, услед повећане тражње због хладнијег времена, ниског нивоа залиха и мање понуде из Русије након истека споразума о транзиту гаса кроз Украјину крајем 2024. године. Након тога, цена гаса је сезонски уобичајено смањена у марту и априлу, под утицајем мање тражње због топлијег времена. Цена гаса је у T1 у просеку износила 47 евра по мегават-сату (еквивалентно цени од око 535 долара за хиљаду кубних метара),¹⁹ што је за 8,8% више него у T4, док је у априлу смањена на око 35 евра по мегават-сату, у просеку. На основу тржишних фјучерса, очекујемо да се цена природног гаса до краја године задржи на сличном нивоу, тако да у децембру она износи око 36 евра по мегават-сату у просеку, а затим да током 2026. забележи благи пад, тако да крајем године износи око 33 евра по мегават-сату. *Consensus Economics* очекује да цена природног гаса буде на нешто вишем нивоу, тако да крајем 2025. и 2026. износи око 40 и 35 евра по мегават-сату, респективно.

Графикон V.0.23. Цене изабраних производа на светском тржишту (индекс, 2019 = 100)



Реперна цена електричне енергије за Европу (на немачкој берзи) пратила је динамiku цене гаса и у T1 је у просеку износила око 120 евра по мегават-сату, што је за 8,1% више него у T4, док је у априлу смањена на око 76 евра по мегават-сату, у просеку. Сличну путању имала је и цена електричне енергије на мађарској берзи, с тим да је била за око 10 евра по мегават-сату виша него на немачкој берзи. Према тржишним фјучерсима, цена електричне енергије кретаће се силазном путањом у наредном периоду, тако да ће крајем јуна износити око 70 евра по мегават-сату, након чега ће се, сезонски уобичајено, повећати на око 92 евра по мегават-сату крајем децембра, а слично кретање очекујемо и у 2026. години.

Под утицајем раста понуде водећих светских произвођача, пре свега Кине и Индонезије, као и повећаних залиха, **цена термалног угља** наставила је да се креће силазном путањом у T1, а пад је

¹⁹ Цена исказана у доларима за хиљаду кубних метара гаса обрачуната је на основу производа цене гаса изражене у еврима по мегават-сату, курса евра према долару и одговарајућег коефицијента ($10,55 \text{ MWh} \equiv 1.000 \text{ m}^3$).

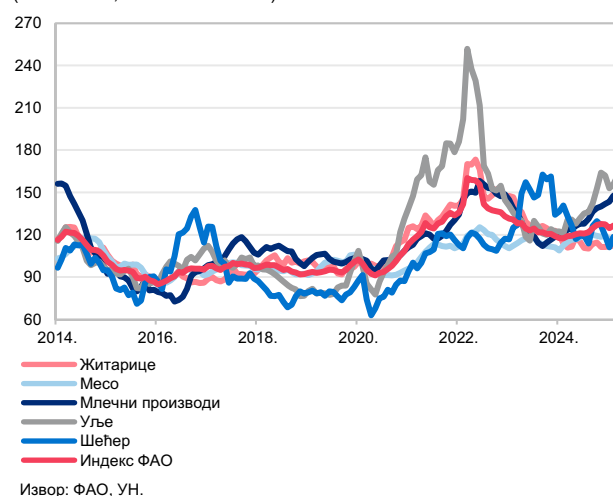
настављен и у априлу, када је она у просеку износила око 100 долара по тони, што је за 24,0% ниже него у децембру и уједно њен најнижи ниво у претходне четири године. *Consensus Economics* очекује умерени раст цене угља до краја године, након чега ће у 2026. бити смањена, тако да крајем године буде нижа за 2,3% него на крају 2025. године.

Кретање светских цена минералних ђубрива током Т1 првенствено је било опредељено кретањем цене природног гаса, тако да су након раста у јануару и фебруару оне смањене у марту. И поред тога, цене минералних ђубрива на светском тржишту у марту су биле више за 7,3% него у децембру, на шта се у највећој мери одразио раст цена калијум-хлорида (15,0%) и урее (12,1%).

Светске цене већине метала и минерала кретале су се узлазном путањом током Т1, првенствено под утицајем повећане тражње тржишних учесника пре очекиваног раста цена услед најављених царина на ове производе. Насупрот томе, цене већине метала и минерала смањене су у априлу, услед забринутости око успоравања тражње у наредном периоду, изазване повећањем царина и трговинских баријера на глобалном нивоу. *Consensus Economics* очекује умерени пад цена метала у наредном периоду, при чему ће индекс светских цена основних метала на крају децембра бити нижи за 1,2% него на крају 2024. године, а за готово исто толико и у 2026. години.

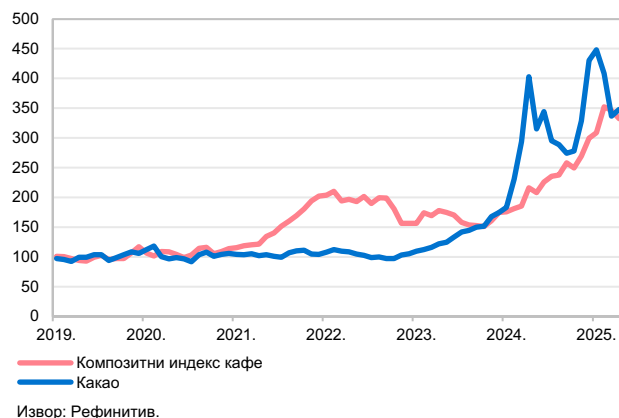
Светске цене хране, мерене индексом ФАО, смањене су у јануару, након чега су се кретале узлазном путањом до краја Т1, тако да су у марту биле готово непромењене у односу на децембар, док су м.г. посматрано више за 6,8%. Током Т1 смањене су цене шећера (2,0%), цене житарица (1,5%), као и цене меса (1,4%). Насупрот томе, у марту су цене млечних производа биле више за 4,8% него у децембру, док су цене биљних уља остале на готово непромењеном нивоу. Раст цена хране настављен је у априлу, при чему је индекс ФАО био за 1,0% виши него у априлу. Поред тога, **светска цена кафе** кретала се узлазном путањом до средине фебруара, када је достигла свој рекордан ниво, након чега се до краја Т1 кретала доминантно силазном путањом, али је и поред тога композитни индекс кафе, који објављује Светска организација кафе, крајем марта био за 12,5% виши него на крају децембра. **Цена какаоа** се доминантно

Графикон V.0.24. **Индекс светских цена хране** (номинално, 2014–2016 = 100)



²⁰ Овај индекс је израчунао *The Economist*, а учешћа појединачних метала добијена су на бази њиховог учешћа у светској трговини металима: руда гвожђа (49,3%), бакар (21,7%), алуминијум (14,8%), сребро (6,4%), цинк (3,4%), никл (2,9%), олово (1,5%).

Графикон V.0.25. **Цене кафе и какаоа на светском тржишту**
(индекс, 2019 = 100)



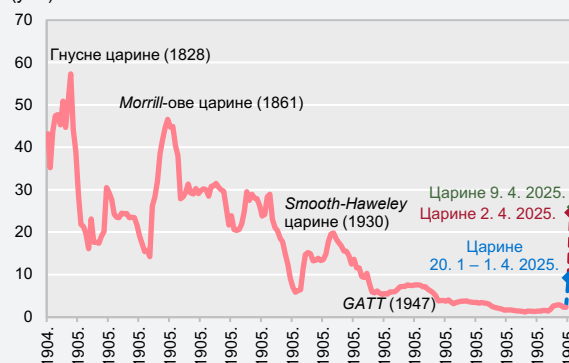
кретала силазном путањом у Т1 и крајем марта је била за 27,4% нижа него на крају децембра. Забринутост због неповољних временских услова у земљама које су водећи светски произвођачи утицала је на раст цена кафе и какаоа у априлу, тако да је крајем месеца композитни индекс кафе био за 6,2% виши него на крају марта, док је цена какаоа у истом периоду повећана за 8,1%.

Неповољне временске прилике у главним производним регијама северне и јужне хемисфере одразиле су се на **раст светских цена примарних пољопривредних производа (пшенице, кукуруза и соје)** током јануара и фебруара. Насупрот томе, оне су смањене у марту и априлу, пре свега због појачане неизвесности у вези с јачањем протекционизма на глобалном нивоу и по том основу изгледа за глобални привредни раст. Према нашој пројекцији, која је заснована на тржишним фјучерсима, цене примарних пољопривредних производа наставиће да се благо повећавају у наредном периоду, тако да би крајем 2025. требало да буду за 3,0% више него на крају 2024, док би крајем 2026. требало да буду више за 4,1% него крајем 2025. године.

Осврт 3: Степен отпорности региона средње и југоисточне Европе на увођење нових царина и других протекционистичких мера

Поред већ присутних геополитичких тензија, у протеклим месецима знатно су заоштрене трговинске тензије, посебно након што је актуелна америчка администрација почетком априла објавила нове царинске стопе према економским регионима и земљама с којима САД остварује дефицит у трговинској размени. Међутим, примена нових царинских стопа одложена је за 90 дана за скоро све земље (изузев Кине), због снажне негативне реакције на међународном финансијском тржишту, пре свега у виду глобалне распродаје активе и губитка на тржишту капитала (који је у рангу губитка забележеног током глобалне финансијске кризе 2008, али нижи него по избијању пандемије вируса корона), изражене волатилности на светским берзама и пада вредности долара. У међувремену, универзална царинска стопа од минимум 10% на увоз из свих земаља остаје на снази, док је за Кину повећана са иницијална 34% на ефективних 115% и примењује се без одлагања, на шта је Кина одговорила царинском стопом од 146%, што показује да се драстичне трговинске мере доминантно уводе на релацији између САД и Кине као главних конкурентата на светском тржишту.

Графикон О.3.1. **Царинске стопе САД на целокупан увоз** (у %)



Извор: ММФ WEO, април 2025.

Када се узму у обзир различите царинске стопе које се примењују на разне категорије робе, структура увоза, као и изузеци од царина, добија се просечна ефективна царинска стопа од 25% коју су на укупан светски увоз САД одредиле средином априла. Одлагање за 90 дана требало би да омогући земљама које су на мети рестриктивних трговинских мера да преговарају са САД о новим трговинским условима и потенцијално избегну примену виших царинских стопа по истеку рока. И поред одлагања, царине на увоз у САД повећане су почетком априла на ниво који није виђен од 1930-их година, када је вођен последњи глобални трговински рат. Њихово повећање изазвало је контрареакцију многих погођених земаља, што додатно подгрева трговинске тензије на глобалном плану.

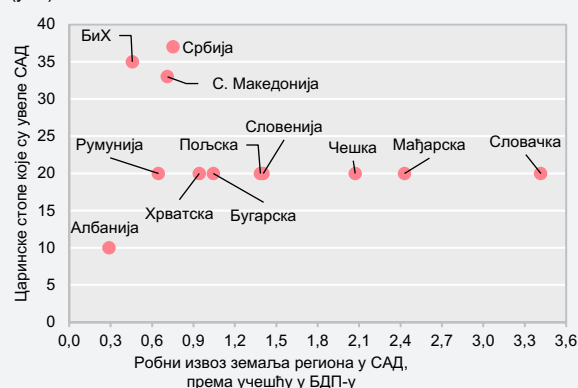
Економисти се слажу у оцени да ће се царине, квоте и дуге протекционистичке мере овог обима негативно одразити на макроекономска кретања и у земљама према којима су уведене и у земљама које такве мере уводе. Према оцени ММФ-а у априлском издању извештаја WEO, **земље које уводе царине суочавају се с негативним шоком на страни понуде**, што утиче на пораст јединичних трошкова рада и смањење продуктивности, док се **земље којима се царине уводе суочавају с негативним шоком на страни тражње**, јер се смањује екстерна тражња и конкурентност, што ствара дезинфлаторне притиске. **У оба случаја расте неизвесност по питању трговинске размене**, пошто привреда и домаћинства реагују одлагањем инвестиција и потрошње, а овај ефекат може бити појачан строжим финансијским условима и повећаном волатилношћу девизног курса. Царине су у суштини порез за потрошаче и највише забрињава то што ће утицати на успоравање привредног раста, јер проузрокују поремећаје у трговинским токовима, ланцима снабдевања, чине неизвесним одлуке о потрошњи и инвестицијама, и доводе коначно до структурне неравнотеже у глобалној економији. Евидентно је да ће различите земље и региони бити различито погођени уведеним царинама, било директно или индиректно. Притом, протекционистичке мере ће изазвати преусмеравање трговинских токова не само по регионима и земљама већ и по привредним секторима, где би неки могли бити преплављени увозом јефтине робе, а други изложени нестацицама производа.

Поставља се питање како ће се нове протекционистичке мере одразити на регион средње и југоисточне Европе, укључујући Србију. Економска теорија сугерише да увођење царина на извоз других земаља уобичајено смањује укупни извоз, који, заједно са инвестицијама, представља кључан фактор одрживог привредног раста, посебно у мање развијеним економијама и већини земаља у успону и развоју. Ипак, водећи аналитичари *ING-a*, *ERSTE Group-e*, *OMFIF-a* и других релевантних организација сагласни су у оцени да су директни ефекти новоуведених царинских стопа на укупну економску активност региона средње и југоисточне Европе ограниченог димензиона, имајући у виду скроман робни извоз земаља региона у САД, мерено учешћем у БДП-у ових земаља. Према подацима *Eurostat-a* за 2024. годину, робни извоз Словачке, Мађарске и Чешке на америчко тржиште чинио је 2–4% БДП-а, робни извоз Словеније, Пољске и Бугарске свега 1–1,5% БДП-а, док је робни извоз балканских земаља у САД чинио мање од 1,0% БДП-а (Графикон О.3.2). Ови подаци показују да су и балканске земље у ограниченој мери изложене директним негативним ефектима уведених царина, иако су САД највише реципрочне царинске стопе одредиле према Србији (37%), Босни и Херцеговини (35%) и Северној Македонији (33%).

Иако је директна трговинска изложеност земаља региона према САД релативно ограничена, постоји и индиректна изложеност преко економске активности зоне евра, а нарочито Немачке, с којом земље региона остварују снажне трговинске и финансијске везе. С обзиром на извозну оријентацију земаља региона ка Немачкој и остатку зоне евра, нове царинске стопе од 20% које су САД увеле на целокупан извоз робе пореклом из ЕУ могу произвести индиректне негативне ефекте на макроекономска кретања у земљама региона. То се пре свега односи на потенцијално слабење тражње из зоне евра, посебно Немачке, за производима земаља региона услед поскупљења производа који су намењени америчком тржишту, што за последицу може имати смањење укупног робног извоза и по том основу укупне економске активности.

Поред укупне изложености региона екстерној тражњи у САД, важно је сагледати и њену секторску структуру, с посебним акцентом на металуршку, аутомобилску, електронску, фармацеутску, хемијску и дрвну индустрију, на чији увоз у САД је уведена додатна царинска стопа од 25%.¹ Доступни подаци *OECD-a* омогућавају процену степена изложености појединих сектора тако што се посматра удео додате вредности у индустријским производима намењеним финалној тражњи из САД у односу на укупну додату вредност извоза одговарајућег сектора индустрије. Према том критеријуму, најнижи ниво изложености забележен је у секторима индустрије Румуније, Бугарске и Пољске, где се учешће додате вредности у производима намењеним америчком тржишту креће испод 5% или око те вредности, док су нешто више изложене Чешка, Мађарска, Словачка, Словенија и Хрватска по основу индустрије основних метала и металних производа (5–6%) и хемијских производа (6–7%), што се уочава на Графикону О.3.3. Највећи степен секторске изложености према САД евидентиран је у извозу индустрије електричне опреме у Мађарској (10%), индустрији моторних возила и транспортне опреме у Словачкој (11%), као и у фармацеутској индустрији у Хрватској (готово 8%) и Словенији (око 16%). Генерално, већина индустријских сектора у региону има релативно ниску до умерену зависност од финалне тражње из САД, највише захваљујући диверсификованој извозној структури по географским тржиштима. То даље значи да потенцијалне трговинске рестрикције и последично смањење екстерне тражње не би требало да имају значајније последице на индустријску производњу и укупну

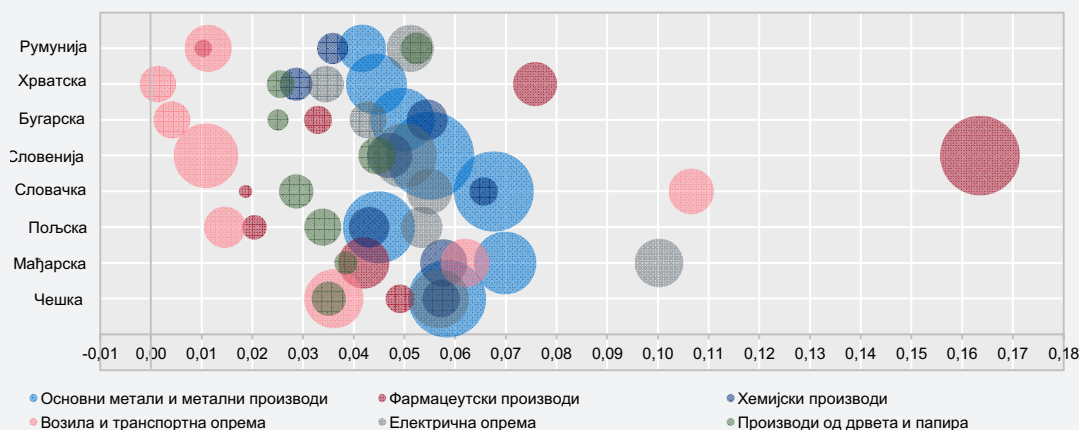
Графикон О.3.2. Утицај уведених царина од стране САД на извоз земаља региона средње и југоисточне Европе у САД (у %)



Извор: *Eurostat* и прерачун НБС.

¹ Од примене царина у међувремену су изузете категорије производа које су од кључне важности за америчку индустрију, као што су поједини фармацеутски производи, полупроводници, енергенти и одређени минерали, а накнадно су у ову групу производа додати и мобилни телефони и лаптопови, као и други електронских уређаји.

Графикон О.3.3. Додата вредност извоза по секторима индустрије у финалној тражњи из САД (удео у додатној вредности по секторима индустрије, у %)

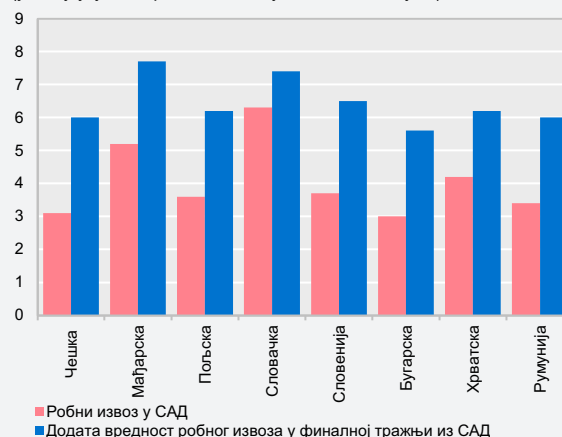


Напомена: Подаци су расположиви закључно са 2020. годином. Величина круга одражава удео додатне вредности појединачног сектора индустрије у бруто додатној вредности целе индустрије.
Извор: TIVA, база података OECD-а, и прерачун НБС.

економску активност унутар региона, са изузетком неколико сектора индустрије, као што су индустрија електричне опреме, возила и фармацеутских производа, које су у већој мери извозно оријентисане ка САД.

Свакако да је индиректан ефекат на земље региона по основу раста царина САД већи него што је директан робни извоз овог региона на америчко тржиште, јер интеграцијом у европске и глобалне производне ланце, као што је производња компонента за аутомобиле у Словачкој, које Немачка потом извози у САД, извоз ових земаља индиректно учествује у америчкој финалној потрошњи. Међутим, и када се процени тај индиректни утицај (мерено додатом вредношћу извоза по секторима индустрије), уочава се да допринос извоза из региона у задовољавању финалне тражње из САД чини између 6% и 8% од укупног робног извоза земаља региона (Графикон О.3.4), што је и даље релативно скромно. На основу претходне анализе може се закључити да је директна изложеност региона средње и југоисточне Европе по основу робног извоза на тржиште САД релативно ограничена, док је индиректна изложеност преко Немачке и других земаља зоне евра ниска до умерена, са изузетком неколико индустријских сектора који су у већој мери везани за америчко тржиште.

Графикон О.3.4. Додата вредност у робном извозу земаља региона на тржиште САД (удео у укупном робном извозу по земљама, у %)



Напомена: Показатељи се односе на 2020. годину, с којом се завршава расположива серија података.
Извор: TIVA, база података OECD-а, и прерачун НБС.

Актуелни трговински шок изазван новим царинама не би требало да произведе већи негативан утицај на макроекономска кретања унутар овог региона путем канала извоза, бар не у мери у којој се очекује у другим регионима света. Када су у питању други канали, могући су ефекти путем:

– **увозне инфлације**, јер би царине на увоз пре свега могле да повећају цене увозне робе и инпута, као и цене оних домаћих производа који у великој мери садрже компоненте из увоза, али треба имати у виду да би ти ценовни притисци вероватно били привременог карактера;

– **перципиране инфлације и поверења потрошача**, јер у случају када потрошачи очекују раст цена, чак и онда када нема реалног поскупљења производа, смањује се текућа потрошња и повећава се штедња из предострожности, што може ослабити привредни раст;

– **СДИ**, јер би трајне царине представљале значајну препреку за реализацију нових улагања и довеле до повлачења иностраних инвеститора из региона и измештања производних капацитета у САД или земље које су мање погођене;

– **инвестиција из Кине**, јер би знатније повлачење европских инвестиција из региона могло бити компензовано порастом улагања кинеских компанија, што би у кратком року пружио позитиван стимуланс привредном расту, али би у средњем року повећало геополитичке и трговинске тензије на релацији ЕУ–Кина и негативно утицало на економских положај земаља региона.

Дакле, иако су ефекти трговинских тензија на релацији САД–ЕУ на регион путем канала извоза примарни, потребно је пажљиво пратити и инфлациона очекивања и поверење потрошача, инвестиционе токове, као и геополитичке последице алтернативних извора финансирања земаља. **Ови секундарни канали могу имати скривени, али трајнији утицај на економску динамику региона, посебно у средњем року. Такође, регион средње и југоисточне Европе индиректно је изложен и глобалним финансијским условима, пре свега условима финансирања у зони евра**, који би услед раста неизвесности могли бити пооштрени, с тим да би то заоштравање вероватно било блажег интензитета него у другим деловима света, чему би требало да допринесе и даље ублажавање монетарне политике ЕЦБ-а. Генерално, **степен отпорности региона на царине и друге протекционистичке мере није једнозначан нити једнако изражен у свим земљама региона и секторима индустрије**. Иако је тешко унапред поуздано квантификовати утицај рестриктивних трговинских мера на дугорочни привредни раст у земљама региона, било би погрешно потценити секундарне ефекте и ризике који произилазе из таквих мера. У том контексту, председница ЕЦБ-а Кристин Лагард у обраћању пред Европским парламентом изнела је у марту² процену да би једнострано увођење америчких царина могло смањити раст БДП-а зоне евра за 0,3 п.п. у првој години, док би у случају реципрочних мера ЕУ то смањење могло достићи и 0,5 п.п., што би се засигурно негативно одразило и на привредни раст у свим земљама региона средње и југоисточне Европе.

² <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2025/html/ecb.sp250320-6c2889bbd3.en.html>.

Интерне претпоставке

Када су у питању **примарни пољопривредни производи**, наше претпоставке из претходног Извештаја о инфлацији нису се знатније промениле. Очекујемо умерен раст тих цена на домаћем тржишту, који ће се кретати у распону од 2,7% до 3,3% ове и наредне две године (Т4 на Т4). Благи раст цена примарних пољопривредних производа очекује се и на светском тржишту. У недостатку информација на почетку године, претпостављамо да ће овогодишња домаћа пољопривредна производња бити на нивоу вишегодишњег просека, што значи да ће бити већа за око 8% у односу на прошлогодишњу производњу, која је била лошија због високих температура и суше. Поменути раст производње требало би да резултира позитивним доприносом пољопривреде БДП-у и да добром понудом ограничи знатнији раст цена примарних пољопривредних производа. Ефекти модернизације опреме и већа примена агротехничких мера, између осталог и захваљујући повећаним државним субвенцијама пољопривреди, треба да допринесу благом расту пољопривредне производње и у 2026. години и мањој изложености пољопривреде утицају неповољних климатских фактора.

Након 4,2% у 2024. години, процењујемо да ће **раст регулисаних цена** и даље бити умерен, од нешто преко 5% ове и наредне године, чему највећи допринос треба да пружи раст цена цигарета и комуналних услуга.

Када је реч о факторима који утичу на домаћу потрошњу, очекујемо да ће зараде и даље бити кључан извор потрошачке тражње, пре свега по основу даљег раста плата у јавном и приватном сектору, раста минималне цене рада (13,7% у 2025), као и пројектованог наставка раста запослености. Међутим, очекујемо да ће у складу с нижим стопама инфлације ослабити притисак у правцу већег раста зарада. Зато претпостављамо да ће реални раст зарада током хоризонта пројекције бити успорен и да ће, након 9% прошле године, у овој години износити око 5,5%, а у наредној години око 3%. Пројектовани раст плата у приватном сектору, у складу с растом БДП-а и запослености, тј. продуктивности, уз задржавање издатака за запослене у јавном сектору испод границе дефинисане фискалним правилима, неће изазвати веће инфлаторне притиске.

Подршку расту потрошачке тражње пружиће и дознаке из иностранства, чији прилив за ову годину пројектујемо на нешто већем нивоу (око 4,6 млрд евра нето) него што је био прошле године (4,5 млрд евра

Графикон V.0.26. Претпоставка о кретању цена примарних пољопривредних производа* (Т4 2013 = 100)



Извор: Продуктна берза у Новом Саду, CBOT, Euronext и прерачун НБС.
* Мерено композитним индексом цена пшенице, кукуруза и соје.

нето). У правцу већег расположивог дохотка за потрошњу већ се одражавају попуштање кредитних стандарда и ниже каматне стопе и за динарско задуживање, и за задуживање у евро знаку, захваљујући ублажавању монетарне политике Народне банке Србије и ЕЦБ-а. У складу с тим, наставак раста кредитне активности очекујемо и у наредном периоду.

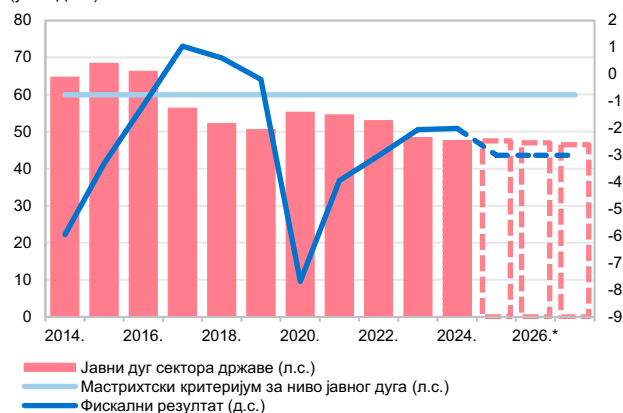
Поводом санкција америчке администрације НИС-у због већинског руског власништва, у нашем основном сценарију за пројекцију инфлације и БДП-а претпоставили смо да ће оне бити одложене до проналажења финалног решења. То је и потврђено додатним продужењем рока одлагања примене санкција за два месеца, тј. до 27. јуна. Такође, узели смо у обзир и да Србија има довољно резерви нафте и нафтних деривата за три месеца, које се могу искористити у случају било каквог потенцијалног проблема са увозом сирове нафте и њеном прерадом.

Када је реч о фискалним резултатима, у Т1 2025. године забележен је фискални дефицит сектора државе од 28,6 млрд динара ($-1,2\%$ БДП-а), док је суфицит примарног биланса износио 24,2 млрд динара ($1,0\%$ БДП-а).

Приходи буџета повећани су за $0,3\%$, реално посматрано, у Т1 2025. у поређењу са истим периодом претходне године, вођени растом прихода на доходак грађана и прихода од ПДВ-а. **Расходи буџета** забележили су реални раст од $1,3\%$, у највећој мери вођен повећањем зарада у јавном сектору и пензија.

У складу са **средњорочним фискалним оквиром Ревидиране Фискалне стратегије за 2025. са пројекцијама за 2026. и 2027. годину**, у наредном периоду очекује се одржавање благо експанзивног карактера фискалне политике, по основу даљег инвестирања у инфраструктуру у оквиру програма „Скок у будућност – Србија Експо 2027”, али не у мери у којој би то нарушило стабилну опадајућу путању учешћа јавног дуга у БДП-у. Учешће јавног дуга сектора државе у БДП-у износило је $44,3\%$ у марту 2025. Стање јавног дуга, номинално посматрано, повећано је у односу на крај 2024, пре свега по основу рекордне продаје десетипогодишњих динарских обвезница на јануарској аукцији, уз додатну продају на реотварању аукције у марту, док је у смеру смањења стања деловало смањење дуга у доларима, услед слабљења долара, и доспеће претходно емитованих ХоВ у динарима и еврима.

Графикон V.0.27. **Фискални резултат и јавни дуг сектора државе**
(у % БДП-а)



Извор: Министарство финансија.

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

Осврт 4: Мастрихтски дуг Србије: теоријски оквир, динамика и структура

У овом осврту анализирали смо мастрихтски дуг Србије, тј. дуг сектора опште државе по критеријумима из Мастрихта. Циљ осврта је да се представи мастрихтски дуг, упореди се с јавним дугом по нашој националној методологији и анализира његова динамика и структура, уз поређење са одабраним земљама средње, источне и југоисточне Европе.

Дефиниција мастрихтског дуга и поређење с дугом по националној методологији

Мастрихтски дуг представља номиналну вредност консолидованог бруто дуга опште државе на одређени дан, тј. обухвата укупне обавезе према домаћим и страним повериоцима, при чему се искључују међусобне обавезе и потраживања између институционалних јединица разврстаних у сектор опште државе.

Постоји неколико разлика између дуга по националној дефиницији (који у својим месечним и тромесечним извештајима објављује Управа за јавни дуг) и мастрихтског дуга (Табела О.4.1) и тичу се обухвата финансијских инструмената, обухвата институционалних сектора, консолидовања дуга и обухвата кредита које је гарантовала држава. Поред тога, разлика постоји и при обрачуну учешћа дуга у БДП-у с обзиром на то да се код мастрихтског дуга користи сума БДП-а оствареног у претходна четири тромесечја, а према националној дефиницији БДП остварен или пројектован у календарској години.

Табела О.4.1. Методолошке разлике мастрихтског дуга и дуга по националној методологији

	Мастрихтски дуг	Дуг по националној методологији
Обухват финансијских инструмената	ХоВ, примљени кредити и депозити	ХоВ и примљени кредити
Обухват институционалних сектора	Све институционалне јединице које припадају сектору централне државе, локалне самоуправе и фондова социјалног осигурања	Република, локална самоуправа и остали сектор државе
Обухват кредита које је гарантовала држава	Да, ако гарант обавезу измирује три пута узастопно	Сви државно гарантовани кредити
Консолидација	Да	Не
Коришћен БДП за поређење	Користи се сума БДП-а оствареног у четири претходна тромесечја	Користи се БДП у календарској години, остварени за претходне године и пројектовани за текућу

Извор: Европска регулатива, Закон о јавном дугу РС, Закон о буџетском систему.

Према мастрихтском критеријуму конвергенције, који се односи на фискалне и монетарне стандарде у оквиру ЕУ, јавни дуг опште државе не би требало да буде већи од 60% БДП-а. Ово је један од пет критеријума које државе чланице ЕУ морају да испуне како би приступиле Европској монетарној унији (ЕМУ) и одрже га након уласка у ЕМУ како би задржале поверење инвеститора, фискалну дисциплину и осигурале дугорочну економску стабилност. Учешће мастрихтског дуга Србије у БДП-у у последњих осам година, готово без изузетка, налази се на опадајућој путањи, уз ниво који ни у годинама пандемије, енергетске кризе и избијања сукоба у Украјини (2020–2022) није био изнад мастрихтског критеријума од 60% БДП-а.

Динамика и структура мастрихтског дуга Србије у периоду 2012–2024. године

С доласком светске финансијске кризе 2008. године, до тада релативно стабилан јавни дуг Србије почео је да расте убрзаним темпом услед пада економске активности, смањења буџетских прихода и потребе државе да интервенише како би ублажила последице кризе. У периоду од 2008. до 2012. године, дуг Србије (по мастрихтској методологији) увећао се за преко 80% – и у апсолутном износу (са 9,1 на 16,9 млрд евра), и као проценат БДП-а

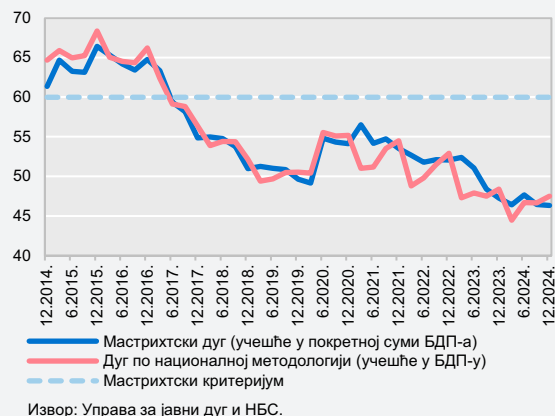
(са 26,6% на 48,3%). Валутна структура дуга такође се променила: учешће дуга у еврима знатно је смањено, док је удео дуга у динарима и доларима порастао. Посебно је значајан пораст динарског дуга, који је до краја 2012. достигао готово 20%.

У наредне три године дуг је наставио да расте, уз истовремено продубљивање фискалних дефицита. До краја 2015. достигао је рекордних 24,5 млрд евра, што је било 66,4% БДП-а, и тиме прешао мастрихтски критеријум од 60% (Графикон О.4.2).

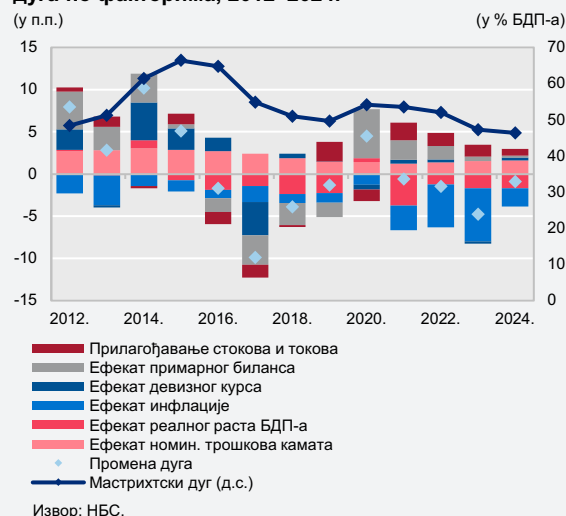
Суочена с растућим ризицима по одрживост јавног дуга, Влада Србије је крајем 2014. године започела амбициозан трогодишњи програм фискалне консолидације. Основни циљ био је смањење дефицита путем мера фискалне штедње (смањење плата у јавном сектору и пензија, повећање пореза и др.), али и структурне реформе, нарочито у јавној управи и предузећима у државном власништву. Већ у првој години примене, 2015. године, дефицит је знатно смањен, а 2016. забележен је први примарни суфицит од 2005. године. Ово је омогућило да се, упркос благом расту апсолутног нивоа дуга, његово учешће у БДП-у смањи. Тренд се наставио и 2017. године, када је дуг пао испод мастрихтског критеријума од 60% БДП-а. Уз суфицит у буџету и све ефикаснију наплату пореза, до 2019. дуг је смањен на испод 50% БДП-а, док су расходи за камате знатно снижени. Овај период стабилизације је не само отклонио ризик од дужничке кризе већ је допринео и макроекономској стабилности: просечна каматна стопа на дуг је пала, трошкови финансирања су се смањили, а економија је бележила стабилан раст. У периоду 2016–2019. готово сви фактори промене учешћа дуга деловали су у правцу његовог смањења, с посебним нагласком на ефекат примарног фискалног биланса (Графикон О.4.3).

Нови шок за јавне финансије стигао је с пандемијом вируса корона почетком 2020. године, на шта је Влада морала да реагује обимним фискалним мерама подршке становништву и привреди. То је довело до повећања јавне потрошње и буџетског дефицита, који је у 2020. износио око 7,7% БДП-а. Услед тога, учешће дуга у БДП-у поново је порасло, на ниво од 54,1%. Ипак, већ у 2021. дошло је до снажног економског опоравка – реални БДП је порастао за готово 8%, док је номинални раст био још већи. Захваљујући томе, и поред тога што је номинални износ дуга порастао, његово учешће у БДП-у благо је снижено, на 53,5%. Тиме је избегнут

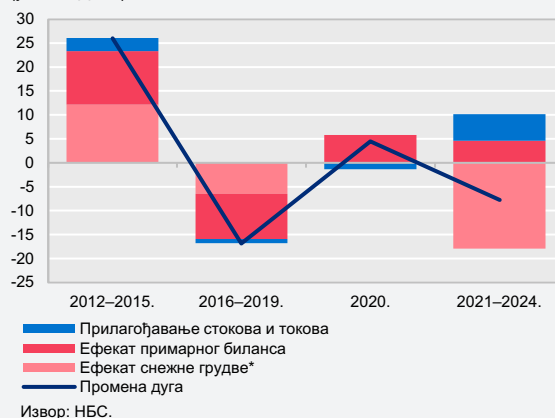
Графикон О.4.1. **Мастрихтски дуг и дуг према националној методологији, 2014–2024.**
(у %, учешће у БДП-у)



Графикон О.4.2. **Декомпозиција промене учешћа дуга по факторима, 2012–2024.**



Графикон О.4.3. **Декомпозиција промене мастрихтског дуга**
(у п.п. БДП-а)



* Ефекат снежне грудве представља збир ефеката трошкова камата, реалног раста БДП-а, инфлације и девизног курса.

дужнички притисак сличан оном из периода након 2008, а јавне финансије ушле су у нову фазу опрезног управљања, са задатком да се изађе из кризног периода без угрожавања досадашње фискалне стабилности.

Почев од јесени 2021, наступила је светска енергетска криза, што је у 2022. наметнуло озбиљне изазове домаћем енергетском сектору. По том основу је у односу на претходну годину четвороструко повећана категорија расхода под називом „буџетске позајмице”, у оквиру које је евидентирана помоћ сектору енергетике, што је утицало да фискални дефицит у тој години износи 3% БДП-а. Ипак, захваљујући снажном номиналном расту БДП-а, учешће дуга је и поред тога смањено на 52% БДП-а. У 2023. години као резултат већих од очекиваних пореских прихода, као и нижих издатака за субвенције енергетским компанијама, дефицит је био мањи од планираног и износио је 2% БДП-а, што је, уз раст БДП-а, допринело да учешће дуга у БДП-у буде снижено на 47,3%. У 2024. такође је остварен фискални дефицит од 2% БДП-а, што је било знатно мање од плана из ревидиране фискалне стратегије (2,7% БДП-а). Овим је учешће дуга у БДП-у даље смањено на ниво од 46,3%.

Када је реч валутној структури дуга, у периоду 2014–2024. до највеће прекомпозиције дошло је између дуга у еврима и доларима, па је тако учешће дуга у еврима порасло са 42,2% у 2014. до нивоа од 57,7% на крају 2024. У сличном износу смањено је учешће доларског дуга, са 30,9% на 13,8%. Учешће динарског дуга расло је све до 2020, када је износило преко 30%, да би се након тога емитовањем еврообвезница и растом дуга у еврима постепено смањивало, до нивоа од 21,8% на крају 2024. У структури мастрихтског дуга Србије према резидентности кредитора, у периоду 2014–2024. учешће спољног дуга (дуга према иностраним кредиторима) остало је релативно стабилно и чини око две трећине укупног дуга. Учешће унутрашњег дуга у БДП-у након 2020. године опада, док је задуживање код нерезидената у благом порасту. Структура мастрихтског дуга према финансијским инструментима крајем 2024. приказује емитовање ХоВ као главни вид задуживања Србије (око 50,5% укупног дуга), док је остатак дуга већински настао коришћењем кредита (око 49,1%). Трећи елемент мастрихтског дуга чине депозити који се налазе у трезору државе (близу 0,4%).

Поређење мастрихтског дуга Србије и одабраних земаља средње и југоисточне Европе

У поређењу са одабраним земљама средње и југоисточне Европе (Табела О.4.2), учешће дуга у БДП-у у Србији према мастрихтској методологији бележи један од најнижих нивоа и једну од најповољнијих динамика у кретању. Тако је 2014. године Србија имала већи ниво учешћа дуга у БДП-у од Бугарске, Пољске, Румуније, Словачке и Чешке, а мањи од Мађарске, Словеније, Хрватске, као и просека ЕУ. Десет година касније (ТЗ 2024), мање учешће дуга у БДП-у од Србије имају само Бугарска (24,6%) и Чешка (43,6%), при чему дуг Чешке од 2019. непрекидно расте.

Табела О.4.2. **Мастрихтски дуг Србије и одабраних земаља средње и југоисточне Европе**
(у %, учешће у БДП-у, стање на крају године)

	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	2023.	T4 2024.
Србија	61,4	66,4	64,7	54,8	51,0	49,6	54,1	53,5	52,0	47,3	46,3
Бугарска	27,0	25,9	29,1	25,1	22,1	20,1	24,4	23,8	22,5	22,9	24,1
Мађарска	76,5	75,7	74,6	72,0	68,8	65,0	78,7	76,2	73,8	73,4	73,5
Пољска	51,1	51,1	54,1	50,4	48,2	45,2	56,6	53,0	48,8	49,7	55,6
Румунија	39,1	37,7	37,8	35,3	34,4	35,0	46,6	48,3	47,9	48,9	54,8
Словачка	53,4	51,6	52,1	51,4	49,3	48,0	58,4	60,2	57,7	56,1	59,7
Словенија	81,1	83,4	79,4	74,9	71,0	66,0	80,2	74,8	72,7	68,4	67,0
Хрватска	83,2	82,8	79,3	76,2	72,8	70,9	86,5	78,2	68,5	61,8	57,6
Чешка	41,5	39,5	36,2	33,8	31,7	29,6	36,9	40,7	42,5	42,4	43,6
ЕУ	86,9	85,0	84,0	81,5	79,5	77,4	89,5	86,7	82,5	80,8	81,0

Извор: Eurostat.

* Интензитет црвене боје осликава меру у којој је дуг већи од 60% БДП-а, а плава боја мањи.

Успешно смањење учешћа дуга у БДП-у резултат је доследне фискалне политике у претходном периоду и стабилног макроекономског управљања, а тиме и здравијих јавних финансија и одрживог привредног раста који је Србија бележила у претходном периоду, изузев пандемијске 2020. године. У већини упоредивих земаља, дуг

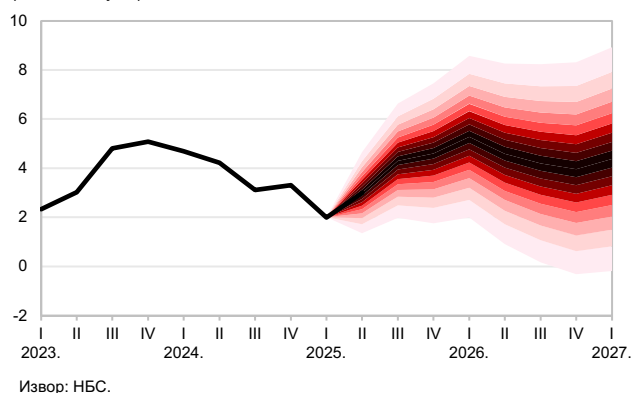
је знатно скочио у 2020. услед високих буџетских дефицита које су државе реализовале за потребе стимулисања економске активности, путем различитих фискалних мера подршке привреди и становништву. За разлику од њих, Србија је правовременом координацијом фискалне и монетарне политике успела да сачува економску активност, а без потребе за тако драстичним задуживањем као код других земаља (у 2020. учешће дуга одабраних земаља средње и југоисточне Европе из Табеле О.4.2. у БДП-у у просеку је порасло за чак 11,2 п.п., а у Србији за 4,5 п.п.). И у наредним годинама учешће дуга Србије наставило је повољнију динамику него у већини других земаља с којима се уобичајено пореди. Захваљујући спровођењу одговорне и одрживе фискалне политике у претходних неколико година, структура јавног дуга знатно је побољшана у скоро свим сегментима – побољшане су валутна структура и структура каматних стопа, знатно је повећана рочност, смањени су трошкови задуживања, смањен је гарантовани јавни дуг, обавезе су равномерније распоређене уз перманентно одржавање адекватног нивоа ликвидности.

Пројекција БДП-а

Према нашој мајској пројекцији, **раст реалног БДП-а Србије у текућој години износиће 3,5%**. Имајући у виду да је у Т1 остварен мањи привредни раст у односу на првобитно очекивани, као и проблеме у европској аутомобилској индустрији и раст протекционизма у свету, који се одражава на повећану неизвесност и аверзију инвеститора према ризику, нова пројекција раста БДП-а за 2025. годину нижа је за 1,0 п.п. у односу на нашу пројекцију из фебруара. Раст економске активности у 2026. и 2027. години и даље процењујемо у распону 4,0–5,0%, при чему би у 2027. години одржавања изложбе „Експо 2027”, раст вероватно био ближи горњој граници овог распона. Домаћа тражња биће кључни генератор раста привредне активности у текућој години и наредним годинама, али уз нешто мањи позитиван допринос у односу на претходну пројекцију. У оквиру домаће тражње највећи позитиван допринос се очекује од потрошње домаћинстава, а следе их бруто инвестиције у основне фондове, уз позитиван допринос и приватних и државних инвестиција, којима ће доприносити реализација пројеката планираних програмом „Експо 2027”, као и осталих инфраструктурних пројеката. Такође, убрзање привредног раста Србије у средњем року по основу раста инвестиција и продуктивности треба да допринесе и расту производног потенцијала и убрзању процеса реалне конвергенције Србије ЕУ. Истовремено, због очекиваног убрзања инвестиција и личне потрошње, пројектујемо да ће увоз расти брже од извоза током 2025. и 2026, што ће за последицу имати негативан допринос нето извоза, али ће се он смањивати из године у годину, да би у 2027. години нето извоз позитивно доприносио расту економске активности захваљујући расту извоза, и то посебно туристичких и пословних услуга услед одржавања изложбе „Експо 2027”.

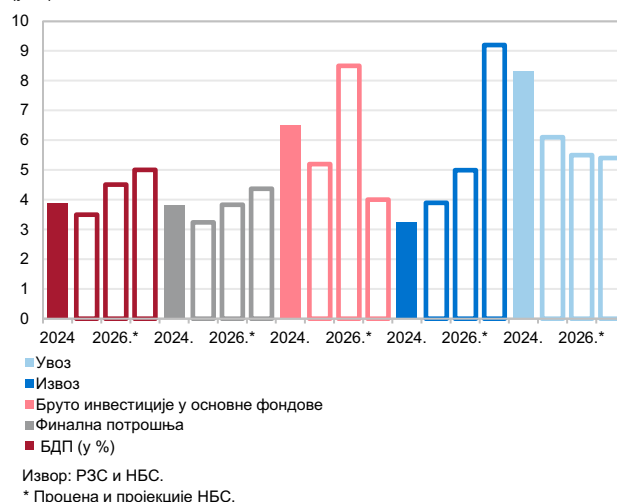
Посматрано по појединачним категоријама, **приватна потрошња**, која има и највеће учешће у структури БДП-а, према мајској пројекцији требало би да обезбеди и највећи позитиван допринос расту економске активности у 2025. години, од 2,2 п.п., док би њен допринос у наредне две године постепено растао на 2,6 п.п. у 2026. и 3,1 п.п. у 2027. Раст потрошње домаћинстава биће подржан позитивним трендовима на тржишту рада, тј. очекиваним даљим растом плата и запослености, као и растом пензија у складу с фискалним правилима. Битно је нагласити да ће очекивани раст зарада у средњем року бити највећим делом резултат повећане продуктивности рада, тако да по овом основу не очекујемо знатније

Графикон V.0.28. Пројекција раста БДП-а
(мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

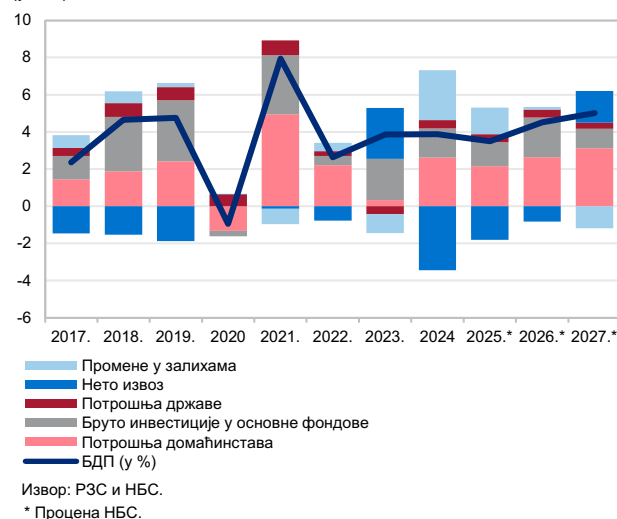
Графикон V.0.29. Реални раст БДП-а и компонента, расходна страна
(у %)



Извор: РЗС и НБС.

* Процена и пројекције НБС.

Графикон V.0.30. Доприноси реалном расту БДП-а
(у п.п.)

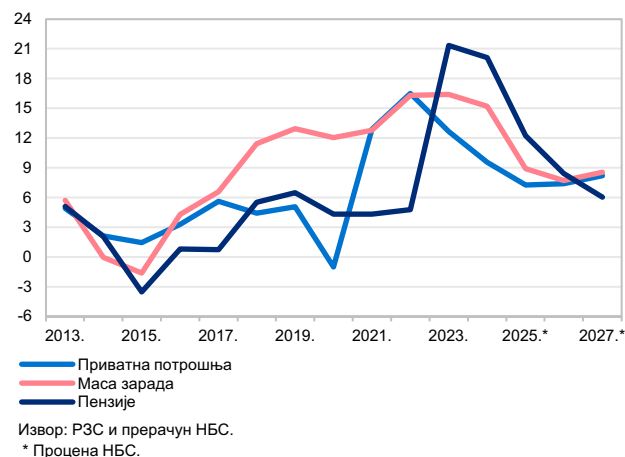


Извор: РЗС и НБС.

* Процена НБС.

Графикон V.0.31. Стопа раста приватне потрошње и њених извора

(номиналне мг. стопе, у %)

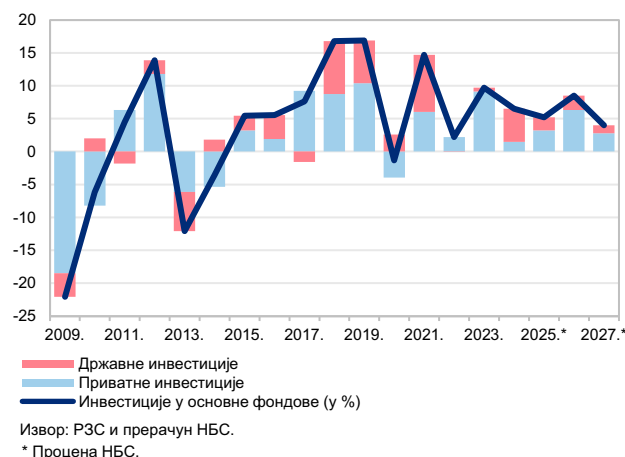


инфлаторне притиске. С тим у вези, и пројектована стопа раста приватне потрошње у 2025, као и у наредним годинама, требало би да се креће око пројектованог раста укупног БДП-а или испод њега, што доприноси и средњорочној ценовној стабилности. Истовремено, реални расположиви доходак биће подржан и успоравањем инфлације и повољнијим условима кредитирања који су постигнути захваљујући ефектима досадашњег ублажавања монетарних политика Народне банке Србије и ЕЦБ-а, као и даљим растом кредитне активности.

Државна потрошња наставиће, и према мајској пројекцији, позитивно да доприноси расту БДП-а, са 0,4 п.п. у текућој години, колико ће у просеку износити њен допринос и у наредне две године, уважавајући планиране издатке за плате и раст расхода за робу и услуге по основу реализације програма „Експо 2027”.

Графикон V.0.32. Кретање инвестиција у основне фондове

(мг. раст, у п.п.)



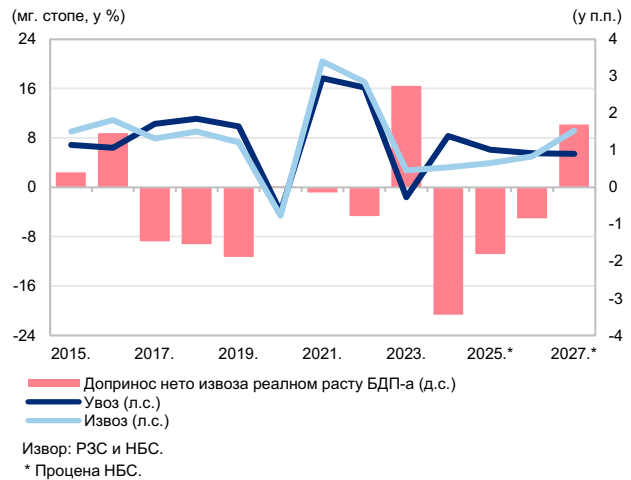
Приватне инвестиције наставиће да пружају позитиван допринос расту привредне активности у текућој (0,8 п.п.) и наредне две године (1,6 п.п. и 0,7 п.п.). Расту приватних инвестиција доприносиће изграђена отпорност наше економије на негативне екстерне потресе у претходном периоду, генерално смањени инфлаторни притисци, као и повољнији услови задуживања захваљујући досадашњем ублажавању монетарних политика Народне банке Србије и ЕЦБ-а и по том основу раст кредитне активности. Убрзању раста инвестиција у 2026. години допринеће реализација инвестиција планираних програмом „Експо 2027”. Основни извор финансирања приватних инвестиција остаће сопствени капитал, као резултат повећане профитабилности привреде у претходним годинама. Поред тога, значајан подстицај инвестицијама наставиће да пружају СДИ.

Паралелно с растом приватних инвестиција, очекује се и даљи раст **државних инвестиција**, чији ће допринос укупном расту БДП-а у 2025. износити 0,5 п.п., колико ће у просеку износити и у наредне две године. Томе ће допринети реализација планираних значајних пројеката у саобраћајној инфраструктури и енергетици, који ће бити финансирани средствима државе, а захваљујући програму „Експо 2027” можемо очекивати и додатна значајна улагања у осталу јавну инфраструктуру, уз задржавање учешћа јавних инвестиција у номиналном БДП-у у просеку на нивоу од око 7,3%, према Ревидираној Фискалној стратегији за 2025. са пројекцијама за 2026. и 2027. годину.

И мајска пројекција претпоставља даље постепено опорављање **залиха** током 2025. и 2026. године, с обзиром на и даље релативно ниску екстерну тражњу.

Позитиван допринос расту БДП-а у текућој години очекује се и од **извоза робе и услуга** као резултат почетка серијске производње у аутомобилској индустрији, нових капацитета у енергетици и уз претпоставку несметаног наставка производње у НИС-у, а од наредне године и услед очекиваног убрзања привредног раста наших најважнијих трговинских партнера. Раст извоза биће подржан и ефектима инвестиција у извозно оријентисане секторе из претходних година, као и одржавањем изложбе „Експо 2027”, захваљујући чему смо пројектовали постепено убрзање раста извоза до 9% у 2027. Томе ће значајну подршку пружити и позитивни трендови у размени услуга са иностранством, за које очекујемо да се наставе и у текућој години и у наредним годинама, чему доприноси распрострањени раст извоза услуга посматрано по врстама, а првенствено ИКТ и пословних услуга, туризма и услуга авио-транспорта (и поред очекиваног раста увоза, пре свега туристичких услуга у условима раста личне потрошње). Наша пројекција претпоставља реализацију царина које је америчка администрација најавила 2. априла и према Србији и према зони евра, иако је у међувремену њихова примена одложена за 90 дана и биће предмет даљег договора. Ипак, директни ефекти увођења царина не би били велики, јер извоз Србије у САД чини мање од 2% укупног извоза, али би свакако постојали и индиректни ефекти, преко утицаја на зону евра, као и услед чињенице да ће се примењивати на аутомобилску индустрију, где је висок степен наше интеграције у глобалне ланце производње.

Графикон V.0.33. Реални раст извоза и увоза

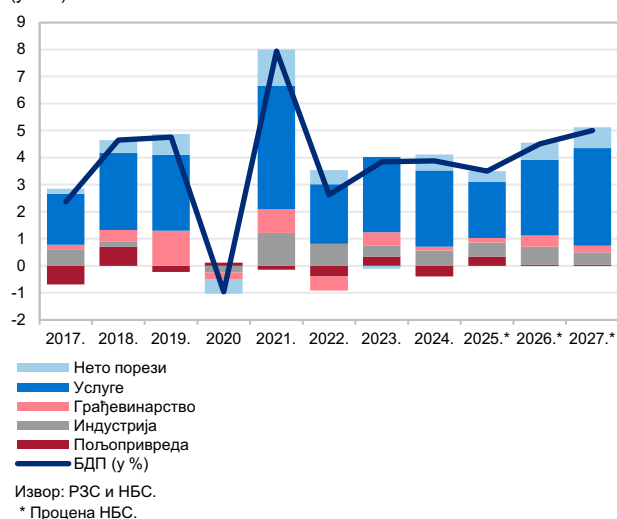
Табела V.0.5. Планирани капитални пројекти у оквиру програма „Скок у будућност – Србија Експо 2027”
(у млн EUR)

Пројекат	До 2024.	2025.	2026.	2027.	Након 2027.	Укупна вредност
1. Експо	393	392	405	0	0	1.191
2. Путна инфраструктура; изградња ауто-путева, брзих саобраћајница, мостова, тунела и др.	4.546	1.176	1.013	559	1.747	9.041
3. Железничка инфраструктура; пројекат мађарско-српске железнице, реконструкција и модернизација пруге Београд–Ниш и др.	1.456	505	461	491	1.885	4.799
4. Водни и ваздушни саобраћај и хидроенергетика; Ђердап 1 и 2, брана „Ариље”, изградња нове луке у Београду, проширење капацитета постојећих лука и др.	149	80	62	103	262	656
5. Комунална инфраструктура	332	133	148	148	2.687	3.447
6. Остали пројекти; модернизација инфраструктуре јавног сектора, образовање, наука, здравство, спорт и др.	719	395	487	136	20	1.896
УКУПНО	7.596	2.681	2.575	1.437	6.601	21.030

Извор: Ревидирана Фискална стратегија за 2025. годину са пројекцијама за 2026. и 2027. годину.

Уважавајући потребе планираних инвестиционих активности у наредном периоду, као и раста личне потрошње, за 2025. и 2026. годину пројектовали смо бржи раст **увоза робе и услуга** у односу на извоз. Све наведено за последицу има очекивани негативан допринос **нето извоза** у текућој и наредној години, али ће се он постепено смањивати са $-1,8$ п.п. у 2025. на $-0,8$ п.п. у 2026, док у 2027. години очекујемо да пређе у позитивну зону ($1,7$ п.п.), чему, између осталог, треба да допринесе и значајан број посетилаца изложбе „Експо 2027” (према нашој тренутној процени, око 3 млн страних туриста посетиће нашу земљу за три месеца трајања изложбе).

Графикон V.0.34. Доприноси реалном расту БДП-а, производна страна (у п.п.)



Посматрано с производне стране, као и претходна, и мајска пројекција претпоставља да ће раст БДП-а у 2025. и надаље водити **услужни сектори**, мада у овој години мање него што смо очекивали у фебруару. Очекује се да допринос услужних сектора расту укупне економске активности порасте са $2,1$ п.п. у 2025. на $3,6$ п.п. у 2027. години. Томе ће допринети раст приватне потрошње, подржан позитивним трендовима на тржишту рада, растом зарада и расположивог дохотка и растом кредитне активности. Такође, очекивани долазак бројних посетилаца изложбе „Експо 2027” позитивно ће се одразити на раст активности у услужним секторима. У складу с растом потрошње и услужних делатности, што ће за резултат имати и бољу наплату пореских прихода, пројекција претпоставља позитиван допринос расту БДП-а од **нето пореза**, који би, према нашој процени, требало да у просеку износи око $0,6$ п.п. годишње.

Иако нижи него у претходној пројекцији, пројектован је и раст активности производних сектора, чији збирни допринос расту БДП-а, према мајској пројекцији, у 2025. износи $1,0$ п.п., у 2026. $1,1$ п.п., а затим благо успорава на $0,7$ п.п. у 2027. Највећи позитиван допринос у производном сектору очекиван је од **прерађивачког дела индустрије** (у просеку од по $0,4$ п.п.), у којем очекујемо активирање нових и проширење постојећих капацитета у аутомобилској индустрији услед почетка производње електричних возила у Крагујевцу и аутомобилских гума у Зрењанину. Када је реч о производњи електричних возила, процењујемо да би на сваких 10 хиљада произведених возила допринос БДП-у износио око $0,1$ п.п., с тим да ће укупан ефекат зависити од реализованог обима производње. Позитиван, али нешто нижи допринос него у претходној пројекцији требало би да обезбеди **грађевинарство** ($0,2$ п.п. ове године и око $0,4$ п.п. у наредне две године у просеку) захваљујући планираној реализацији инфраструктурних пројеката у области саобраћаја,

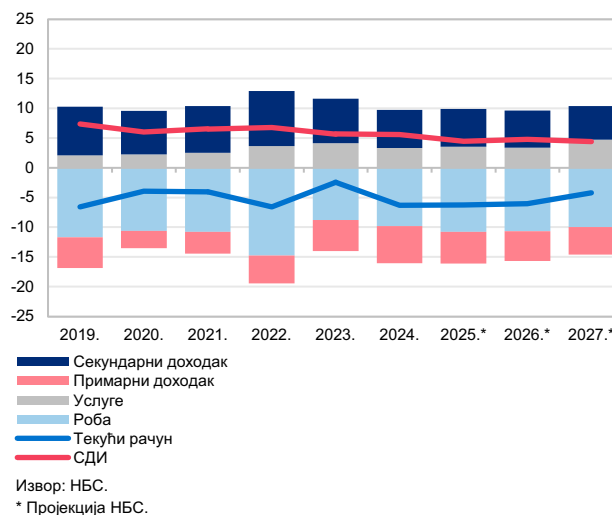
енергетске и комуналне инфраструктуре. Позитиван допринос очекује се и од **рударства** (0,1 п.п.), захваљујући већој експлоатацији руде метала (посебно бакра) и већој производњи у категорији „остало рударство”, која обухвата грађевински материјал. Благо позитиван допринос очекиван је од **енергетике** као резултат планираних структурних реформи, у складу са аранжманом с ММФ-ом, почетка рада новог блока у термоелектрани „Костолац”, као и отварања нових капацитета обновљивих извора енергије.

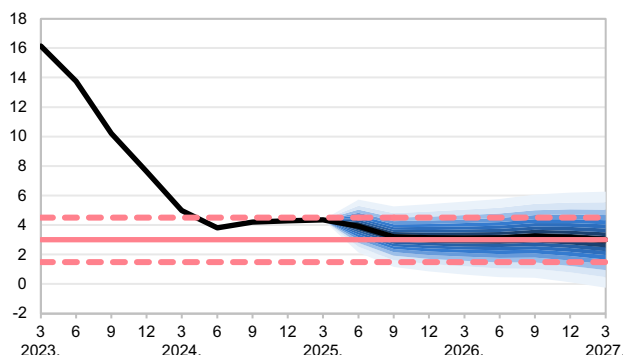
Када је реч о **пољопривреди**, под претпоставком просечне пољопривредне сезоне и очекиваног раста од 8% у 2025, чему доприноси ниска база из претходне године, када је услед суше забележен пад производње, допринос расту БДП-а у 2025. треба да износи 0,3 п.п. Модернизација опреме и већа примена агротехничких мера, чему треба да допринесу и повећане државне субвенције пољопривреди, деловаће у правцу раста пољопривредне производње у наредним годинама.

Пројекција екстерне позиције Србије

Имајући у виду нешто лошије перформансе робног извоза у досадашњем делу године, првенствено по основу присутних проблема у аутомобилској индустрији у Европи и по том основу мање екстерне тражње за повезаним производима, нову пројекцију **дефицита текућег рачуна** кориговали смо благо навише у односу на нашу пројекцију из фебруара. Према нашој новој пројекцији, дефицит текућег рачуна у 2025. години износиће око 5,5 млрд евра, што је мерено као учешће у БДП-у благо испод прошлогодишњег учешћа и близу просечне равнотежне стопе. Пројекција узима у обзир очекивани раст увоза робе и услуга првенствено по основу већег увоза опреме за потребе наставка инвестиционог циклуса, већих издатака државе за реализацију програма „Експо 2027”, као и раст увоза потрошне робе и туристичких услуга захваљујући већем расположивом доходу становништва. Под утицајем очекиваног убрзања раста извоза робе и услуга у наредним годинама, чему, поред инвестиција у извозне секторе из претходних година, треба да допринесе и постепени опоравак екстерне тражње, очекујемо да ће дефицит текућег рачуна у 2026. години бити благо снижен, на 6% БДП-а, док ће у 2027. години одржавања специјализоване изложбе „Експо”, раст извоза туристичких услуга допринети да дефицит текућег рачуна буде снижен на око 4% БДП-а.

Графикон V.0.35. Пројекција текућег рачуна и СДИ (у % БДП-а)



Графикон V.0.36. Пројекција инфлације
(мг. стопе, у %)

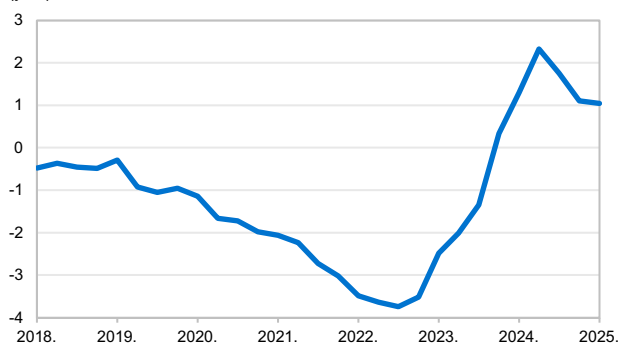
Извор: НБС.

Овај тип графика приказује различите вероватноће остварења пројекције инфлације у наредних осам тромесечја. Централна пројекција је у најтамнијем делу графика и вероватноћа да ће пасти у овај распон износи 10%. Свака следећа нијанса укључује такође 10% вероватноће, тако да цео распон обухвата 90% вероватноће остварења пројекције. Другим речима, вероватноћа да ће инфлација у наредних осам тромесечја бити изван распона на графикону износи 10%.

Табела V.0.6. Најважније претпоставке пројекције

	2025.		2026.		2027.
Екстерне претпоставке	Феб.	Мај	Феб.	Мај	Мај
Извештаја о инфлацији					
Раст БДП-а у зони евра	1,1%	0,8%	1,4%	1,2%	1,3%
Инфлација у зони евра (просек)	2,0%	2,1%	1,9%	1,9%	2,0%
Тромесечни <i>EURIBOR</i> (децембар)	2,1%	1,6%	2,2%	1,8%	2,1%
Цене примарних пољопривредних производа на светском тржишту (Т4 на Т4)*	1,9%	3,0%	2,1%	4,1%	-1,0%
Цена нафте типа брент по барелу (крај године, у USD)	73	64	71	65	66
Интерне претпоставке					
Регулисане цене (дец. на дец.)	5,1%	5,5%	5,0%	5,3%	5,3%

* Композитни индекс цена соје, пшенице и кукуруза.

Извор: ЕЦБ, *Consensus Economics*, *Euronext*, *CBOT*, Блумберг и НБС.Графикон V.0.37. Реална каматна стопа
(у %)

Извор: НБС.

Напомена: Реална каматна стопа је добијена као разлика између једнонедељног *BELIBOR*-а и инфлационих очекивања финансијског сектора за наредну годину дана према анкети агенције Блумберг.

Када је реч о осталим компонентама **текућег рачуна платног биланса**, претпоставка пројекције је и да ће суфицит секундарног дохотка износити око 6% БДП-а и да ће у потпуности неутралисати дефицит доходака од фактора производње (пре свега доходака по основу СДИ и рада), који се процењује на око 5% БДП-а. Истовремено, када је реч о приливима по основу СДИ, очекујемо задржавање њихове високе географске и пројектне распрострањености, као и да ће и даље највећи део прилива бити усмерен у извозно оријентисане секторе, при чему је наша процена да ће бити у просеку на нивоу од око 4,5% БДП-а.

Пројекција инфлације

Према нашој мајској централној пројекцији, очекујемо да ће **мг. инфлација наставити да се креће у границама циљаног распона ($3 \pm 1,5\%$) до краја периода пројекције, тј. у наредне две године, при чему ће у овој години имати опадајућу путању и крајем године се приближити централној вредности циља, а у наредној години кретати око те вредности**. На такво кретање инфлације највише ће утицати још увек рестриктивни монетарни услови, очекивано ниже светске цене енергената и нижа увозна инфлација, долазак нове пољопривредне сезоне, за коју претпостављамо да ће бити просечна, као и пројектовано кретање реалних зарада у складу с растом продуктивности.

У поређењу с претходном пројекцијом, нова пројекција инфлације је нижа, 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, док у супротном смеру у кратком року делују више цене прерађене хране, пре свега због високих цена сировина на светском тржишту почетком ове године.

Према нашој оцени, **карактер монетарне политике Народне банке Србије још увек је рестриктиван**, с тим да се степен рестриктивности постепено смањује у складу с чињеницом да се Народна банка Србије налази у циклусу смањења референтне каматне стопе од јуна прошле године. Од тада па до септембра, референтна каматна стопа је смањена за укупно 75 б.п., на 5,75%, колико и сада износи. На смањење степена рестриктивности монетарне политике Народне банке Србије указује **једнонедељни *BELIBOR*, који је, реално посматрано, у Т1 2025. наставио да се смањује на 1,04%**. И у већини других

централних банака које се налазе у циклусу смањења својих каматних стопа оцењује се да је монетарна политика још увек рестриктивна, с тим да се степен рестриктивности смањује.

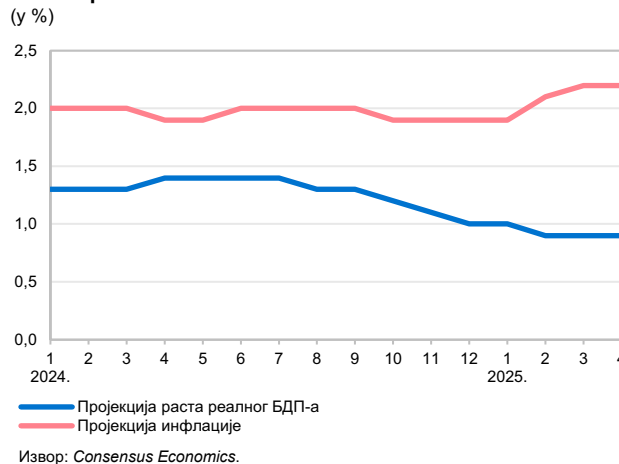
Пажљивим одмеравањем мера Извршни одбор Народне банке Србије настојао је пре свега да утиче на **инфлациона очекивања тржишних субјеката**, односно да обезбеди њихово усидравање у границама циља. Од почетка прошле године инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред крећу се унутар циљаног распона, док су средњорочна очекивања овог сектора усидрена у границама циља већ дуже време, што говори у прилог очуваног кредибилитета монетарне политике Народне банке Србије. Са смањењем текуће инфлације, очекује се пад инфлационих очекивања и осталих сектора.

Као и у претходним пројекцијама, једна од кључних претпоставки очекиване опадајуће путање инфлације у Србији и даље је **наставак смањења увозне инфлације, мада спорије него што се очекивало у претходној пројекцији због очекиваних ефеката повећаних трговинских тензија**. При томе, смањење глобалне инфлације, као и инфлације у зони евра, биће вођено смањењем базне инфлације (у складу са успоравањем раста потрошачке тражње услед очекиваног успоравања раста зарада), с тим да ће она у већини земаља остати изнад укупне инфлације.

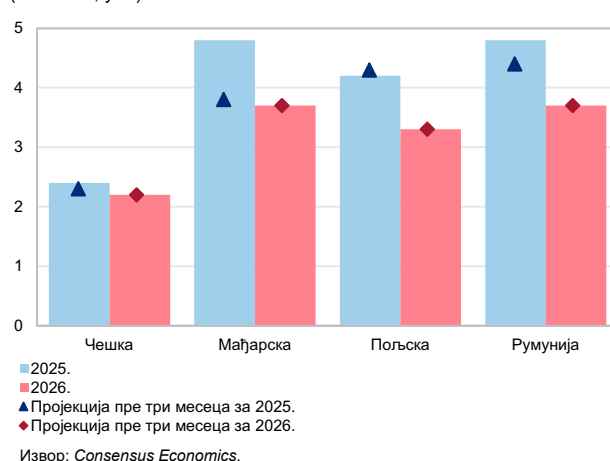
Екстерна тражња је и даље слаба и, с обзиром на појачане трговинске тензије, као и економске тешкоће у зони евра, која је наш најважнији економски партнер, њен раст ће бити спор. Очекује се да ће раст екстерне тражње бити испод историјског просека ове године и да ће тек у средњем року моћи да забележи знатније убрзање. У зони евра, пре свега Немачкој, краткорочни изгледи за раст извоза и индустријске производње нису оптимистични, имајући пре свега у виду царинску политику нове америчке администрације. Економисти Бундесбанке у свом априлском извештају објашњавају да ниска искоришћеност капацитета у индустрији наставља негативно да утиче на одлуке предузећа да инвестирају. Фискални подстицаји, као и ефекти ублажавања монетарне политике ЕЦБ-а, дају основа за очекивања да би постепен опоравак у зони евра ипак могао полако да крене средином ове године.

Када је у питању **домаћа тражња**, највише јој доприносе раст расположивог дохотка за потрошњу, профитабилност привреде, приливи по основу СДИ, као и раст капиталних издатака државе, по ком основу

Графикон V.0.38. Развој пројекција БДП-а и инфлације зоне евра за 2025.



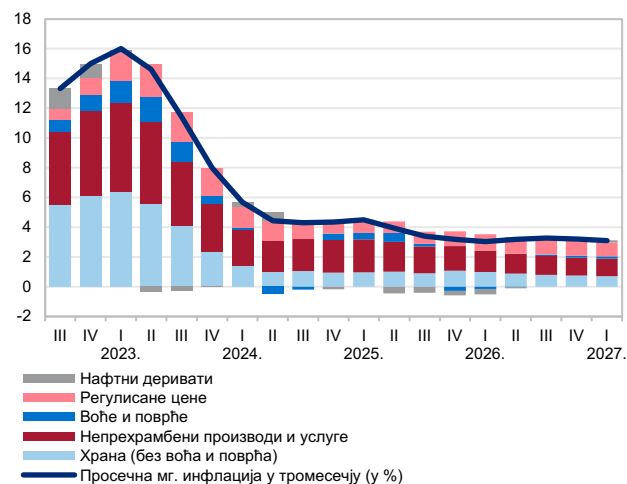
Графикон V.0.39. Пројекција раста потрошачких цена (мг. стопе, у %)



Графикон V.0.40. Пројектовано кретање производног јаза* (у % потенцијалног производа)



Графикон V.0.41. Доприноси м.г. инфлацији по компонентама (просечне м.г. стопе, у п.п.)



Извор: НБС.

Графикон V.0.42. Притисци у глобалним ланцима снабдевања (индекс, исказано у стандардним девијацијама)



Извор: Federal Reserve Bank of New York.

ће и фискални импулс бити позитиван у наредном периоду. Такође, очекујемо да ће услови кредитирања бити повољнији него што су били у прошлој години, што би требало да резултира даљим убрзањем кредитне активности. С друге стране, **раст реалних зарада током хоризонта пројекције требало би да успори**, јер ће заједно са слабљењем инфлације слабити и притисци на даљи раст зарада како би се компензовала инфлација. Имајући то у виду, процењујемо да је производни јаз у T1 2025. негативан, али да ће се у наредном тромесечју смањити на готово неутралан ниво и око тог нивоа кретати до краја периода пројекције.

Посматрано по појединачним компонентама, током хоризонта пројекције очекујемо смањење доприноса м.г. инфлацији готово свих њених компонената, а пре свега цена непрехрамбених производа и услуга.

Слично претходним пројекцијама, допринос цена **непрехрамбених производа и услуга** инфлацији требало би да се смањи за 1 п.п. током хоризонта пројекције, и то са 2,2 п.п. у T1 2025. на 1,2 п.п. у последњем тромесечју пројекције (T1 2027). Неколико фактора ће деловати на смањење непрехрамбене инфлације у средњем року. Цене ове категорије производа у великој мери зависе од цена бројних увозних производа, пре свега из зоне евра. Као и у претходним пројекцијама, увозна инфлација је фактор чије ће дејство током хоризонта пројекције бити дезинфлаторно. Смањењу притиска на домаће цене непрехрамбених производа допринеће и усидренија инфлациона очекивања и успоравање раста реалних зарада. Индекс притисака у глобалним ланцима снабдевања од октобра прошле године поново је благо у негативној зони, па по овом основу не очекујемо притиске на непрехрамбену инфлацију, мада је присутан ризик да услед јачања трговинских тензија и протекционизма дође до одређених застоја у глобалним ланцима снабдевања. Показатељи трошкова међународног контејнерског транспорта такође су на ниском нивоу.

Смањењу м.г. инфлације у наредној години дана посебно би требало да допринесу **цене нафтних деривата**, јер би њихов допринос требало да буде негативан, с обзиром на претпостављене релативно ниске светске цене нафте, према фјучерсима са светских берзи, као и слабљење америчког долара. Након тога, узимајући у обзир фјучерсе, пројектујемо благо позитиван допринос цена нафтних деривата инфлацији (од свега 0,1 п.п.) до краја периода пројекције.

Када су у питању **цене хране (без воћа и поврћа)**, очекујемо да ће се њихов допринос м.г. инфлацији постепено смањивати са 1,0 п.п. с почетка периода пројекције на 0,7 п.п. на крају периода пројекције. С једне стране, јаз реалних маргиналних трошкова (мерен одступањем односа цена инпута и цена финалних прехранбених производа од тренда) указује на умерене инфлаторне притиске на цене хране по основу трошкова сировина, чему су допринеле и више цене појединих берзанских производа (кафе и какаоа). Тај притисак на цене хране ће се с временом смањивати и до краја периода пројекције приближити неутралном нивоу. Поред тога, знатнији раст цена хране током периода пројекције ограничаваће нижа увозна инфлација и инфлациона очекивања, као и успоравање раста реалних зарада.

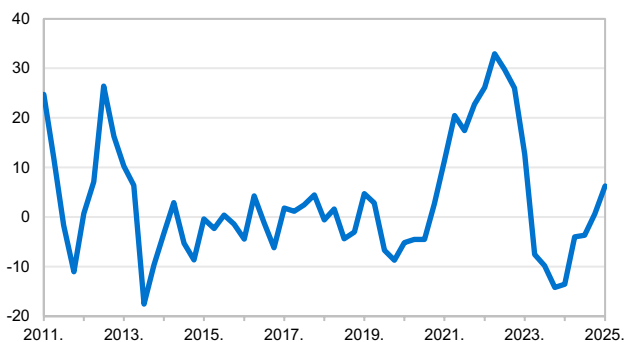
Цене воћа и поврћа и даље знатно доприносе расту м.г. инфлације, са 0,4–0,5 п.п., али би од маја, с доласком нове пољопривредне сезоне, ако она буде била просечна, цене ове категорије инфлације с релативно високог нивоа почеле да се враћају свом дугорочном тренду (који одговара расту цена непрехрамбених производа и услуга). У складу с тим, њихов допринос м.г. инфлацији требало би знатно да опадне и да у Т4 ове и Т1 наредне године буде у негативној зони. Када након тога њихов допринос пређе у позитивну зону, очекујемо да ће бити сасвим благо изнад нуле (до 0,2 п.п.).

У новој пројекцији нема знатнијих промена када су у питању **регулисане цене** – очекујемо њихово слично кретање као и у претходној пројекцији. Раст регулисаних цена у овој години вероватно ће износити око 5,5%, а затим око 5,3% у наредне две године. То ће резултирати благим смањењем доприноса регулисаних цена м.г. инфлацији у односу на просечна 1,2 п.п. у 2024, на 0,9 п.п. у 2025, а на сличном нивоу ће бити у 2026. години.

Пројекције других институција за Србију и поређење с пројекцијама Народне банке Србије

У априлу су **ММФ и Светска банка пројектовали реални раст БДП-а Србије у 2025. од 3,5%**, што је за 0,6 п.п. и 0,7 п.п. мање у односу на њихове претходне пројекције из октобра, односно јануара ове године, али су и поред тога пројекције за Србију и даље међу највишим за Европу. *Consensus Economics* је у априлу проценио да ће **привредни раст у 2025. износити 3,9%**, док се за 2026. очекује раст од 4,1%. Према најновијим пројекцијама, Светска банка предвиђа

Графикон V.0.43. **Јаз реалних маргиналних трошкова у производњи хране**
(одступање у % од тренда)



Извор: НБС.

Табела V.0.7. **Пројекције макроекономских показатеља Србије**
(у %)

		БДП	Текући рачун платног биланса (учешће у БДП-у)	Инфлација
Народна банка Србије	2025.	3,5	-6,2	3,7
	2026.	4,5	-6,0	3,2
	2027.	5,0	-4,2	3,0
ММФ	2025.	3,5	-5,8	4,0
	2026.	4,2	-5,7	3,3
	2027.	4,5	-5,6	3,3
Consensus Forecasts	2025.	3,9		3,8
	2026.	4,1		3,2
	2027.			
Светска банка	2025.	3,5	-7,0	3,1
	2026.	3,9	-6,7	3,0
	2027.	4,2	-6,5	3,0

Извор: ММФ WEO (април), Consensus Economics (април), Светска банка WBRER (април).

убрзање раста БДП-а Србије на 3,9% у 2026. и 4,2% у 2027. години, док ММФ има нешто оптимистичнија очекивања – 4,2% у 2026. и 4,5% у 2027. години.

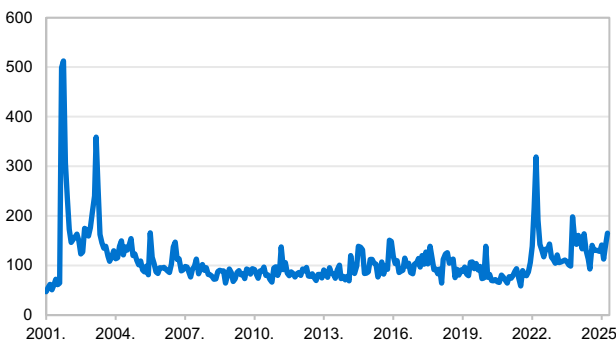
Под утицајем очекиваног убрзања инвестиционог циклуса и с тим повезаног раста увоза опреме и репроматеријала, **ММФ пројектује дефицит текућег рачуна од 5,8% БДП-а у 2025. години**, уз задржавање на сличном нивоу и у 2026. и 2027. години. **Светска банка**, с нешто конзервативнијим приступом, пројектује виши ниво дефицита – од **7,0% у 2025.** уз постепено смањење на 6,7% у 2026. и 6,5% у 2027. години.

Према априлским пројекцијама, **ММФ очекује да ће просечна инфлација у Србији износити 4,0% у 2025. години**, а затим се умерено смањити на 3,3% у 2026. и 2027. години. То је нешто више у односу на нашу пројекцију, према којој **ће просечна инфлација у 2025. износити 3,7%, а затим 3,2% у 2026.** Consensus Economics пројектује просечну инфлацију у 2025. од 3,8%, док за 2026. очекује снижавање на 3,2%. Пројекција Светске банке је на нешто нижем нивоу – **3,1% у 2025. години**, уз очекивање да ће у 2026. и 2027. бити на централној вредности циља.

Ризици пројекције

Када су у питању фактори из међународног окружења, ризици остварења наше нове пројекције инфлације и БДП-а пре свега се односе на нове протекционистичке мере, трговинске тензије и политике у наредном периоду. Постоји знатан степен неизвесности око тога какав би могао бити њихов утицај на инвестиције и потрошњу, економску активност и инфлацију. Ризик представља и брзина раста наше екстерне тражње, због растућих економских тешкоћа у зони евра, пре свега Немачкој. Кретање светских цена енергената и других примарних производа у великој мери зависи од поменутих фактора, као и од и даље присутних геополитичких тензија, које такође представљају ризик пројекције. Светске цене примарних пољопривредних производа и других сировина у производњи хране зависе и од карактера глобалне пољопривредне сезоне. У извесној мери ризици се односе и на отпорност базне инфлације на глобалном нивоу и дужину трајања заоштрених монетарних политика водећих централних банака. **Од ризика из домаћег окружења важна је брзина раста домаће тражње**, као и исход домаће пољопривредне сезоне, који су једнако изражени у оба смера. **Укупно**

Графикон V.0.44. **Индекс глобалног геополитичког ризика**
(у п.п.)



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

посматрано, ризике пројекције инфлације током хоризонта пројекције оцењујемо као симетричне, док ризике пројекције раста БДП-а оцењујемо као благо изражене наниже.

Протекционистичке мере и трговинске тензије на глобалном нивоу представљају један од главних ризика наше пројекције инфлације и БДП-а, због неизвесности у ком степену би се могле одразити на раст наших цена и слабљење економске активности. Постоји забринутост да би њихов ефекат на светску економију могао бити већи него што се очекује, пре свега зато што би могли довести до трајније слабости у кључним покретачима раста, као што су инвестиције и спољна трговина. Несигурност у трговинској политици могла би да повећа волатилност на робним и финансијским тржиштима више него што претпостављамо, још јаче пољуља поверење инвеститора, одложи инвестиције и смањи токове капитала. То би могло да повећа фрагментацију глобалног тржишта, ослаби ланце производње и успори раст продуктивности. **Док су по овом основу изражени ризици наниже по домаћи привредни раст, утицај на инфлацију је теже проценити,** због могућих директних и индиректних ефеката протекционистичких мера. Поремећаји у глобалним ланцима снабдевања могли би бити већи него што очекујемо, што би резултирало вишим трошковима производње и ценама увоза. Такве мере изазивају преусмеравање трговинских токова не само по регионима и земљама већ и по секторима, где би неки могли бити преплављени јефтиним увозом, а други изложени несташицама, па би и ефекти негде могли бити дезинфлаторни, а негде, потпуно супротно, инфлаторни. Имајући поменуто у виду, ценимо да су по основу **глобалних трговинских тензија и протекционистичких мера ризици пројекције инфлације благо асиметрични навише, а БДП-а наниже.**

Када је у питању **раст глобалне економске активности**, он би могао бити слабији него што смо претпоставили у основном сценарију. У зони евра, која је наш најважнији економски партнер, изгледе за привредни раст смањују повећане глобалне трговинске баријере, несигурност трговинских политика, опадајућа конкурентност, као и слаба потрошња и пословни сентимент. Упркос даљем смањењу основних каматних стопа ЕЦБ-а, процењује се да је монетарна политика још увек у рестриктивној зони, а индекс финансијских услова указује да се они заоштравају, што би могло имати већи и постојанији утицај на тражњу него што очекујемо у основном сценарију. Успоравање раста светске привреде, а

нарочито привреде зоне евра, испољило би се на Србију првенствено путем ниже екстерне тражње и нижих цена енергената и примарних производа на међународном тржишту. Нижа екстерна тражња одразила би се на успоравање раста активности домаће прерађивачке индустрије и извоза, али би деловала и дезинфлаторније него у основном сценарију. Изазови с којима се суочава немачка аутомобилска индустрија могли би ослабити извоз многих земаља средње и југоисточне Европе, укључујући Србију, које су укључене у њене производне ланце снабдевања. С друге стране, планиране стимулативне фискалне мере у Немачкој могле би имати већи ефекат од очекиваног и позитивно се одразити на економску активност у целом региону. И глобални привредни раст могао би бити виши од очекиваног ако инфлација брже успори, што би омогућило централним банкама да раније и интензивније ублажавају своје монетарне политике и тиме пруже подршку привредном расту. Имајући све поменуто у виду, ценимо да су **ризични пројекције инфлације и БДП-а по основу глобалног привредног раста и екстерне тражње израженији наниже.**

Иако је инфлација у многим земљама знатно смањена, бројни изазови још увек постоје, а пре свега **перзистентнија базна инфлација**. Цене производа су се у великој мери стабилизовале на релативно ниском нивоу, али је раст цена услуга још увек повишен у односу на историјски уобичајене нивое у већини земаља. Зато изазов представља смањење инфлације у сектору услуга и подешавање мера монетарне политике у складу с тим. Једно од кључних питања и даље представља темпо раста зарада у наредном периоду и у којој мери ће компаније пребацити веће трошкове зарада на потрошаче. Поред тога, могућ је и инфлаторни ефекат растућих протекционистичких мера. **Поновни раст инфлације довео би у питање динамику ублажавања монетарних политика централних банака**, што би могло негативно да се одрази на јавне финансије и финансијску стабилност. Застој у ублажавању монетарних политика водећих централних банака, пре свега ЕЦБ-а, одразио би се на нижи расположиви доходак за потрошњу и инвестиције на домаћем тржишту, док би одржана релативна стабилност курса динара знатно смањила инфлаторне притиске по основу евентуално мањих прилива портфолио инвестиција. С друге стране, глобална инфлација би могла брже да се успори услед већих ефеката претходно вођених рестриктивних монетарних политика или бржег успоравања раста реалних

зарада, па би централне банке могле да смање своје референтне каматне стопе брже него што се очекује, што би резултирало повољнијим условима финансирања на глобалном нивоу од очекиваних. Стога сматрамо да су **по основу глобалне инфлације ризици по инфлацију и БДП симетрични**.

Један од важних ризика наше пројекције инфлације и БДП-а и даље је геополитички ризик, пре свега конфликт на Блиском истоку и у Украјини, који

Табела V.0.8. Кључни ризици пројекције БДП-а и инфлације

Ризик	Могући канали утицаја	Процена утицаја ризика на БДП у односу на основни сценарио	Процена утицаја ризика на инфлацију у односу на основни сценарио
Протекционистичке мере и трговинске тензије на глобалном нивоу	Протекционистичке мере и трговинске тензије на глобалном нивоу могле би се у већој мери одразити негативно на привредни раст, пре свега због раста неизвесности на робним и финансијским тржиштима и негативног ефекта на раст наших најважнијих економских партнера, док би коначан ефекат на инфлацију било тешко предвидети, због бројних канала утицаја супротног дејства, али би највероватније био инфлаторан.	↓	↑
Изгледи за глобални привредни раст, а пре свега раст наших главних трговинских партнера	Спорији раст светске привреде, а пре свега привреде зоне евра, имао би за последицу нижу екстерну тражњу за нашим извозом и мање притиске на инфлацију са стране тражње.	↓	↓
Перзистентнија базна инфлација, пре свега у зони евра, и монетарне политике водећих централних банака	– Виша/нижа глобална инфлација, а пре свега инфлација у зони евра, од очекиване делује у правцу више/ниже увозне инфлације, што повећава/смањује трошкове производње. – Веће и/или брже заоштравање монетарних политика водећих централних банака од очекиваног води већој аверзији инвеститора према ризику и мањим токовима капитала према земљама у успону, и обрнуто.	↕	↕
Геополитичке тензије и њихов утицај пре свега на цене нафте, гаса и струје на светском тржишту (Србија нето увозник енергената), али и других производа	Интензивирање геополитичких тензија и сукоба довело би до раста светских цена енергената. То би за последицу имало раст трошкова производње, што смањује средства за инвестиције, а на инфлацију може имати и секундарне ефекте, што делом може бити компензовано нижом тражњом за овим производима. Смиривање геополитичких тензија деловало би у супротном правцу.	↕	↕
Санкције америчке администрације НИС-у због већинског руског власништва	Уколико евентуално буду уведене санкције НИС-у, негативне импликације биле би израженије у кратком року и односиле би се првенствено на мању производњу и извоз нафтних деривата и њихове више цене.	↓	↑
Светске цене примарних пољопривредних производа (Србија нето извозник)	У зависности од глобалне пољопривредне сезоне могу се повећати/смањити цене примарних пољопривредних производа, што повећава/смањује трошкове производње и смањује/повећава расположиви доходак за инвестиције. Ефекти на БДП највероватније би били неутралисани растом/падом извоза, јер је Србија нето извозник примарних пољопривредних производа.	↕	↕
Брзина раста домаће тражње	Виши/нижи расположиви доходак по основу бржег/споријег раста зарада и запослености од очекиваног услед више/ниже извозне тражње и/или вишег/нижег прилива СДИ за последицу би имао бржи/спорији раст домаће тражње и веће/мање инфлаторне притиске. Убрзање раста активности у грађевинарству услед убрзане реализације инфраструктурних пројеката од стране државе, инвестиција планираних за одржавање специјализоване изложбе „Експо 2027“, као и приватних инвестиција у условима смиривања инфлаторних притисака, утицало би у правцу раста домаће тражње, БДП-а и инфлације.	↕	↕
Пољопривредна сезона	Лошија овогодишња пољопривредна сезона од претпостављене за последицу има мању понуду пољопривредних производа и инфлаторне притиске, и обрнуто – боља пољопривредна сезона од претпостављене води већој понуди пољопривредних производа и отуда може имати дезинфлаторне притиске.	↕	↕

Напомена: ↑ означава инфлаторнији утицај у односу на основни сценарио, ↓ нижи привредни раст, ↑ виши привредни раст, ↓ дезинфлаторнији утицај, а ↕ да су ризици пројекције симетрични у односу на основни сценарио.

доприносе повећаној волатилности цена примарних производа на глобалном нивоу и ограничавају трговину и инвестиције међу земљама. С једне стране, ако геополитичке тензије ескалирају, то би могло да ограничи понуду и утиче на раст светских цена нафте и других примарних производа. Монетарној политици је увек теже да постигне ценовну стабилност у случају шокова на страни понуде, који истовремено доводе до раста цена и смањења БДП-а, па је стога потребна појачана опрезност. С друге стране, мировни предлози и могућност преговора на Блиском истоку и између Русије и Украјине дају наду да би се геополитичка ситуација могла знатније поправити чак и у кратком року, па ценимо да су **ризичи пројекције инфлације и БДП-а по основу геополитичких тензија симетрични**.

Када су у питању геополитичке тензије, ризик пројекције инфлације и БДП-а представљају и **санкције америчке администрације НИС-у** због већинског руског власништва, за које смо у основном сценарију наше пројекције претпоставили да ће поново бити одложене до проналажења финалног решења у будућности, што је и потврђено додатним одлагањем за још два месеца (до 27. јуна). Ако ипак евентуално буду уведене, негативне импликације биле би израженије у кратком року и односиле би се првенствено на мању производњу и извоз нафтних деривата и њихове више цене, што би се даље могло пренети на веће трошкове предузећа и нижи расположиви доходак становништва. Притом, треба имати у виду да Србија има довољно резерви нафте и нафтних деривата за три месеца, које се могу искористити за превазилажење тешкоћа у случају потенцијалног проблема са увозом сирове нафте и њеном прерадом, до постизања коначног договора. **По основу санкција америчке администрације НИС-у ценимо да су ризици по БДП израженији благо наниже, а по инфлацију благо навише.**

У зависности од глобалне пољопривредне сезоне, а имајући у виду и ризике од геополитичких и трговинских тензија, с једне стране, и ризике по глобални привредни раст, с друге стране, ценимо да су **ризичи одступања светских цена примарних пољопривредних производа симетрични**.

Када су у питању домаћи фактори, ризици остварења пројекције односе се на **брзину раста домаће тражње**, пре свега инвестиционе. С једне стране, мањи доходак од извозне тражње него што смо претпоставили могао би се негативно одразити на тржиште рада, тј. спорији раст запослености и плата

од очекиваног, с негативним импликацијама и на домаћу тражњу. Такође, протести и блокаде у нашој земљи могу се одразити на мањи раст инвестиција и личне потрошње од очекиваног. С друге стране, **способност Србије да привуче СДИ** могла би се испоставити као већа од очекиване, посебно у условима кредитног рејтинга инвестиционог ранга, што би допринело даљем расту зарада и запослености. У истом правцу деловало би веће од очекиваног убрзање темпа извођења **инфраструктурних пројеката** које финансира држава, као и приватних инвестиција, нарочито инвестиција планираних у оквиру програма „Експо 2027”. Такође, бржи раст домаће тражње од очекиваног повећао би инфлаторне притиске, и обрнуто. Имајући то у виду, ценимо да су **ризични пројекције БДП-а и инфлације по основу домаће тражње симетрични**.

Ризик пројекције БДП-а, пре свега за наредну годину, потиче и од тога **колико ће бити произведено електричних возила у фабрици у Крагујевцу**, по којој цени и колико ће бити учешће домаће додате вредности. Наше процене су да на сваких 10 хиљада возила допринос БДП-у износи око 0,1 п.п., при чему су одступања могућа у оба смера и зависиће од тражње за овим возилима, пре свега у европским земљама.

Ризик пројекције инфлације и БДП-а представља и домаћа пољопривредна сезона, за коју смо претпоставили да ће бити на нивоу вишегодишњег просека у обе године наше пројекције – 2025. и 2026. За инфлацију је важан утицај временских прилика на понуду и цене воћа и поврћа, а за БДП и на род житарица. За обе године наше пројекције сматрамо да је једнака вероватноћа да сезона буде и боља и лошија од просечне, тако да су по овом основу **ризични по инфлацију и БДП симетрични**. Ипак, ценимо да с повећањем инвестиција у пољопривреду, пре свега агротехничким мерама, треба да се обезбеди мања зависност исхода пољопривредне сезоне од климатских фактора.

Народна банка Србије ће наставити да прати и анализира трендове на међународном робном и финансијском тржишту и да на основу тога, као и резултата анализе домаћих кретања и брзине успоравања инфлације, **од састанка до састанка доноси одлуке о будућој монетарној политици**. Приоритет монетарне политике и даље ће бити обезбеђење ценовне и очување финансијске стабилности у средњем року, уз подршку даљем расту привреде, као и даљем расту запослености и очувању повољног инвестиционог амбијента.

Осврт 5: Алтернативни сценарији пројекције

Тренутно највећи ризици остварења пројекција инфлације и БДП-а односе се на јачање протекционизма на глобалном нивоу и карактер предстојеће пољопривредне сезоне и глобално, и у Србији. С тим у вези, у овом осврту представили смо два алтернативна сценарија који узимају у обзир материјализацију тих ризика. Конкретно, док смо у основном сценарију претпоставили да ће се након периода од 90 дана применити најављене царине према Србији и ЕУ, у првом алтернативном сценарију посматрали смо ефекте да по истеку периода од 90 дана неће ступити на снагу најављене царине САД према већини трговинских партнера с којима, према подацима САД, постоји дефицит у трговини робом, као и реципрочне мере тих земаља према САД. У другом алтернативном сценарију варирали смо претпоставке о кретању светских цена примарних пољопривредних производа у зависности од карактера пољопривредне сезоне на глобалном нивоу, као и цена свежег воћа и поврћа на домаћем тржишту у зависности од резултата домаће пољопривредне сезоне.

Сценарио с претпоставкама о слабљењу глобалног трговинског протекционизма

Водеће светске финансијске институције тренутно као највећи ризик по глобални привредни раст виде пораст протекционизма и неизвесност трговинских политика водећих светских економија, а претходни потези и најаве царина већ су утицали на знатно повећање волатилности на светском финансијском и робном тржишту.

У случају примене најављених царина, раст глобалног БДП-а, према процени ММФ-а, успорио би на око 2,8% у овој години под утицајем више фактора, при чему би се то успоравање првенствено односило на САД и Кину, а у мањој мери и на зону евра, у којој ипак доминира сектор услуга. Пре свега, повећана неизвесност на глобалном нивоу утицала би на одлагање инвестиција и потрошње, што би смањило агрегатну тражњу. Поред тога, на успоравање раста светске привредне активности утицали би и заоштрени финансијски услови услед повећане неизвесности на међународном финансијском тржишту. Земље које увове царине сусреле би се и с негативним ефектима шокова на страни понуде и вероватно одређеним застојима у глобалним ланцима снабдевања. Када је реч о утицају виших царина на глобалну инфлацију, ефекти би зависили од преовлађујућих канала утицаја. Инфлаторни ефекти виших царина проистичу из неколико фактора, укључујући директан пораст цена производа који су погођени царинским мерама, потенцијалне застоје у ланцима снабдевања, растућу перцепцију инфлације због појачане неизвесности и повишена инфлациона очекивања. Насупрот томе, дезинфлаторни ефекти били би последица смањења агрегатне тражње, као и пада цена примарних производа, што се углавном дешава у периодима спорије привредне активности.

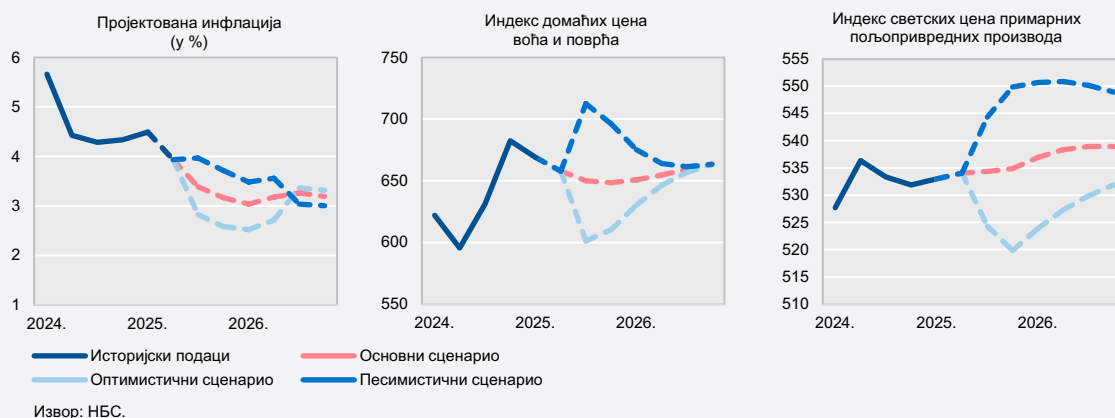
У алтернативном сценарију претпоставили смо да би ипак могло да се деси да ни након 90 дана, тј. ни по истеку периода на који су одложене, најављене царине не буду примењене. Претпоставили смо да би раст БДП-а у зони евра, која је наш најзначајнији трговински партнер, био за по 0,2 п.п. у 2025. и 2026. години виши у поређењу са основним сценаријем, јер су углавном оцене ЕЦБ-а и професионалних прогнозера које објављује ЕЦБ да би примена царина смањила БДП зоне евра за 0,2 п.п. Истовремено, инфлација у зони евра била би нижа за по 0,1 п.п. у овој и наредној години него у основном сценарију. Просечна инфлација у Србији у 2025. години била би за 0,1 п.п. нижа него у основном сценарију, док би у 2026. години остала на истом нивоу као у основном сценарију. Нижу домаћу инфлацију у овом сценарију подстакли би нижа увозна инфлација, смањење неизвесности на међународном финансијском тржишту, које би резултирало и нижом премијом ризика и смањењем инфлационих очекивања, док би виша агрегатна тражња деловала у супротном смеру. Нешто већи ефекти овог сценарија били би на раст БДП-а, који би био виши за по 0,2 п.п. у 2025. и 2026. години у односу на основни сценарио. Поред смањене неизвесности, која би довела до раста инвестиција и потрошње, позитиван утицај на привредни раст имао би и виши извоз, услед јачања екстерне тражње.

Сценарио с различитим претпоставкама о карактеру предстојеће пољопривредне сезоне

У основном сценарију претпоставили смо да ће пољопривредна сезона, и глобално, и у Србији, бити просечна, при чему ће се светске цене примарних пољопривредних производа умерено повећати до краја године, тако да ће крајем 2025. године бити више за 3,0% него на крају 2024. године, а у истој мери ће цене воћа и поврћа

на домаћем тржишту бити м.г. повећане у Т3 2025. Међутим, кретање светских цена пољопривредних производа и даље у највећој мери зависи од климатских услова. О томе сведоче рекордно високе цене кафе и какаоа на светским тржиштима током 2024. године, које су последица неповољних временских прилика у Бразилу и Африци. Имајући у виду да су због тога цене кафе и кондиторских производа повећане, као и да је суша на домаћем тржишту довела до знатног раста пре свега цена поврћа на домаћем тржишту, креирали смо оптимистичан и песимистичан сценарио за пољопривредну сезону у 2025. години.

Графикон О.5.1. Различите претпоставке о пољопривредној сезони и њихов утицај на домаћу инфлацију

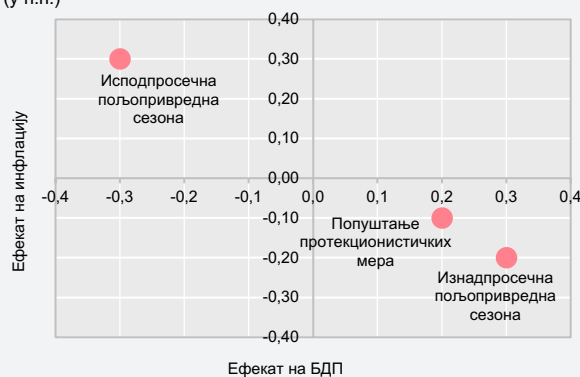


У оптимистичном сценарију претпоставили смо да ће пољопривредна сезона бити изнадпросечна, због чега би светске цене примарних пољопривредних производа биле ниже него у основном сценарију, тако да би крајем 2025. године биле за око 12% ниже него крајем 2024. године. С обзиром на то да цене примарних пољопривредних производа на домаћем тржишту прате динамику светских цена, цене житарица на домаћем тржишту имале би сличну динамику. Поред тога, претпоставили смо да би се повољна пољопривредна сезона код нас највише одразила на ниже цене свежег воћа и поврћа, које би у Т3 2025. године биле за око 5% ниже него у истом периоду претходне године. **Последица овог сценарија била би за 0,2 п.п. нижа просечна инфлација у 2025. него у основном сценарију** услед мањих трошкова у производњи прерађене хране, као и нижих цена непрерађене хране због веће понуде. Истовремено, **раст БДП-а био би виши за 0,3 п.п. у односу на основни сценарио**, чему би допринео и већи нето извоз, будући да је Србија нето извозник житарица.

Насупрот томе, у песимистичном сценарију претпоставили смо да ће пољопривредна сезона бити исподпросечна. У том случају, светске цене примарних пољопривредних производа биле би знатно више него у основном сценарију и крајем године премашиле би ниво с краја 2024. за око 18%.

Истовремено, услед неповољних агрометеоролошких услова у Србији, цене свежег воћа и поврћа у Т3 биле би за око 13% више него у истом периоду претходне године. **Последице овог сценарија биле би за 0,3 п.п. виша просечна инфлација у 2025. години у односу на основни сценарио**, као и за 0,3 п.п. нижи раст БДП-а услед претпостављене стагнације домаће пољопривредне производње.

Графикон О.5.2. Ефекти различитих претпоставки алтернативних сценарија на просечну инфлацију и БДП у 2025. (у п.п.)



Табела А
Показатељи екстерне позиције Србије

	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	2023.	2024.	I 2025.
ПОКАЗАТЕЉИ ЕКСТЕРНЕ ЛИКВИДНОСТИ (у %)																
Девизне резерве / увоз робе и услуга (у месецима)	8,4	8,8	7,7	7,6	6,6	6,7	6,2	5,4	5,4	5,7	6,1	5,9	5,2	6,7	7,3	6,9
Девизне резерве / краткорочни дуг	191,2	299,9	237,3	268,6	294,0	256,4	234,0	202,1	210,9	275,6	228,1	249,6	244,7	316,1	480,1	
Девизне резерве / БДП	30,5	32,7	31,1	29,5	26,8	27,9	26,7	24,4	25,2	27,8	27,5	29,4	30,6	33,1	35,6	34,2
Отплата дуга / БДП	10,9	11,3	11,8	12,1	12,8	10,6	11,8	10,5	10,8	9,5	5,5	8,7	9,1	9,0	10,9	
Отплата дуга / извоз робе и услуга	37,5	37,3	36,0	33,0	32,7	25,2	25,9	22,2	22,9	19,7	12,2	17,0	15,3	16,4	20,9	
ПОКАЗАТЕЉИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)																
Спољни дуг / БДП	71,6	65,4	73,1	67,5	69,4	70,5	69,4	62,5	59,6	58,7	62,8	65,2	66,0	60,4	60,5	
Краткорочни дуг / БДП	15,9	10,9	13,1	11,0	9,1	10,9	11,4	12,1	11,9	10,1	12,1	11,8	12,5	10,5	7,4	
Спољни дуг / извоз робе и услуга	247,1	216,5	223,6	184,0	177,7	166,8	152,4	132,2	126,0	121,0	138,2	126,6	110,2	110,7	115,9	
ПОКАЗАТЕЉИ ИЗЛОЖЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКОМ РИЗИКУ (у %)																
Девизне резерве / М1	416,6	429,6	402,1	330,4	278,1	250,2	207,3	176,2	168,0	174,1	130,0	138,1	158,7	166,6	168,2	176,8
Девизне резерве / примарни новац	196,4	207,6	197,9	199,9	196,6	193,7	196,6	185,0	171,4	194,1	157,1	180,0	180,2	201,0	199,6	218,7
СТЕПЕН ОТВОРЕНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ) / БДП																
	72,3	75,0	81,1	83,5	87,9	92,3	96,9	102,0	103,8	106,7	99,2	111,3	130,8	113,8	110,9	118,0
МЕМОРАНДУМ: (у млн евра)																
БДП ¹⁾	32.841	36.865	35.074	37.978	37.014	37.220	38.165	40.828	44.711	48.105	49.024	55.931	63.501	75.204	82.319	19.819
Спољни дуг	23.509	24.123	25.645	25.644	25.679	26.234	26.494	25.526	26.662	28.254	30.787	36.488	41.895	45.391	49.811	
Сервисирање спољног дуга	3.564	4.154	4.130	4.595	4.728	3.960	4.508	4.285	4.849	4.592	2.710	4.886	5.801	6.735	8.983	
Девизне резерве НБС	10.002	12.058	10.915	11.189	9.907	10.378	10.205	9.962	11.262	13.378	13.492	16.455	19.416	24.909	29.295	28.527
Краткорочни дуг ²⁾	1.758	612	455	196	99	303	672	844	1.401	1.925	1.585	1.612	2.405	742	962	
Биланс текућих трансакција	-2.037	-3.656	-3.671	-2.098	-1.985	-1.234	-1.075	-2.051	-2.076	-3.161	-1.929	-2.266	-4.162	-1.804	-5.208	-1.422
КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ (промена рејтинга и изгледа)																
	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	2024.		
	Нов.	Март	Авг.	Јул	Јан.	Дец.	Јан./Март/ Јун/Дец.	Март/Дец.	Дец.	Септ./Дец.	Мај	Март/Дец.	Јун	Авг./Окт.		
S&P		BB	BB-				BB-	BB	BB	BB+	BB+	BB+	BB+	BBB-		
		/стабилан	/негативан				/позитиван	/стабилан	/позитиван	/позитиван	/стабилан	/позитиван	/стабилан	/стабилан		
Fitch		BB-	BB-		B+	B+	BB-	BB		BB+				BB+		
		/стабилан	/негативан		/стабилан	/позитиван	/стабилан	/стабилан		/стабилан				/позитиван		
Moody's				B1			B1	Ba3		Ba3		Ba2		Ba2		
				/стабилан			/позитиван	/стабилан		/позитиван		стабилан		позитиван		

Методолошка објашњења:

Девизне резерве / увоз робе и услуга (у месецима) – однос девизних резерви на крају посматраног периода и просечног месечног увоза робе и услуга током последњих 12 месеци
Девизне резерве / краткорочни дуг (у %) – однос стања девизних резерви и стања краткорочног дуга по преосталој рочности на крају посматраног периода
Девизне резерве / БДП (у %) – стање девизних резерви на крају посматраног периода у односу на БДП
Отплата дуга / БДП (у %) – однос отплате дуга (без превремене отплате дела дуга према Лондонском клубу) и БДП-а током посматраног периода
Отплата дуга / извоз (у %) – однос отплате дуга (без превремене отплате дела дуга према Лондонском клубу) и извоза робе и услуга током посматраног периода
Спољни дуг / БДП (у %) – однос стања дуга на крају посматраног периода и БДП-а
Краткорочни дуг / БДП – однос стања краткорочног дуга по преосталој рочности на крају посматраног периода и БДП-а
Спољни дуг / извоз (у %) – однос стања дуга на крају посматраног периода и вредности годишњег извоза робе и услуга
Девизне резерве / М1 (у %) – однос стања девизних резерви и новчане масе на крају посматраног периода
(Извоз + увоз) / БДП (у %) – однос вредности извоза и увоза робе и услуга и БДП-а током посматраног периода

¹⁾ Према методологији ESA 2010. Податак за Т4 2024. је процена НБС.

²⁾ По оригиналној рочности.

Напомене:

- РЗС је ревидирао податке о БДП-у за период 1995–2023. године, што је утицало на промену учешћа макроекономских показатеља у БДП-у. Податак за Т1 2025. је процена НБС.
- Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.
- Од 2007. подаци о извозу и увозу робе и услуга усклађени су са смерницама садржаним у *Приручнику за израду платног биланса и међународне инвестиционе позиције бр. 6 ММФ-а (ВРМ6)*. Подаци за 2005. и 2006. приказани су према претходној методологији.
- Од 2007. извоз и увоз робе је регистрован према општем систему трговине, који представља шири концепт и обухвата сву робу која улази на економску територију земље или је напушта, са изузетком робе која је у транзиту. Подаци за 2005. и 2006. су дати према специјалном систему трговине.
- Сервисирање спољног дуга не укључује превремену отплату дуга.

Табела Б
Основни макроекономски показатељи

	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	2023.	2024.	I 2025.
Реални раст БДП-а (у %)¹)	1,6	0,1	-0,4	0,5	-1,8	1,3	3,0	2,4	4,6	4,8	-1,0	7,9	2,6	3,8	3,9	2,0
Потрошачке цене (у % у односу на исти месец претходне године)²)	10,3	7,0	12,2	2,2	1,7	1,5	1,6	3,0	2,0	1,9	1,3	7,9	15,1	7,6	4,3	4,4
Девизне резерве НБС (у млн евра)	10.002	12.058	10.915	11.189	9.907	10.378	10.205	9.962	11.262	13.378	13.492	16.455	19.416	24.909	29.295	28.527
Извоз робе и услуга (у млн евра)³)	9.515	11.145	11.469	13.937	14.451	15.728	17.385	19.312	21.166	23.349	22.271	28.818	38.004	41.018	42.969	10.804
– стопа раста у % у односу на претходну годину	18,3	17,1	2,9	21,5	3,7	8,8	10,5	11,1	9,6	10,3	-4,6	29,4	31,9	7,9	4,8	5,1
Увоз робе и услуга (у млн евра)³)	14.244	16.487	16.992	17.782	18.096	18.643	19.597	22.343	25.257	27.960	26.370	33.439	45.054	44.543	48.304	12.589
– стопа раста у % у односу на претходну годину	8,7	15,7	3,1	4,7	1,8	3,0	5,1	14,0	13,0	10,7	-5,7	26,8	34,7	-1,1	8,4	13,1
Текући рачун платног биланса³)																
(у млн евра)	-2.037	-3.656	-3.671	-2.098	-1.985	-1.234	-1.075	-2.051	-2.076	-3.161	-1.929	-2.266	-4.162	-1.804	-5.208	-1.422
(у % БДП-а)	-6,2	-9,9	-10,5	-5,5	-5,4	-3,3	-2,8	-5,0	-4,6	-6,6	-3,9	-4,1	-6,6	-2,4	-6,3	-7,2
Незапосленост по Анкети (у %)⁴)		24,9	25,9	24,0	20,6	18,9	16,4	14,5	13,7	11,3	9,7	11,1	9,5	9,4	8,6	
Зараде (просечне за период, у еврима)⁵)	331,8	372,5	366,1	388,5	379,8	367,9	374,5	394,5	419,8	466,0	510,9	560,2	637,9	733,5	838,2	900,7
Републички буџетски суфицит/дефицит (у % БДП-а)⁴)	-3,0	-3,6	-5,4	-4,7	-5,7	-2,6	-0,2	0,7	0,6	0,2	-8,0	-4,4	-3,2	-2,0	-2,2	-1,2
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а)⁴)	-4,2	-4,3	-6,2	-4,9	-5,9	-3,3	-1,1	1,1	0,6	-0,2	-7,7	-3,9	-3,0	-2,1	-2,0	-1,2
Јавни дуг Републике Србије (централни ниво државе, у % БДП-а)⁶)	37,9	41,2	50,8	53,7	63,4	67,2	65,2	55,5	51,4	49,7	54,4	53,9	52,4	48,0	47,2	44,3
Курс динара према долару (просек у периоду)	77,91	73,34	88,12	85,17	88,54	108,85	111,29	107,50	100,28	105,28	103,03	99,49	111,86	108,41	108,20	111,31
Курс динара према долару (крај периода)	79,28	80,87	86,18	83,13	99,46	111,25	117,14	99,12	103,39	104,92	95,66	103,93	110,15	105,87	112,44	108,18
Курс динара према евра (просек у периоду)	103,04	101,95	113,13	113,14	117,31	120,73	123,12	121,34	118,27	117,85	117,58	117,57	117,46	117,25	117,09	117,14
Курс динара према евра (крај периода)	105,50	104,64	113,72	114,64	120,96	121,63	123,47	118,47	118,19	117,59	117,58	117,58	117,32	117,17	117,01	117,21
МЕМОРАНДУМ:																
БДП (у млн евра)⁵)	32.841	36.865	35.074	37.978	37.014	37.220	38.165	40.828	44.711	48.105	49.024	55.931	63.501	75.204	82.319	19.819

¹) У сталним ценама претходне године. Податак за Т1 2025. је флеш процена РЗС-а.

²) Цене на мало до 2006. године.

³) Од 2007. подаци о платном билансу (текући рачун, извоз и увоз робе и услуга) усклађени су са смерницама садржаним у Приручнику за израду платног биланса и међународне инвестиционе позиције бр. 6 ММФ-а (ВРМ6). Подаци за 2005. и 2006. приказани су према претходној методологији. Због прекида серије, за 2007. стопе раста извоза и увоза робе и услуга нису приказане. Од 2007. извоз и увоз робе дат је према општем систему трговине, који представља шири концепт и обухвата сву робу која улази на економску територију земље или је напушта, са изузетком робе која је у транзиту. Претходне године су дате према специјалном систему трговине.

⁴) Консолидовани (од 2005) и републички (од 2008) дефицит укључују плаћање активираних гаранција, докапитализације банака и преузимања дуга, према методологији ММФ-а.

⁵) Према методологији ЕСА 2010. Податак за Т1 2025. је процена НБС.

⁶) Ревидирани подаци од 2011. године (спроведене су две ревизије – ревизија услед унапређења методологије и постпописна ревизија).

⁷) До 2018. године зараде се приказују по старој методологији. Од 2018. године зараде се објављују према новој методологији и на основу података Пореске управе. За прерачун динарских зарада у евре коришћен је просечни курс RSD/EUR у посматраном периоду. Податак за Т1 2025. је просек два месеца.

⁸) Подаци о учешћу јавног дуга у БДП-у преузети су с веб-сајта Министарства финансија.

Списак графикана и табела

Графикони

II.0.1.	Кретање референтне и просечне репо стопе	10
III.0.1.	Динамика моментума инфлације у Србији	13
III.0.2.	Доприноси основних компонената ИПЦ-а мг. инфлацији	13
III.0.3.	Доприноси компонената мг. базној инфлацији	14
III.0.4.	Доприноси по групама намене потрошње мг. динамици произвођачких цена	15
III.0.5.	Доприноси изабраних компонената мг. стопи раста увозних цена у динарима	15
III.0.6.	Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред	16
III.0.7.	Перципирана и очекивана инфлација становништва	16
III.0.8.	Очекивана инфлација за две године унапред	16
IV.1.1.	Операције Народне банке Србије – повлачење ликвидности	17
IV.1.2.	Кретање каматних стопа	17
IV.1.3.	Каматне стопе на примарном тржишту динарских државних ХоВ	18
IV.1.4.	Крива приноса на секундарном тржишту државних ХоВ	18
IV.1.5.	Кретање каматних стопа на нове динарске кредите и депозите	19
IV.1.6.	Показатељ премије ризика	24
IV.1.7.	Дефицит текућег биланса и нето прилив СДИ	24
IV.1.8.	Структура финансијског биланса	25
IV.1.9.	Кретање курса динара и трансакције Народне банке Србије на девизном тржишту	25
IV.1.10.	Кретање курса динара и евра према долару	25
IV.1.11.	Кретање курсева одређених националних валута према евр	26
IV.2.1.	Доприноси тромесечном расту М2, секторска структура	27
IV.2.2.	Динарска штедња становништва и степен динаризације укупних депозита	27
IV.2.3.	Кретање монетарних агрегата	27
IV.2.4.	Доприноси мг. расту кредита привреди	28
IV.2.5.	Структура новоодобраних кредита привреди, по величини предузећа	28
IV.2.6.	Доприноси мг. расту кредита становништву	29
IV.2.7.	Промена кредитних стандарда привреди и допринос фактора	29
IV.2.8.	Промена кредитних стандарда становништву и допринос фактора	30
IV.2.9.	Ниво <i>NPL</i> и учешће у укупним кредитима, бруто принцип	30
IV.3.1.	Доприноси мг. стопи раста БДП-а, расходна страна	31
IV.3.2.	Извоз и увоз робе и услуга	32
IV.3.3.	Кретање показатеља екстерне тражње за извозом Србије	33
IV.3.2.	Кретање главних компонената увоза	33
IV.4.1.	Показатељи активности сектора услуга	34
IV.4.2.	Доприноси мг. стопи раста индустрије	34
IV.4.3.	Показатељи грађевинске активности	35
IV.5.1.	Мг. стопе раста просечне нето зараде	39
IV.5.2.	Номиналне нето зараде по делатностима	39
IV.5.3.	Структура мг. раста укупне формалне запослености	39
IV.5.4.	Кретање регистроване незапослености	40
V.0.1.	Кретање глобалне економске активности	41
V.0.2.	Доприноси компонената стопи раста реалног БДП-а зоне евра	42
V.0.3.	Пројекције раста БДП-а зоне евра за 2025. и 2026.	42
V.0.4.	Доприноси компонената стопи раста реалног БДП-а у региону средње и југоисточне Европе	44
V.0.5.	Доприноси компонената стопи раста реалног БДП-а у САД	44
V.0.6.	Динамика раста БДП-а Кине	45

V.0.7.	Динамика укупне инфлације	45
V.0.8.	Допринос компонената хармонизованог ИПЦ-а мг. инфлацији у зони евра	46
V.0.9.	Пројекције укупне и базне инфлације у зони евра	46
V.0.10.	Кретање мг. инфлације за изабране земље средње и југоисточне Европе у претходној години дана	47
V.0.11.	Допринос компонената ИПЦ-а мг. инфлацији у САД	47
V.0.12.	Консолидовани биланс Евросистема	48
V.0.13.	Стопа на депозитне олакшице и инфлација у зони евра	48
V.0.14.	Укупна актива ФЕД-а	49
V.0.15.	Неизвесност и ризици пројекције референтне каматне стопе ФЕД-а	49
V.0.16.	Кретање референтних стопа по земљама	49
V.0.17.	Принос на десетогодишње обвезнице земаља зоне евра	50
V.0.18.	Кретање курсева одређених националних валута према долару	50
V.0.19.	Мере волатилности и неизвесности на међународном финансијском тржишту	51
V.0.20.	Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент	51
V.0.21.	Европска цена природног гаса	51
V.0.22.	Европска цена струје	52
V.0.23.	Цене изабраних производа на светском тржишту	52
V.0.24.	Индекс светских цена хране	53
V.0.25.	Цене кафе и какаоа на светском тржишту	54
V.0.26.	Претпоставка о кретању цена примарних пољопривредних производа	59
V.0.27.	Фискални резултат и јавни дуг опште државе	60
V.0.28.	Пројекција раста БДП-а	65
V.0.29.	Реални раст БДП-а и компонената, расходна страна	65
V.0.30.	Доприноси реалном расту БДП-а	65
V.0.31.	Стопа раста приватне потрошње и њених извора	66
V.0.32.	Кретање инвестиција у основне фондове	66
V.0.33.	Реални раст извоза и увоза	67
V.0.34.	Доприноси реалном расту БДП-а, производна страна	68
V.0.35.	Пројекција текућег рачуна и СДИ	69
V.0.36.	Пројекција инфлације	70
V.0.37.	Реална каматна стопа	70
V.0.38.	Развој пројекција БДП-а и инфлације зоне евра за 2025.	71
V.0.39.	Пројекција раста потрошачких цена	71
V.0.40.	Пројектовано кретање производног јаза	71
V.0.41.	Доприноси мг. инфлацији по компонентама	72
V.0.42.	Притисци у глобалним ланцима снабдевања	72
V.0.43.	Јаз реалних маргиналних трошкова у производњи хране	73
V.0.44.	Индекс глобалног геополитичког ризика	74

Табеле

III.0.1.	Раст и доприноси компонената ИПЦ-а расту потрошачких цена у Т1 2025. године	14
IV.1.1.	Каматне стопе на нове кредите – по наменама и валутној структури	19
IV.1.2.	Кредитни рејтинг	24
IV.3.1.	Кретање главних показатеља и извора потрошње домаћинстава	31
IV.3.2.	Показатељи кретања инвестиција	32
IV.4.1.	Доприноси мг. расту БДП-а	34
V.0.1.	Пројекције реалног раста БДП-а	42
V.0.2.	Пројекције реалног раста БДП-а по земљама региона од стране <i>Consensus Economics</i> -а	43
V.0.3.	Пројекције реалног раста БДП-а по земљама региона средње Европе од стране ММФ-а	43
V.0.4.	Пројекције инфлације по земљама региона средње и југоисточне Европе	46
V.0.5.	Планирани капитални пројекти у оквиру програма „Скок у будућност – Србија Експо 2027”	67
V.0.6.	Најважније претпоставке пројекције	70
V.0.7.	Пројекције макроекономских показатеља Србије	74
V.0.8.	Кључни ризици пројекције БДП-а и инфлације	77

Табела А. Показатељи екстерне позиције Србије	82
Табела Б. Основни макроекономски показатељи	83

Графикони у освртима

O.1.1. Каматне стопе на стамбене кредите	23
O.1.2. Каматне стопе на кредитне картице и прекорачења по текућем рачуну	23
O.2.1. Број нових регистрованих путничких аутомобила у ЕУ и одабраним земљама по месецима 2023–2025.	37
O.2.2. Трошкови рада у прерађивачкој индустрији	38
O.3.1. Царинске стопе САД на целокупан увоз	55
O.3.2. Утицај уведених царина од стране САД на извоз земаља региона средње и југоисточне Европе у САД	56
O.3.3. Додата вредност извоза по секторима индустрије у финалној тражњи из САД	57
O.3.4. Додата вредност у робном извозу земаља региона на тржиште САД	57
O.4.1. Мастрихтски дуг и дуг према националној методологији, 2014–2024.	62
O.4.2. Декомпозиција промене учешћа дуга по факторима, 2012–2024.	62
O.4.3. Декомпозиција промене мастрихтског дуга	62
O.5.1. Различите претпоставке о пољопривредној сезони и њихов утицај на домаћу инфлацију	81
O.5.2. Ефекти различитих претпоставки алтернативних сценарија на просечну инфлацију и БДП у 2025.	81

Табеле у освртима

O.1.1. Ограничења максималних номиналних каматних стопа	21
O.1.2. Тренутно важећа ограничења максималних износа номиналних каматних стопа	22
O.1.3. Тренутно важећа ограничења максималних износа ефективних каматних стопа	22
O.4.1. Методолошке разлике мастрихтског дуга и дуга по националној методологији	61
O.4.2. Мастрихтски дуг Србије и одабраних земаља средње, источне и југоисточне Европе	63

Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе

2024. година

Датум	Референтна каматна стопа (на годишњем нивоу, у %)	Промена (у базним поенима)
11. јануар	6,50	0
8. фебруар	6,50	0
7. март	6,50	0
11. април	6,50	0
10. мај	6,50	0
13. јун	6,25	-25
11. јул	6,00	-25
8. август	6,00	0
12. септембар	5,75	-25
10. октобар	5,75	0
7. новембар	5,75	0
12. децембар	5,75	0

2025. година

Датум	Референтна каматна стопа (на годишњем нивоу, у %)	Промена (у базним поенима)
10. јануар	5,75	0
13. фебруар	5,75	0
13. март	5,75	0
10. април	5,75	0
9. мај	5,75	0
12. јун		
10. јул		
7. август		
11. септембар		
9. октобар		
13. новембар		
11. децембар		

Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије

Саопштење са седнице Извршног одбора, 13. 3. 2025.

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је на данашњој седници да референтну каматну стопу задржи на нивоу од 5,75%, као и да на непромењеним нивоима задржи каматне стопе на депозитне (4,5%) и кредитне олакшице (7,0%).

Приликом доношења овакве одлуке, Извршни одбор је истакао да је референтна каматна стопа током претходне године у три наврата смањивана за по 25 базних поена и да се од септембра 2024. године налази на нивоу од 5,75%, при чему се ефекти ових смањења могу очекивати и у наредном периоду. Извршни одбор је навео да је, и поред знатног смањења инфлације и њене стабилизације, неопходно наставити са спровођењем опрезне монетарне политике, с обзиром на и даље присутне геополитичке тензије, раст протекционизма и неизвесне трговинске политике у међународном окружењу. Опрезност је такође потребна и због неизвесности у погледу кретања светских цена енергената и других примарних производа, као и цена појединих прехранбених сировина, пре свега кафе и какаоа, које су недавно достигле рекордне нивое на светским берзама.

Инфлација се од почетка ове године креће око горње границе дозвољеног одступања од циља, а њену динамику определиле су више цене нафтних деривата, поскупљење појединих категорија прехранбених производа – поврћа, кафе и кондиторских производа, као и цене комуналних услуга. Ипак, међугодишњи раст цена хране наставио је да се креће испод укупне инфлације и у фебруару је износио 4,3%. Извршни одбор је имао у виду да би инфлација, према фебруарској централној пројекцији Народне банке Србије, након кретања око горње границе дозвољеног одступања од циља почетком године, од другог тромесечја 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 допринеће и даље рестриктивни услови монетарне политике, нижа увозна инфлација, очекивано успоравање раста реалних зарада, очекивани пад цена нафтних деривата у складу с фјучерсима, као и ниже цене воћа и поврћа, под претпоставком просечне овогодишње пољопривредне сезоне.

Републички завод за статистику потврдио је претходно дату процену о реалном расту бруто домаћег производа у четвртном тромесечју прошле године од 3,3% међугодишње и кориговао навише претходна два тромесечја, тако да је у целој 2024. години остварен раст од 3,9%. Према пројекцији Народне банке Србије, раст бруто домаћег производа у овој години износиће око 4,5% и биће вођен домаћом тражњом, а пре свега личном потрошњом и инвестицијама у основна средства. Притом, раст приватне потрошње засниваће се на већем расположивом доходу и позитивним трендовима на тржишту рада, а раст инвестиција на повећаној профитабилности привреде, очекиваном наставку високих прилива страних директних инвестиција, планираним капиталним издацима државе, а посебно реализацији инфраструктурних пројеката предвиђених програмом „Србија – Експо 2027”. На раст инвестиција требало би позитивно да утичу и повољнији финансијски услови захваљујући досадашњем ублажавању монетарне политике Народне банке Србије и Европске централне банке. У овом тренутку тешко је оценити у којој мери ће се раст протекционизма у свету и увођење нових царина одразити на економску активност у Србији, а присутан је и ризик да би блокаде и протести могли да утичу на одлагање одређених инвестиција и потрошње. Показатељи реалног сектора за јануар указују на то да за сада није дошло до знатнијих застоја у производном сектору, пре свега индустријској производњи, а наставља се и раст активности у услужним секторима, али се код прилива страних директних инвестиција у досадашњем току године ипак бележи одређено успоравање.

Извршни одбор Народне банке Србије наставиће да прати и анализира трендове на домаћем и међународном тржишту и да одлуке о будућој монетарној политици доноси од састанка до састанка у зависности од података који буду пристизали, изгледа у кретању инфлације и њених кључних фактора, као и процене ефеката донетих мера монетарне политике. Истовремено, приликом доношења одлука Извршни одбор ће водити рачуна да се обезбеди очување финансијске стабилности и повољних изгледа привредног раста.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће се разматрати економска кретања и донети одлука о референтној каматној стопи одржаће се 10. априла 2025. године.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 10. 4. 2025.

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је на данашњој седници да референтну каматну стопу задржи на нивоу од 5,75%, као и да на непромењеним нивоима задржи каматне стопе на депозитне (4,5%) и кредитне олакшице (7,0%).

Приликом доношења овакве одлуке, Извршни одбор је истакао да је, и поред знатног смањења инфлације током 2023. године, а затим и њене стабилизације од средине 2024. године, неопходно наставити са спровођењем опрезне монетарне политике, јер домаћа инфлација у великој мери зависи од дешавања на светским робним и финансијским тржиштима, која због неизвесности и даље изазивају забринутост. С једне стране, увођење високих царина и неизвесне трговинске политике у наредном периоду погоршавају изгледе глобалног привредног раста и утичу на пад цена примарних производа, пре свега нафте, али с друге стране повећавају ризике да би могло доћи до застоја у глобалним ланцима снабдевања и раста глобалне инфлације. Извршни одбор је такође имао у виду да је Европска централна банка у претходном периоду ублажила своју монетарну политику, што би требало да се одрази на повољније услове евроиндексираног задуживања код нас. Неизвесност по питању утицаја царина САД на економију зоне евра, утицаће и на одлуке Европске централне банке о даљем ублажавању монетарних услова. Према садашњим најавама, може се оценити да ће Систем федералних резерви (ФЕД) бити опрезнији и вероватно неће још неко време смањивати своју стопу. Цене појединих прехранбених сировина на светским берзама (какаоа и кафе) које су недавно достигле рекордне нивое, као и ложија прошлогодишња домаћа пољопривредна сезона, деловаће још неко време на цене хране, а затим би ситуација требало да се стабилизује с доласком нове пољопривредне сезоне.

Инфлација се од почетка ове године кретала у складу с нашим очекивањима и у прва два месеца се налазила око горње границе дозвољеног одступања од циља. Према пројекцији Народне банке Србије, инфлација ће се на сличном нивоу задржати и у наредним месецима, тј. до средине године. У другој половини године инфлација би требало да успори и постепено се приближи централној вредности циља од 3%, што је ниво око кога ће се кретати до краја хоризонта пројекције. Таквом њеном кретању требало би да допринесу и даље рестриктивни ефекти монетарне политике, долазак нове пољопривредне сезоне, под претпоставком да она буде просечна, као и очекивани пад цена нафтних деривата у складу с фјучерсима. Смањењу домаће инфлације доприносиће и нижа увозна инфлација и очекивано успоравање раста реалних зарада, што би требало да допринесе и успоравању базне инфлације на око 5% већ од марта и њеном приближавању укупној инфлацији.

Разматрајући кретања у реалном сектору, Извршни одбор је констатовао да је након прошлогодишњег раста бруто домаћег производа од 3,9%, који је био у самом врху у Европи, у првим месецима ове године активност у производном и у услужним секторима успорила. У јануару и фебруару заједно посматрано, активност у прерађивачкој индустрији је стагнирала, док је раст промета у трговини и туризму успорен, пре свега у фебруару. Раст протекционизма у свету, увођење нових царина и проблеми у аутомобилској индустрији у Европи, уз блокаде и протесте на домаћем тржишту, који у одређеној мери утичу на одлагање инвестиција и потрошње, представљају ризик по привредни раст Србије. Ипак, Извршни одбор очекује да ће у наставку године економска активност убрзати, чему ће првенствено допринети фактори на страни понуде, а пре свега планирано убрзање производње електричних аутомобила и аутомобилских гума, затим активирање нових капацитета у енергетици, као и реализација инфраструктурних пројеката предвиђених програмом „Србија – Експо 2027”, који ће имати директне и индиректне позитивне ефекте на нашу привреду. Подршку привредном расту пружа и раст кредитне активности према сектору привреде и становништва од око 10%, који је резултат претходног ублажавања монетарне политике Народне банке Србије и Европске централне банке.

Извршни одбор Народне банке Србије наставиће да прати и анализира трендове на домаћем и међународном тржишту и да одлуке о будућој монетарној политици доноси од састанка до састанка у зависности од података који буду пристизали, изгледа у кретању инфлације и њених кључних фактора, као и процене ефеката донетих мера монетарне политике. Истовремено, приликом доношења одлука Извршни одбор ће водити рачуна да се очува финансијска стабилност и повољни изгледи привредног раста.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће се разматрати економска кретања и донети одлука о референтној каматној стопи одржаће се 9. маја 2025. године.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 9. 5. 2025.

Извршни одбор Народне банке Србије одлучио је на данашњој седници да референтну каматну стопу задржи на нивоу од 5,75%, као и да на непромењеним нивоима задржи каматне стопе на депозитне (4,5%) и кредитне олакшице (7,0%).

Приликом доношења овакве одлуке, Извршни одбор је истакао да је, и поред знатног смањења инфлације и њеног кретања у границама циља, неопходно наставити са спровођењем опрезне монетарне политике. Домаћа инфлација у великој мери зависи од кретања на светским робним и финансијским тржиштима, која тренутно карактерише висок степен волатилности под утицајем неизвесности у погледу трговинских политика водећих светских економија. Преовлађују оцене да ће у таквим околностима глобална инфлација вероватно опадати нешто спорије него што се очекивало, док ће привредни раст бити нижи због поремећаја у трговинским токовима, ланцима производње и слабостима у кључним покретачима раста, као што су спољна трговина, инвестиције и потрошња. Иако је очекивани спорији раст светске економије утицао на пад светских цена примарних производа, пре свега сирове нафте на светском тржишту, неопходна је опрезност јер би повећани трошкови производње у условима раста царина могли деловати инфлаторно. Извршни одбор је такође имао у виду очекивања тржишних учесника да ће Европска централна банка вероватно наставити да ублажава монетарну политику, што би требало да се одрази на повољније услове евроиндексираног задуживања код нас. Према садашњим најавама, може се оценити да ће Систем федералних резерви бити опрезнији у ублажавању монетарне политике, јер ће се највероватније суочити с појачаним инфлаторним притисцима услед царина, што би се могло одразити на токове капитала према земљама у успону. Поред тога, цене појединих прехранбених сировина на светским берзама (какаоа и кафе) које су недавно достигле рекордне нивое, као и прошлогодишња лошија домаћа пољопривредна сезона, деловаће још неко време на цене хране, а затим би ситуација требало да се стабилизује с доласком нове пољопривредне сезоне.

У складу са очекивањима Народне банке Србије, инфлација се током првог тромесечја ове године кретала око горње границе дозвољеног одступања од циља и у марту је износила 4,4%. У односу на крај 2024, у марту је смањен допринос цена енергије и услуга за по 0,1 процентни поен, док је допринос цена хране повећан за 0,3 процентна поена, у великој мери због ефекта и даље високих светских цена какаоа и кафе. На постепено попуштање ценовних притисака указује базна инфлација, која се спустила на 5,1% у марту, што је њен најнижи ниво од јула 2024. године. Извршни одбор очекује да ће инфлација наставити да се креће у границама циља, с тим да ће од половине године успорити и до краја године се приближити централној вредности циља од 3%. Томе би пре свега требало да допринесу и даље рестриктивни ефекти монетарне политике, долазак нове пољопривредне сезоне, под претпоставком да она буде просечна, као и очекиване ниске цене нафтних деривата у складу с фјучерсима. Смањењу домаће инфлације доприносиће и нижа увозна инфлација и очекивано кретање реалних зарада у складу с растом продуктивности, што би требало да допринесе даљем успоравању базне инфлације и њеном приближавању укупној инфлацији.

Када су у питању кретања у реалном сектору, према првој процени Републичког завода за статистику, бруто домаћи производ у првом тромесечју ове године реално је порастао за 2,0%. Нижи раст од очекиваног, према оцени Извршног одбора, бележи се и у производним и у услужним секторима и последица је и даље ниске екстерне тражње, проблема у европској аутомобилској индустрији и повећане аверзије према ризику на глобалном нивоу, али и блокада и протеста, који су утицали на смањење потрошње и инвестиција на домаћем тржишту. Извршни одбор очекује да ће у наставку године економска активност ипак убрзати, чему ће првенствено допринети фактори на страни понуде, а пре свега планирано убрзање производње у аутомобилској индустрији, затим активирање нових капацитета у енергетици, као и реализација инфраструктурних пројеката предвиђених програмом „Србија Експо 2027”. Подршку привредном расту пружа и раст кредитне активности према сектору привреде и становништва од око 10%, који је резултат претходног ублажавања монетарне политике Народне банке Србије и Европске централне банке.

Извршни одбор Народне банке Србије наставиће да прати и анализира трендове на домаћем и међународном тржишту и да одлуке о будућој монетарној политици доноси од састанка до састанка у зависности од података који буду пристизали, изгледа у кретању инфлације и њених кључних фактора, као и процене ефеката донетих мера монетарне политике. Истовремено, приликом доношења одлука Извршни одбор ће водити рачуна да се обезбеди очување финансијске стабилности и повољних изгледа привредног раста.

На данашњој седници Извршни одбор је усвојио мајски Извештај о инфлацији с новим макроекономским пројекцијама, које ће детаљније бити представљене јавности на конференцији за новинаре 14. маја, када ће бити додатно образложене и донете одлуке монетарне политике.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће се разматрати економска кретања и донети одлука о референтној каматној стопи одржаће се 12. јуна 2025. године.

CIP - Каталогизација у публикацији
Народна библиотека Србије, Београд

33

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ / Народна
банка Србије. - 2006- . - Београд (Краља
Петра 12) : Народна банка Србије, 2006-
(Београд : Завод за израду новчаница и
кованог новца "Топчидер") . - 30 cm

Тромесечно
ISSN 1820-9408 = Извештај о инфлацији
(Народна банка Србије)
COBISS.SR-ID 154291980