



Народна банка Србије

2025
фeбpуap

ИЗВЕШТАЈ О ИНФЛАЦИЈИ

2025
фeбpуap

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.

Приступ 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.

Фебруарски *Извештај о инфлацији* размотрен је и усвојен на седници Извршног одбора 13. фебруара 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
ОРЕС – Организација земаља извозница нафте
П – полугодиште
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
ХоВ – хартије од вредности

Не наводе се друге општепознате скраћенице.

Макроекономске пројекције представљене у овом извештају закључене су 31. јануара.

Садржај

I. Резиме	1
II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији	7
III. Кретање инфлације	11
<i>Осврт 1: Дистрибуција раста цена у потрошачкој корпи у 2024. и поређење са 2023. годином</i>	13
<i>Осврт 2: Истраживање феномена <i>shearflation</i> у Србији у периоду 2022–2024. године</i>	15
IV. Детерминанте инфлације	21
1. Кретања на финансијском тржишту	21
2. Новац и кредити	26
3. Агрегатна тражња	31
<i>Осврт 3: Анализа платнобилансних кретања у 2024. години</i>	35
4. Економска активност	38
<i>Осврт 4: Оцена производног потенцијала (потенцијалног БДП-а) Србије</i>	40
5. Кретања на тржишту рада	43
V. Пројекција	45
<i>Осврт 5: Протекционизам на глобалном нивоу и његови ефекти</i>	73
<i>Осврт 6: Алтернативни сценарији пројекције</i>	76
Табела А. Показатељи екстерне позиције Србије	79
Табела Б. Основни макроекономски показатељи	80
Списак графикана и табела	81
Седнице Извршног одбора Народне банке Србије и промене референтне каматне стопе	84
Саопштења са седница Извршног одбора Народне банке Србије	85

I. Резиме

Према јануарској пројекцији Међународног монетарног фонда, **глобални привредни раст** ће ове и наредне године бити сличног интензитета као у 2024. и износити 3,3%, при чему је јануарска пројекција за ову годину за 0,1 процентни поен виша од октобарске јер су повољнији економски изгледи за Сједињене Америчке Државе надоместили слабије изгледе за остале велике економије, посебно за зону евра. Привредни раст је неуједначен по регионима, при чему се за зону евра, која је наш најважнији трговински партнер, за ову годину пројектује убрзање раста (са 0,7% у 2024. на 1,0%), али споријим темпом (за 0,2 процентна поена) него што се очекивало у периоду израде нашег претходног извештаја. На то се одразила пре свега нижа активност у прерађивачкој индустрији, нарочито у Немачкој, као и повећана геополитичка неизвесност, која негативно утиче на инвестиционо поверење. За 2026. очекује се нешто бржи раст зоне евра, од 1,4%, чему треба да допринесе повећање домаће тражње у условима ублажених финансијских услова, као и очекивани раст поверења тржишних учесника под претпоставком смањене глобалне неизвесности.

Према истој процени, **глобална инфлација** би требало да успори на 4,2% ове године и на 3,5% у 2026, уз бржи повратак у границе циља у развијеним земљама него у земљама у успону и развоју. Иако је приметно успоравање раста реалних зарада и хлађење тржишта рада, раст цена услуга је углавном и даље изнад просека оствареног у претпандемијском периоду, укључујући и зону евра и Сједињене Америчке Државе, што упућује на опрезност у погледу даљег ублажавања монетарних политика. За Сједињене Америчке Државе пројектује се задржавање инфлације на нивоу изнад 2% у овој години, док би инфлација у зони евра требало да се врати на циљ, што, уз повољније изгледе раста америчке привреде, према очекивањима тржишта, утиче на раст дивергентности у степену ублажавања монетарних политика Европске централне банке и Система федералних резерви и последично на јачање долара према евр.

Водеће међународне финансијске институције, Међународни монетарни фонд и Светска банка, сагласне су у оцени да ће глобални привредни раст ове и наредне године остати стабилан, али да се још увек налази испод претпандемијског просека.

Иако се у неким земљама инфлација показала постојанијом од првобитних очекивања, глобална инфлација је наставила да се креће силазном путањом, чему су допринели ниже светске цене примарних производа и ефекти претходног затезања монетарних услова.

У периоду од претходног Извештаја о инфлацији 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 истакао је да је, и поред кретања инфлације у границама циља, неопходно наставити са спровођењем опрезне монетарне политике, имајући у виду неизвесност у међународном окружењу, пре свега услед изражених геополитичких тензија и фрагментације светског тржишта, што би за последицу могло имати раст цена енергената, примарних пољопривредних производа и других сировина у производњи, као и застоје у глобалним ланцима снабдевања. Рекордне цене које су поједине прехранбене сировине достигле на светским берзама због суше у земљама које су водећи произвођачи какаоа (због суше у западној Африци) и кафе (због суше у Бразилу) такође изазивају забринутост у погледу светских цена хране, као и смањена понуда пољопривредних производа на домаћем тржишту услед суше током летњих месеци. С обзиром на то да се досадашње ублажавање монетарне политике у пуној мери пренело на каматне стопе на тржишту новца и кредита, што је резултирало и убрзањем кредитне активности, Извршни одбор је приликом доношења одлука о монетарној политици истакао и потребу да се сагледају ефекти претходних смањења референтне каматне стопе на кретање инфлације и економске активности у наредном периоду.

Кредитна активност према немонетарном сектору наставља да убрзава раст.

Кредитна активност према немонетарном сектору током четвртог тромесечја 2024. додатно је убрзала међугодишњи раст, на 8,2% на крају године, при чему су кредити привреди повећани за 4,8%, а кредити становништву за 10,2%. Расту кредитне активности током 2024. више су доприносили динарски кредити, што је допринело расту степена динаризације пласмана, на 37,4%. У прилог додатног јачања финансијске стабилности говори и показатељ проблематичних кредита, који је у децембру спуштен на нову најнижу вредност од 2,5%.

На овогодишњој јануарској аукцији динарских државних хартија од вредности рочности десет и по година забележена је знатна тражња, тако да је продат готово четвороструко већи износ емисије од планираног.

Почетком ове године одржана је **успешна аукција продаје динарских државних хартија од вредности рочности десет и по година**, а продата је готово целокупна емисија (111,3 милијарде динара) која је била планирана да се реализује у наредних неколико месеци. То је била прва аукција након што је Србија добила кредитни рејтинг инвестиционог ранга од агенције *Standard & Poor's*, при чему је остварена стопа приноса била једнака купонској стопи од 5,25%, а тражња је знатно премашила понуду и износила близу 158 милијарди динара.

Консолидовани фискални дефицит у 2024. години био је нижи од планираног ребалансом буџета и износио је 2,0% бруто домаћег производа. При томе, капитални расходи планирани ребалансом буџета за 2024. (7,3% бруто домаћег производа) у потпуности су реализовани, док су расходи за куповину робе и услуга били мањи од пројектованих. Истовремено, већим пореским приходима допринела је пре свега боља наплата акциза и пореза на добит. *Ревидираном Фискалном стратегијом за 2025. са пројекцијама за 2026. и 2027. годину* дефинисан је средњорочни фискални оквир, којим је предвиђено интензивирање државних инвестиција у саставу програма „Скок у будућност – Србија Експо 2027”, по ком основу ће фискална политика имати благо експанзиван карактер. Планирано повећање учешћа фискалног дефицита у бруто домаћем производу на 3% ове и у наредне две године, према нашој оцени, неће нарушити опадајућу путању учешћа јавног дуга у бруто домаћем производу, које је на крају 2024. године износило 47,6% и за 0,8 процентних поена било ниже него крајем претходне године.

Повећање **дефицита текућег рачуна платног биланса** у 2024, са до сада најнижег нивоа од 2,4% бруто домаћег производа у претходној години, било је очекивано услед реализације инвестиција планираних програмом „Експо 2027” и раста расположивог дохотка становништва, а делом и због смањене екстерне тражње, пре свега из зоне евра. Ипак, у другој половини године дефицит је био виши него што смо пројектовали и на нивоу 2024. године износио је 6,3% бруто домаћег производа. На то се одразио пре свега бржи раст увоза робе и услуга (8,4%) од извоза (4,8%). У оквиру робног извоза, упркос смањеној екстерној тражњи и проблемима у аутомобилској индустрији у Европи, извоз прерађивачке индустрије наставио је да расте (по стопи од близу 3,0%) као резултат инвестиција у извозне капацитете из претходног периода. Позитиван допринос потекао је и од извоза рударства, као и пољопривредних производа због одличне пољопривредне сезоне у 2023. години и створених залиха. Иако је извоз струје смањен услед смањеног хидроенергетског потенцијала, енергетски биланс је благо поправљен у 2024. у односу на 2023, јер је истовремено и увоз енергената био нижи. Прилив по основу страних директних инвестиција у Србију у 2024. достигао је рекордне 5,2 милијарде евра и обезбедио пуну покривеност дефицита текућег рачуна, сад већ пуну деценију. То је допринело да апрецијацијски притисци преовладају и током 2024. и да Народна банка Србије на девизном тржишту буде

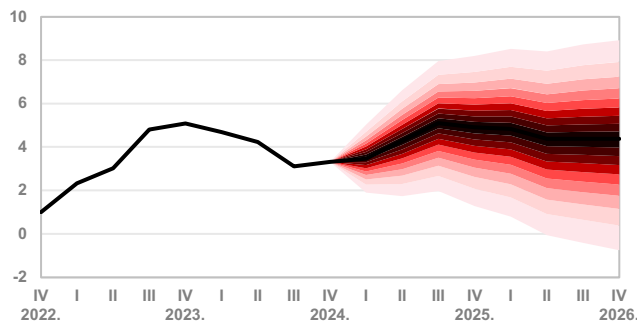
Фискална кретања у 2024. години била су повољнија од очекиваних, уз пуну реализацију планираних капиталних издатака државе.

Дефицит текућег рачуна платног биланса у 2024. години био је близу своје просечне равнотежне стопе и у пуној мери покривен приливима по основу страних директних инвестиција, што је допринело апрецијацијским притисцима.

Бруто домаћи производ у 2024. реално је порастао за 3,9%, што је била једна од највиших стопа раста у Европи, чиме се нашао за преко 18% изнад претпандемијског нивоа.

Према нашој новој пројекцији, раст бруто домаћег производа ове године убрзаће на 4,5%, док за наредне две године пројектујемо да ће бити у распону 4–5%, 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 %)



нето купац девиза у износу од 2.725 милиона евра и да девизне резерве земље, као важан стуб одбране од екстерних ризика, забележе нови највиши ниво до сада – 29,3 милијарде евра.

Према процени Републичког завода за статистику, **раст бруто домаћег производа** у последњем тромесечју 2024. износио је 3,3%, а на нивоу године 3,9%, што је био незнатно виши раст у односу на нашу новембарску пројекцију. При томе, негативни ефекти суше на пољопривредну производњу били су већи него што смо проценили у новембру, али су они више него компензовани бољим остварењима у индустрији, пре свега прерађивачкој, као и у услужним секторима. Позитиван допринос у 2024. потекао је и од грађевинарства, захваљујући првенствено реализацији инфраструктурних пројеката планираних програмом „Експо 2027“. Са становишта употребе, раст бруто домаћег производа био је вођен домаћом тражњом, у оквиру које су највише доприносиле потрошња домаћинстава и инвестиције, док је већи реални раст увоза робе и услуга од извоза у условима раста инвестиција и расположивог дохотка за последицу имао негативан допринос нето извоза. Према нашој процени, тромесечни десезонирани раст бруто домаћег производа у четвртном тромесечју износио је око 1%, за колико процењујемо и да износи ефекат пренетих тенденција (*carry over*) за ову годину.

Позитиван допринос **расту бруто домаћег производа** даће сви услужни и производни сектори, под претпоставком да ће, након прошлогодишње суше, овогодишња пољопривредна сезона бити просечна. Посматрано са становишта употребе, раст бруто домаћег производа водиће домаћа тражња, при чему ће расту приватне потрошње допринети већи расположиви доходак и позитивни трендови на тржишту рада, а расту инвестиција у основна средства повећана профитабилност привреде из претходних година, високи приливи страних директних инвестиција у власнички капитал, планирани капитални издаци државе за пројекте у области саобраћајне, енергетске и комуналне инфраструктуре, као и повољнији финансијски услови услед започетог ублажавања монетарних услова. Позитиван допринос очекује се и од извоза као резултат почетка серијске производње у аутомобилској индустрији, као и нових капацитета у енергетици, али ће због убрзања инвестиционог циклуса и раста домаће тражње, ове и наредне године увоз расти брже од извоза, што ће за последицу имати негативан допринос нето извоза. У складу с таквим

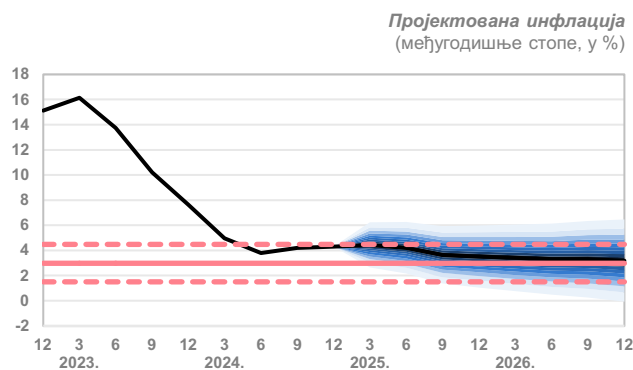
кретањима, очекујемо да ће **учешће дефицита текућег рачуна у бруто домаћем производу** ове и наредне године бити на нивоу од око 6%, а да ће затим у 2027, под утицајем већег извоза услуга, бити снижено на око 4%. Очувању одрживе екстерне позиције допринеће висок и пројектно и географски распрострањен прилив страних директних инвестиција, који процењујемо да ће износити око рекордног нивоа из прошле године од 5,2 милијарде евра и у средњем року. Убрзање привредног раста Србије по основу раста инвестиција и укупне факторске продуктивности треба да допринесе и расту производног потенцијала и убрзању процеса реалне конвергенције Србије Европској унији.

У складу с нашим очекивањима из претходног извештаја, **међугодишња инфлација** се и током четвртог тромесечја кретала унутар граница дозвољеног одступања од циља и у децембру је износила 4,3%, што је и ниво око кога се стабилизovala током друге половине 2024. Слично као и у другим земљама региона, укључујући и зону евра, базна инфлација се кретала изнад укупне инфлације и у децембру је износила 5,3% међугодишње, и била је вођена растом цена услуга, на шта се пре свега одражава релативно висок раст зарада. У односу на септембар, у децембру је незнатно повећан допринос цена енергије због два базна ефекта са супротним дејством – ефекта ниске базе код цена нафтних деривата, који је највећим делом ублажен изласком из обрачуна поскупљења електричне енергије из новембра претходне године. Такође, већи допринос су дале и цене хране, највише под утицајем смањене понуде поврћа након летње суше, док је допринос цена услуга смањен. Током целе 2024. године **инфлациона очекивања финансијског сектора** за годину дана унапред задржана су унутар циљаног распона, док се инфлациона очекивања за две и три године унапред већ дуже време крећу око централне вредности циља, што сведочи о очуваном кредибилитету монетарне политике Народне банке Србије.

Према нашој новој централној пројекцији, **међугодишња инфлација** би почетком ове године требало да се креће око горње границе дозвољеног одступања од циља, а да затим постепено успорава и да се крајем године приближи централној вредности циља, што је ниво око кога ће се кретати до краја хоризонта пројекције. Таквом кретању инфлације највише ће допринети и даље рестриктивни монетарни услови, очекивано ниже светске цене енергената и нижа увозна инфлација, затим долазак

Међугодишња инфлација у Србији наставила је да се креће унутар граница циља од $3 \pm 1,5\%$ и на крају 2024. износила је 4,3%.

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



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.

нове пољопривредне сезоне под претпоставком да она буде просечна, као и пројектовано кретање реалних зарада у складу с растом продуктивности. Нова пројекција инфлације благо је виша од новембарске у овој години, првенствено због виших цена нафтних деривата, на шта се, поред више светске цене нафте, одражава и јачање долара, а делом и због већег раста цена хране крајем 2024. и веће домаће тражње.

Дешавања у међународном окружењу и даље се карактеришу као изазовна и неизвесна, с тим да су **ризици** по глобални привредни раст у средњем року израженији наниже. Као кључни ризици који за последицу могу имати нижи глобални привредни раст истичу се интензивирање геополитичких тензија, које би изазвале поремећаје на светским тржиштима примарних производа, и увођење нових протекционистичких мера, које могу смањити трговину и инвестиције и изазвати поновне поремећаје у глобалним ланцима снабдевања. По том основу могући су поновни инфлаторни притисци, који би довели до заштравања монетарних политика централних банака. У извесној мери ризици се односе и на перзистентност базне инфлације на глобалном нивоу, пре свега због још увек затегнутих услова на тржишту рада. Ризици пројекције инфлације и привредног раста потичу и од брзине раста домаће тражње, као и од исхода домаће 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.

II. Монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији

У периоду од претходног извештаја Извршни одбор Народне банке Србије није мењао висину референтне каматне стопе. Она се налази на нивоу од 5,75%, након што је у септембру прошле године смањена за 25 б.п., чиме је у текућем циклусу ублажавања монетарне политике, који траје од јуна 2024. године, смањена за укупно 75 б.п.

Приликом доношења одлука о задржавању референтне каматне стопе на непромењеном нивоу, Извршни одбор је истакао да је, и поред кретања инфлације у границама циља, неопходно наставити са спровођењем опрезне монетарне политике, имајући у виду непредвидивост макроекономских дешавања у међународном окружењу и раст геополитичких ризика, али и потребу да се сагледају ефекти претходних смањења референтне каматне стопе.

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. године, 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). Такође, просечна пондерисана репо стопа стабилизовала се незнатно изнад нивоа од 4,50%. Ублажавање монетарне политике Народне банке Србије пренело се на каматне стопе на међубанкарском тржишту новца, као и на појефтињење динарских кредита, што указује на ефикасност трансмисионог механизма монетарне политике.

Услови у домаћем и међународном окружењу у којима је вођена монетарна политика у периоду од претходног Извештаја о инфлацији захтевали су опрезан приступ Извршног одбора Народне банке Србије. О комплексности услова у међународном окружењу говори то што је глобална инфлација још увек била генерално висока, док је истовремено глобални привредни раст био релативно спор. Извршни одбор је пажљиво разматрао све расположиве информације и податке и анализирао кретање инфлације и монетарну трансмисију, те доносио одлуке монетарне политике

које су имале за циљ одрживост инфлације у границама циља и приближавање централној вредности циља у хоризонту монетарне политике, као и наставак привредног раста.

Основу за доношење одлука Извршног одбора у децембру и јануару представљала је **новембарска средњорочна пројекција инфлације**, према којој ће инфлација наставити да се креће унутар граница циља и током наредне две године, што је временски хоризонт пројекције. Притом, мг. инфлација би с доласком нове пољопривредне сезоне требало постепено да успорава и да се крајем 2025. године приближи централној вредности циља од 3%.

Захваљујући ефектима мера монетарне политике Народне банке Србије, нижој увозној инфлацији, смањењу инфлационих очекивања и постепеном ишчезавању ефеката екстерних шокова, **инфлација у Србији** се од маја 2024. налази у границама циља ($3 \pm 1,5\%$), а годину је завршила на нивоу од 4,3% мг. Опадајућа путања инфлације током 2024. постигнута је пре свега успоравањем прехранбене инфлације, као и нижим растом цена енергије, али и смањењем базне инфлације (ИПЦ по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета). Базна инфлација је од маја била виша од укупне инфлације, што је случај и у другим земљама региона, укључујући и зону евра, и кретала се нешто изнад 5% мг.

Одлучујући о монетарној политици, Извршни одбор је имао у виду да **инфлациона очекивања** финансијског сектора за годину дана унапред, према анкетама агенција које их прате – Нинамедија и Блумберг, настављају да се крећу у границама циља, што потврђује адекватност мера монетарне политике коју води Народна банка Србије. Очекивања финансијског сектора за две године унапред такође се налазе у границама циља и у децембру су смањена на 3,3%, док су за три године унапред била на централној вредности циља. 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 нижа (4,9% за две године и 4% за три године унапред). Нижа инфлациона очекивања доприносе и нижој инфлацији и вишој реалној каматној стопи, тј. рестриктивнијим монетарним условима и без промене висине референтне каматне стопе.

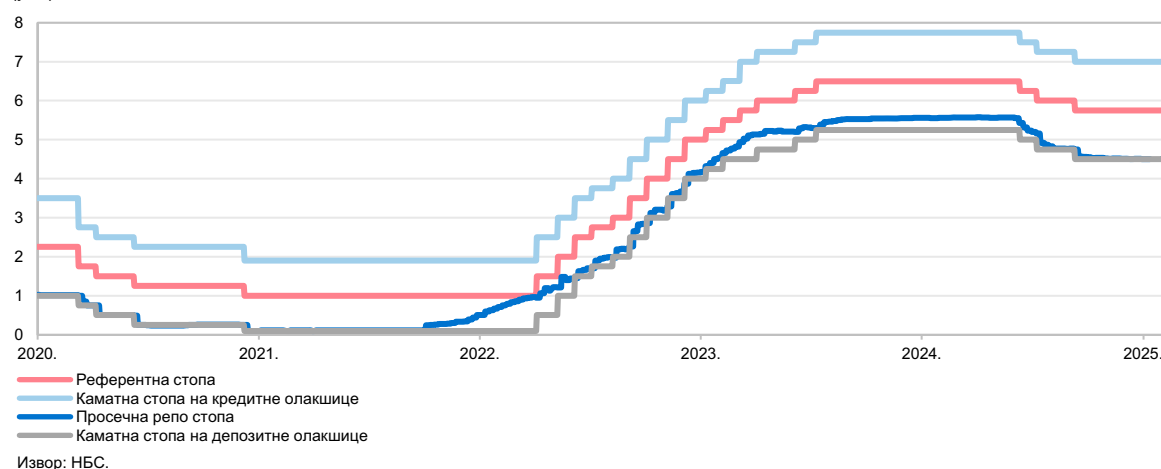
Посебно треба истаћи да је смањење инфлације у Србији остварено уз позитивна кретања показатеља у **реалном сектору**. Према процени РЗС-а, реални раст БДП-а у 2024. години износио је 3,9%. Тиме је БДП за преко 18% био већи од претпандемијског нивоа. Привредни раст у претходној години резултат је раста активности у индустрији, грађевинарству и услужним секторима. У оквиру индустрије важан је раст активности прерађивачке индустрије од 4,7%, који је остварен упркос ниској екстерној тражњи, пре свега из зоне евра. У складу с кретањима у реалном сектору, настављена су повољна кретања на тржишту рада, где се бележи даљи раст запослености, смањење незапослености и процењени реални раст зарада од 9,2% у 2024, чиме је очувана куповна моћ становништва. Рекордан прилив СДИ у Србију, који

је, према прелиминарним подацима, у 2024. години износио 5,2 милијарде евра, и високи капитални издаци државе подржавају повољне изгледе за раст економске активности у наредном периоду. Домаће приватне инвестиције подржавају и повољнији услови финансирања, којима доприноси и нижа премија ризика земље услед повећања кредитног рејтинга Србије на ниво инвестиционог ранга од стране агенције *Standard & Poor's*. Опоравак тражње наших водећих трговинских партнера још увек је спор, с тим да се постепено убрзање очекује у наредном периоду, што ће, заједно с реализацијом инвестиција планираних програмом „Експо 2027” и осталих инфраструктурних пројеката, допринети убрзању раста економске активности на око 4,5% у овој години и на распон 4–5% у наредне две године.

Приликом доношења одлука о монетарној политици, Извршни одбор је посебно пажљиво пратио факторе из међународног окружења и имао у виду **ојачане макроекономске фундаменте наше економије и отпорност на екстерне шокове**, што потврђује и то што су **девизне резерве земље** током 2024. **повећане** за 4,4 млрд евра, те су достигле рекордне 29,3 млрд евра на крају године. Тиме је обезбеђена покривеност увоза робе и услуга од 7,3 месеца, што је више него двоструко изнад стандарда којим се утврђује адекватан ниво девизних резерви земље. Раст девизних резерви у великој мери био је резултат и интервенција Народне банке Србије на девизном тржишту претежно куповином девиза, по ком основу су девизне резерве повећане за 2,7 млрд евра.

У међународном окружењу, подаци о вишим стопама инфлације крајем 2024. изазвали су забринутост, мада је ЕЦБ генерално очекивала такве податке. У **зони**

Графикон II.0.1. Кретање референтне и просечне репо стопе (у %)



евра, нашем најважнијем трговинском партнеру, инфлација у децембру, трећи месец заредом, убрзала је раст на 2,4%. Због базног ефекта код цена енергената, тј. њиховог оштрог смањења годину дана раније, убрзање инфлације било је очекивано. Међутим, инфлација у Немачкој убрзана је више него што се претпоставило (на 2,8% м.г., мерено ИПЦ-ом), пре свега због виших цена хране и мањег пада цена енергената, док је у Италији убрзање било мање од очекиваног (1,4% м.г.). Базна инфлација у зони евра се у децембру, четврти месец заредом, задржала на 2,7% м.г., док је инфлација у сектору услуга порасла на 4,0% м.г., са 3,9% м.г. претходног месеца. Ипак, након што ће почетком ове године вероватно бити на сличном нивоу, инфлација у зони евра требало би постепено да се смањује и да до краја ове године достигне циљ, у највећој мери због још увек рестриктивног карактера монетарних политика у водећим економијама и ишчезавања утицаја шокова који су се у претходном периоду снажно одразили на понуду. У складу с тим, Извршни одбор Народне банке Србије очекује даље успоравање раста цена производа и услуга које увозимо.

Као што се и очекивало, **ЕЦБ** је у децембру и јануару додатно снизила каматну стопу на депозитне олакшице за по 25 б.п., на 2,75%. ЕЦБ је оценила да се процес дезинфлације налази на добром путу, али да ће привредни раст вероватно бити спорији него што се очекивало три месеца раније, уз ризике који су и даље асиметрични наниже. ЕЦБ је истакла да ће и у наредном периоду одлуке о монетарној политици доносити од састанка до састанка, на основу података који буду пристизали. Смањење инфлације и постизање циља за инфлацију у зони евра, које се очекује до краја 2025, требало би да омогући да ЕЦБ током године смањи референтну каматну стопу још два или три пута. Извршни одбор Народне банке Србије имао је у виду да би 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, требало да допринесе даљем расту кредитне активности и домаће тражње, а тиме и БДП-а, а да то не угрози опадајућу путању инфлације.

Циклус ублажавања монетарне политике наставио је у децембру и **ФЕД**, трећим узастопним смањењем распона референтне стопе, тако да је укупно смањење у 2024. години износило 100 б.п. Међутим, готово сви званичници ФЕД-а оценили су да су

ризички у погледу раста инфлације повећани, јер су стопе инфлације крајем 2024. године биле више него што се очекивало, као и због најављених промена у спољнотрговинској политици САД. Повећани ризик за раст инфлације налаже већу опрезност у вођењу монетарне политике, тако да ФЕД сада пројектује само два смањења референтне стопе у 2025, што је двоструко мање од планираног у септембарским пројекцијама. На састанку у јануару ФЕД није мењао распон референтне каматне стопе (4,25–4,50%), оцењујући да је потребна опрезност док се не види какве ће мере донети нова администрација и какве би оне могле да имају ефекте на инфлацију, запошљавање и економску активност.

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 и остати испод претпандемијског просека због фундаменталних изазова, али и повећане неизвесности. Иако ће убрзати, привредни раст зоне евра и даље ће бити слаб, посебно у Немачкој. С друге стране, раст БДП-а САД ће успорити у 2025, али ће и даље бити релативно висок. У Кини, због изненадне најаве ублажавања монетарне политике, пројекције привредног раста за 2025. су нешто више, али проблеми у сектору некретнина и неизвесност око глобалних трговинских токова и даље су присутни. Постепени раст светске привреде, иако споријим темпом од дугорочног претпандемијског просека, утицаће на то да се постепено повећа и екстерна тражња за нашим извозом.

Извршни одбор је посебно истакао да је неопходно наставити са спровођењем опрезне монетарне политике Народне банке Србије, имајући у виду неизвесност услед **геополитичких ризика, фрагментације светског тржишта и најављених протекционистичких мера**. Таква кретања би могла да утичу на глобално макроекономско окружење, трговинске токове и ланце снабдевања, с последицама на инфлацију и економску активност, а тиме и на монетарне политике централних банака. 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**. Иако се светска цена сирове нафте стабилизувала од средине октобра 2024, захваљујући пре свега очекиваној слабој тражњи за нафтом из Кине и доброј снабдевености светског тржишта, неизвесност у погледу њеног кретања у наредном периоду и даље је

била присутна. Неизвесност је постојала и у погледу кретања светске цене гаса, с обзиром на то да је Украјина забранила проток гаса преко њене територије из Русије ка Европској унији, након истека претходног споразума.

Такође, опрезност монетарне политике била је потребна и када су у питању **светске цене хране**. Рекордне цене појединих прехранбених сировина на светским берзама због суше у земљама које су њихови водећи произвођачи какаоа (због суше у западној Африци) и кафе (због суше у Бразилу) такође су изазивале забринутост у погледу светских цена хране, као и смањена понуда пољопривредних производа на домаћем тржишту услед суше током летњих месеци. Променљиве временске прилике, протекционистичке мере и трговинске рестрикције могле би додатно да погурају цене хране навише. Поред тога, на светске цене хране, као и других примарних производа, утицаће и глобални привредни раст, који је и даље испод тренда, али се очекује његово постепено убрзање у наредном периоду.

Одлуку са састанка у **фебруару да не мења висину референтне каматне стопе** Извршни одбор је заснивао на чињеници да је, и поред кретања инфлације у границама циља, неопходно наставити са спровођењем опрезне монетарне политике, имајући у виду услове у међународном окружењу. О

комплексности тих услова говори глобална инфлација, која је још увек генерално висока, уз истовремено релативно спор привредни раст у многим земљама и регионима. Ипак, највише забринутости и даље изазива непредвидивост макроекономских дешавања у међународном окружењу, пре свега присуство геополитичких тензија, као и јачање протекционизма и фрагментације глобалног тржишта. У складу са оценама водећих релевантних институција, Извршни одбор је имао у виду да би нове протекционистичке мере могле да утичу на међународно макроекономско окружење, трговинске токове и ланце снабдевања, с последицама на инфлацију и економску активност, због чега је потребна опрезност у вођењу монетарне политике.

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, доноси одлуке о будућој монетарној политици од састанка до састанка. 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 из претходног извештаја, мг. инфлација се и током Т4 кретала унутар граница дозвољеног одступања од циља и у децембру је износила 4,3%, што је ниво око кога се кретала током П2 2024. Слично као и у другим земљама региона, укључујући и зону евра, базна инфлација се кретала изнад укупне инфлације и у децембру је износила 5,3% мг.

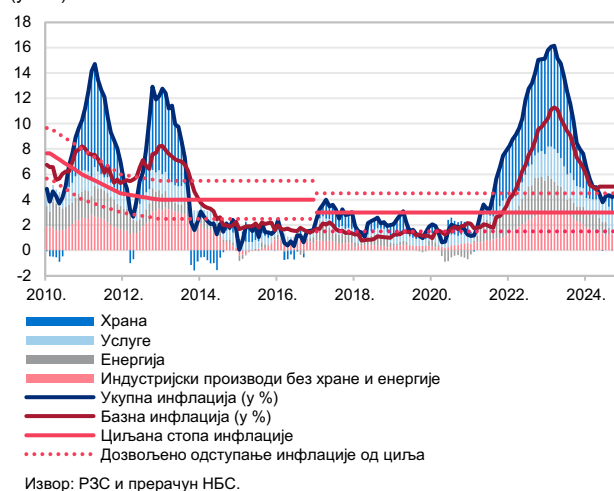
Током целе 2024. године инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред задржана су унутар циљаног распона, док се инфлациона очекивања за две и три године унапред већ дуже време крећу око централне вредности циља, што сведочи о очуваном кредибилитету монетарне политике Народне банке Србије.

Кретање инфлације у Т4

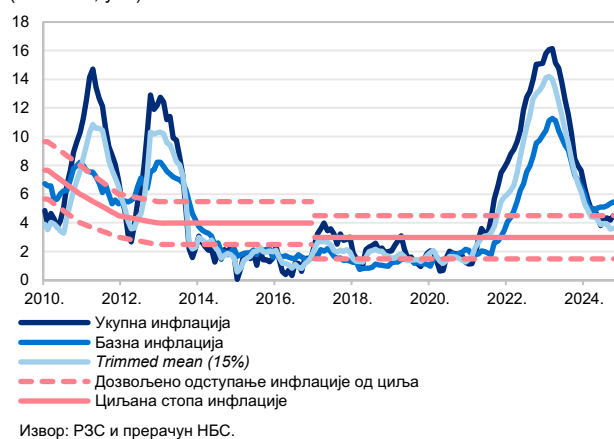
У складу с нашим пројекцијама из новембарског Извештаја о инфлацији, мг. инфлација се и током Т4 кретала унутар граница дозвољеног одступања од циља ($3 \pm 1,5\%$) и у децембру је износила 4,3%, што је благо изнад септембарског нивоа. У односу на Т3, у Т4 незнатно је повећан мг. допринос цена енергије (за 0,1 п.п.), који је последица два базна ефекта са супротним дејством – ефекта ниске базе код цена нафтних деривата, који је највећим делом ублажен изласком из обрачуна поскупљења електричне енергије из новембра претходне године. Цене хране су такође благо повећале свој допринос мг. инфлацији у децембру (збирно за 0,1 п.п.), највише под утицајем смањене понуде поврћа након летње суше. **Базна инфлација** (мерена променом ИПЦ-а по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета) у децембру је износила 5,3% мг., што је њен ниво из септембра. Мг. динамику базне инфлације током Т4 карактерисали су благо успоравање раста цена услуга и благо убрзање раста цена производа унутар базне инфлације, с тим што цене услуга и даље бележе готово двоструко бржи мг. раст него цене производа (6,8% наспрам 3,5% у децембру). Изведена мера базне инфлације – **trimmed mean** (добијена по искључењу 15% производа и услуга из потрошачке корпе чије цене бележе највеће промене у оба смера) наставила је и у току Т4 да се креће испод укупне инфлације, задржавши се на нивоу од 3,6% мг.

На нивоу тромесеца, **потрошачке цене су у Т4 повећане за 1,0%**, што је иста динамика као у Т3, при

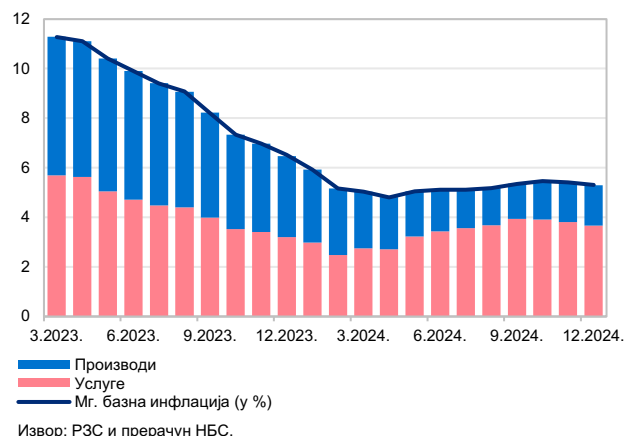
Графикон III.0.1. Доприноси основних компонента ИПЦ-а мг. динамици инфлације (у п.п.)



Графикон III.0.2. Динамика инфлације – укупне, базне и trimmed mean (мг. стопе, у %)



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



чему је у Т4, у поређењу с Т3, смањен допринос услуга, док је повећан допринос цена енергије и индустријских производа.

Раст цена на нивоу групе хране и безалкохолних пића од 0,5% у Т4 (уз допринос инфлацији од 0,1 п.п.) у потпуности је био одређен растом цена прерађене хране од 1,0% по основу поскупљења хлеба и житарица, уља и масти. Насупрот томе, цене непрерађене хране су у Т4 снижене за 0,6%, првенствено због сезонског појефтинјења свежег воћа (за 9,4%) и свежег меса (за 2,5%), док су цене свежег поврћа повећане (за 8,6%) услед негативних ефеката суше.

Цене енергије су повећане за 1,2% у Т4 (уз допринос инфлацији од 0,2 п.п.), као последица поскупљења нафтних деривата на домаћем тржишту (за 1,5%) и виших цена грејања у октобру (за 5,4%).

Раст цена индустријских производа (без хране и енергије) од 1,5% у Т4 (уз допринос инфлацији од 0,4 п.п.) дугује се сезонском поскупљењу одеће и обуће (за 3,6%), кућне хемије (за 2,8%), као и вишим ценама фармацевтских производа и алкохолних пића.

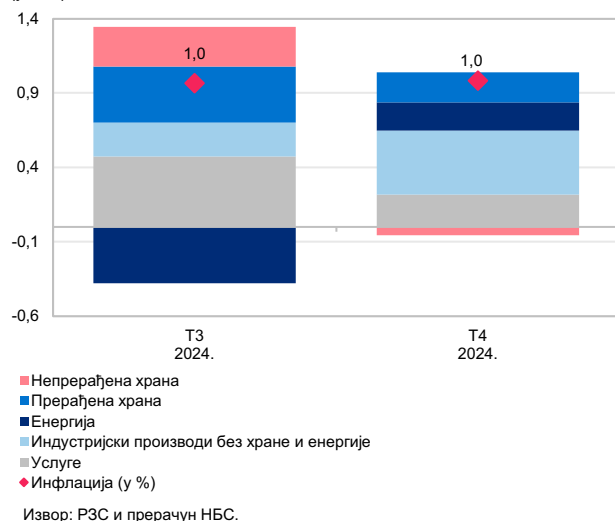
Раст цена услуга од 0,9% у Т4 (уз допринос инфлацији од 0,2 п.п.) био је широко распрострањен по категоријама, а највећи допринос оствареном расту цена на нивоу групе пружиле су цене услуга угоститељства и школарина, а у мањој мери и цене медицинских, транспортних и комуналних услуга.

Поменути раст цена услуга, заједно с вишим ценама индустријских производа, одређио је раст цена у оквиру базне инфлације од 1,3% у Т4 (уз допринос инфлацији од 0,6 п.п.).

Регулисане цене су порасле за 0,6% у Т4 (уз допринос инфлацији од 0,1 п.п.), у целости због виших цена комуналних услуга (за 3,0%). На мг. нивоу, регулисане цене су додатно успориле раст на 4,2% у децембру (са 6,7% у септембру), што је био нешто нижи раст на нивоу године него што смо очекивали у новембру.

Према подацима РЗС-а, просечна инфлација у 2024. износила је 4,6%.

Графикон III.0.4. Доприноси основних компонената ИПЦ-а тромесечној инфлацији (у п.п.)



Осврт 1: Дистрибуција раста цена у потрошачкој корпи у 2024. и поређење са 2023. годином

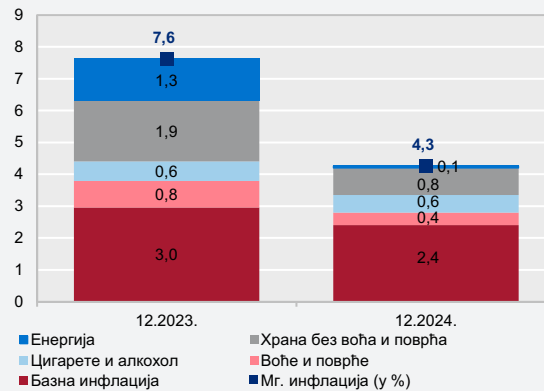
У складу с нашим очекивањима, инфлација се у мају вратила у границе дозвољеног одступања од циља ($3 \pm 1,5\%$) и до краја 2024. наставила је да се креће унутар тих граница. На то да су инфлаторни притисци у протеклој години попустили, указује и чињеница да је просечна инфлација у 2024. спуштена на 4,6% у односу на просечан ниво из 2023. од 11,9%. О томе сведочи и структура мг. инфлације за децембар 2024. и децембар 2023. (Графикон О.1.1), где се уочава да је **највећи допринос нижој мг. инфлацији на крају 2024. године потекао од снижених цена хране (без воћа и поврћа) и енергената**, тј. управо оних компонената које су у претходном периоду највише доприносиле кретању инфлације изнад граница циља.

Када се из потрошачке корпе изостави 15% производа и услуга чије цене бележе највеће промене у оба смера (и раст и смањење), добија се изведена мера базне инфлације – *trimmed mean*, чија динамика током 2024. указује на то да су цене производа и услуга које не карактерише изражена волатилност у 2024. порасле у просеку за око 4% мг. При томе, мера инфлације *trimmed mean* је и пре укупне инфлације, тачније од марта 2024, спуштена испод 4,5%, тј. горње границе циља (Графикон О.1.2).

На слабљење инфлаторних притисака у години за нама указује и расподела мг. инфлације на крају 2024. и 2023, на основу које се може извући неколико закључака. Један од кључних јесте да се дистрибуција мг. раста цена приметно побољшала за годину дана, с обзиром на то да се **тежиште расподеле мг. инфлације пренело с групе производа и услуга који су забележили двоцифрен мг. раст цена у децембру 2023. (преко 12%) на групу оних чија се мг. промена цена кретала између $-1,5\%$ и $1,5\%$ (два спојена интервала) у децембру 2024. године.**

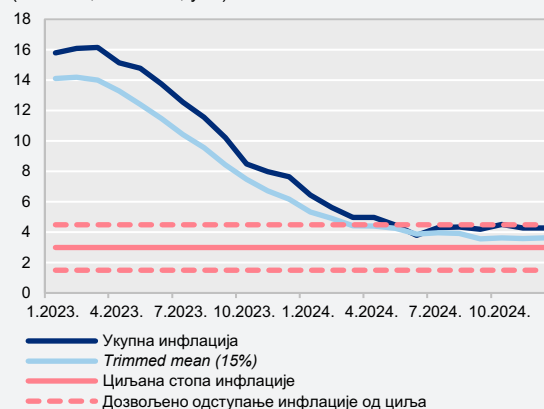
У односу на крај 2023, на крају 2024. **смањен је проценат потрошачке корпе који је уопште и забележио мг. раст** – са 82,4% на 75,8%. У структури групе производа и услуга чије су цене у просеку повећане, у 2024. је порастао број оних који су се нашли унутар граница дозвољеног одступања од циља, тј. између 1,5% и 4,5% на мг. нивоу – са 112 у 2023. (17,1% потрошачке корпе) на 144 у 2024. (18,1%). Процењени допринос цена производа и услуга чији је мг. раст у 2024. био унутар граница циља на укупну инфлацију од 4,3% у 2024. износи око 0,6 п.п. **У делу потрошачке корпе који је карактерисао мг. раст цена, у 2024. у поређењу са 2023. смањени су и број и учешће оних производа и услуга чији је раст био преко 4,5% мг., пре свега оних с двоцифреним мг. стопама раста.** У прилог томе говоре следећи подаци – у 2023. години око 60% цена производа и услуга унутар потрошачке корпе расло је по мг. стопи преко 4,5%, од чега је нешто више од половине остварила двоцифрен мг. раст. Насупрот томе, у 2024. години удео производа и услуга у оквиру потрошачке корпе с двоцифреним мг. стопама раста цена износио је 13,8% (графикони О.1.3. и О.1.4). **Посебно је приметна разлика у мг. динамичи цена непрерађене хране**, с обзиром на то да је двоцифрен мг. раст цена на нивоу ове групе са 11,1% у децембру 2023. успорио на 1,2% у

Графикон О.1.1. Доприноси укупној инфлацији (мг. стопе, у п.п.)



Извор: РЗС и НБС.

Графикон О.1.2. Динамика инфлације – укупне и *trimmed mean* мере базне инфлације (месечно, мг. стопе, у %)

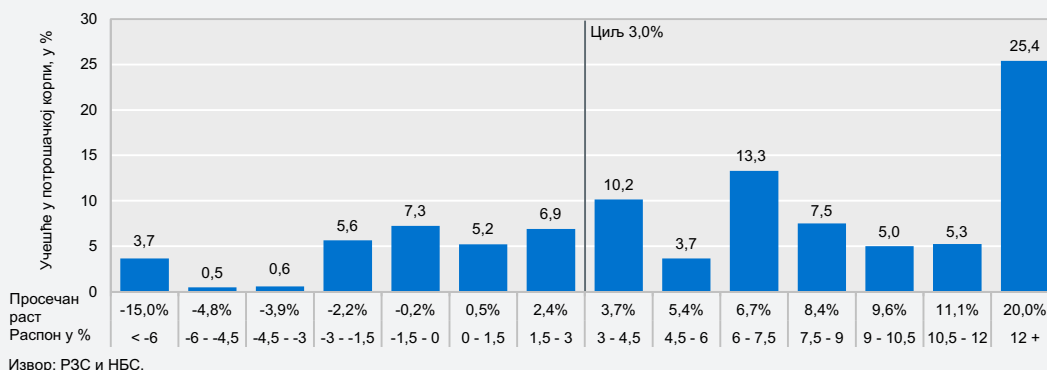


Извор: РЗС и прерачун НБС.

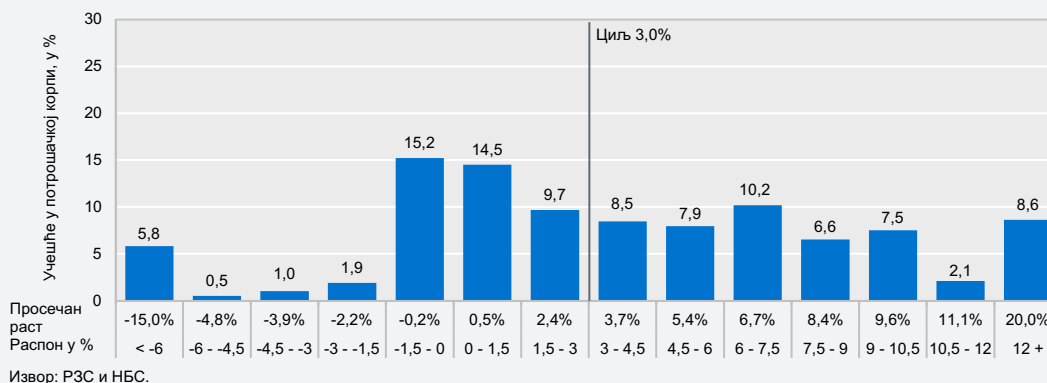
децембру 2024, чиме је допринос ове групе производа укупној инфлацији за 1 п.п. био мањи на крају 2024. у поређењу с крајем 2023. **У истом смеру је деловао и изостанак поскупљења електричне енергије и гаса за домаћинства у 2024. години**, који је такође допринео нижој укупној инфлацији за више од 1 п.п.

Када се акценат стави на 2024. годину, двоцифрен м.г. раст цена у **сегменту производа** односи се пре свега на оне категорије прехранбених производа које су биле под утицајем кретања на светском тржишту примарних пољопривредних производа – кондитори (због раста светске цене какаоа), кафа и маслиново уље. **У сегменту услуга**, двоцифрен м.г. раст су забележиле цене личних, угоститељских и туристичких услуга, на које су утицали и фактори са стране тражње, тј. повећана приватна потрошња, и фактори са стране понуде, тј. повећане плате запослених у услужном сектору, који је претежно радно интензиван и где трошкови зарада чине значајан део укупних трошкова. Поред тога, м.г. раст цена изнад 10% у 2024. евидентиран је и код комуналних услуга, које се сврставају у регулисане цене, а које су повећане након дужег времена. Треба напоменути да је раст ових цена изостајао у периоду најјачих инфлаторних притисака.

Графикон О.1.3. Дистрибуција м.г. стопа раста ИПЦ-а у децембру 2023.



Графикон О.1.4. Дистрибуција м.г. стопа раста ИПЦ-а у децембру 2024.



У односу на децембар 2023, у децембру 2024. **повећан је проценат потрошачке корпе који је исказао м.г. пад цена** – са 14,4% на крају 2023. на скоро 20% на крају 2024. године. У апсолутним бројевима, **за готово 100 производа и услуга унутар потрошачке корпе цене на крају 2024. у просеку су биле ниже него 2023. године**. Између осталих, снижене су цене свежег меса и јаја у групи непрерађене хране, цене аудио и видео уређаја у групи индустријских производа, као и цене дрва за огрев. Процењени негативан допринос цена које су м.г. смањене на укупну инфлацију од 4,3% у 2024. износи око -0,6 п.п.

На основу анализе расподеле м.г. инфлације по производима и услугама, може се закључити да је у 2024. години знатно успорила инфлација, као и да су знатно смањени ценовни притисци у структури потрошачке корпе у односу на 2023. годину, доминантно као резултат снижених цена у групама хране и енергената, које чине скоро половину потрошачке корпе.

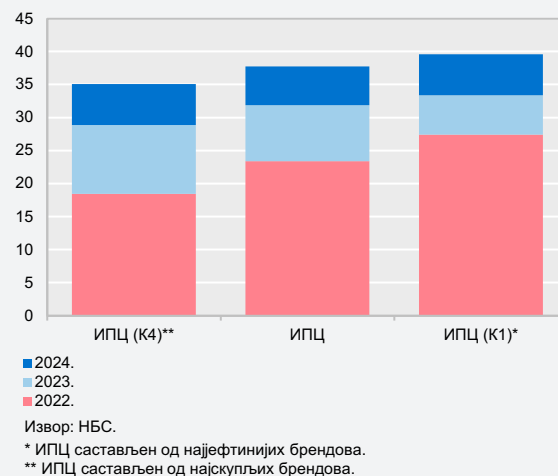
Осврт 2: Истраживање феномена инфлације јефтинијих брендова (cheapflation) у Србији у периоду 2022–2024. године

Висока инфлација с којом се већи део света суочио у претходним годинама појачала је интересовање економиста за јасније разумевање фактора инфлације и њених дистрибутивних последица. Једна од области дубље анализе фактора који доводе до инфлације обухвата истраживање кретања цена унутар самих производа који чине ИПЦ, односно посматрање динамике раста цена хомогених производа различитих брендова. *Инфлација јефтинијих производа (cheapflation)* термин је којим се назива феномен да цене јефтинијих брендова истих производа имају тенденцију да расту по већој стопи од скупљих брендова тог истог типа производа. Показано је да је у претходним годинама овај феномен забележен глобално, обухватајући земље попут Италије, САД, Аустралије, Немачке, Шпаније, Француске и др. (Cavallo & Kryvtsov, 2024).¹

Постоји много разлога зашто до овог феномена може доћи, али доминантни фактори су повезани с **ниским ценовном еластичношћу тражње**, која је у случају хране генерално ниска, јер храна представља једну од основних потреба. Ипак, када купци купују неки прехранбени производ и бирају између различитих брендова, ценовна еластичност тражње је већа у случају скупљих брендова, јер купци у условима повишених инфлаторних притисака могу одлучити да скупље брендове замене јефтинијим. С друге стране, најјефтинији брендови се не могу даље заменити, те су купци принуђени да их купују и стога је према њима ценовна еластичност тражње веома ниска. Због тога произвођачи и трговци могу пренети већи део трошkových притисака на купце и даље повећавати цене најјефтинијих производа у малопродаји без значајног угрожавања продатог обима, нарочито ако очекују даље јачање инфлаторних притисака. **Слабија преговарачка моћ купаца може бити додатно експлоатисана ако је структура тржишта дуж ланца снабдевања, од произвођача до малопродаје, мање конкурентна.**

Анализирали смо постојање овог феномена за Србију² и у овом осврту представимо најважније резултате те анализе. Поступак наше анализе састојао се у томе да се производи из категорије хране и пића различитих брендова унутар истог типа производа сортирају и класификују у квантиле (укупно четири квантила) према висини јединичних цена забележених у почетном периоду, што је у нашем случају био јануар 2022. године, при чему први квантил обухвата најјефтиније брендове унутар једног типа производа. Потом су формирана четири потрошачка индекса састављена од цена брендова које се налазе само унутар истог квантила. Треба напоменути да јединична цена производа представља цену коштања производа за једну стандардизовану количину која се узима као мера, а која је у овој анализи један килограм, литар или комад. Овом анализом је обухваћено 58 различитих производа, што чини око половине укупног пондера хране и пића, односно нешто више од шестине укупног ИПЦ-а, због чега се обухват може сматрати репрезентативним. У анализи нису учествовали производи из категорије свежег меса, воћа и поврћа из методолошких разлога (с обзиром на мали број различитог избора у продавницама), као и веће волатилности самих цена и њихове рањивости на егзогене шокове. Подаци који су коришћени у анализи представљају преузете цене с јавно

Графикон О.2.1. Кумулативни просечни раст цена 58 типова производа за период јануар 2022 – децембар 2024. (укупно, најјефтинији и најскупљи) (у %)



¹ Cavallo, A. & Kryvtsov, O. (2024), „Price Discounts and Cheapflation During the Post-Pandemic Inflation Surge”, *National Bureau of Economic Research*, NBER Working Paper No. 32626.

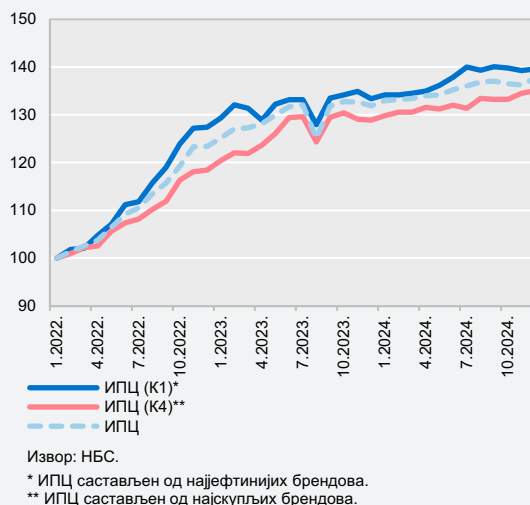
² Детаљно истраживање ће бити објављено у Зборнику радова Народне банке Србије – март 2025.

доступних онлајн-каталога највећих супермаркета и прикупљају се за потребе *nowcast* модела предвиђања инфлације који је развијен у Народној банци Србије. Приликом конструкције индекса који се састоји од 58 производа на исти начин су коришћени пондери као у случају конструкције укупног ИПЦ-а. Резултати анализе су показали да је ИПЦ састављен од најјефтинијих брендова, тј. врста производа из првог квантила – ИПЦ (К1), закључно с крајем 2024. године порастао кумулативно за око 40% у односу на јануар 2022. године, док су најскупљи брендови – ИПЦ (К4) у просеку били већи за око 35%, што значи да су цене јефтинијих брендова у просеку расле брже од скупљих брендова за 5 п.п. (Графикон О.2.1). Такође, креиран је и ИПЦ којим су обухваћени сви брендови ових 58 производа који су били предмет студије и он показује да су цене у просеку укупно порасле за 37,7%, чиме је показана репрезентативност обухвата, с обзиром на то да је добијена цифра блиска стопи кумулативне инфлације у сектору прерађене хране и безалкохолних пића на основу званичних података РЗС-а.

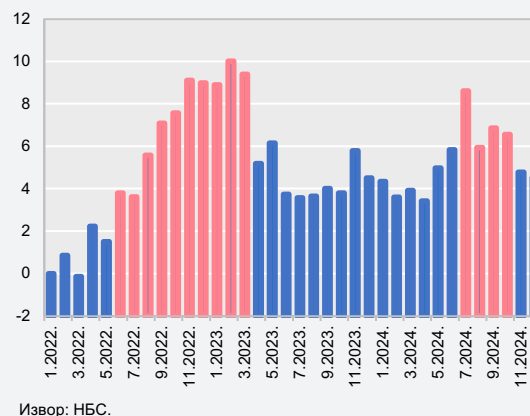
Посматрањем динамике кретања ових индекса током трогодишњег периода уочава се да је највећи део раста цена ефектуиран у првој, 2022. години, што је логично, ако се има у виду да је то година најјачег дејства спољних шокова и последично инфлаторних притисака. На крају те године цене 58 производа (укључујући све брендове унутар истог производа) у просеку су биле веће за 23,4% у односу на јануар и биле су вођене растом цена најјефтинијих брендова, који су порасли за 27,4%, наспрам најскупљих брендова, који су у просеку порасли за 18,4%. У првој години остварено је око две трећине од укупног кумулативног повећања цена код јефтинијих брендова, док је у случају скупљих брендова тај проценат много мањи (нешто више од половине), што упућује на закључак да током периода јачих инфлаторних притисака знатно брже расту цене јефтинијих брендова, а да се са успоравањем инфлације тај јаз између брзине раста цена јефтинијих и скупљих брендова смањује (Графикон О.2.2).

На Графикону О.2.3. јасно се може видети да се разлика између кумулативних стопа раста индекса најјефтинијих и најскупљих брендова увећава од јуна 2022, да би се током Т4 2022. и Т1 2023, што су периоди одликовани и највећом мг. стопом инфлације, кретала у распону од 7,6 п.п. до 10 п.п. у корист јефтинијих производа. Са успоравањем инфлације смањују се и ове разлике, при чему се између јуна 2023. и марта 2024. она углавном кретала око 4 п.п. Јаз између брзине раста цена јефтинијих и скупљих производа повећава се опет у јулу, када је мг. инфлација, након минимума од 3,8% у јуну 2024, убрзана на око 4,3% као последица негативних ефеката суше, и глобално посматрано и на домаћем тржишту, на цене хране, али се до краја године тај јаз смањило на 4,5 п.п. у децембру.

Графикон О.2.2. Месечна динамика кретања ИПЦ-а свих, најскупљих и најјефтинијих брендова (индекси, јануар 2022 = 100)

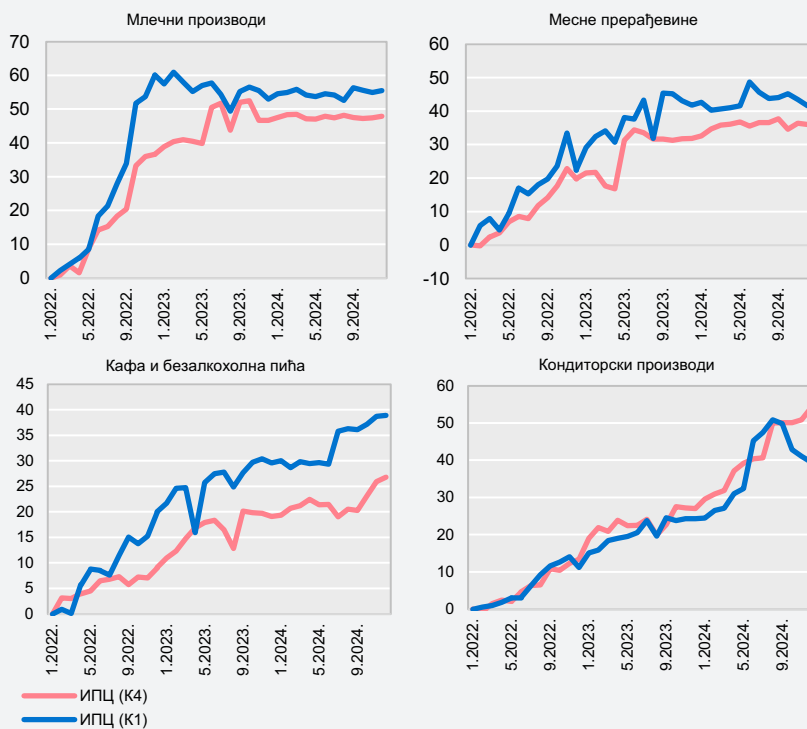


Графикон О.2.3. Разлика између кумулативних стопа раста цена најјефтинијих и најскупљих брендова (у п.п.)



У наставку анализе конструисали смо и индексе цена за поједине групе производа које су исказале специфична кретања: млечне производе, месне прерађевине, кафу и безалкохолна пића, као и производе из кондиторске индустрије (Графикон О.2.4). Највећи раст цена и највећи ефекат бржег раста јефтинијих брендова од скупљих забележен је код млечних производа, с тим да је целокупан раст цена већ био реализован у 2022. години, поготово у случају најјефтинијих брендова, док су најскупљи брендови наставили у одређеној мери да расту и током 2023, чиме је смањен јаз између кумулативних стопа раста јефтинијих и скупљих производа. Следећа категорија по интензитету раста цена током већег дела посматраног периода биле су месне прерађевине, при чему је код њих приметно да се јаз између кумулативних стопа раста јефтинијих и скупљих брендова нарочито шири почетком и крајем 2023. године. Друге две категорије (кафа и безалкохолна пића, односно кондиторски производи) интересантне су јер су се у П2 2024. године јавили егзогени шокови, попут наглог раста светских цена кафе и какаоа, на шта су различито реаговале цене јефтиних и скупљих брендова. Док је раст цена кафе више утицао на поскупљење јефтинијих брендова, у случају производа из кондиторске индустрије више су реаговали скупљи брендови и једино су у овој категорији брже расле цене скупљих брендова.

Графикон О.2.4. Месечна динамика кретања ИПЦ-а свих, најскупљих и најјефтинијих брендова за млечне производе, месне прерађевине, кафу и безалкохолна пића и кондиторске производе (кумулативне стопе, у %)



Графикон III.0.5. Доприноси по групама намене потрошње мг. динамички произвођачких цена* (крај периода, у п.п.)



Извор: РЗС и прерачун НБС.

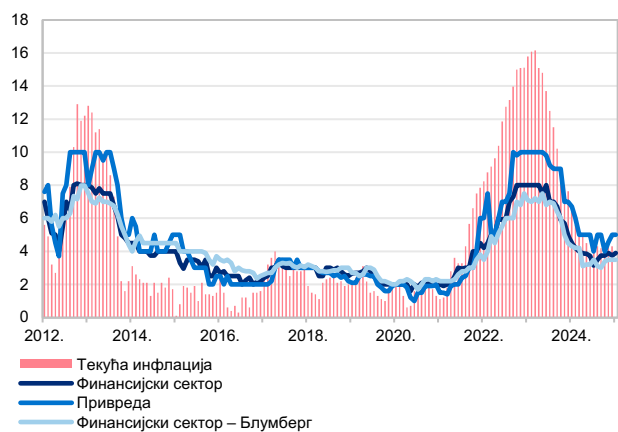
* Произвођачке цене индустријских производа за домаће тржиште.

Графикон III.0.6. Доприноси изабраних компонента мг. стопи раста увозних цена у динарима (крај периода, у п.п.)



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

Графикон III.0.7. Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред (мг. стопе, у %)



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

Произвођачке и увозне цене у Т4

И поред раста у Т4 у односу на Т3, цене произвођача и увозне цене указују на ниске трошковне притиске.

Мг. посматрано, **цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште**, после пада у септембру, током Т4 су бележиле раст, који је у децембру износио 1,2%. На њихов раст утицао је пре свега знатно повећан допринос цена у производњи нафтних деривата, код којих се испољио базни ефекат, као и већи допринос цена у производњи интермедијарних и капиталних производа, посебно у производњи грађевинског материјала. С тим у вези, **цене елемената и материјала за уградњу** такође су повећане у Т4, за 1,0% мг.

Тромесечно посматрано, цене произвођача индустријских производа за домаће тржиште у Т4 су порасле за 1,1%, а цене елемената и материјала за уградњу за 0,2%.

Мг. посматрано, **увозне цене изражене у динарима**¹ у Т4 су порасле за 1,8%, доминантно као последица повишених светских цена примарних пољопривредних производа, као и виших цена опреме, репроматеријала и остале робе из увоза (апроксимиране извозним ценама Немачке). Позитиван допринос увозној инфлацији у Т4 потекло је и од цена услуга из увоза (апроксимиране базном инфлацијом у зони евра), док су негативан допринос дале ниже цене гаса из увоза и светске цене нафте. Тромесечно посматрано, цене робе и услуга из увоза изражене у динарима у Т4 су повећане за 2,5%.

Инфлациона очекивања

Краткорочна и средњорочна инфлациона очекивања финансијског сектора кретала су се у границама циља и почетком 2025, као што је то био случај и током целе 2024, што је потврда адекватности монетарних мера које предузима Народна банка Србије.

Према резултатима анкете агенције **Нинамедија**, **инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред** на крају 2024. износила су 3,75%, док су у јануару 2025. благо повећана, на

¹ Прелиминаран податак. Базна година је 2010. Као показатељ увозних цена коришћен је пондерисани просек неколико компонента: 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 компонента обрачунати су према вредносном увозу робе и услуга у 2023. години.

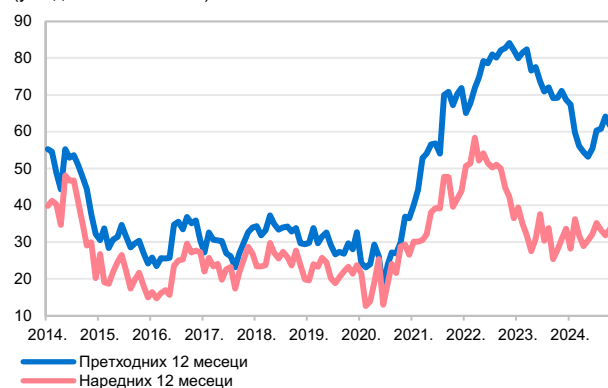
3,9%, при чему су се очекивања свих појединачних финансијских институција које су учествовале у јануарској анкети налазила у оквиру граница циља Народне банке Србије. Према резултатима анкете агенције **Блумберг**, инфлациона очекивања финансијског сектора за годину дана унапред у јануару 2025. износе, трећи месец заредом, 3,5%.

Инфлациона очекивања привреде за годину дана унапред на крају 2024. године износила су 5,0% и на том нивоу су задржана и у јануару. Према јануарској анкети, удео предузећа која очекују раст цена инпута у производњи у наредних 12 месеци у односу на крај 2024. смањен је за 3 п.п. и износио је 52,8%.

Краткорочна инфлациона очекивања становништва остала су непромењена од августа прошле године и износила су 15,0%. Према резултатима квалитативне анкете,² индекс перципиране инфлације износи 60,7 поена а очекиване 35,4 поена, што указује на то да становништво очекује да ће инфлација у наредних 12 месеци бити нижа од инфлације у претходној години дана.

Инфлациона очекивања финансијског сектора за две године унапред, након што су у децембру забележила пад на 3,3%, у јануару су враћена на 3,5%, док су **за три године унапред** задржана на нивоу од 3,0%. **Очекивања привреде** за две године унапред смањена су други месец узастопно и у јануару износе 4,0%, док су очекивања за три године унапред од децембра на нивоу од 4,0%.

Графикон III.0.8. Перципирана и очекивана инфлација становништва (у индексним поенима)



Извор: Галуп/Ипсос/Нинамедиа и НБС.

Графикон III.0.9. Очекивана инфлација за две године унапред (мг. стопе, у %)



Извор: Галуп/Ипсос/Нинамедиа и НБС.

² 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 динарске кредите и кредите у евро знаку наставиле су да се смањују током Т4 под утицајем ефеката претходног попуштања монетарне политике Народне банке Србије и даљег смањења каматних стопа ЕЦБ-а. Пад су наставиле и просечне пондерисане стопе приноса државних ХоВ на домаћем секундарном тржишту.

Каматне стопе

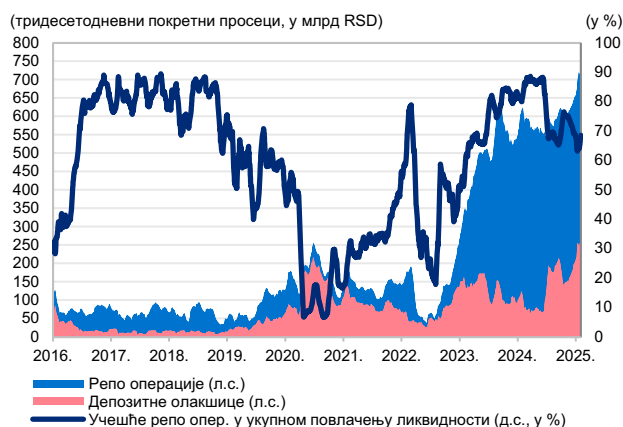
На састанцима Извршног одбора Народне банке Србије током Т4 референтна каматна стопа и каматне стопе на кредитне и депозитне олакшице остале су непромењене, на нивоима од 5,75%, 7,00% и 4,50%, респективно.

Каматна стопа на преконоћном међубанкарском тржишту новца, *BEONIA*, благо је смањена током Т4, за 6 б.п., на 4,45% крајем децембра, уз даљи пад обима трговања, о чему сведочи износ просечног дневног промета од 0,6 млрд динара у децембру, након 1,3 млрд динара у септембру. Насупрот томе, активност на међубанкарском репо тржишту интензивиранија је од Т3 и у Т4 износила је 57,1 млрд динара, с просечном стопом од 4,46%. Овај обим промета знатно је виши од промета из целе 2022. године од 16,6 млрд динара, када је последњи пут забележена нешто значајнија активност на овом сегменту тржишта.

Каматне стопе *BELIBOR* свих рочности смањене су у Т4 просечно за 15 б.п., у највећој мери одређене падом каматних стопа дужих рочности. Крајем децембра каматне стопе *BELIBOR* кретале су се у распону од 4,51% за најкраћу рочност до 4,74% за рочност од шест месеци.

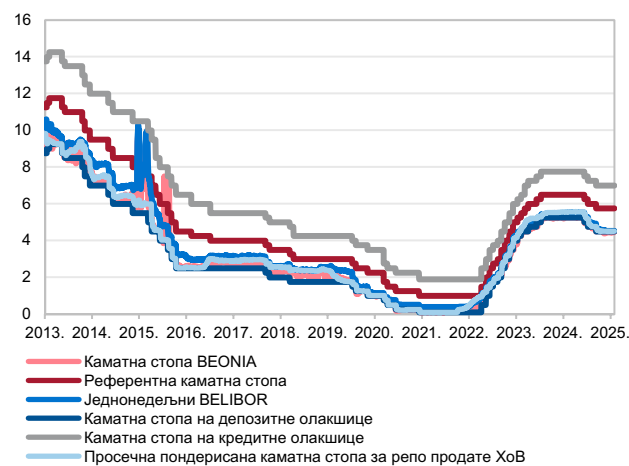
Након успешних емисија државних ХоВ на домаћем и међународном финансијском тржишту у П1, до краја 2024. године нису одржаване аукције на примарном тржишту државних ХоВ. Како су у октобру доспеле

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



Извор: НБС.

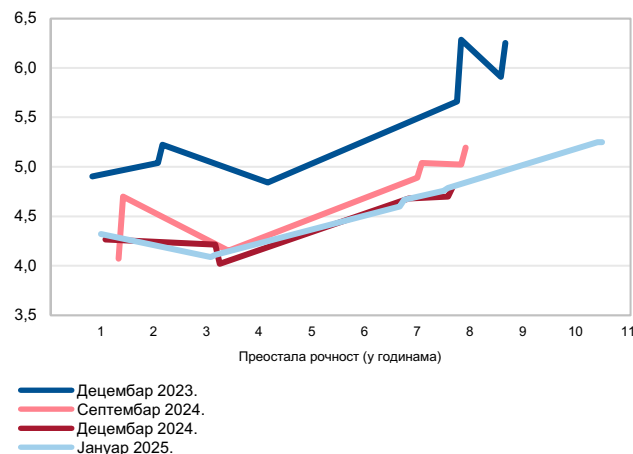
Графикон IV.1.2. Кретање каматних стопа (дневни подаци, на годишњем нивоу, у %)



Извор: Томсон Ројтерс и НБС.

Графикон IV.1.3. Крива приноса на секундарном тржишту државних ХоВ

(просечне вредности, на годишњем нивоу, у %)



Извор: Централни регистар, депо и клиринг ХоВ.

претходно емитоване динарске државне ХоВ у износу од 18,3 млрд динара, стање портфолија смањено је на 856,6 млрд динара, колико је износило крајем децембра. Када су у питању државне ХоВ у еврима, током Т4 није било доспећа, па је стање ових ХоВ остало непромењено на нивоу од 1.548,4 млн евра крајем децембра.

У јануару држава је емитовала нове обвезнице рочности десет и по година, по купонској стопи од 5,25%, уз исти ниво извршне стопе. Продате су динарске ХоВ у номиналној вредности од 111,3 млрд динара, што је готово четвороструко више од планираног обима продаје, при чему је тражња била знатно виша од понуде и износила је 158 млрд динара. На аукцији је забележен рекордан обим продаје, као и најобимнија тражња за динарским обвезницама Србије, што наведену аукцију чини најуспешнијом до сада. На примарној аукцији, али и на секундарном тржишту, забележено је и значајније интересовање страних инвеститора за наведеним ХоВ.

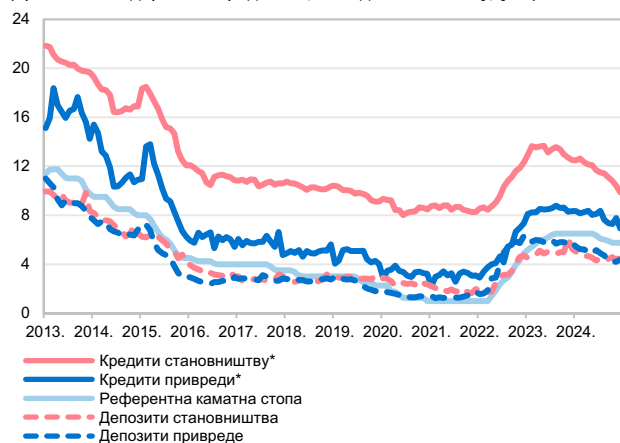
Током Т4, на секундарном тржишту динарских ХоВ промет је повећан за 14% у односу на Т3 и износио је 78,0 млрд динара. Просечни пондерисани приноси на обвезнице преосталих рочности до седам и до осам година смањени су у децембру за 28 б.п. и 37 б.п., на 4,68% и 4,78%, респективно, што се може довести у везу са ефектима претходног попуштања монетарне политике. Насупрот томе, стопа приноса на обвезнице преостале рочности од око једне године повећана је за 17 б.п., на 4,27%.

Ефекти претходног попуштања монетарне политике наставили су да се одражавају на пад каматних стопа на нове динарске кредите током Т4, па је тако каматна стопа на динарске кредите становништву смањена за 1,2 п.п., на 9,9% у децембру, а просечна каматна стопа на динарске кредите привреди за 0,5 п.п., на 6,9%.

Пад просечне пондерисане каматне стопе на динарске кредите привреди резултат је смањења каматних стопа на инвестиционе кредите и остале некатегорисане кредите за 1,5 п.п. и 0,9 п.п., респективно, на нивое од око 7%, при чему је и каматна стопа на кредите за обртна средства благо снижена, на 6,9%. Пад каматне стопе на динарске кредите становништву забележен је за све намене кредита, али је у највећој мери опредељен падом каматних стопа на готовинске кредите, за 1,4 п.п., на 10,2% (што је најнижи ниво од јула 2022), али и падом каматне стопе на остале некатегорисане кредите, за 0,5 п.п., на 8,2%, при чему ове две намене заједно чине око 98% динарског кредитирања становништва.

Графикон IV.1.4. 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.

Каматна стопа на кредите привреди у евро знаку током Т4 исказала је пад од 0,7 п.п., на 5,6%, који је опредељен готово идентичним падом каматних стопа код кредита за обртна средства и инвестиционих кредита, на 5,4% и 5,7%, респективно, који чине око 93% кредитирања привреде у евро знаку. **Каматна стопа на кредите становништву у евро знаку** снижена је за 0,6 п.п., на ниво од 5,5% у децембру, у складу с падом каматне стопе на остале некатегорисане кредите за 0,7 п.п., на 8,7%, али и повећаним учешћем стамбених кредита, са 70% у септембру на 78% у децембру, чија је каматна стопа снижена за 0,2 п.п., на ниво од 4,9%, који је испод просечног, у складу с применом одлуке Народне банке Србије о привременом ограничењу каматних стопа за ову категорију кредита.

Премија ризика

Глобална премија ризика кретала се доминантно силазном путањом током Т4 под утицајем наставка попуштања монетарних услова ФЕД-а и нешто слабијих макроекономских перформанси САД, док је на повремена одступања деловала најаву ФЕД-а да ће успорити процес ублажавања монетарних услова у 2025. години. Композитна мера ризика земаља у успону, *EMBI Composite*, на крају децембра износила је 297 б.п., што је за 26 б.п. ниже него крајем септембра, након чега је у јануару додатно смањена, за 8 б.п. Доларска премија ризика Србије током Т4 смањена је за 19 б.п., а у јануару за још 5 б.п., на 142 б.п. крајем месеца, за разлику од већине европских земаља, код којих је премија ризика повећана или је њено смањење било мање изражено. При томе, доларска премија ризика Србије наставила је да се креће на двоструко нижем нивоу од композитне мере ризика земаља у успону, *EMBI Composite*. На нивоу године, коју су обележили бројни потреси из међународног окружења, као и још увек пооштрени глобални услови финансирања, доларска премија ризика Србије смањена је за 41 б.п.

Премија ризика земаља у успону у еврима, *EURO EMBIG Composite*, крајем децембра је износила 192 б.п., што је за 7 б.п. више него у септембру, на шта су се одразили раст мг. инфлације у зони евра и изјава званичника ЕЦБ-а да ће каматне стопе остати на довољно рестриктивним нивоима колико год то буде неопходно, након чега је у јануару благо смањена, за 4 б.п. С друге стране, премија ризика Србије на бази дуга у еврима, *EURO EMBIG*, смањена је у Т4 за 7 б.п., након чега је у јануару додатно смањена за 13 б.п., на 181 б.п. крајем месеца. Посматрано на

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

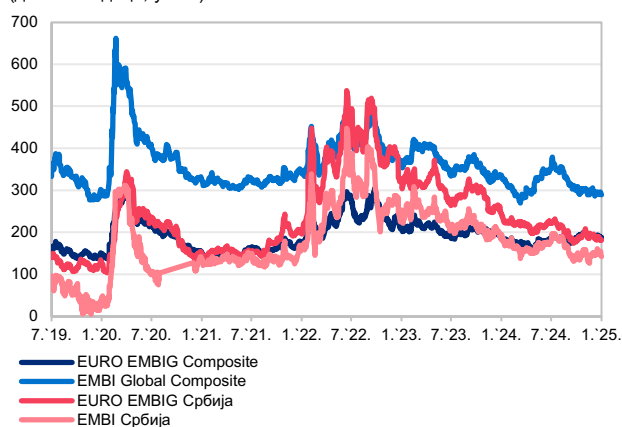
	Динарски			У еврима и евроиндексирани		
	2023.		2024.	2023.		2024.
	T4	T3	T4	T4	T3	T4
Укупни кредити становништву*	12,5	11,1	9,9	6,3	6,1	5,5
Готовински кредити	13,2	11,6	10,2	3,3	3,4	2,4
Стамбени кредити	12,9	15,1	10,6	5,0	5,1	4,9
Потрошачки кредити	3,0	3,2	2,5	6,5	6,2	6,2
Остали кредити	10,5	8,7	8,2	9,8	9,4	8,7
Укупни кредити привреди*	8,3	7,4	6,9	7,1	6,3	5,6
Кред. за обртна средства	8,3	7,0	6,9	7,0	6,1	5,4
Инвестициони кредити	9,4	8,4	6,9	7,3	6,4	5,7
Остали кредити	8,3	7,9	7,0	7,3	7,3	5,8
Кредити за увоз	-	-	-	6,5	6,3	5,6

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.

Графикон IV.1.5. Показатељи премије ризика (дневни подаци, у б.п.)



Извор: J.P. Morgan.

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

	2020.	2021.	2022.	2024.
S&P	BB+ /ста- билни³⁾	BB+ /пози- тивни⁷⁾	BB+ /ста- билни⁴⁾	BB+ /пози- тивни²⁾
Fitch				BB+ /пози- тивни⁵⁾
Moody's		Ba2/ста- билни¹⁾		Ba2/пози- тивни⁵⁾

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.

нивоу године, премија ризика Србије на бази дуга у евримма током 2024. смањена је за 53 б.п.

Смањењу доларске премије и премије ризика обрачунате на бази дуга у евримма за Србију допринело је повећање кредитног рејтинга Србије на ниво инвестиционог ранга од стране агенције *Standard & Poor's* у октобру 2024, као и у дужем периоду присутна процена инвеститора да Србија заслужује рејтинг инвестиционог ранга, што је утицало на њихово вредновање државних обвезница наше земље.

Рејтинг агенција *Fitch* је у јануару ове године задржала позитивне изгледе за добијање рејтинга инвестиционог ранга, уз задржавање кредитног рејтинга на нивоу *BB+*. Одлука о задржавању позитивних изгледа кредитног рејтинга Србије 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.

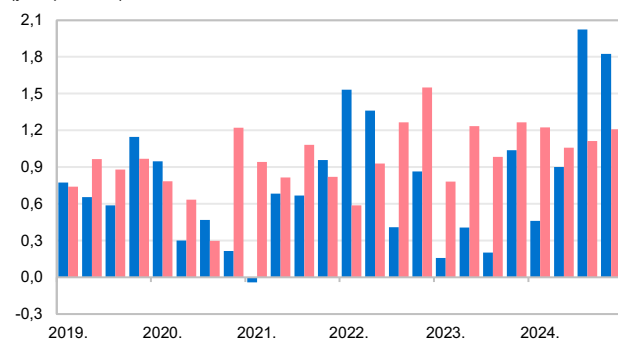
Прилив капитала из иностранства

Прилив СДИ у Србију је и у Т4 чинио највећи део прилива капитала, при чему је на нивоу године поново забележен рекордан прилив СДИ. Поред тога, релативно високи приливи остварени су и по основу емисије корпоративних обвезница на међународном тржишту и раста кредитног задужења државе у иностранству.

И у Т4 остварен је релативно висок **прилив СДИ у Србију**, у износу од 1,4 млрд евра, док је, ако се узму у обзир и улагања резидената у иностранство, нето прилив СДИ износио 1,2 млрд евра. Посматрано на нивоу године, укупан прилив СДИ у Србију достигао је 5,2 млрд евра (6,4% БДП-а) и надмашио је до сада рекордни износ из 2023. за око 14%, док је нето прилив достигао 4,6 млрд евра. Скоро четири петине прилива СДИ било је у облику власничког капитала и реинвестиране добити, што потврђује опредељење страних инвеститора да наставе с претежно дугорочним финансијским улагањима у Србију. СДИ су задржале географску и пројектну распрострањеност, што доприноси расту продуктивности, запослености и конкурентности привреде. Посматрано по делатностима, највише улагања било је усмерено у грађевинарство, рударство, прерађивачку индустрију и стручне, научне, иновационе и техничке делатности. При томе,

Графикон IV.1.6. **Дефицит текућег биланса и нето прилив СДИ**

(у млрд EUR)



■ Дефицит текућег рачуна

■ СДИ - нето

Извор: НБС.

Напомена: прелиминарни подаци за Т4 2024.

око 56% прилива долазило је из европских земаља (већином улагања из ЕУ), док су улагања из Азије чинила око 37% прилива.

По основу **портфолио инвестиција** у Т4 је регистрован нето прилив капитала од 391 млн евра, чему је у највећој мери допринело емитовање еврообвезница компаније Телеком Србија од 900 млн долара. У супротном смеру деловали су нерезиденти који су били нето продавци ХоВ на домаћем секундарном тржишту и превремени откуп државних ХоВ емитованих на међународном тржишту директном погодбом 2022. године. Посматрано на нивоу 2024. године, по основу портфолио инвестиција регистрован је нето прилив капитала од 482 млн евра, а највећи прилив остварен је захваљујући успешној емисији еврообвезница државе у јуну (1,5 млрд долара).

По основу **финансијских кредита** у Т4 је остварен прилив у износу од 88 млн евра. При томе, повећано је задуживање државе, док су предузећа и банке смањили кредитне обавезе према иностранству. Истовремено, домаће банке смањиле су средства на рачунима у иностранству, што је, уз повећање средстава на рачунима нерезидената код домаћих банака, утицало на то да по основу **готовог новца и депозита** у Т4 буде забележен прилив од 62 млн евра. И по основу **трговинских кредита и аванса** регистрован је прилив у износу од 83 млн евра.

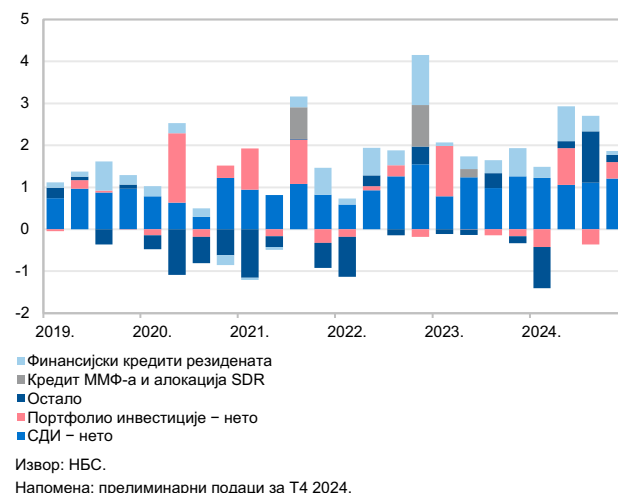
У децембру је успешно окончан двогодишњи стендбај аранжман с ММФ-ом, а Одбор извршних директора ММФ-а одобрио је нови трогодишњи Инструмент за координацију политике (*Policy Coordination Instrument – PCI*), којим није планирано повлачење средстава од ММФ-а.

Кретања на девизном тржишту и курс динара

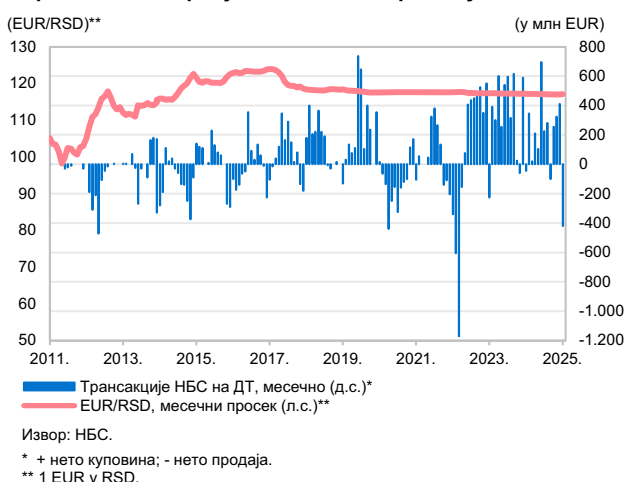
Динар је наставио релативно стабилно кретање према еврџу током Т4 и крајем децембра његова вредност била је номинално виша за 0,1% него крајем септембра, а толико је износило и јачање динара у 2024. Истовремено, под утицајем јачања долара према еврџу на међународном тржишту, динар је у Т4 номинално ослабио према долару за 6,7%, а за 5,8% посматрано на нивоу 2024. године.

Током Т4 понуда девиза надмашила је тражњу, што је доприносило апрецијацијским притисцима, које је Народна банка Србије ублажавала интервенцијама на девизном тржишту. Већој понуди девиза највише су

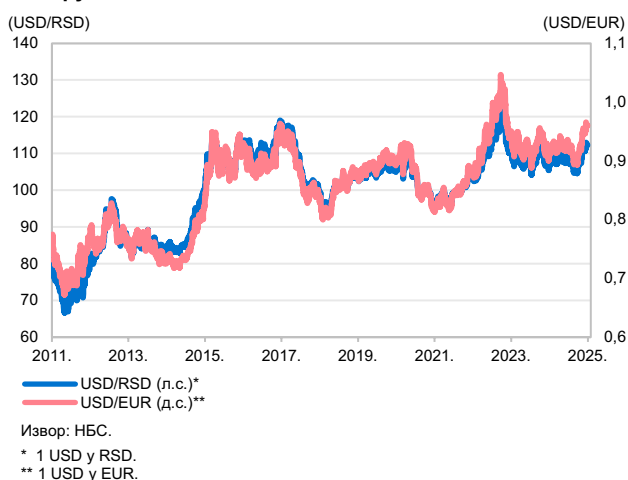
Графикон IV.1.7. Структура финансијског биланса (у млрд EUR)



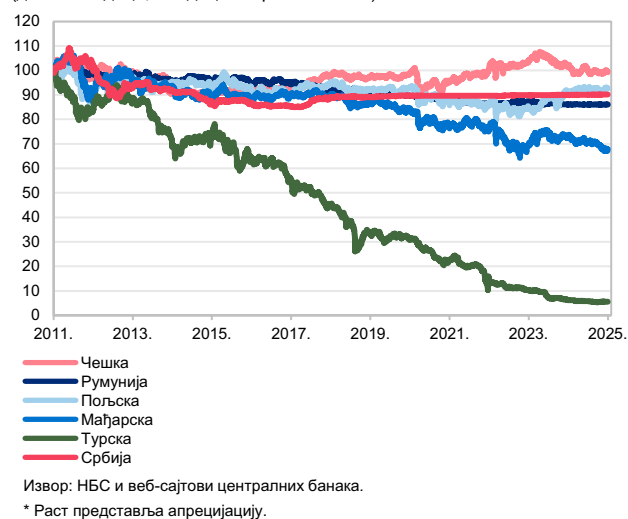
Графикон IV.1.8. Кретање курса динара и трансакције Народне банке Србије на девизном тржишту



Графикон IV.1.9. Кретање курса динара и евра према долару



Графикон IV.1.10. Кретање курсева одређених националних валута према евра* (дневни подаци, 31. децембар 2010 = 100)



допринели резиденти, који су били нето продавци девиза у Т4, и поред тога што су куповали девизе за увоз енергената и средстава за рад за потребе инвестиција. Такође, фактори на страни понуде девиза били су нето откуп ефективног страног новца, повећање валутно индексиране активе банака³ и продужење позиције банака по основу послова с платним картицама. Ти приливи су били више него довољни да покрију тражњу за девизама коју су креирали нерезиденти.

Да би одржала релативну стабилност курса динара према евра, Народна банка Србије је на девизном тржишту током Т4 интервенисала претежно на страни куповине, у нето износу од 990,0 млн евра, чиме је износ нето куповине на девизном тржишту у 2024. достигао 2.725,0 млн евра. То је допринело даљем расту девизних резерви, које су крајем 2024. износиле 29,3 млрд евра, што је њихов највиши ниво до тада. Такав ниво девизних резерви обезбеђује покривеност од преко седам месеци увоза робе и услуга и 167% новчане масе М1, што је знатно изнад стандарда којима се утврђује њихова адекватност.

Уобичајено за почетак године, тражња за девизама повећана је у јануару 2025, што је допринело јачању депрецијацијских притисака, а Народна банка Србије је на девизном тржишту продала 420,0 млн евра.

Валуте земаља региона у режиму циљања инфлације имале су дивергентна кретања према евра током Т4. Ојачали су пољски злот (0,1%) и турска лира (3,5%), док чешка круна и румунски леј нису променили вредност. С друге стране, мађарска форинта је ослабила за 3,1%. Посматрано на нивоу године, у 2024. ојачао је једино пољски злот (1,8%), румунски леј није променио вредност, док су ослабиле чешка круна (1,8%), мађарска форинта (6,7%) и турска лира (11,0%).

2. Новац и кредити

Укупна новчана маса М3 убрзала је мг. раст у Т4, при чему је динарска штедња становништва наставила да достиже нове рекордне нивое.

Кредитна активност повећана је у 2024. години за 8,2%, вођена растом кредита становништву и привреди. Током Т4 кредитни стандарди су додатно

³ У настојању да уравнотеже своју отворену дугу девизну позицију и тако смање изложеност девизном ризику, банке продају девизе, што делује у правцу јачања динара.

ублажени, при чему је тражња привреде била усмерена на финансирање инвестиција, а грађана на финансирање потрошње и куповину непокретности. Грађани и привреда више су користили динарске него девизно индексирани кредити, што је допринело да степен динаризиције пласмана крајем године достигне 37,4%. Учесће NPL у укупним кредитима спустило се на нови минимум у децембру (2,5%).

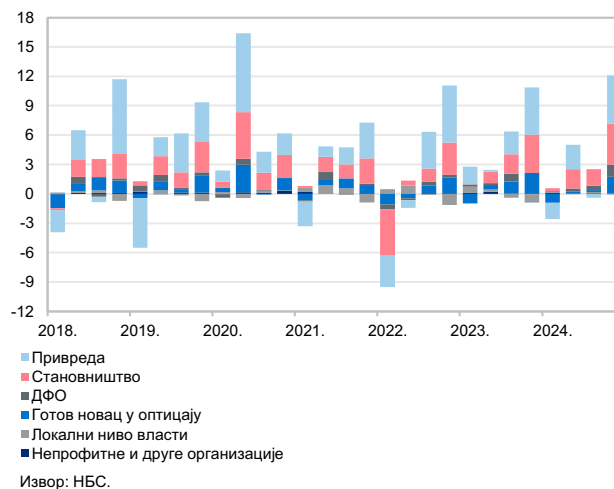
Новац

Најшири монетарни агрегат, М3, који, поред динарског новца, укључује и девизне депозите немонетарних сектора, порастао је током Т4 за 6,9%, у највећој мери опредељен бржим растом депозита по виђењу, као и интензивнијим растом динарских и девизних орочених депозита.

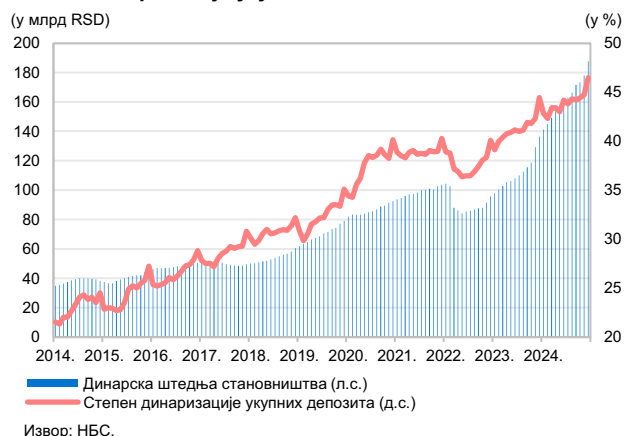
Посматрано по појединачним категоријама, динарски депозити по виђењу, као што је уобичајено крајем године, знатно су повећани у Т4 (за 191,0 млрд динара), вођени растом трансакционих депозита привреде, за 92,0 млрд динара (пре свега сектора грађевинарства), као и депозита становништва, за 84,8 млрд динара, док је у нешто мањој мери допринео и раст депозита ДФО, за 11,6 млрд динара. Истовремено, динарски орочени депозити повећани су за 56,4 млрд динара, вођени растом депозита привреде за 25,5 млрд динара (пре свега депозита сектора услуга и индустрије, који су определили економску активност током Т4). Расту динарских орочених депозита у готово једнакој мери допринео је раст штедње становништва за 16,1 млрд динара (на нов рекордни ниво од 187,5 млрд динара, крајем децембра)⁴ и раст депозита ДФО (за 17,5 млрд динара). Релативна стабилност курса динара према евр, више каматне стопе на динарску него на девизну штедњу, као и њен повољнији порески третман, учинили су динарску штедњу исплативијом од девизне, што доприноси њеном динамичнијем расту. Поменута кретања резултирала су знатним растом степена динаризиције депозита привреде и становништва током Т4, на рекордан ниво од 46,5% у децембру, што је више од претходног рекордног нивоа од 44,4% забележеног крајем 2023. године. На нивоу године, динарска штедња је повећана за 51 млрд динара, што је највиши апсолутни раст до сада, а њено учешће у укупној штедњи достигло је 10%.

⁴ Ако се укључе и средства нерезидената, динарска штедња је на крају децембра износила 191,2 млрд динара, а девизна штедња 15,4 млрд евра.

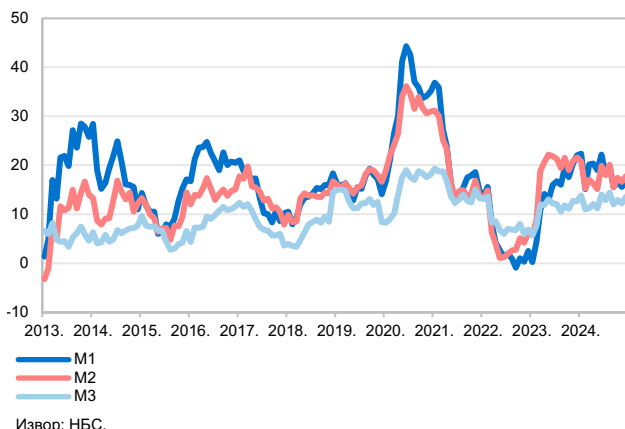
Графикон IV.2.1. Доприноси тромесечном расту М2, секторска структура (у п.п.)



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



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



Девизни депозити немонетарних сектора у Т4 повећани су за 439,2 млн евра, што је у највећој мери резултат раста девизне штедње становништва за 231,1 млн евра (која је достигла нови највиши ниво од 14,3 млрд евра), али и раста девизних депозита привреде (за 163,7 млн евра, у складу с релативно високим приливом СДИ). Девизна штедња становништва је на нивоу године повећана за 945,2 млн евра, а девизни депозити привреде за 720,7 млн евра.

Посматрано на мг. нивоу, новчана маса М3 је током Т4 у поређењу с Т3 убрзала раст, који је у децембру износио 13,5%. Упркос томе, показатељ вишка новца, који мери одступање реалне новчане масе М3 од оцењене тражње,⁵ и даље је негативан и указује на то да је М3 испод нивоа који би био инфлаторан.

Кредити

Укупни домаћи кредити немонетарном сектору наставили су да убрзавају мг. раст током Т4, који је у децембру, по искључењу ефекта промене девизног курса,⁶ достигао 8,2%. Тај раст је био вођен **кредитирањем становништва**, које је у 2024. остварило двоцифрен раст (10,4%), и **кредитирањем привреде**, које је повећано за 4,8%. Расту кредитне активности допринело је и кредитирање ДФО и локалних самоуправа.

Кредити привреди повећани су у Т4 за 6,2 млрд динара захваљујући расту кредита привредним друштвима, док је задужење јавних предузећа смањено. Раст кредита привреди вођен је инвестиционим кредитирањем (40,1 млрд динара), што се може довести у везу с новим инвестиционим циклусом, док је задужење по осталим врстама кредита смањено. Таква кретања утицала су на то да учешће инвестиционих кредита у укупним кредитима привреди буде повећано током Т4 за 2,2 п.п., на 42,8% у децембру, а њихов мг. раст убрзан на 7,1%. Истовремено, учешће кредита за ликвидност и обртна средства смањено је за 0,8 п.п., на 47,1%, а њихов мг. раст успорен на 5,5%. Посматрано по делатностима, највише је повећано задужење предузећа из области пословања некретнинама и грађевинарства, а у мањој мери и прерађивачке индустрије, док је задуживање предузећа из осталих делатности смањено. Под утицајем раста задужења

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



⁵ Једначина тражње за новцем оцењена је на бази регресионе једначине, у којој су објашњавајуће променљиве реални БДП и тромесечни BELIBOR.

⁶ Рачунато по новом програмском курсу на дан 30. септембра 2024.

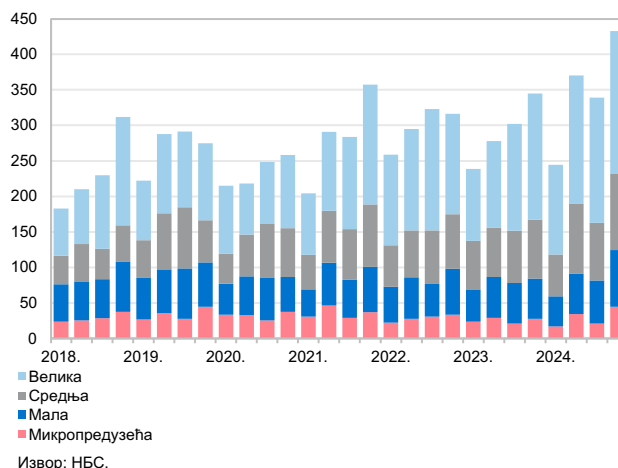
микропредузећа, малих и средњих предузећа, као и смањења обавеза великих предузећа, учешће кредита одобрених сегменту микропредузећа, малих и средњих предузећа у укупним кредитима привреди повећано је у Т4 за 2,1 п.п., на 60,8% у децембру, а њихов м.г. раст убрзан на 7,7%.

Више од половине прираста кредита привреди у Т4 чинили су динарски кредити, што је допринело повећању степена динаризације пласмана привреди за 0,9 п.п., на 20,9% у децембру. На израженији раст динарских кредита у претходном периоду (у 2024. динарски кредити привреди повећани су за 60,9 млрд динара, а девизно индексирани за 16,8 млрд динара) повољно утичу одредбе Одлуке о адекватности капитала банке, којима се приликом обрачуна показатеља адекватности капитала, почев од 2025. године, прописује обавеза банкама да умање капитал ако учешће девизно индексираних и девизних кредита у укупним кредитима нефинансијском и недржавном сектору одобрених након 1. јула 2023. премаши одређени праг (71% у 2025).⁷

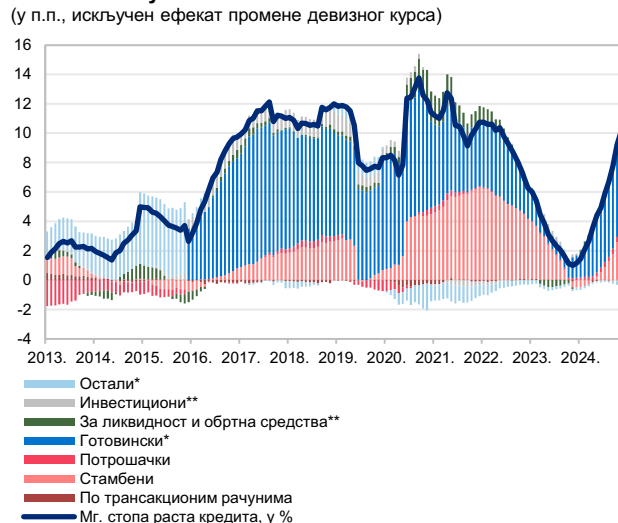
Обим новоодобрених кредита привреди у Т4 износио је 432,6 млрд динара, што је за 25,4% више него у истом периоду 2023. Најзаступљенији су и даље кредити за ликвидност и обртна средства, који су чинили 56% новоодобрених кредита привреди и чији је износ повећан за 9,3% м.г., при чему је половина тих кредита била одобрена сегменту микропредузећа, малих и средњих предузећа. На инвестиционе кредите односило се 35% нових кредита, а скоро две трећине ових кредита користила су микропредузећа, мала и средња предузећа.

Кредити становништву повећани су током Т4 за 34,2 млрд динара, пре свега захваљујући расту готовинских и стамбених кредита. Поред тога, благо је повећано задуживање грађана по основу потрошачких кредита, док су задужења по текућим рачунима и осталим некатегорисаним кредитима смањена. Раст кредита становништву подржан је ублаженим кредитним стандардима, промотивним понудама банака, нижим каматним стопама, као и растом зарада. Готовински кредити чинили су више од три петине прираста кредита становништву, што је утицало на то да њихово учешће у укупним кредитима становништву у Т4 буде повећано за 0,3 п.п., на 46,3%, док је учешће следећих по заступљености, стамбених кредита (38,4%), било

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



Графикон IV.2.6. Доприноси м.г. расту кредита становништву (у п.п., искључен ефекат промене девизног курса)

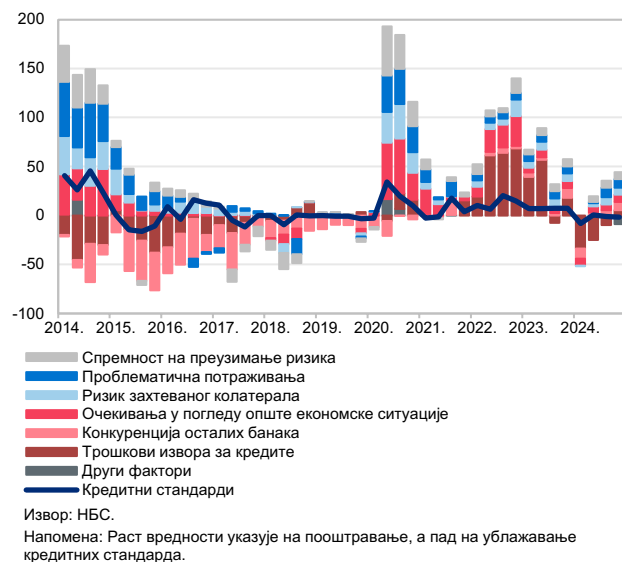


* До децембра 2015. допринос готовинских кредита приказан је у оквиру доприноса осталих кредита.

** Кредити одобрени предузетницима.

⁷ Прописано је да се праг додатно смањује, на 64% у 2026. и 57% у 2027.

Графикон IV.2.7. Промена кредитних стандарда привреди и допринос фактора (у нето %)



непромењено у односу на септембар. Грађани су наставили да се претежно задужују у динарима, што је допринело да динаризација пласмана становништву буде повећана на 55,4% у децембру (са 55,3% у септембру).

Народна банка Србије продужила је ограничење каматних стопа на стамбене кредите⁸ 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. Одлука о ограничењу каматних стопа привременог је карактера и важиће до усвајања Предлога новог Закона о заштити корисника финансијских услуга, којим се системски уређује ограничење каматних стопа код свих кредитних производа ради заштите интереса корисника финансијских услуга, уз очување и јачање стабилности финансијског система.

Обим новоодобрених кредита становништву у Т4 износио је 237,2 млрд динара и био је за 63,7% виши него у истом периоду 2023. Томе су допринели пре свега готовински кредити, на које се односило две трећине нових кредита становништву. Следећи по заступљености били су стамбени кредити, који су чинили 18% нових кредита становништву.

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



Резултати јануарске анкете Народне банке Србије о кредитној активности банака⁹ показују да су банке у Т4 ублажиле стандарде за динарске дугорочне кредите привреди, док је код становништва настављено ублажавање стандарда на динарске готовинске кредите, кредите за рефинансирање и девизно индексирани стамбене кредите. С друге стране, поштрени су стандарди за девизне и динарске краткорочне кредите привреди. На ублажавање стандарда за кредите становништву утицали су нижи трошкови извора финансирања, захваљујући ублажавању монетарних политика Народне банке Србије и ЕЦБ-а, као и деловање конкуренције и позитивни изгледи у погледу економске активности, док су код привреде томе допринели нижи трошкови извора за динарске кредите и скраћивање процедуре током уговарања кредита. Према оцени банака, у Т4 повећана је тражња привреде за динарским и дугорочним девизно индексираним кредитима. Раст тражње одређен је финансирањем инвестиција, док су интерно

⁸ Одлука о привременом ограничењу каматних стопа код уговора о кредиту закључених са корисником – физичким лицем, „Службени гласник РС“, 102/2024.

⁹ Поменути анкету Народна банка Србије спроводи од почетка 2014.

финансирање предузећа, зајмови других банака и небанкарских институција деловали у супротном смеру. Становништво је повећало тражњу за динарским потрошачким и готовинским кредитима и кредитима за рефинансирање, као и за девизно индексираним стамбеним кредитима. Према оцени банака, раст тражње је био одређен потребама за рефинансирањем постојећих кредита, набавком трајних потрошних добара, куповином непокретности, уз позитиван утицај виших зарада. У Т1 2025. банке очекују поштравање стандарда и нижу тражњу привреде за кредитима, док се код становништва очекују даље ублажавање стандарда и раст тражње за кредитима.

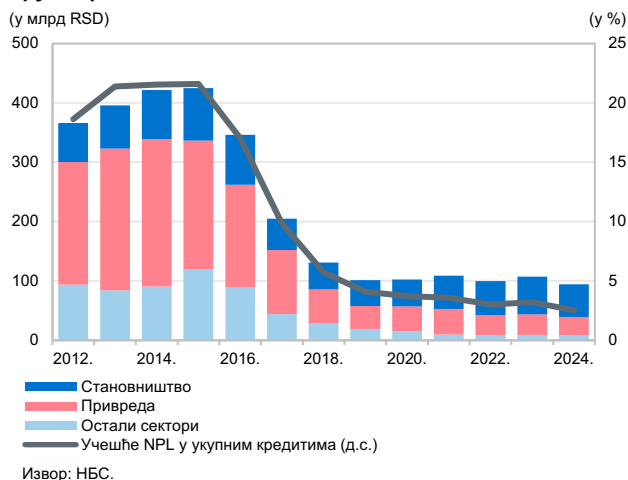
Након што се од августа до новембра задржао на непромењеном нивоу (2,7%), бруто *NPL* показатељ се у децембру спустио на нови минимум од 2,5%. Притом, у односу на септембар, бруто *NPL* показатељ сектора привреде¹⁰ (1,8%) није промењен, док је за сектор становништва¹¹ смањен за 0,3 п.п., на 3,4%. Покривеност *NPL* и даље је на високом нивоу – исправка вредности укупних кредита у децембру је износила 109,6% *NPL*, док је исправка вредности *NPL* била на нивоу од 62,3% *NPL*.

Показатељ адекватности капитала на крају Т3 2024. износио је 21,9%¹² (за 0,5 п.п. више него крајем 2023), 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 Т4 износио је 3,3% м.г. Као и у претходним тромесечјима, процењујемо да је привредни раст био вођен домаћом тражњом, у оквиру које су највећи допринос дале потрошња домаћинства и инвестиције у основне фондове. С друге стране, нето извоз је негативно допринео расту економске активности у Т4 услед бржег раста увоза од извоза, у условима текућег инвестиционог циклуса и повећаног увоза неопходних сировина, опреме и репроматеријала, али и већег увоза потрошне робе као резултат повећања расположивог дохотка становништва.

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



¹⁰ Обухвата привредна друштва и јавна предузећа. Ако посматрамо само привредна друштва, учешће *NPL* у укупним кредитима такође није промењено и у децембру је износило 2,0%.

¹¹ Укључује физичка лица, предузетнике и приватна домаћинства.

¹² Последњи расположиви податак.

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



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

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

Извор: РЗС и прерачун НБС.
* Процена НБС.
** Октобар–новембар.
*** Октобар.

Табела IV.3.2. Показатељи кретања инвестиција

	2024.			
	T1	T2	T3	T4
Реалне м. стопе раста (у %)				
Фиксне инвестиције (нац. рачуни)	7,3	7,8	9,1	8,0 *
Грађевинарство (нац. рачуни)	13,5	5,5	4,0	0,0 *
Инвестиције државе	5,0	12,0	15,0	27,0 *
Број издатих грађевинских дозвола	-3,8	8,4	-6,8	-9,8 **
Производња грађевинског материјала	3,3	3,1	-6,6	0,0
Вредност изведених радова	18,1	9,6	5,0	-2,1
Увоз опреме, номинално	7,1	24,7	12,7	-3,2
Производња домаћих машина и опреме	-17,9	-5,9	4,0	-8,7

Извор: РЗС и прерачун НБС.
* Процена НБС.
** Октобар–новембар.

Домаћа тражња

Потрошња домаћинства, према нашој процени, у Т4 је повећана за 4,0% м.г., што је са 2,4 п.п. допринело расту БДП-а. На раст приватне потрошње упућује промет у трговини на мало, који је у Т4 повећан за 1,9% м.г., као и промет у угоститељству, који је у октобру већи за 3,6% м.г. На раст потрошње домаћинства указује и повећан увоз потрошне робе од 9,9% у Т4, подржан и растом расположивог дохотка становништва. Током Т4 повећан је и број долазака домаћих туриста за 1,9% м.г., као и увоз туристичких услуга. С друге стране, у Т4 настављено је смањење броја ноћења домаћих туриста, које је за 4,3% мање у поређењу са истим периодом претходне године.

Ако посматрамо изворе приватне потрошње, раст потрошње домаћинства у Т4, као и у претходном делу године, био је вођен њеним основним извором – масом зарада, која наставља да бележи двоцифрени номинални м.г. раст (13,3% у периоду октобар–новембар), док је захваљујући даљем успоравању инфлације реални раст масе зарада у истом периоду достигао 8,6% м.г. Истовремено, номинални раст пензија у Т4 износио је 18,8% (реално 14,0% м.г.). Такође, повољнији услови финансирања, захваљујући досадашњем ублажавању монетарне политике Народне банке Србије, обезбедили су додатну подршку потрошњи домаћинства преко раста кредита намењених потрошњи, који су наставили да бележе двоцифрени м.г. раст (13,1% у Т4). И дознаке становништва су повећане у Т4, за 4,6% м.г., што је додатно подстакло раст потрошње домаћинства.

Према нашој процени, **државна потрошња** је у Т4 порасла за 2,3% м.г., чиме је наставила позитивно да доприноси расту БДП-а (0,4 п.п. у Т4), вођена растом издатака за запослене у јавном сектору и за набавку робе и услуга. Наведена кретања су утицала на то да **укупна потрошња** у Т4 буде повећана за 3,6% м.г.

И у Т4 задржана је позитивна динамика **приватних инвестиција**, које су, према нашој процени, забележиле м.г. раст од 2,7%. На раст приватних инвестиција упућују пре свега подаци из области индустрије, која је у Т4, према нашој процени, допринела расту БДП-а са 0,7 п.п. У прилог томе говори раст обима производње капиталних производа (7,6% м.г.).

У погледу извора финансирања инвестиција, прилив СДИ у 2024. био је већи за 14,2% него у 2023. и износио је 5,2 млрд евра. У Т4 бележи се и раст инвестиционих кредита, за 6,8% м.г., при чему

процењујемо да је највећи део приватних инвестиција финансиран из остварене профитабилности предузећа. Према прелиминарним подацима Агенције за привредне регистре, нето добитак привреде у 2023. износио је 972 млрд динара и био је виши за 12,3% него претходне године.

Наставак реализације значајних инфраструктурних пројеката које финансира држава, према нашој процени, допринео је убрзању раста **државних инвестиција**, на 27,0% м.г. у Т4. У складу с тим, процењујемо да су **укупне фиксне инвестиције** повећане за 8,0% м.г., уз допринос расту БДП-а од 2,2 п.п. у Т4.

Повећање залиха у Т4, према нашој процени, позитивно је допринело расту БДП-а (0,8 п.п.).

Нето екстерна тражња

Реални раст извоза робе и услуга Србије у Т4, према нашој процени, убрзао је раст у односу на претходно тромесечје и износио је 4,1% м.г. Истовремено, **увоз** је реално повећан за 7,5% м.г., због чега је допринос **нето извоза** расту БДП-а и у Т4 био негативан (-2,5 п.п.), али у мањој мери него у Т3. Бржи раст увоза од извоза био је очекиван због убрзања инвестиционог циклуса, као и већег расположивог дохотка становништва.

Робни извоз изражен у еврима у Т4 повећан је за 3,1% м.г. Раст извоза резултат је доказане отпорности извоза прерађивачке индустрије, који је забележио м.г. раст за 2,4% (уз допринос расту извоза за 2,1 п.п.), што је резултат ефектуирања инвестиција из претходног периода. У Т4 повећан је и извоз рудних сировина (за 8,4% м.г.) и електричне енергије (за 2,9% м.г.), што је делом резултат и ниске базе из претходне године. С друге стране, висока база, а делом и суша, утицале су на пад извоза пољопривреде у Т4 (за 3,4% м.г.).

Раст извоза прерађивачке индустрије у Т4, у поређењу са истим периодом 2023, забележен је у 13 од 23 гране захваљујући производној и географској распрострањености извозне понуде, при чему је највећи позитиван допринос обезбедио извоз основних метала, хемикалија, производа од гуме и пластике, као и рачунара. У супротном смеру највише је утицао смањен извоз електричне опреме и моторних возила и приколица, што се може довести у везу са смањеном екстерном тражњом услед проблема у аутомобилској индустрији у ЕУ, посебно Немачкој, која је наш најважнији спољнотрговински партнер.

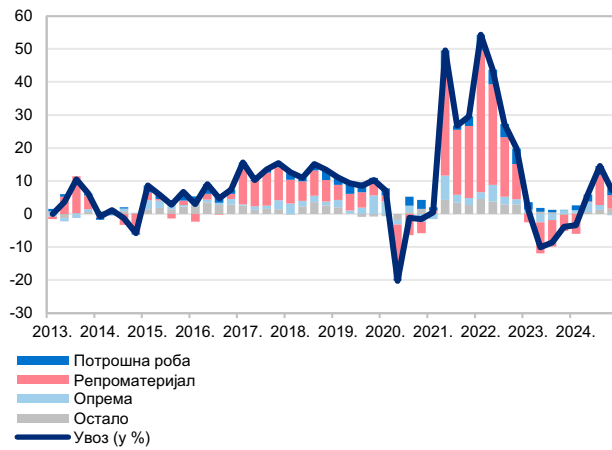
Графикон IV.3.2. **Извоз и увоз робе и услуга**
(у сталним ценама претходне године, реф. 2015)



Графикон IV.3.3. **Кретање показатеља екстерне тражње за извозом Србије**



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



Извор: РЗС и прерачун НБС.

Робни увоз изражен у еврима порастао је у Т4 за 7,4% м.г. 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 Т4, при чему је забележен вишеструко већи суфицит у односу на Т3 (953 млн евра у Т4 наспрам 341 млн евра у Т3). Расту извоза услуга највише су доприносиле ИКТ услуге, услуге транспорта и туризма. 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 Т4, која је у децембру¹³ износила 78,1%, а по укључењу услуга 89,2%, што је за 0,8 п.п. и 0,6 п.п., респективно, мање него крајем Т3.

¹³ Мерено 12-месечним покретним просеком.

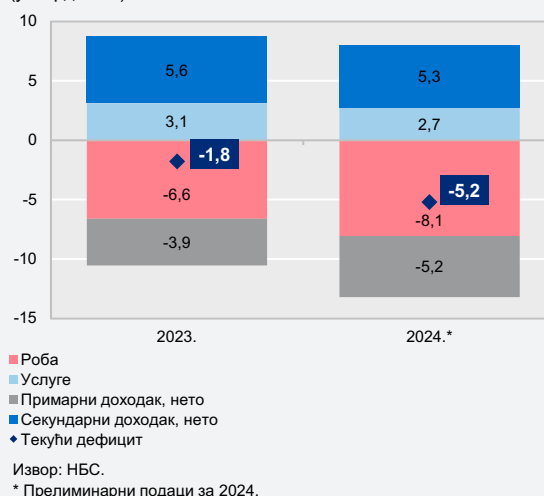
Осврт 3: Анализа платнобилансних кретања у 2024. години

Платнобилансна кретања у 2024. години карактерисао је дефицит текућег рачуна на 6,3% БДП-а (с најнижег нивоа оствареног претходне године од 2,4% БДП-а). Повећање текућег дефицита у 2024. било је и очекивано услед реализације инвестиција планираних програмом „Скок у будућност – Србија Експо 2027” и раста расположивог дохотка становништва, а делом и услед ниске екстерне тражње, пре свега из зоне евра, премда је у П2 дефицит био виши него што смо пројектовали. Ипак, дефицит текућег рачуна платног биланса био је у пуној мери покривен приливом по основу СДИ, који је достигао нови рекордни ниво од 5,2 млрд евра (6,4% БДП-а). Таква кретања имала су за резултат повећање девизних резерви, такође на највиши ниво до сада – 29,3 млрд евра и знатно изнад свих критеријума којима се утврђује њихова адекватност и потврђује повећана отпорност наше економије на екстерне потресе.

Као што је већ на почетку наглашено, услед убрзања инвестиционог циклуса и раста домаће тражње, раст увоза робе и услуга је у 2024. убрзан на 8,4% и био је бржи од раста извоза робе и услуга, који је износио 4,8%. И поред ниске екстерне тражње, **робни извоз** је наставио да расте и, према платнобилансној методологији, у 2024. повећан је за 2,1% и износио је 28,5 млрд евра. Као и претходних година, тај раст је био вођен растом извоза прерађивачке индустрије (2,7%), што је првенствено резултат ефектуирања инвестиција из претходног периода и повећаних извозних капацитета по том основу. У оквиру прерађивачке индустрије, раст извоза је забележен у 14 од 23 гране, међу којима се истиче извоз основних метала, осталих саобраћајних средстава, рачунара и других електронских производа и металних производа. На слабије резултате утицало је успоравање индустријске производње у Немачкој (у коју иде око 14% српског извоза) и зони евра уопште, што је резултирало мањом екстерном тражњом за производима предузећа у Србији која се налазе унутар европских ланаца производње. Због проблема у аутомобилској индустрији у Европи, извоз ауто-кластера, који чини око 12% укупног робног извоза, смањен је за око 5%, при чему унутар ове групе и даље расте извоз аутомобилских гума, чему доприноси почетак производње у фабрици „Линглонг”, док је смањен извоз моторних возила и електричне опреме и делова за аутомобиле. Захваљујући одличној пољопривредној сезони у 2023, створена је добра извозна база, тако да је извоз пољопривреде у 2024. повећан за 28,0% а раст извоза бележи се у рударству услед веће експлоатације бакра. С друге стране, због смањеног хидропотенцијала услед неповољног утицаја високих летњих температура и мале количине падавина, а делом и због високе базе из претходне године, у 2024. је извоз струје смањен за 46,4%.

Истовремено, **робни увоз** је повећан за 5,9%, на 36,6 млрд евра. Раст увоза је био вођен растом увоза опреме (за 9,6%) и репроматеријала (за 3,0%) за потребе новог инвестиционог циклуса, али и растом приватне потрошње, што потврђује раст увоза потрошне робе од 10,4%. По групама производа (СМТК), највећи прираст увоза бележи се код погонских машина, индустријских машина за општу употребу, металних руда, друмских возила и осталих транспортних средстава. С друге стране, увоз енергената је смањен за 12,2%, чему су допринеле и мање увезене количине и нижа цена енергената. Увезене количине сирове нафте знатно су мање него у 2023. а мање су и увезене количине гаса, док је количински увоз нафтних деривата повећан, што се може повезати с ремонтом рафинерије нафте у Панчеву. Просечна увозна цена гаса и нафтних деривата смањена је у 2024. у односу на 2023. док је код сирове нафте порасла. Узевши све у обзир, **енергетски биланс** благо је поправљен у односу на 2023. годину и дефицит је износио нешто мање од 3,4 млрд евра.

Графикон О.3.1. Структура текућег рачуна платног биланса (у млрд EUR)



Суфицит у **размени услуга** са иностранством смањен је у 2024. за 11,5%, на 2,7 млрд евра, пре свега као последица раста увоза туристичких услуга, што је још једна потврда раста расположивог дохотка становништва. Негативан салдо је забележен и у размени транспортних услуга, а значајан једнократни одлив регистрован је по основу компензација за употребу права на интелектуалну својину. Истовремено, суфицит у размени ИКТ услуга наставио је да расте, при чему је извоз ових услуга премашио 4,1 млрд евра, а висок суфицит, сличан прошлогодишњем, остварен је и код осталих пословних услуга.

На рачуну **примарног дохотка** повећан је дефицит на 5,2 млрд евра по основу виших расхода по основу СДИ и већег износа плаћених камата. Раст исплаћених дивиденди страним власницима је и очекиван у условима раста стока СДИ, који је закључно са септембром 2024, што је последњи расположиви податак, износио 58,6 млрд евра, као и у условима повећане профитабилности привреде. Значајан део добити се и реинвестира, па се процењује да је тај износ у 2024. износио око 1,6 млрд евра.

Смањење суфицита на рачуну **секундарног дохотка** (на 5,3 млрд евра) последица је пре свега мање званичне помоћи Влади, а допринео му је и нешто нижи нето прилив дознака (за 131 млн евра). Ипак, и поред тог смањења, прилив дознака је наставио да бележи релативно високе вредности (брuto 4,9 млрд евра, нето 4,5 млрд евра).

На финансијском рачуну платног биланса остварен је нето прилив капитала од 7,2 млрд евра (наспрам 6,7 млрд евра у 2023), пре свега захваљујући СДИ, успешним емисијама еврообвезница на међународном тржишту и расту кредитног задужења државе и привреде.

Тренд раста СДИ настављен је и у 2024, потврђујући да је Србија привлачна дестинација за инвеститоре и регионални лидер у привлачењу СДИ, што је потврдио и *OECD-ов Извештај о конкурентности Западног Балкана за 2024. годину*.

Прилив СДИ у Србију достигао је 5,2 млрд евра и премашио је дотадашњи рекордни прилив из 2023. (4,6 млрд евра). Структура СДИ остала је повољна, пошто је 80% прилива било у облику власничког капитала или реинвестиране добити. Поред тога, око половине прилива и даље је усмерено ка извозно оријентисаним секторима, што доприноси даљем расту извозних капацитета. При томе, улагања су диверсификована на велики број пројеката, а значајан део остварене добити улаже се у проширење постојећих пројеката. Диверсификација постоји и када је реч о извору – иако већина СДИ и даље долази из европских земаља, расте учешће инвестиција које долазе из Азије, чиме се повећава отпорност на потенцијалне негативне утицаје привредног успоравања у зони евра. Нето прилив по основу СДИ, добијен као разлика између улагања нерезидената у Србију и улагања резидената у иностранство, а не између прилива СДИ у Србију и исплаћених дивиденди, како се то често погрешно тумачи, у 2024. износио је 4,6 млрд евра.

Када се говори о оцени ефикасности СДИ као извора финансирања инвестиција, треба узети у обзир то у којој мери су претходно пристигле инвестиције допринеле отварању нових радних места, расту економске активности и оних сектора у које су ти приливи капитала били усмерени, као и у којој мери је по том основу повећан извоз. Ако се има у виду да је у протеклој деценији запосленост, према Анкети о радној снази, закључно с ТЗ 2024. повећана за 473.000 лица, а да је извоз робе и услуга повећан скоро три пута, јасно је да су се СДИ показале као ефикасне, не само као фактор који је допринео одрживости екстерне позиције у смислу финансирања дефицита текућег рачуна и увећању девизних резерви већ и као фактор који је допринео расту производног потенцијала. Исплаћене дивиденде нерезидентима део су укупне добити коју су остварила предузећа у иностраном власништву која послују годинама у Србији. Циљ сваке инвестиције је стицање добити,

Графикон О.3.2. Кретања на финансијском рачуну (у млрд EUR)



Извор: НБС.

* Прелиминарни подаци за 2024.

која обично почиње да се остварује након неколико година пословања, а у зависности од планова компаније и фазе животног циклуса инвестиција, предузећа одлучују о томе колики део добити исплаћују у виду дивиденди, а који реинвестирају. С тим у вези, уколико поредимо учешће расхода по основу исплаћених дивиденди у укупном току СДИ, оно је релативно стабилно последњих година и износи око 3–4%, док је, номинално приказано, раст исплаћених дивиденди нешто што је и очекивано с обзиром на то да константно расте и стање СДИ, чији основни циљ и јесте да буду профитабилне.

По основу **портфолио инвестиција** у 2024. регистрован је нето прилив капитала од 482 млн евра, а највећи приливи остварени су захваљујући успешним емисијама еврообвезница државе у јуну (1,5 млрд долара) и корпоративних обвезница Телекома у октобру (900 млн долара). На тим аукцијама тражња инвеститора вишеструко је премашила понуду, што је омогућило да се трошкови задуживања државе и Телекома додатно смање у току аукција. С друге стране, у 2024. одливима су доприносили доспећа ХоВ нерезидентима, као и продаја на секундарном тржишту, при чему су и резиденти, пре свега банке, куповале иностране ХоВ.

Резиденти су повећали задужење према иностраним кредиторима, тако да је по основу **финансијских кредита** у 2024. остварен нето прилив од 1,6 млрд евра. Од тога, повећано је задужење Владе и привреде, док су банке смањиле кредитне обавезе према иностранству. Прилив је остварен и по основу **трговинских кредита и аванса** (1,1 млрд евра). С друге стране, по основу **готовог новца и депозита** регистрован је нето одлив од 570 млн евра, услед раста средстава на рачунима банака у иностранству.

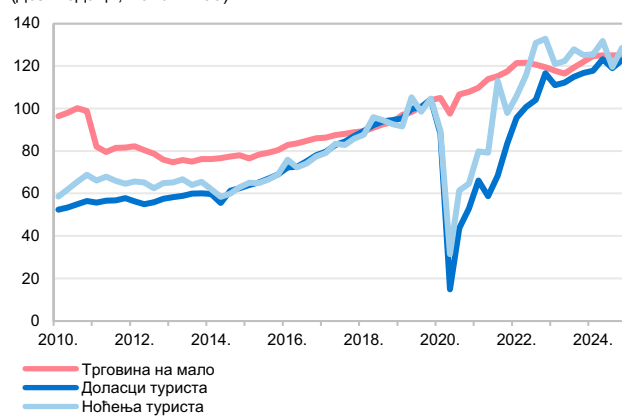
Кад се сумира све претходно, може се закључити да су повећан увоз за потребе текућег инвестиционог циклуса, раст расположивог дохотка грађана и поједини једнократни фактори допринели неповољнијим кретањима на текућем рачуну од очекиваних у 2024. и у односу на 2023. С друге стране, извоз је наставио да расте, потврђујући своју отпорност, а прилив капитала на финансијском рачуну премашио је онај из 2023, потврђујући да је и у неизвесним временима вишедимензионалне кризе Србија остала привлачна дестинација за стране инвеститоре. Потврда да је то тако дошла је и у виду инвестиционог ранга кредитног рејтинга, којим је Србија први пут у историји сврстана у групу земаља које су најсигурније за инвестирање, што отвара могућности за даљи раст инвестиција и задуживања по повољнијим условима.

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

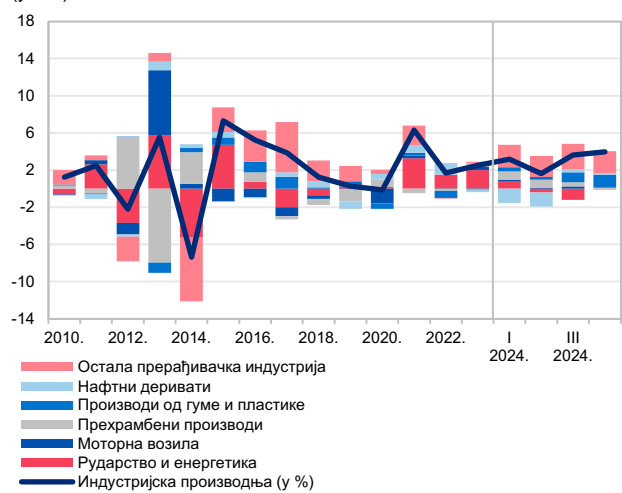
	2023.		2024.		
	T4	T1	T2	T3	T4*
БДП (у %, м.г.)	5,1	4,7	4,2	3,1	3,3
Пољопривреда	0,3	-0,3	-0,3	-0,5	-0,5
Индустрија	0,6	0,6	0,3	0,7	0,7
Грађевинарство	0,4	0,5	0,3	0,2	0,0
Услуге	3,6	2,9	3,0	2,3	2,7
Нето порези	0,0	0,5	0,6	0,7	0,5

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 повећана је у Т4 за 3,3% м.г. Као и у претходним тромесечјима, раст активности, према нашој процени, био је вођен услужним секторима, посебно трговином, као и индустријом, док је због ефеката суше смањена пољопривредна производња.

Услужни сектори су, збирно посматрано, према нашој процени, у Т4 убрзали раст активности у односу на претходно тромесечје, остваривши раст од 4,9% м.г., чиме су допринели расту економске активности са 2,7 п.п. На то упућују пре свега подаци из области трговине, с обзиром на то да је промет у трговини на мало у Т4 реално повећан за 1,9% м.г. Повећан је и реални промет у угоститељству, који је у октобру већи за 3,6% м.г. Током Т4 порастао је и број долазака и ноћења страних туриста за 9,2% и 10,2% м.г., респективно. На раст активности у ИКТ сектору упућује раст извоза ове групе услуга од 24,3% м.г.

Раст **индустријске производње**, према нашој процени, износио је 3,9% м.г. у Т4 (допринос БДП-у 0,7 п.п.), вођен растом прерађивачке индустрије и рударства, док је производња електричне енергије смањена на м.г. нивоу (-4,3%), делом и као последица високе базе из прошле године, али и смањене производње струје у условима суше и смањеног хидроенергетског потенцијала. У сектору рударства су и током Т4 настављена позитивна кретања, тако да је повећан обим производње за 4,9% м.г. захваљујући убрзању раста експлоатације руде метала и угља.

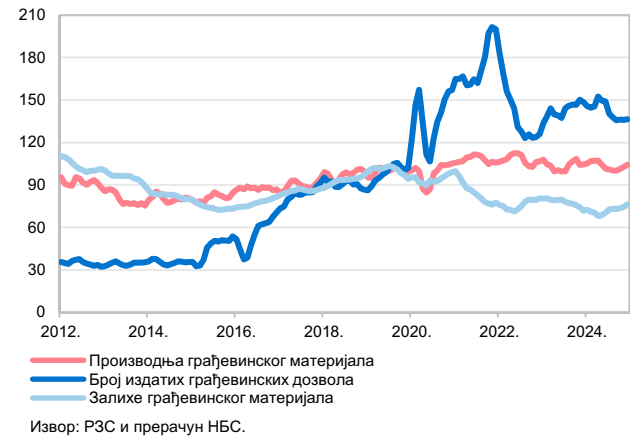
Обим производње **прерађивачке индустрије** наставља да расте шесто тромесечје заредом и у Т4 је већи за 5,6% него у истом периоду прошле године. Производња је порасла у 13 од 24 гране прерађивачке индустрије, а највећи позитиван допринос дало је повећање производње металних производа, затим производа од гуме и пластике и производња рачунара. 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 Т4 забележен непромењен обим активности у односу на исто тромесечје претходне године (допринос БДП-у 0,0 п.п.).

Процењујемо да су услед раста потрошње и боље наплате пореских прихода **нето порези повећани** за 3,6% м.г. у Т4, што доприноси расту БДП-а са 0,5 п.п.

Према процени РЗС-а, **пољопривредна производња** је у 2024. години смањена за 8,8%, као последица јаке суше. Тај пад је био већи него што смо претпоставили у претходној пројекцији, али је био више него надомештен бољим остварењима у прерађивачкој индустрији и услугама. То је резултирало и да, према процени РЗС-а, БДП у 2024. реално порасте за 3,9%, што је за 0,1 п.п. више од наше пројекције из новембра.

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



Осврт 4: Оцена производног потенцијала (потенцијалног БДП-а) Србије

Производни потенцијал је један од основних економских концепата који носиоцима економске политике пружа значајне информације о томе колики могу да очекују раст БДП-а у дугом року, колика је јачина инфлаторних притисака, у којој фази производног циклуса се привреда налази, колико су одрживи екстерна позиција земље и јавни дуг и др. Због тога је оцена производног потенцијала једнако важна и за монетарну и фискалну политику, али и за структурне политике, чији је задатак управо да промовишу дугорочно одржив привредни раст.

У економској литератури најчешће се помињу две основне дефиниције производног потенцијала или потенцијалног БДП-а. Према првој дефиницији, производни потенцијал представља највиши ниво производне активности који се може остварити уз пуно коришћење технологије и производних фактора – рада и капитала. То је практично највиши ниво економске активности који је одржив у дугом року. Према другој дефиницији, производни потенцијал је онај ниво производње који је инфлаторно неутралан, тј. који не делује ни инфлаторно ни дезинфлаторно. У кратком року остварени ниво производње може да одступа од производног потенцијала и навише и наниже и то одступање назива се производним јазом. Као такав, производни јаз обично се користи као мера јачине инфлаторних притисака и оцене фазе производног циклуса у којој се привреда налази. Када је производни јаз позитиван, то значи да БДП расте брже од производног потенцијала, тј. да се привреда налази у фази експанзије и да услед повећаног степена коришћења капацитета расту трошкови производње и да ће се то, пре или касније, прелити и на цене финалних добара. Исто тако, када је остварени ниво производње испод нивоа који би се остварио при пуном коришћењу (ангажовању) производних капацитета, тј. када је производни јаз негативан, присутни су дезинфлаторни притисци и привреда је у опадајућој фази производног циклуса. Различити фактори могу утицати на то да БДП расте брже или спорије током времена, као и да расте брже или спорије од производног потенцијала. Међу најзначајнијим факторима који одређују одступање привредног раста од потенцијалног истичу се поремећаји на страни понуде и тражње и одлуке носилаца економске политике.

Међутим, производни потенцијал није променљива која се може директно измерити, већ се користе различити методи за његову оцену. Постоје три основне групе метода који се користе за оцену производног потенцијала. У прву групу модела спадају модели којима се оцењује тренд и циклична компонента у кретању серије БДП-а (Ходрик–Прескотов филтер, Калманов филтер и др.), при чему се тренд у кретању серије БДП-а користи као апроксимација производног потенцијала, јер се претпоставља да тренд најбоље осликава дугорочну тенденцију кретања БДП-а, тј. да с протоком времена расте ниво коришћења технологије, рада и капитала.

Друга група модела је заснована на производној функцији, а за оцену производног потенцијала обично се користи Коб–Дагласова производна функција:

$$Y_t = A * L_t^\alpha * K_t^\beta$$

где Y представља ниво производње, L ангажовани рад, а K капитал и где пондери α и β представљају коефицијенте еластичности производње у зависности од рада и капитала, при чему је $\alpha + \beta = 1$. У претходној једначини ознака A се користи за укупну факторску продуктивност (*Total Factor Productivity – TFP*), која је мера ефикасности коришћења рада и капитала и може се дефинисати као део раста производње који се не може приписати расту капитала и рада појединачно. Према томе, раст укупне факторске продуктивности јесте и мера унапређења технологије и кључни фактор обезбеђења дугорочног привредног раста и развоја, јер смањује значај ограничења која проистичу из расположивости фактора производње.

Трећа група модела практично комбинује претходне две групе модела, тако што се применом малог структурног модела оцењује веза између нивоа производње, инфлације и запослености, које су међусобно повезане теоријским концептима IS криве, Филипсове криве и Окуновог закона, с тим што се за оцену углавном користи Калманов филтер.

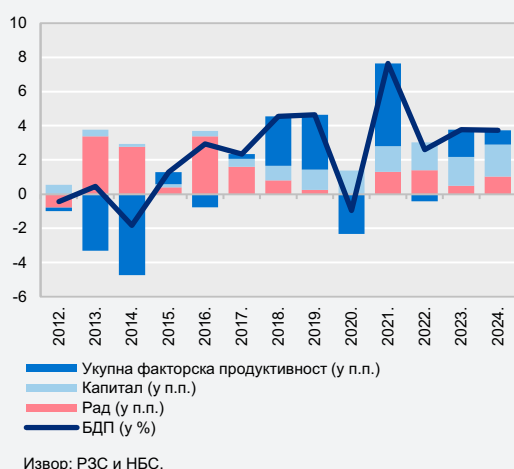
У овом осврту детаљније ћемо се бавити оценом производног потенцијала на бази производне функције.

За оцену доприноса рада производном потенцијалу пошли смо од података о броју радно способног становништва, података о запослености, стопи партиципације и стопи незапослености. При утврђивању обима ангажованог рада, у анализи су коришћени подаци о регистрованој запослености из базе података Централног регистра обавезног социјалног осигурања и нерегистрованој запослености на основу података из Анкете о радној снази. Број радно способног становништва одређен је демографским факторима, док број активног становништва зависи и од стопе партиципације. Када је реч о броју становника узраста од 15 до 64 године, претпоставили смо да ће се смањивати за око 0,8% годишње по основу неповољних демографских фактора. С друге стране, претпоставили смо даљи раст стопе партиципације становништва од 15 до 64 године, која, према последњим расположивим подацима из Анкете о радној снази, за ТЗ 2024. износи 73,1% и која би и наредних година требало да настави да се повећава за око 0,8 п.п. годишње. На бази пројектоване стопе незапослености, која би, према нашем малом структурном моделу који користимо за пројекцију инфлације, требало да се снизи у 2027. на око 7% у просеку, са 8,5% у 2024. години, колико ће износити у просеку према нашој процени, и пројектованог броја радно активног становништва оцењена је укупна запосленост, при чему је претпостављено и да ће се део радне снаге увозити, као што је то већ сада случај (из земаља региона по основу иницијативе „Отворени Балкан”, затим Турске, земаља југоисточне Азије, Индије, Кине и Русије).

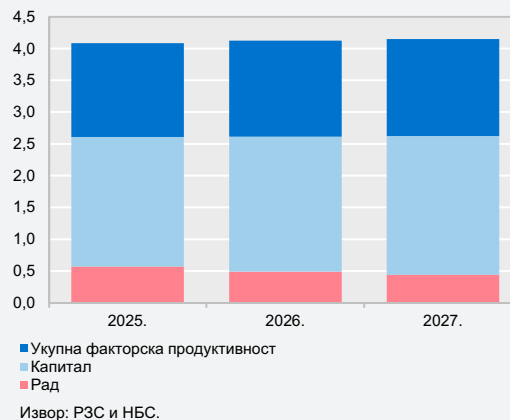
Коефицијент еластичитета α може се економетријски оценити на основу зависности продуктивности рада од техничке опремљености рада. За оцену овог коефицијента често се користи и учешће укупне масе зарада у БДП-у, као оцене за друге земље сличног степена развоја. На основу свих тих критеријума у анализи смо користили коефицијент еластичитета рада од 0,6.

Узимајући све наведено у обзир, пројектујемо да би допринос рада и у наредним годинама требало да остане позитиван, али да се постепено смањује, са око 1 п.п. ове године на 0,4–0,5 п.п. у 2027. години.

Графикон О.4.1. Доприноси рада, капитала и укупне факторске продуктивности БДП-у



Графикон О.4.2. Доприноси рада, капитала и укупне факторске продуктивности производном потенцијалу (у п.п.)



Друга важна компонента производног потенцијала јесте ниво капитала који је доступан приватном и јавном сектору да би се обезбедио производни процес. За израчунавање ангажованог капитала утврђен је иницијални ниво капитала као производ просечног односа капитала и БДП-а за друге земље сличног нивоа развијености и нивоа БДП-а, коригованог за стопу амортизације и стопу реалног приноса на капитал. За сваку наредну годину капитал је увећан за износ инвестиција у фиксне фондове и умањен за амортизацију, при чему је претпостављено да се стопа амортизације благо повећава с протоком времена како расте и ниво дохотка земље. Према нашим проценама, а узимајући у обзир очекивану динамику раста приватних инвестиција, којима треба да допринесе остварена профитабилност из претходних година, наставак високог прилива СДИ и повољнији услови финансирања, као и планиране јавне инвестиције, које би требало да имају позитиван преносни ефекат и на

приватне инвестиције, по основу ангажованог капитала у средњем року очекујемо позитиван допринос производном потенцијалу од преко 2 п.п., који ће благо и расти.

На повећање укупне факторске продуктивности, која је и у претходне две године позитивно утицала на производни потенцијал, утичу примена нових технологија у процесу производње и процес дигитализације, чему су у великој мери допринеле и СДИ, које су у односу на претпандемијски ниво повећане за преко 20 млрд евра. Поред тога, расту укупне факторске продуктивности треба да допринесе и наставак структурних реформи, пре свега у сектору енергетике и образовања. Процењујемо да ће допринос укупне факторске продуктивности расту производног потенцијала износити 1,5 п.п. наредних година, уз тенденцију постепеног раста, што треба да обезбеди наставак процеса конвергенције Србије развијеним земљама и да привредни раст буде дугорочно одржив.

5. Кретања на тржишту рада

Тржиште рада у Т4 2024. карактерисали су даље повећање формалне запослености на нови рекордни ниво, висок м.г. раст зарада и смањење броја незапослених на најнижи ниво до сада.

Зараде

У периоду октобар–новембар просечна номинална нето зарада износила је 99.638 динара (852 евра), а м.г. раст успорио је на 12,8% (са 14,0% у Т3). Нешто бржи раст остварен је у приватном него у јавном сектору (13,2% наспрам 11,7%), при чему су у новембру просечне зараде у оба сектора премашиле износ од 100.000 динара, што је за приватни сектор први пут од када постоје статистички упоредиви подаци. У истом периоду, реално посматрано, просечна нето зарада успорила је раст на 8,1% (са 9,4% у Т3). Истовремено, медијална нето зарада повећана је за 13,6% м.г. и износила је 77.363 динара. У прилог побољшању животног стандарда говоре и раст покривености просечне потрошачке корпе просечном зарадом и раст покривености минималне корпе минималном зарадом, које су у октобру износиле 93,7% и 91,4%, што је за 7,6 п.п. и 13,9 п.п. више него у истом периоду претходне године.

У свим привредним делатностима у октобру и новембру настављен је м.г. раст просечних зарада, при чему је раст био двоцифрен у већини делатности, а најизраженији у областима административних и помоћних услуга (16,2%), угоститељства (15,9%) и водоснабдевања (15,2%).

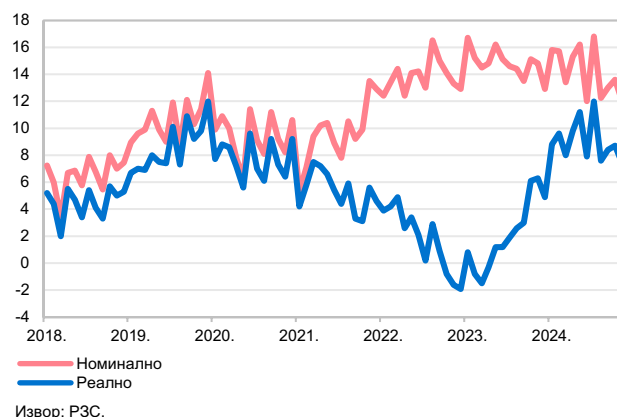
Као резултат даљег повећања зарада и формалне запослености, укупна номинална **нето маса зарада**, која је главни извор потрошачке тражње, порасла је за 13,3% м.г. у октобру и новембру.

Према прелиминарним подацима, **продуктивност укупне економије** у Т4 повећана је за 2,8% м.г. по основу бржег раста економске активности од запослености.

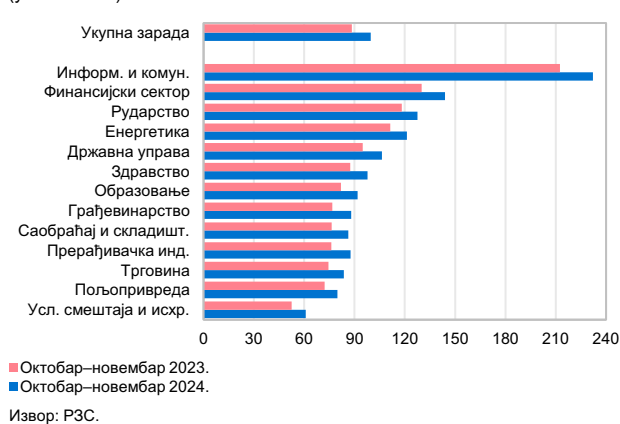
Запосленост

Укупна формална запосленост током Т4 забележила је нови највиши ниво од око 2,38 млн лица и у децембру је била већа за око 17 хиљада запослених него пре годину дана, при чему је њен м.г. раст убрзао на 0,5% у Т4 (са 0,2% у Т3). М.г. раст формалне запослености у децембру резултат је наставка

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



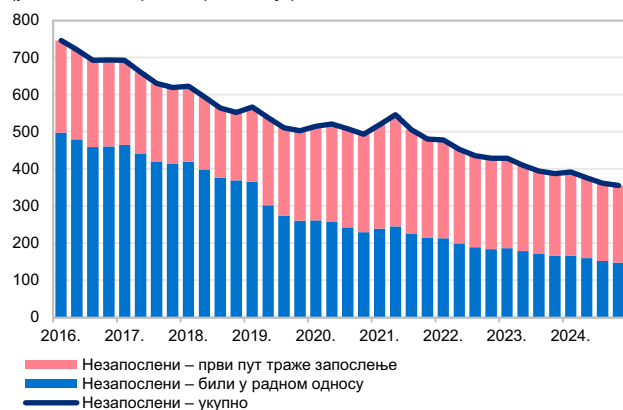
Графикон IV.5.2. Номиналне нето зараде по делатностима (у хиљ. RSD)



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



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



Извор: Национална служба за запошљавање.

запошљавања код правних лица и предузетника, док је број индивидуалних пољопривредника смањен.

Највећи број нових радних места током Т4 отворен је у приватном сектору, тако да је **број формално запослених у приватном сектору** достигао нови рекордни ниво од око 1,77 млн лица у децембру, што је за око 15 хиљада запослених више него годину дана раније. Највећи број новозапослених у децембру регистрован је у административним и помоћним услугама, ИКТ услугама и угоститељству. Насупрот томе, када су у питању делатности које припадају претежно приватном сектору, регистрована запосленост, мг. посматрано, у децембру је највише смањена у прерађивачкој индустрији и пољопривреди. У децембру је мг. повећан и **број запослених у јавном сектору**, за око 2 хиљаде лица.

Број регистрованих незапослених, према евиденцији Националне службе за запошљавање, смањен је на нови најнижи ниво у децембру, када је износио 353.237, што је за око 35 хиљада незапослених мање него у истом периоду претходне године.

Према резултатима **Анкете о радној снази**, која обухвата и формални и неформални сегмент тржишта рада, стопа партиципације радно способног становништва (15–64 године) у Т3 2024. износила је 73,1% а стопа активности (старији од 15 година) 56,4%, чиме су ове стопе повећане за 1,1 п.п. и 0,9 п.п., респективно, у односу на исти период претходне године. Стопа запослености је у Т3 мг. повећана за 1,4 п.п., на 51,9%, док је у исто време стопа незапослености смањена за 0,9 п.п., на 8,1%.

V. Пројекција

Пројекција раста БДП-а за 2025. годину износи 4,5%, укључујући и ефекат пренетих тенденција из претходне године (carry-over), који ће, према нашој процени, износити око 1 п.п. или благо више. За 2026. и 2027. годину 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. Раст БДП-а водиће домаћа тражња, тј. раст приватне потрошње услед већег расположивог дохотка и позитивних трендова на тржишту рада, док ће расту инвестиција у основна средства допринети повећана профитабилност привреде, високи приливи СДИ у власнички капитал, планирани капитални издаци државе за инфраструктурне пројекте у области саобраћајне, енергетске и комуналне инфраструктуре, као и повољнији финансијски услови услед започетог ублажавања монетарних политика. 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 допринесио расту економске активности захваљујући расту извоза услуга услед одржавања изложбе „Експо 2027”.

Према нашој новој пројекцији, м.г. инфлација би током целог хоризонта пројекције требало да се креће у границама циља ($3 \pm 1,5\%$). Очекујемо 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 кретању инфлације највише ће допринети и даље рестриктивни монетарни услови, очекивано смањење светских цена 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 за ову годину благо виша од новембарске, првенствено због виших цена нафтних деривата, на шта се, поред нешто више светске цене нафте, одражава јачање долара, а делом и због већег раста цена хране крајем 2024. и веће домаће тражње.

Када је реч о факторима из међународног окружења који утичу на неизвесност у погледу остварења пројекције инфлације и БДП-а, и даље се истичу геополитичке тензије, протекционистичке мере и изгледи за глобални привредни раст, као и њихов утицај на светске цене енергената и примарних производа. У извесној мери ризици се односе и на отпорност базне инфлације на глобалном нивоу и дужину трајања заоштрених монетарних политика водећих централних банака. Од домаћих ризика истичу се брзина раста домаће тражње, као и исход домаће пољопривредне сезоне, који се у случају инфлације у највећој мери односи на кретање цена воћа и поврћа, док је за БДП од посебне важности род житарица.

Екстерне претпоставке

Економска активност

Водеће међународне финансијске институције, ММФ и Светска банка, сагласне су у оцени да је глобални привредни раст остао стабилан, али да се још увек налази испод свог претпандемијског просека.

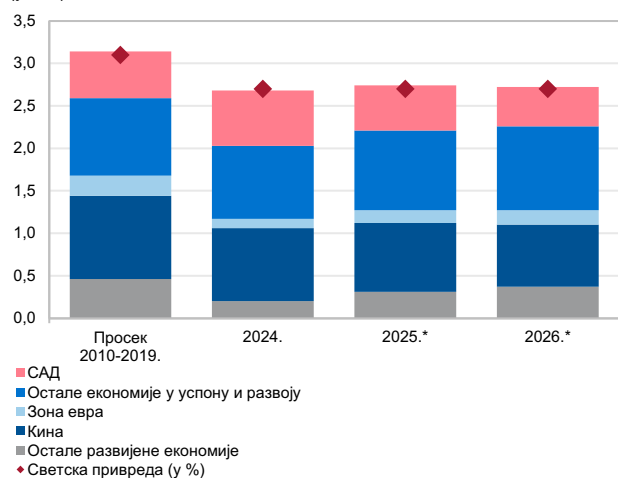
У јануарском извештају *WEO* ММФ је пројектовао раст светске привреде од по 3,3% у 2025. и 2026, при чему је јануарска пројекција за 2025. за 0,1 п.п. изнад октобарске јер су повољнији економски изгледи за САД надоместили слабије изгледе за остале велике

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

	2024. Про- цена	2025.		2026.	
		Претх. пројекц.	Нова пројекц.	Претх. пројекц.	Нова пројекц.
Свет	3,2	3,3	3,2	3,3	3,3
Развијене земље	1,7	1,9	1,8	1,8	1,8
Зона евра	0,8	1,0	1,2	1,4	1,5
САД	2,8	2,7	2,2	2,1	2,0
Земље у успону и развоју	4,2	4,2	4,2	4,3	4,2
Русија	3,8	1,4	1,3	1,2	1,2
Кина	4,8	4,6	4,5	4,5	4,1

Извор: ММФ *WEO* (јануар 2025. и октобар 2024).

Графикон V.0.1. Доприноси глобалном привредном расту по економским групама (у п.п.)



Извор: *Global Economic Prospects* (јануар 2025).
 Напомена: Подаци за 2025. и 2026. су пројекције.

економије, посебно у зони евра. У односу на октобар, ММФ је у јануару знатно подигао пројекцију раста БДП-а САД у 2025, за 0,5 п.п., на 2,7%, услед снажног тржишта рада и убрзања инвестиција, док је пројекцију за зону евра снизио за 0,2 п.п., на 1,0%, услед лошијих перформанси и повишене политичке и економске неизвесности. **Ризици јануарске пројекције** у средњем року оцењују се као асиметрични наниже, а у кратком року као дивергентни – ризик навише је потенцијално бржи раст америчке привреде, док су ризици наниже везани за различиту динамику привредног раста по земљама услед повишене неизвесности у вођењу економских политика.

Светска банка је у јануару пројектовала раст светске привреде од по 2,7% у 2025. и 2026, што је непромењено у односу на јун. Ризици јануарске пројекције су остали асиметрични наниже због могућих последица даље геополитичке и трговинске фрагментације и поремећаја у снабдевању енергијом због евентуалног продужетка сукоба на Блиском истоку. Светска банка процењује да ће успоравање привредног раста у САД и Кини, као два главна покретача светске привреде, у наредних неколико година бити надокнађено растом привреда осталих земаља, укључујући и многе земље у успону и развоју.

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



Извор: *Eurostat*.

Зона евра је у Т3 2024. остварила привредни раст од 0,4% дсз., као резултат повећања домаће тражње, пре свега потрошње, на супрот чега је деловао пад нето извоза. Међутим, оцењено је да је боље остварење у Т3 од очекиваног највише резултат деловања привремених фактора – активности мултинационалних компанија у Ирској, Олимпијских игара у Паризу, као и неочекиваног раста БДП-а **Немачке** у Т3 од 0,1% дсз. Привреда **Италије**, која је поред Немачке наш појединачно најзначајнији трговински партнер у зони евра, у Т3 је стагнирала.

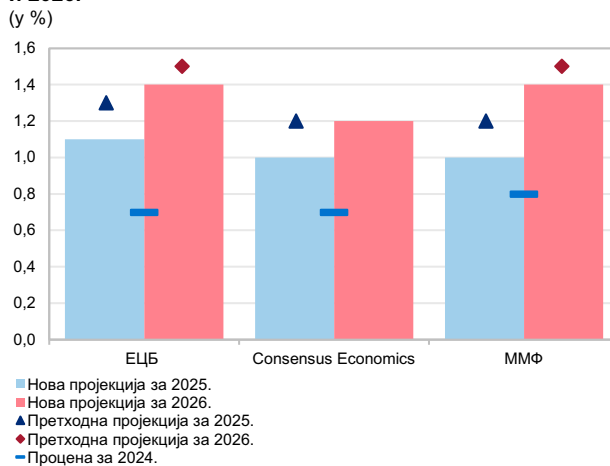
Водећи економски показатељи за зону евра, *PMI* и *ESI*, задржани су у области привредне контракције у Т4, првенствено због даљег пада активности у индустрији и споријег раста активности у услугама. Показатељи тржишта некретнина, извоза и инвестиција такође указују на слабије економске перформансе зоне евра у кратком року, а ЕЦБ је проценила да је потрошња домаћинства успорила раст у Т4 услед још увек ниског поверења потрошача. Према прелиминарној процени *Eurostat*-а, БДП зоне евра је у Т4 стагнирао, као и БДП Италије, при чему је у највећим економијама, Немачкој и Француској, забележен пад од 0,2% и 0,1% дсз., респективно.

Имајући претходно у виду, као и лошије инвестиције у ПП 2024. од првобитних процена, **ЕЦБ** је у **децембру** кориговала наниже септембарску пројекцију раста БДП-а зоне евра у 2024. за 0,1 п.п., на 0,7%. И пројекције за ову и наредну годину ревидиране су наниже – за 0,2 п.п., на 1,1% у 2025, због очекиваног слабијег раста извоза, и за 0,1 п.п., на 1,4% у 2026, због очекиваног споријег раста домаће тражње од првобитних прогноза. Ове пројекције смо користили као претпоставке у нашем новом средњорочном макроекономском оквиру. Притом, ризици пројекције су остали асиметрични наниже, највише због појачане фрагментације у међународној трговини. Упркос геополитичким тензијама и повишеној неизвесности у вођењу економске политике, **ЕЦБ** је у **јануару** оценила да ће се у наредном периоду наставити постепени привредни опоравак зоне евра, чији ће кључни покретач и даље бити приватна потрошња, подржана ублажавањем услова финансирања, као и повећањем зарада и запослености. Стопа незапослености у зони евра у децембру је износила 6,3%, што је непромењено у односу на септембар. ЕЦБ је у децембру изнела процену стопе незапослености у зони евра од 6,4% на нивоу 2024, односно 6,5% на нивоу 2025. године.

Водећи аналитичари *Consensus Economics*-а оценили су да се фокус економске политике у зони евра донекле померио с процеса дезинфлације на већу подршку економској активности, посебно у највећим европским економијама. То је, с једне стране, последица политичке нестабилности у Немачкој и Француској, а, с друге стране, протекционизма у међународној трговини, пре свега на релацији САД–Кина, што се негативно одражава на конкурентност највећих европских произвођача. У односу на октобар, *Consensus Economics* у јануару није мењао процену раста БДП-а зоне евра у 2024. (0,7%), док је пројекцију за 2025. снизио за 0,2 п.п., на ниво од 1,0%. За 2026. годину прогнозиран је привредни раст зоне евра од 1,2%.

Економска активност у **региону средње и југоисточне Европе** у Т3 је стагнирала – потрошња домаћинства и залихе робе су повећани, инвестиције у основна средства су смањене, уз непромењен нето извоз. Дсз. посматрано, привредна динамика у Т3 била је дивергентна по земљама региона – БДП је повећан у Хрватској, Бугарској, Чешкој, Словенији и Словачкој, стагнирао је у Румунији, док је смањен у Пољској и Мађарској, где је пад БДП-а регистрован два тромесечја узастопно, чиме је у Т3 Мађарска практично ушла у техничку рецесију. Према прелиминарним подацима *Eurostat*-а, БДП Мађарске

Графикон V.0.3. Пројекције раста БДП-а зоне евра за 2025. и 2026.



Извор: ЕЦБ (септембар и децембар 2024), *Consensus Economics* (октобар 2024. и јануар 2025) и ММФ *WEO* (октобар 2024. и јануар 2025).

Табела V.0.2. Пројекције реалног раста БДП-а по земљама региона (у %)

	2024. Про- цена	2025.		2026.	
		Нова. пројекц.	Претх. пројекц.	Нова. пројекц.	Претх. пројекц.
Пољска	2,7	3,4	3,7	3,3	-
Чешка	1,0	2,2	2,6	2,6	-
Мађарска	0,5	2,2	3,1	3,4	-
Румунија	1,0	2,3	3,1	2,9	-
Словачка	2,1	2,0	2,3	2,4	-
Словенија	1,5	2,2	2,4	2,4	-
Хрватска	3,6	3,0	2,8	2,8	-
Бугарска	2,2	2,7	2,9	2,7	-
Албанија	3,7	3,7	3,7	3,8	-
Босна и Херцеговина	2,4	2,7	3,0	3,1	-
Северна Македонија	2,4	3,1	3,0	3,2	-
Црна Гора	3,6	3,8	3,8	3,4	-

Извор: *Consensus Economics* (октобар 2024. и јануар 2025).

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

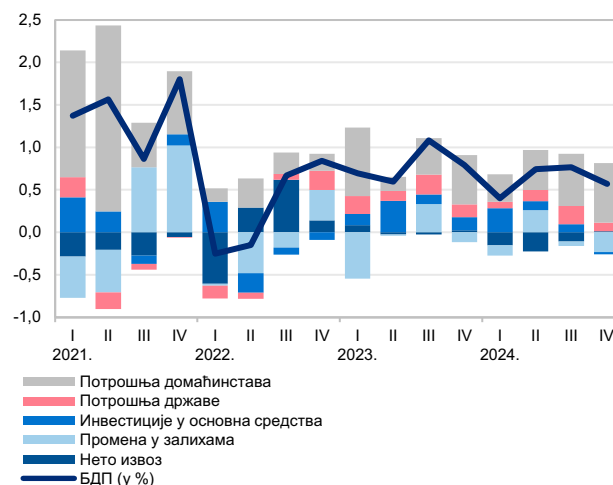


Извор: Eurostat.

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

је у Т4 повећан за 0,5% дсз., за колико је повећан и БДП Чешке. Свим земљама региона је заједничко очекивано успоравање екстерне тражње у наредном периоду услед контракције немачке прерађивачке индустрије, нарочито аутомобилске, као и даље фрагментације светске трговине појачане трговинским тензијама између САД и ЕУ. То се негативно одражава на поверење тржишних учесника и по том основу на домаћу тражњу. Због тога је у јануару *Consensus Economics* знатно снижио процене раста БДП-а у 2024. години – у групи земаља средње Европе за 0,4 п.п., на 1,9%, а у групи земаља југоисточне Европе за 0,5 п.п., на 2,0%. Пројекције раста БДП-а за 2025. такође су спуштене у јануару у односу на октобар – за по 0,4 п.п., на по 2,8%, док је у 2026. прогнозиран раст БДП-а од по 3,0% у обе групе земаља.

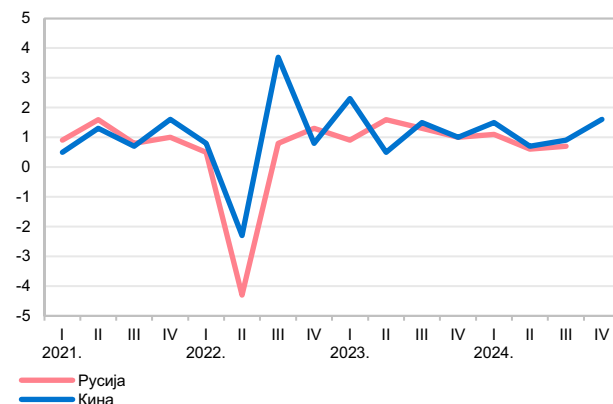
Графикон V.0.5. Доприноси компонента стопи раста реалног БДП-а у САД (дсз., тромесечно, у п.п.)



Извор: U.S. BEA и прерачун НБС.

САД су у Т3 оствариле привредни раст од 0,8% дсз., (тј. 3,1% на годишњем нивоу), у највећој мери као резултат повећане потрошње домаћинства и државе, а у мањој мери и већих инвестиција у основна средства, док је у супротном смеру деловао пад нето извоза. У Т3 је евидентиран раст активности у 16 од укупно 22 делатности, који је најизраженији био у трговини на мало, посебно моторним возилима, као и у здравственим и информационим услугама. Водећи економски показатељи за САД указују на то да је и у Т4 забележен солидан раст БДП-а, који је, према прелиминарној процени америчког Бироа за економске анализе, износио 0,6% дсз. (тј. 2,3% на годишњем нивоу). С обзиром на повољнија остварења од очекиваних током П2, ФЕД је у децембру знатно подигао септембарску процену привредног раста САД у 2024, за 0,5 п.п., на 2,5%. Пројекција за 2025. ревидирана је навише за 0,1 п.п., на 2,1%, док пројекција за 2026. од 2,0% није мењана. Затегнути услови на тржишту рада САД наставили су да попуштају и током Т4, уз непромењену стопу незапослености у односу на септембар од 4,1%, коју је ФЕД на нивоу целе 2024. пројектовао на 4,2%.

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



Извор: статистички заводи Русије и Кине.

У Русији је БДП у Т3 повећан за 0,4% дсз., тј. 3,1% м.г., што је најнижа стопа раста још од Т1 2023. због постепеног ишчезавања позитивних економских тенденција из протеклог периода, као и успоравања екстерне тражње из Кине, која је најважнији руски спољнотрговински партнер. Притом, Банка Русије је у децембру проценила да је БДП Русије додатно успорио раст у Т4, тако да је пројекцију његовог раста на нивоу целе 2024. снизила у односу на октобар за 0,3 п.п., на 1,5%, док је пројекцију за 2025. спустила за 0,2 п.п., на 1,7%. Пројекције ММФ-а из јануара су на још нижем нивоу – 1,4% у 2024. и 1,2% у 2025, колико износи и прогноза за 2026. годину.

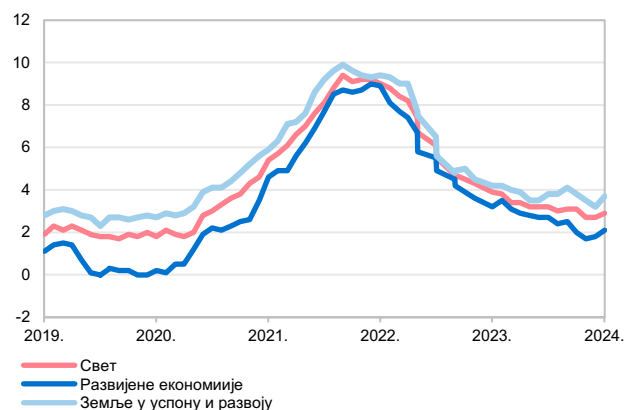
У **Кини** је БДП у Т4 снажно убрзао раст, на 1,6% дсз., тј. 5,4% мг., премашивши и раст у Т3 (4,6% мг.) и тржишна очекивања. Виши раст од очекиваног у Т4 доминантно се дугује низу стимулативних мера које су централне власти Кине спроводиле од септембра ради подстицања економске активности и поверења потрошача. Притом, извоз робе из Кине је у Т4 забележио двоцифрену стопу раста, јер су компаније убрзале испоруке робе пре могућег повећања царина од стране нове администрације у САД. На нивоу 2024, национални статистички биро је изнео процену раста БДП-а Кине од 5,0%, а ММФ од 4,8%. За 2025. и 2026. ММФ је пројектовао привредни раст Кине од 4,6% и 4,5%, респективно, што је корекција навише за 0,1 п.п. и 0,4 п.п. у односу на октобар.

Инфлација

Иако се у неким земљама инфлација показала постојанијом од првобитних очекивања, **глобална инфлација** је наставила да се креће силазном путањом, чему су, према оцени Светске банке у јануару, допринеле ниже светске цене примарних производа и ефекти претходног затезања монетарних услова. Као резултат тога, крајем 2024. укупна инфлација је у 60% светских економија била на циљаном нивоу или испод њега, док се у осталим економијама нашла незнатно изнад циља. Нижој инфлацији, према оцени ММФ-а у јануару, требало би да допринесу и успоравање раста номиналних плата и нормализација услова на тржиштима рада. Цене робе у оквиру базне инфлације приближиле су се свом претпандемијском тренду, док су цене услуга остале повишене у многим земљама, пре свега у САД и зони евра. **ММФ је у јануарском извештају WEO пројектовао успоравање глобалне инфлације с просечног годишњег нивоа од 5,7% у 2024. на 4,2% у 2025. и додатно на 3,5% у 2026. години**, уз оцену да ће се просечна инфлација у развијеним земљама раније вратити на циљани ниво него у земљама у успону и развоју.

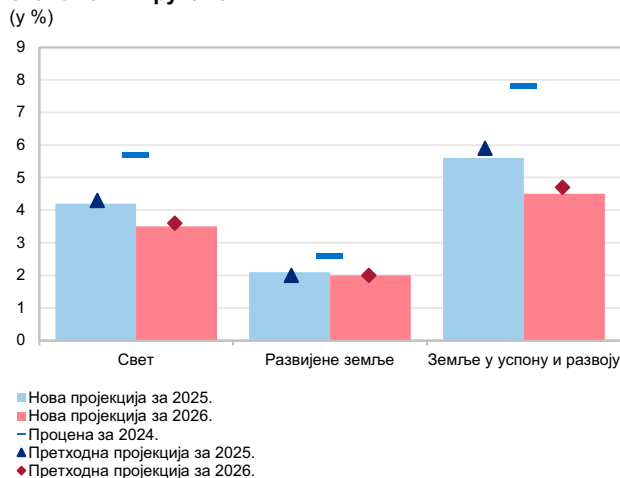
После успоравања током Т3, **мг. инфлација у зони евра** је током Т4 убрзала, достигавши 2,4% у децембру, пре свега због виших цена прерађене хране и деловања базног ефекта код цена енергената, које су у децембру, први пут од јула, благо мг. порасле. Цене индустријских производа (без хране и енергије) и цене услуга задржале су сличан темпо мг. раста у Т4, тако да је **мг. базна инфлација у зони евра** остала на нивоу из септембра од 2,7%. Мера као промена хармонизованог ИПЦ-а, мг. инфлација у **Немачкој** порасла је на 2,8% у децембру, под утицајем виших

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



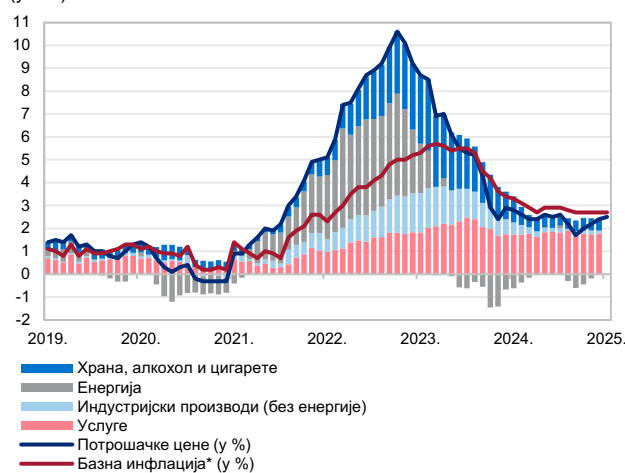
Извор: Светска банка *Global Economic Prospects* (јануар 2025).

Графикон V.0.8. Пројекција укупне инфлације по економским групама (у %)



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

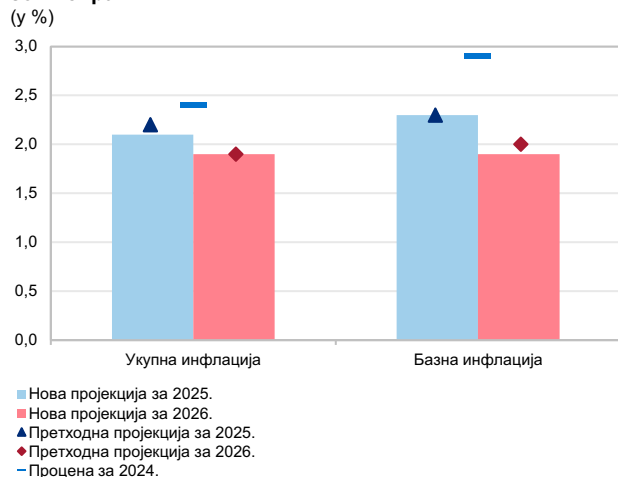
Графикон V.0.9. Допринос компонента хармонизованог ИПЦ-а мг. инфлацији у зони евра (у п.п.)



Извор: Eurostat и прерачун НБС.

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

Графикон V.0.10. Пројекције укупне и базне инфлације у зони евра

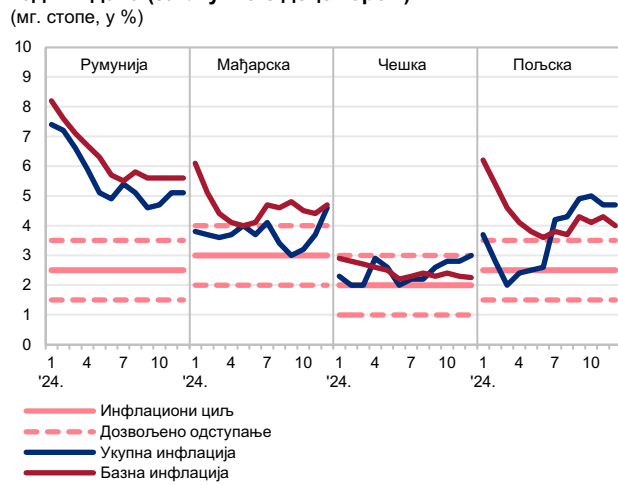


Извор: ЕЦБ (септембар и децембар 2024).

цена услуга и хране, као и споријег пада цена енергије, док је у **Италији** повећана на 1,4% у децембру због виших регулисаних цена енергије. Према прелиминарним подацима Eurostat-а, мг. инфлација је у јануару износила 2,5% у зони евра, 2,8% у Немачкој и 1,7% у Италији.

После привременог раста крајем 2024, првенствено услед деловања базног ефекта код цена енергије, требало би да се укупна инфлација у наредном периоду врати на опадајућу путању и од Т2 2025. настави кретање око циљаног нивоа од 2,0%. Имајући то у виду, **ЕЦБ је у децембру благо ревидирала наниже септембарску пројекцију просечне годишње инфлације у 2024. и 2025, за по 0,1 п.п., на нивое од 2,4% и 2,1%, респективно, док је пројекција за 2026. непромењена, на нивоу од 1,9%.** По основу ишчезавања негативних ефеката прошлих шокова у ценама енергије и претходног монетарног затезања, као и ублажавања притисака с тржишта рада, ЕЦБ процењује да ће базна инфлација у зони евра успорити почетком 2025, пре свега због споријег раста цена услуга. ЕЦБ у децембру није мењала пројекцију просечне годишње базне инфлације у зони евра за 2024. и 2025. у односу на нивое из септембра од 2,9% и 2,3%, респективно, док је пројекција за 2026. годину благо снижена – за 0,1 п.п., на ниво од 1,9%. ЕЦБ је оценила да кључни ризик по раст инфлације потиче од раста плата и вишег од очекиваног профита, а у мањој мери и од појачаних геополитичких тензија и климатских промена, које би довеле до поскупљења енергената и хране. Главни ризик наниже потиче од слабијег од очекиваног опоравка потрошње и инвестиција по неколико основа (слабог поверења потрошача, ефеката ранијег монетарног заоштравања и погоршања глобалних услова), при чему је даља трговинска фрагментација додатни извор неизвесности у пројекцији инфлације.

Графикон V.0.11. Кретање мг. инфлације за изабране земље средње и југоисточне Европе у претходној години дана (закључно с децембром)



Извор: централне банке изабраних земаља.

Табела V.0.3. Пројекције инфлације по земљама региона средње и југоисточне Европе

Земља	Јан. 2025.			Окт. 2024.		
	2024.	2025.	2026.	2024.	2025.	2026.
Пољска	3,6	4,3	3,2	3,7	4,5	-
Чешка	2,4	2,3	2,1	2,4	2,1	-
Мађарска	3,7	3,8	3,3	3,8	3,7	-
Румунија	5,6	4,4	3,5	5,4	4,1	-
Словачка	2,8	4,4	3,5	2,8	3,9	-
Словенија	2,0	2,2	2,1	2,3	2,3	-
Хрватска	3,0	3,0	2,4	3,2	2,7	-
Бугарска	2,4	2,5	2,4	2,6	2,6	-
Албанија	2,2	2,6	2,6	2,3	2,5	-
Босна и Херцеговина	1,8	2,0	1,9	2,0	2,0	-
Северна Македонија	3,9	3,2	2,4	3,5	2,7	-
Црна Гора	3,3	3,5	3,0	4,7	3,3	-

Извор: Consensus Economics.

У већини земаља региона средње и југоисточне Европе током Т4 инфлација је порасла на мг. нивоу, пре свега у **Румунији**, где је достигла 5,1% у децембру, вођена растом цена непрехрамбених производа. Мг. инфлација у **Мађарској** порасла је на 4,6% у децембру, нашавши се изван горње границе циља, под утицајем виших цена хране и нафтних деривата, код којих се испољио и базни ефекат. Мг. инфлација у **Чешкој** у децембру се нашла на горњој граници циљаног распона од 3,0%, доминантно због виших регулисаних цена комуналних услуга и енергената. У **Пољској** је мг. инфлација благо успорила на 4,7% у децембру, захваљујући нешто споријем мг. расту цена хране и безалкохолних пића.

Међутим, водећи аналитичари *Consensus Economics*-а у јануару су проценили да ће м.г. инфлација у Пољској убрзати почетком 2025, након укидања ограничења на цене појединих енергената.

У јануару је *Consensus Economics* проценио просечну годишњу инфлацију у 2024. од 4,3% у групи земаља југоисточне Европе (исто као у октобру) и 3,2% у групи земаља средње Европе (за 0,1 п.п. ниже него у октобру). У 2025. пројектована је инфлација од 3,6% у групи земаља југоисточне Европе (за 0,2 п.п. више него у октобру) и 3,7% у групи земаља средње Европе (исто као у октобру). У 2026. прогнозирана је инфлација по групама земаља од 3,0% и 2,9%, респективно.

У земљама региона **Западног Балкана** инфлација се током Т4 кретала улазном путањом и у децембру је достигла 4,4% у Северној Македонији, у Босни и Херцеговини 2,2%, и по 2,1% у Црној Гори и Албанији.

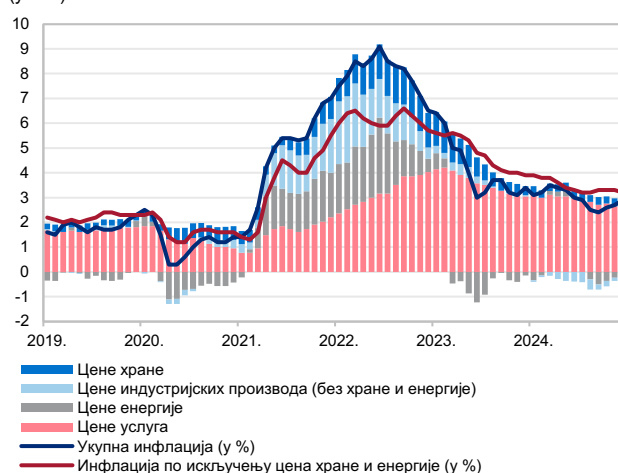
Укупна инфлација у САД (мерена променом ИПЦ-а) убрзала је током Т4 и у децембру је достигла 2,9% м.г., под утицајем базног ефекта код цена енергије и виших цена хране на домаћем тржишту. Током Т4 цене индустријских производа (без хране и енергије), посебно цене нових возила, успориле су м.г. пад, док су цене услуга (становања, здравства и образовања) успориле м.г. раст, тако да је базна инфлација од 3,2% м.г. у децембру била благо нижа него у септембру. Сличну м.г. динамику као ИПЦ током Т4 бележили су и индекси издатака за личну потрошњу (укупно и по искључењу хране и енергије), који су у децембру остварили м.г. раст од 2,64% и 2,8%, респективно. С обзиром на динамику ових показатеља инфлације, ФЕД је у децембру подигао септембарску пројекцију њиховог раста – респективно на нивое од 2,4% и 2,8% у 2024, по 2,5% у 2025, и потом стабилизацију на око 2% до краја 2026. године. ФЕД је ризике децембарске пројекције инфлације оценио асиметричним навише, првенствено због споријег опадања базне инфлације у 2024. него што је првобитно очекивано.

Монетарна политика

Претходних месеци већина централних банака развијених земаља наставила је да ублажава монетарну политику, док су централне банке земаља у успону имале опрезан приступ и своје каматне стопе углавном нису мењале.

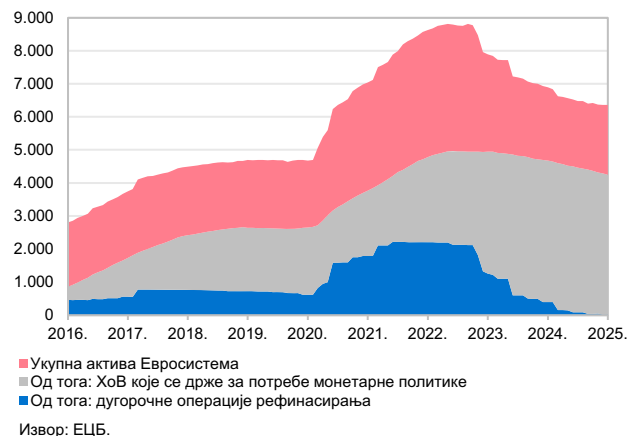
Као што се и очекивало, **ЕЦБ** је у децембру и јануару смањила своје основне каматне стопе за по 25 б.п.,

Графикон V.0.12. Допринос компонената ИПЦ-а м.г. инфлацији у САД (у п.п.)

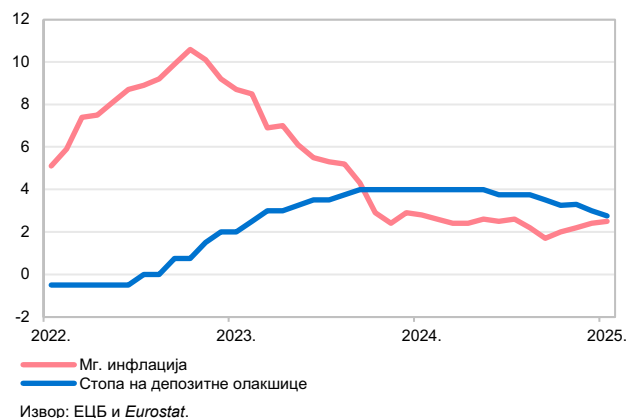


Извор: U.S. Bureau of Labor Statistics и прерачун НБС.

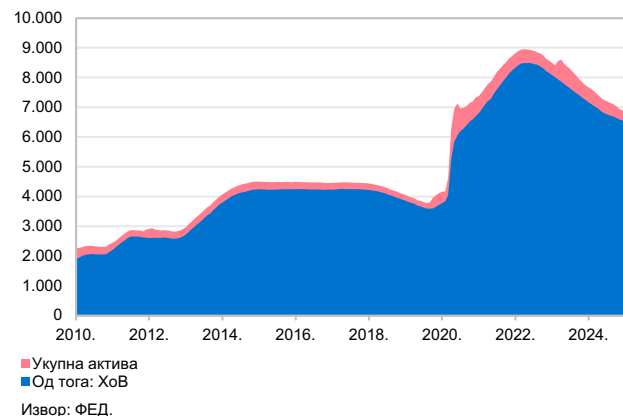
Графикон V.0.13. Консолидовани биланс Евросистема (стање крајем месеца, у млрд EUR)



Графикон V.0.14. Стопа на депозитне олакшице и инфлација у зони евра (у %)



Графикон V.0.15. Укупна актива ФЕД-а (месечни просек, у млрд USD)



тако да каматне стопе на депозитне олакшице износе 2,75%, на главне операције рефинансирања 2,90% и на кредитне олакшице 3,15%. Такође, ЕЦБ је наставила процес нормализације свог биланса. У децембру 2024. обављена је последња отплата циљаних дугорочних операција рефинансирања и обустављена су реинвестирања главнице. Одлучујући да настави са смањењем својих каматних стопа, ЕЦБ је истакла да се процес дезинфлације налази на добром путу. Оценила је да су стопе инфлације нешто више од циља последица пре свега базног ефекта код цена енергената, као и чињенице да се зараде и цене у одређеним секторима, пре свега сектору услуга, са закашњењем прилагођавају расту инфлације у претходном периоду. Према пројекцији ЕЦБ-а из децембра, очекује се да ће инфлација бити у циљу од Т2 2025. године, али да ће привредни раст вероватно бити спорији него што се очекивало три месеца раније, уз ризике који су и даље асиметрични наниже. Услови финансирања су повољнији због недавних смањења каматних стопа ЕЦБ-а, али су и даље рестриктивни. Током хоризонта пројекције ефекти рестриктивне монетарне политике требало би постепено да слабе и да повећање домаће тражње подржи и монетарна политика, која би постепено постала експанзивна. ЕЦБ је истакла да ће и у наредном периоду одлуке о монетарној политици доносити од састанка до састанка, на основу података који буду пристизали. Очекује се да би смањење инфлације и постизање циља за инфлацију требало да омогући ЕЦБ-у да током 2025. године смањи референтну каматну стопу још два до три пута. Због спорог привредног раста и очекивања да је инфлација у великој мери савладана, ново смањење каматних стопа ЕЦБ-а тржишни учесници очекују већ у марту.

Циклус ублажавања монетарне политике наставио је у децембру и **ФЕД**, смањујући распон референтне каматне стопе за 25 б.п., на 4,25–4,50%. То је било треће узастопно смањење распона референтне стопе, тако да укупно смањење у 2024. години износи 100 б.п. Међутим, готово сви званичници ФЕД-а оценили су у децембру да су ризици у погледу раста инфлације повећани – и због стопа инфлације, које су крајем 2024. године биле више него што се очекивало, и због најављених промена у фискалној и спољнотрговинској политици САД. Повећани ризик за раст инфлације налаже већу опрезност у вођењу монетарне политике, тако да је ФЕД пројектовао у децембру само два смањења референтне стопе у 2025. (од укупно 50 б.п.), што је двоструко мање него у септембарској пројекцији. На састанку у јануару ФЕД није мењао висину распона референтне каматне стопе, оцењујући да је потребна опрезност док се не

види какве ће мере донети нова администрација и какве ефекте би оне могле да имају на инфлацију, запошљавање и економску активност.

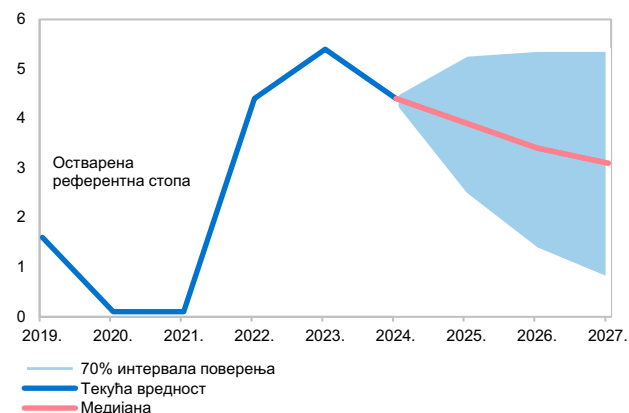
Централна банка Швајцарске, као прва од водећих централних банака која је започела циклус смањења референтне каматне стопе у марту 2024, наставила је са смањењем од 50 б.п. у децембру, на 0,5%, што је изненадило тржишне учеснике, који су очекивали мање смањење. Одлуку о четвртом узастопном смањењу референтне стопе ова банка је донела у условима пада инфлације на испод 1% крајем прошле године (под утицајем нижих трошкова у сектору услуга, нафте и хране), као и пројекција да ће инфлација ове године додатно успорити и у просеку износити 0,3%.

Након што је у марту 2024. изашла из негативне зоне, референтна стопа **Банке Јапана** још једном је повећана у јулу, а затим поново у јануару ове године, за 0,25 б.п., на 0,5%, што је њен највиши ниво у последњих 17 година. Заоштравање монетарне политике у Јапану мотивисано је растом инфлације на 3,6% м.г. у децембру, која је у великој мери подстакнута растом зарада.

Банка Енглеске је на децембарском састанку задржала висину референтне каматне стопе непромењеном (4,75%). Тржишни учесници су очекивали такву одлуку, имајући у виду раст инфлације, зарада и појединих показатеља инфлационих очекивања.

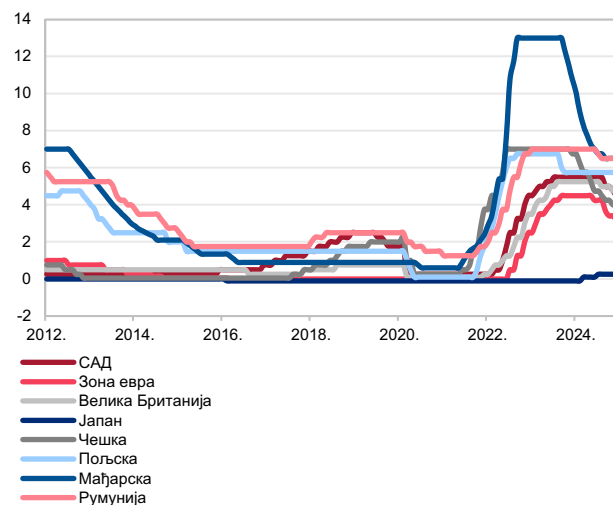
Централне банке **региона средње и југоисточне Европе** које су у режиму циљања инфлације у децембру нису мењале референтну каматну стопу. Пауза у смањењу референтне каматне стопе **централне банке Чешке** била је у складу са очекивањима тржишта, с обзиром на то да јој је претходило осам узастопних смањења референтне стопе. Такође, **централна банка Пољске** у децембру и јануару није мењала висину референтне стопе, која износи 5,75% од октобра 2023. године. Такве одлуке је сигнализирало гувернер, који је истакао да није вероватно да ће се референтна стопа смањити до краја 2025. године због перзистентних ризика да ће се инфлација повећати и због јачања долара. У децембру ни **централна банка Мађарске** није мењала висину референтне каматне стопе (6,5%), трећи месец заредом, након серије смањења. Истакнуто је да је то ниво референтне каматне стопе који је одговарајући за успоравање инфлације и истовремено спречавање даљег притиска на привредни раст. Референтну каматну стопу је

Графикон V.0.16. Неизвесност и ризици пројекције референтне каматне стопе ФЕД-а (у %)



Извор: ФЕД *Summary of Economic Projections* (децембар 2024).

Графикон V.0.17. Кретање референтних стопа по земљама (на годишњем нивоу, у %)



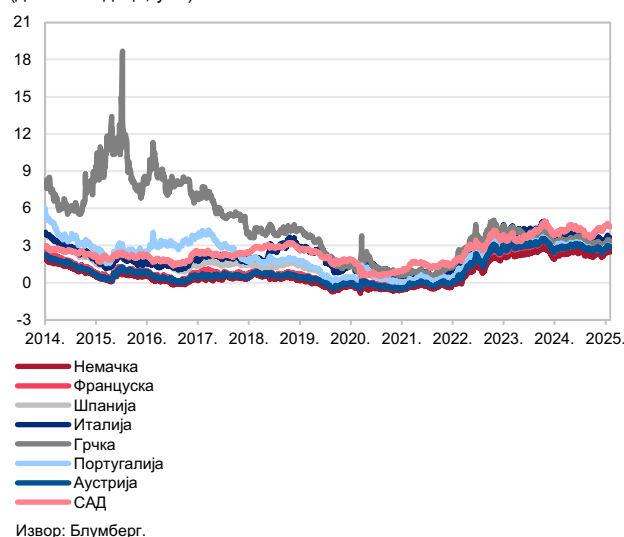
Извор: централне банке изабраних земаља.

задржала 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 већи раст инфлације него што се очекивало у последњем тромесечју 2024. године, пре свега због раста цена нафте услед знатне апрецијације долара.

Централна банка Турске је смањила референтну каматну стопу у децембру и јануару за по 250 б.п., на 45,0%, уз оцену да се дезинфлација наставља захваљујући умеренијој инфлацији у сектору услуга.

Централна банка Русије није мењала висину референтне каматне стопе од 21% у децембру, иако је тржиште очекивало повећање од 200 б.п., на 23%, због убрзања инфлације на 9,5% у децембру.

Графикон V.0.18. Принос на десетогодишње обвезнице земаља зоне евра (дневни подаци, у %)

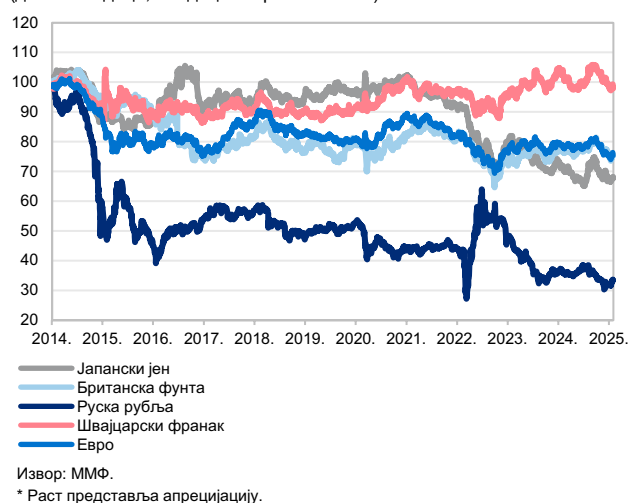


Финансијска и робна тржишта

Приноси на десетогодишње државне ХоВ развијених европских земаља благо су порасли током Т4, у просеку за 16 б.п., у складу с настављеном опрезношћу ЕЦБ-а у погледу попуштања монетарних услова, док су **приноси на десетогодишње државне ХоВ САД** повећани у већој мери, за 78 б.п., на шта се одражава очекивано спорије ублажавање монетарне политике ФЕД-а у наредном периоду, нарочито у светлу новообјављених података о снажној економској активности.

Услед очекивања да ће ФЕД смањивати каматне стопе споријим темпом него остале централне банке у наредном периоду, током Т4 **евро и већина водећих валута ослабили су према долару** на међународном финансијском тржишту.

Графикон V.0.19. Кретање курсева одређених националних валута према долару* (дневни подаци, 31. децембар 2013 = 100)



Након раста у октобру под утицајем ескалације геополитичких сукоба, повећане тражње од стране централних банака, као и очекивања о смањењу каматних стопа водећих централних банака, **светска цена злата** кретала се доминантно силазном путањом до краја 2024, на шта су се одразили јачање америчког долара, раст стопе приноса на државне обвезнице САД и смањене тензије на Блиском истоку. У јануару се цена злата кретала узлазном путањом услед раста тражње, при чему је крајем месеца достигла ниво од око 2.808 долара по унци, што је уједно и њен највиши ниво од када постоје упоредиви подаци.

Слаба глобална тражња, пре свега у Кини, која је највећи светски увозник нафте, као и повећана понуда земаља које нису чланице *OPEC+* одразили су се на

пад светске цене нафте типа брент у Т4, која је у просеку износила око 75 долара по барелу, што је за 7,0% ниже у односу на Т3. Насупрот томе, у јануару је цена нафте повећана на око 79 долара по барелу, у просеку, под утицајем смањених залиха у САД и новог пакета санкција САД усмереног ка енергетском сектору Русије и Ирана. Према оценама релевантних институција, понуда нафте ће у наредном периоду премаштити тражњу, због чега Америчка енергетска информативна агенција (*EIA*) очекује пад цене нафте на око 72 и 63 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 73 долара по барелу, након чега ће се кретати на сличном нивоу током 2026. Према нашој пројекцији, која је заснована на тржишним фјучерсима, цена нафте ће се кретати силазном путањом у наредном периоду, тако да на крају 2025. и 2026. износи око 73 и 70 долара по барелу, респективно.

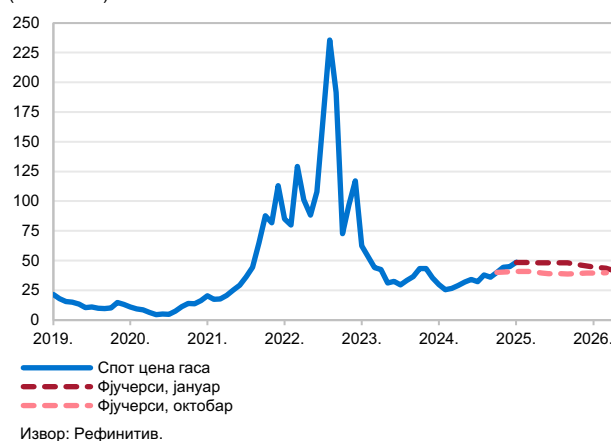
Реперна цена природног гаса за Европу на холандском чворишту TTF, сезонски уобичајено, повећана је током Т4 и у просеку је износила око 43 евра по мегават-сату (еквивалентно цени од око 475 долара за хиљаду кубних метара),¹⁴ што је за 20,9% више него у Т3. Раст цене природног гаса настављен је и у јануару, када је она у просеку износила око 49 евра по мегават-сату. На вишу цену природног гаса одразили су се повећана тражња због почетка грејне сезоне и повећана неизвесност око снабдевања у наредном периоду, пошто споразум о транзиту руског гаса кроз Украјину, који је истекао на крају 2024, није продужен. На основу тржишних фјучерса очекујемо благи пад цене природног гаса у наредном периоду, тако да крајем године она износи око 45 евра по мегават-сату. *Consensus Economics* такође очекује пад цене природног гаса, тако да крајем 2025. износи 40 евра по мегават-сату.

Реперна цена електричне енергије за Европу (на немачкој берзи) пратила је динамику цене природног гаса и у Т4 је у просеку износила око 110 евра по мегават-сату, што је за 43,3% више него у Т3, док је у јануару додатно повећана, на око 130 евра по мегават-сату, што је уједно и највиши ниво у претходне две године. На раст цене електричне енергије утицали су повећана тражња због ниских температура, смањена производња из обновљивих извора и виша цена

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

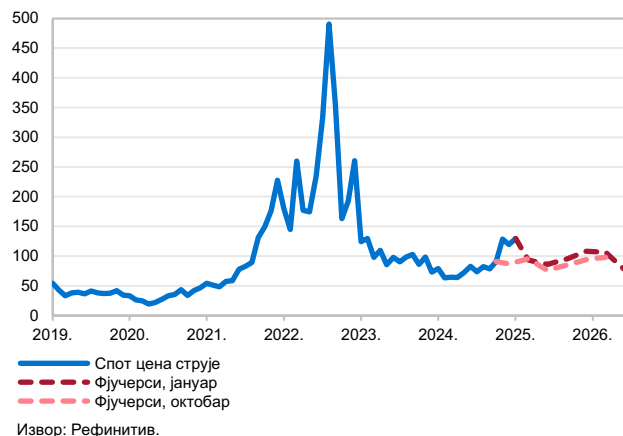


Графикон V.0.21. Европска цена природног гаса (EUR/MWh)



¹⁴ 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 MWh = 1.000 m³).

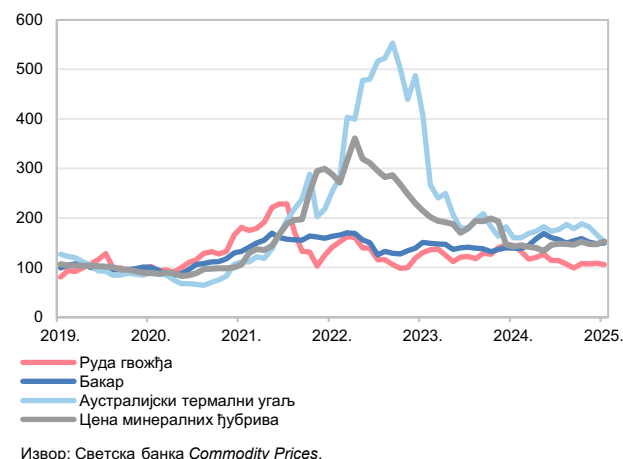
Графикон V.0.22. Европска цена струје (EUR/MWh)



природног гаса. Цена електричне енергије на мађарској берзи у Т4 у просеку је износила око 140 евра по мегават-сату, што је за 9,3% више него у Т3, док је у јануару умерено повећана, на око 151 евра по мегават-сату. Према тржишним фјучерсима, цена електричне енергије кретаће се силазном путањом у наредном периоду, тако да ће крајем јуна износити око 86 евра по мегават-сату, након чега ће се сезонски уобичајено повећати на око 108 евра по мегават-сату крајем децембра.

Након раста у октобру, због повећане тражње електрана и више цене гаса, **цена термалног угља** кретала се силазном путањом у наставку тромесеца, под утицајем снажне понуде из Кине, па је у децембру у просеку износила око 130 долара по тони, што је за 6,7% ниже него у септембру, док је м.г. посматрано нижа за 8,5%. Под утицајем истог фактора, цена термалног угља наставила је да се смањује и у јануару, при чему *Consensus Economics* очекује да ће она наставити да се креће силазном путањом, тако да крајем 2025. и 2026. износи око 123 и 106 долара по тони, респективно. Пад цене угља у наредном периоду очекују и аналитичари Светске банке, тако да би она у 2025. и 2026. у просеку требало да износи око 120 и 105 долара по тони, респективно.

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



Светске цене минералних ђубрива кретале су се стабилно током Т4, при чему су у просеку биле више за 1,0% у односу на Т3, док су м.г. посматрано ниже за 17,2%. Цене минералних ђубрива на светском тржишту у јануару су повећане за 3,9%, у просеку, на шта се у највећој мери одразио раст цене урее (8,1%). На раст цена минералних ђубрива утицале су више цене инпута, пре свега природног гаса, док су стабилне залихе вршиле притисак наниже.

Светске цене већине метала и минерала кретале су се узлазном путањом у октобру, доминантно под утицајем смањења каматних стопа ФЕД-а и најављеног фискалног подстицаја у Кини, док су у новембру и децембру смањене, првенствено због јачања америчког долара. У јануару су цене метала забележиле дивергентна кретања – повећане су цене калаја, алуминијума и бабра, док су цене цинка, олова и руде гвожђа смањене. *Consensus Economics* очекује умерени раст цена метала до краја ове године, при чему ће индекс светских цена основних метала¹⁵ на крају децембра бити виши за 5,6% него на крају 2024.

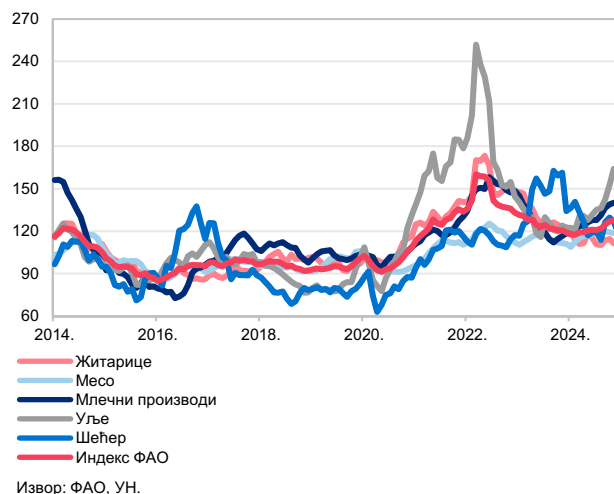
¹⁵ Овај индекс је израчунао *The Economist*, а учешћа појединачних метала добијена су на бази њиховог учешћа у светској трговини металима: алуминијум (47%), бакар (32%), никл (8%), цинк (7%), олово и калај (по 3%).

године, док ће током 2026. остати на готово непромењеном нивоу.

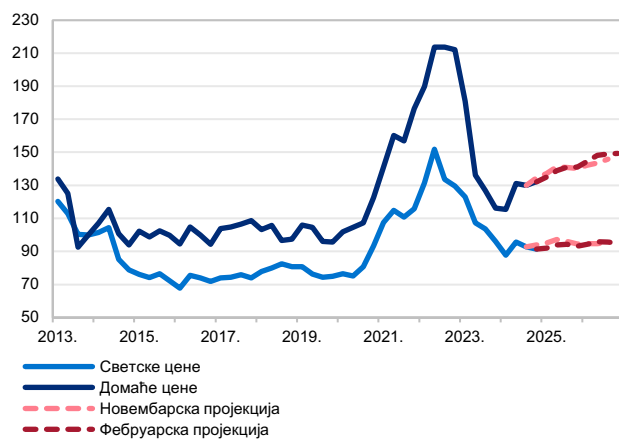
Светске цене хране, мерене индексом ФАО, наставиле су да се крећу узлазном путањом током Т4 и у децембру су биле више за 2,0% него у септембру, док су мг. посматрано више за 6,7%. Раст у односу на Т3 доминантно је вођен вишим ценама биљних уља (13,9%) услед смањења залиха на глобалном нивоу и повећане тражње, док су у мањој мери повећане цене млечних производа (1,9%). Насупрот томе, током Т4 смањене су цене шећера (5,5%), житарица (1,9%) и меса (0,4%). У јануару су светске цене хране у односу на децембар снижене за 1,6% као резултат нижих цена шећера, биљних уља и меса, док је у супротном смеру деловао раст цена млечних производа и житарица. Поред тога, у Т4 су **светске цене какаоа и кафе достигле рекордно високе нивое**, под утицајем суше у Бразилу и западној Африци, што се може одразити на раст цена кафе и кондиторских производа на домаћем тржишту у наредном периоду. Цена какаоа је крајем децембра износила око 11.000 долара по тони, што је готово двоструко више него на крају септембра, док је композитни индекс кафе, који објављује Светска организација кафе, крајем децембра био за 10,5% виши него крајем септембра. Крајем јануара је цена какаоа остала на готово непромењеном нивоу у односу на крај децембра, док је композитни индекс кафе у истом периоду повећан за 14,6%.

Након што су у октобру умерено повећане због неповољних временских прилика и заштравања геополитичке ситуације, **светске цене примарних пољопривредних производа (пшенице, кукуруза и соје)** кретале су се силазном путањом у новембру и децембру, под утицајем повољних временских услова и прогноза новог рода у Бразилу и Аргентини. Недостатак падавина у Јужној Америци и смањене процене производње у новој сезони у црноморској регији утицале су на раст цена примарних пољопривредних производа у јануару. Према нашој пројекцији, која је заснована на тржишним фјучерсима, цене примарних пољопривредних производа наставиће да се крећу узлазном путањом у наредном периоду, тако да би крајем 2025. требало да буду за 1,9% више у односу на крај 2024, док би крајем 2026. требало да за 2,1% буду више него крајем 2025. године.

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



Графикон V.0.25. 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.

Интерне претпоставке

Када су у питању примарни пољопривредни производи, наше претпоставке из претходног Извештаја о инфлацији нису се знатније промениле. Процењујемо да ће се у складу са очекиваним благим растом тих цена на светском тржишту у наредне две године кретати и **цене примарних пољопривредних производа на домаћем 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 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 око 5% ове и наредне године, чему највећи допринос треба да пружи раст цена цигарета (у складу са акцизним календаром у фебруару и јулу) 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 (13,8% 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 6%, а у наредној години око 3%. Пројектован 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 инфлаторне притиске.

Подршку расту потрошачке тражње пружиће и дознаке из иностранства, чији прилив пројектујемо на

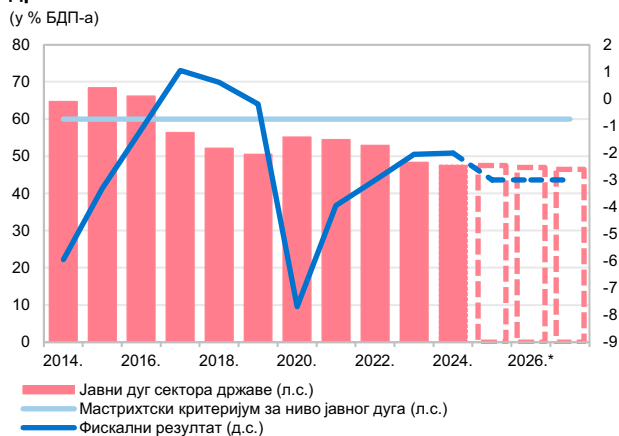
вишем нивоу (око 5 млрд евра нето) него прошле године (4,5 млрд евра нето). У правцу већег расположивог дохотка за потрошњу већ се одражавају попуштање кредитних стандарда и повољнији услови финансирања. Наставак раста кредитне активности очекујемо и у наредном периоду.

Када је реч о фискалној политици, на **нивоу сектора државе**, у 2024. години забележен је фискални дефицит од 191,9 млрд динара (2,0% БДП-а), што је знатно нижи дефицит од планираног ребалансом буџета (263 млрд динара, односно 2,7% БДП-а), док је дефицит примарног биланса износио 23,7 млрд динара (0,2% БДП-а). На то су се одразили пре свега мањи издаци за текућу потрошњу државе од пројектованих (издаци за робу и услуге), а делом и већи порески приходи од планираних услед боље наплате акциза и пореза на добит.

Капитални расходи планирани ребалансом буџета за 2024, усклађеним са средњорочним фискалним оквиром, у потпуности су реализовани, у износу од 704,6 млрд динара (7,3% БДП-а), што представља повећање од 136,0 млрд динара у односу на 2023. Преостало повећање **јавних расхода** у оквиру ребаланса буџета односило се на повећање зарада, пензија, субвенције (првенствено за пољопривреду, као и за модернизацију енергетског сектора), али и за социјалну заштиту и сектор здравства. Фискални простор за планирано повећање јавних расхода у 2024. години ребалансом буџета био је у великој мери обезбеђен успешнијом реализацијом **јавних прихода** од очекиване у току године, пре свега категорија ПДВ-а, социјалних доприноса и пореза на доходак и добит, што је резултат настављеног раста приватне потрошње, али и веће профитабилности привреде у 2023. години.

Ревидираном *Фискалном стратегијом за 2025. са пројекцијама за 2026. и 2027. годину* дефинисан је **средњорочни фискални оквир**, којим је предвиђено интензивирање државних инвестиција у саставу програма „Експо 2027”, по ком основу ће фискална политика имати благо експанзиван карактер. Међутим, планирано благо повећање учешћа фискалног дефицита у БДП-у на 3,0% у наредне три године, према нашој оцени, неће нарушити опадајућу путању учешћа јавног дуга у БДП-у. Учешће јавног дуга сектора државе у БДП-у износило је 47,6% на крају 2024, што представља смањење од 0,8 п.п. у односу на крај 2023, а очекује се његово даље смањење на 46,5% до краја 2027. године.

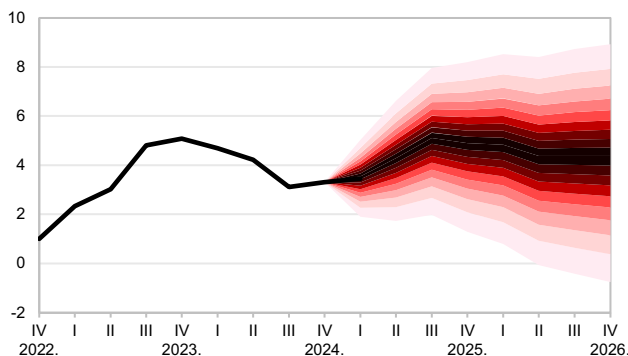
Графикон V.0.26. **Фискални резултат и јавни дуг сектора државе**



Извор: Министарство финансија.

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

Графикон V.0.27. Пројекција раста БДП-а (мг. стопе, у %)

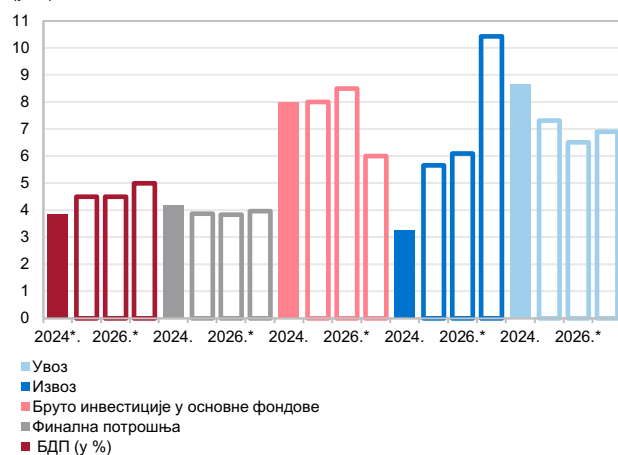


Извор: НБС.

Пројекција БДП-а

Према нашој фебруарској пројекцији, очекујемо убрзање раста реалног БДП-а Србије у овој години на **4,5%**. Остварење пројекције у 2025. биће подржано ефектом пренетих тенденција из 2024. године (*carry-over*), за који процењујемо да износи око 1 п.п. или благо више. Раст економске активности у 2026. и 2027. години 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. Раст економске активности у текућој и наредним годинама водиће домаћа тражња, у оквиру које ће највећи позитиван допринос обезбедити приватна потрошња захваљујући наставку раста запослености и зарада и повољнијим монетарним условима. Следе их инвестиције у основне фондове, од којих се очекује значајна подршка расту БДП-а услед очуваног инвестиционог поверења, које је додатно потврђено добијањем инвестиционог кредитног рејтинга. Расту укупних инвестиција доприносиће и реализација инвестиција планираних програмом „Експо 2027” и осталих инфраструктурних пројеката. Даљи раст инвестиција, које би у наредне две године требало да престигну ниво од 25% БДП-а, биће подржан и смањеним глобалним инфлаторним притисцима и повољнијим условима финансирања, као и високом профитабилношћу привреде из претходних година и приливима по основу СДИ. 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, а посебно туристичких и пословних услуга услед одржавања изложбе „Експо 2027”.

Графикон V.0.28. Реални раст БДП-а и компонента, расходна страна (у %)



Извор: РЗС и НБС.

* Процена и пројекције НБС.

Графикон V.0.29. Доприноси реалном расту БДП-а (у п.п.)



Извор: РЗС и НБС.

* Процена НБС.

Посматрано по појединачним категоријама, **приватна потрошња**, која има и највеће учешће у структури БДП-а, према фебруарској пројекцији, требало би да обезбеди и највећи позитиван допринос расту економске активности у 2025. години, од 2,6 п.п., док би њен допринос у наредне две године у просеку износио 2,7 п.п. Очекивани раст потрошње домаћинства биће подржан даљим растом плата и запослености, као и пензија, у складу с фискалним

правилима. Важно је истаћи да ће очекивани раст зарада у средњем року бити највећим делом резултат повећане продуктивности рада, тако да по овом основу не очекујемо знатније инфлаторне притиске. С тим у вези и пројектована стопа раста приватне потрошње у 2025, као и у наредним годинама, требало би да се креће испод пројектованог раста укупног БДП-а, што доприноси и средњорочној ценовној стабилности. Такође, реални расположиви доходак биће подржан и смањењем инфлације и повољнијим условима финансирања услед започетог циклуса ублажавања монетарних политика Народне банке Србије и ЕЦБ-а, као и даљим растом кредитне активности.

Државна потрошња наставиће и, према фебруарској пројекцији, позитивно да доприноси расту БДП-а са 0,5 п.п. у текућој години, док ће њен допринос постепено опадати у наредне две године – на 0,4 п.п. у 2026. односно на 0,3 п.п. у 2027, уважавајући планиране издатке за плате и раст расхода за робу и услуге по основу реализације програма „Експо 2027“.

Даљи раст **приватних инвестиција** очекиван је у текућој и наредне две године, што би у просеку требало да обезбеди 1,7 п.п. расту БДП-а. У прилог томе говоре остварења из претходне године, која су резултат повољних изгледа раста наше економије, као и доказане отпорности наше привреде на негативне екстерне потресе у претходном периоду. Позитивном инвестиционом и пословном сентименту доприносиће и смањени глобални инфлаторни притисци, уз очекивани наставак ублажавања услова финансирања, што би требало позитивно да се одрази и на домаће и на прекограничне (*cross-border*) инвестиционе кредите. 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, које су у претходној години достигле свој нови рекордан износ од преко 5,2 млрд евра и које омогућавају трансфер знања и технологија, чиме доприносе укупној факторској продуктивности, али и укључивању домаћих компанија у глобалне ланце производње.

Паралелно с растом приватних инвестиција, очекује се и даљи раст **државних инвестиција**, чији допринос укупном расту БДП-а у 2025. и наредне две године износи око 0,3 п.п. Томе ће допринети реализација планираних значајних пројеката у саобраћајној инфраструктури и енергетици, који ће бити финансирани средствима државе, а захваљујући

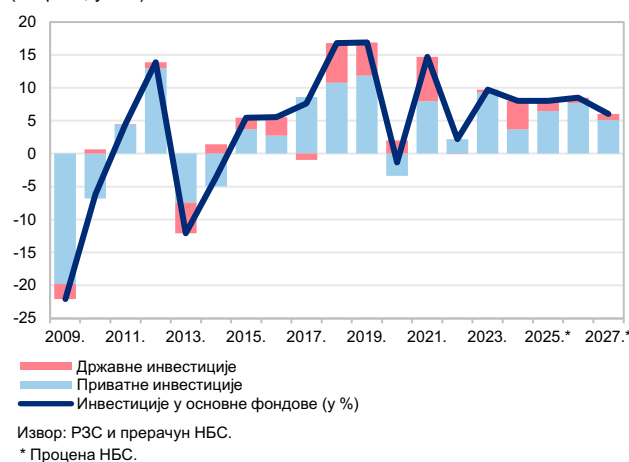
Графикон V.0.30. Стопа раста приватне потрошње и њених извора

(номиналне м.г. стопе, у %)



Графикон V.0.31. Кретање инвестиција у основне фондове

(м.г. раст, у п.п.)



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*.

Фебруарска пројекција претпоставља даље постепено опорављање **залиха** током 2025. и 2026. године, с обзиром на и даље релативно ниску екстерну тражњу, као и то да је њихов део искоришћен током 2023. године за домаћу потрошњу, а делом и за извоз.

Захваљујући очекиваним ефектима инвестиција у извозно оријентисане секторе из претходних година, као и постепеном опоравку екстерне тражње и одржавању изложбе „Експо 2027”, пројектовали смо даљи раст извоза у текућој и наредне две године, при чему би тај раст требало постепено да убрзава до 10% у 2027. Расту укупног извоза наставиће значајну подршку да пружа извоз прерађивачке индустрије, захваљујући повећаним извозним капацитетима, првенствено у ауто-кластеру, као и очекивани опоравак екстерне тражње. Такође, позитивни трендови у размени услуга са иностранством очекујемо да се наставе и у текућој 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).

Ипак, уважавајући потребе планираних инвестиционих активности у наредном периоду, за 2025. и 2026. годину пројектовали смо бржи раст

Табела V.0.4. 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

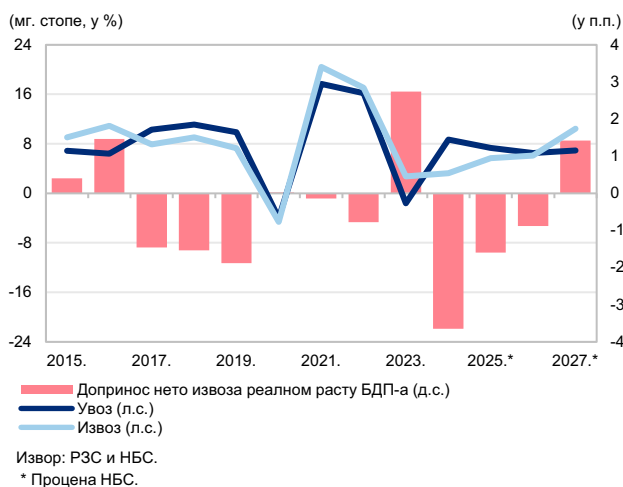
Извор: *Ревидирана Фискална стратегија за 2025. годину са пројекцијама за 2026. и 2027.*

увоза робе и услуга у односу на извоз, и то посебно опреме. Истовремено, очекујемо и даљи раст увоза потрошне робе имајући у виду повећање расположивог дохотка, који доприноси расту приватне потрошње. Све наведено за последицу има очекивани негативан допринос **нето извоза** у текућој и наредној години, али ће се он постепено смањивати са $-1,6$ п.п. у 2025. на $-0,9$ п.п. у 2026, док у 2027. години очекујемо да пређе у позитивну зону ($1,4$ п.п.), чему, између осталог, треба да допринесе и значајан број посетилаца изложбе „Експо 2027”.

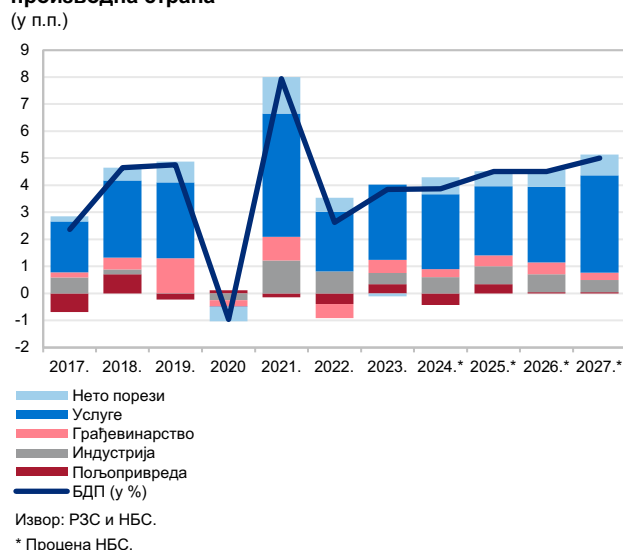
Посматрано с производне стране, фебруарска пројекција претпоставља да ће раст БДП-а у 2025. и надаље водити **услужни сектори** – очекује се да **њихов** допринос расту укупне економске активности расте са $2,6$ п.п. у 2025. на $3,6$ п.п. у 2027. години. Томе ће нарочито допринети раст приватне потрошње, подржан позитивним трендовима на тржишту рада, растом зарада и расположивог дохотка, нарочито у условима успоравања инфлације, и даљим ублажавањем монетарних услова, као и очекивани долазак бројних посетилаца изложбе „Експо 2027”. 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 износи око $0,7$ п.п. годишње.

Пројектован је и раст активности производних сектора, чији збирни допринос расту БДП-а у 2025. години, према фебруарској пројекцији, износи $1,4$ п.п., а затим благо успорава на $0,8$ 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 10.000 произведених возила допринос БДП-у износио око $0,1$ п.п., с тим да ће укупан ефекат зависити од реализованог обима производње. При томе, највећи позитиван ефекат по том основу могао би се очекивати годину дана након започете серијске производње. Готово идентичан допринос требало би да обезбеди **грађевинарство** захваљујући планираној реализацији инфраструктурних пројеката у области саобраћајне, енергетске и комуналне инфраструктуре. Позитиван допринос очекује се и од **рударства** ($0,1$ п.п.), захваљујући већој експлоатацији руде метала (посебно

Графикон V.0.32. Реални раст извоза и увоза



Графикон V.0.33. Доприноси реалном расту БДП-а, производна страна



бакра) и производње у категорији „остало рударство”, која обухвата грађевински материјал. Благи позитиван допринос очекиван је од **енергетике** као резултат планираних структурних реформи, у складу са аранжманом с ММФ-ом, као и почетка рада новог блока у термоелектрани „Костолац”.

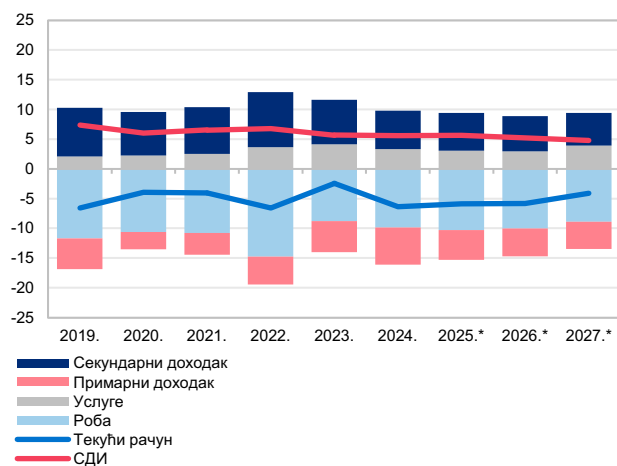
Када је реч о **пољопривреди**, под претпоставком просечне пољопривредне сезоне и очекиваног раста од 8% у 2025, чему доприноси ниска база из претходне године, када је услед суше забележен пад од 8,8%, позитиван допринос пољопривредне производње расту БДП-а у 2025. треба да износи 0,3 п.п. Модернизација 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

Дефицит текућег рачуна платног биланса у 2024. години износио је 6,3% БДП-а и био је близу своје просечне равнотежне стопе и у пуној мери покривен приливима по основу СДИ. Узимајући у обзир очекивани раст увоза робе и услуга (пре свега по основу већег увоза опреме за потребе наставка инвестиционог циклуса, већих издатака државе за реализацију програма „Експо 2027”, као и раста увоза туристичких услуга по основу већег расположивог дохотка становништва), очекујемо да ће **учешће дефицита текућег рачуна у БДП-у** ове и наредне године бити на нивоу од око 6%, а да ће се затим у 2027, под утицајем већег извоза услуга, бити снижено на око 4%.

Бржи реални раст увоза робе и услуга од извоза у текућој и наредној години одразиће се на већи дефицит спољнотрговинске размене него у 2024, али ће то делом бити неутралисано бржим растом извозних цена од увозних. 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. 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 5,5% БДП-а.

Графикон V.0.34. Пројекција текућег рачуна и СДИ (у % БДП-а)



Извор: НБС.

* Пројекција НБС.

Пројекција инфлације

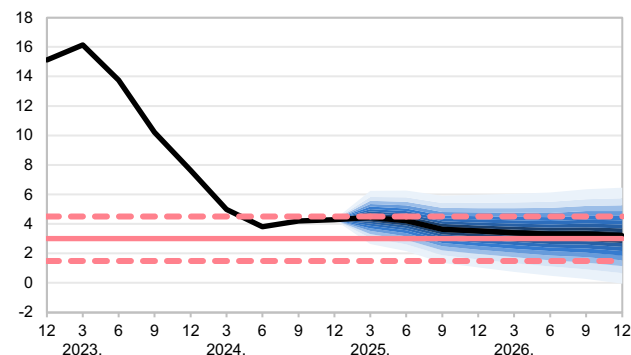
Слично претходној, и према фебруарској централној пројекцији, очекујемо да ће **мг. инфлација наставити да се креће у границама циљаног распона ($3 \pm 1,5\%$) до краја периода пројекције**. Она би почетком ове године требало да се креће око горње границе дозвољеног одступања од циља, а да након тога постепено успори и крајем године се приближи централној вредности циља од 3%, што је ниво око којег ће се кретати и током 2026. На такво кретање инфлације утицаће још увек рестриктивни монетарни услови, долазак нове пољопривредне сезоне, очекиване ниже светске цене енергената и нижа увозна инфлација, уз пројектовано кретање реалних зарада у складу с растом продуктивности.

У поређењу с претходном пројекцијом, нова пројекција инфлације је за ову годину благо виша од новембарске због виших цена нафтних деривата, на шта се, поред претпостављене нешто више светске цене нафте у овој години, одражава јачање долара према еврџу. Нова пројекција инфлације је благо виша делом и због већег раста цена хране крајем 2024. и веће домаће тражње него што смо очекивали у претходној пројекцији.

Према нашој оцени, **карактер монетарне политике Народне банке Србије још увек је рестриктиван**, иако је Народна банка Србија започела ублажавање монетарне политике смањујући своју референтну каматну стопу од јуна прошле године за укупно 75 б.п., на 5,75%, с тим да се степен рестриктивности постепено смањује. На то указује **једнонедељни BELIBOR, који је, реално посматрано, у Т4 наставио да се смањује на 1,1%**. И у већини других централних банака које су започеле смањење својих каматних стопа оцењује се да је монетарна политика још увек рестриктивна и да ће се такав карактер задржати још неко време, посебно имајући у виду да се због раста глобалне неизвесности у наредном периоду очекује нешто спорије ублажавање монетарних политика централних банака него пре три месеца.

Пажљивом калибрацијом мера Извршни одбор Народне банке Србије настојао је пре свега да утиче на **инфлациона очекивања тржишних субјеката**, односно да обезбеди њихово усидравање у границе 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

Графикон V.0.35. Пројекција инфлације (мг. стопе, у %)



Извор: НБС.

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

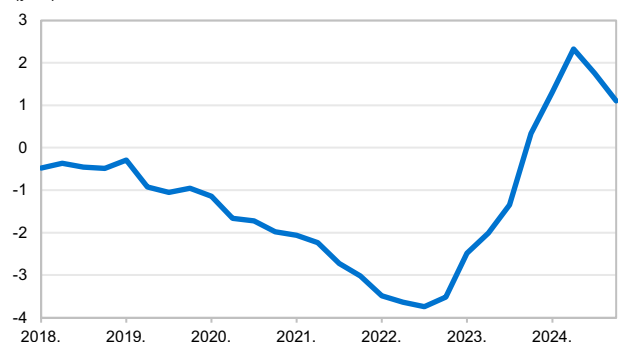
Табела V.0.5. Најважније претпоставке пројекције

Екстерне претпоставке Извештаја о инфлацији	2024.		2025.		2026.	
	Нов.	Феб.	Нов.	Феб.	Нов.	Феб.
Раст БДП-а у зони евра	0,7%	0,7%	1,2%	1,1%	1,5%	1,4%
Инфлација у зони евра (просек)	2,3%	2,4%	1,9%	2,0%	1,9%	1,9%
Тромесечни <i>EURIBOR</i> (децембар)	2,7%	2,8%	1,9%	2,1%	2,0%	2,2%
Цене примарних пољопривредних производа на светском тржишту (Т4 на Т4)*	-2,3%	-4,9%	0,7%	1,9%	1,6%	2,1%
Цена нафте типа брент по барелу (крај године, у USD)	75	74	73	73	71	71
Интерне претпоставке						
Регулисане цене (дец. на дец.)	4,7%	4,2%	5,0%	5,1%	5,0%	5,0%

* Композитни индекс цена соје, пшенице и кукуруза.

Извор: ЕЦБ, *Consensus Economics*, *Euronext*, *СВОТ*, Блумберг и НБС.

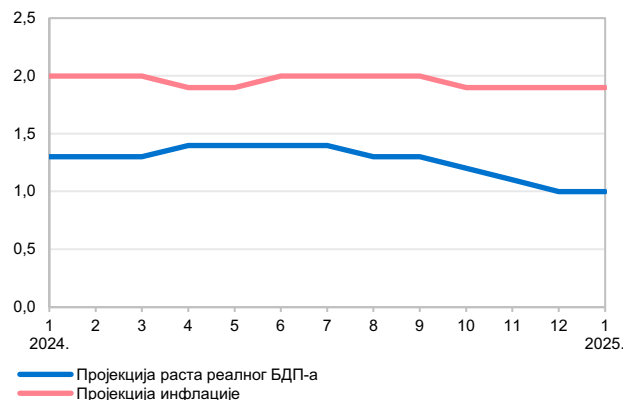
Графикон V.0.36. Реална каматна стопа (у %)



Извор: НБС.

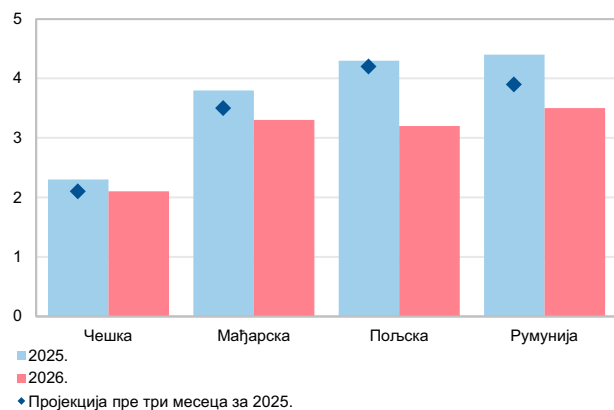
Напомена: Реална каматна стопа је добијена као разлика између једнонедељног *BELIBOR*-а и инфлационих очекивања финансијског сектора за наредну годину дана према анкети агенције Блумберг.

Графикон V.0.37. Развој пројекција БДП-а и инфлације зоне евра за 2025. (у %)



Извор: Consensus Economics.

Графикон V.0.38. Пројекција раста потрошачких цена (мг. стопе, у %)



Извор: Consensus Economics.

Графикон V.0.39. Пројектовано кретање производног јаза* (у % потенцијалног производа)



Извор: РЗС и НБС.

* Производни јаз је процењен на бази БДП-а.

очуваног кредибилитета монетарне политике Народне банке Србије. Са смањењем текуће инфлације, очекује се пад инфлационих очекивања и осталих сектора.

Као и у претходним пројекцијама, изгледи за инфлацију и тражњу у међународном окружењу нису се знатније променили. Једна од кључних претпоставки очекиване опадајуће путање инфлације у Србији и даље је **наставак смањења увозне инфлације**. 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, али се упркос бројним изазовима и расту неизвесности очекује њен постепени раст. У зони евра, нашем најважнијем трговинском партнеру, очекује се да ће постепено убрзање привредног раста бити подстакнуто монетарном политиком ЕЦБ-а, која је и у јануару наставила да смањује своју референтну стопу како би подржала домаћу тражњу и оснажила пословно и потрошачко поверење. Међутим, привредни раст зоне евра у наредном периоду ће ипак бити умерен због бројних изазова којима треба да се прилагоди прерађивачка индустрија, посебно Немачке, која је оптерећена релативно високим ценама енергената у условима високе конкуренције на светском тржишту.

Када је у питању **домаћа тражња**, највише јој доприносе увећана профитабилност привреде, високи приливи по основу СДИ, раст запослености и зарада, раст капиталних издатака државе, по ком основу ће и фискални импулс бити позитиван у наредном периоду. Надаље очекујемо ефекте постепеног ублажавања финансијских услова, који би требало да резултирају даљим убрзањем кредитне активности, док би **раст реалних зарада током хоризонта пројекције требало 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 ће **производни јаз** бити око неутралног нивоа или благо позитиван током целог периода пројекције.

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

Конкретно, слично претходној пројекцији, допринос цена **непрехрамбених производа и услуга**

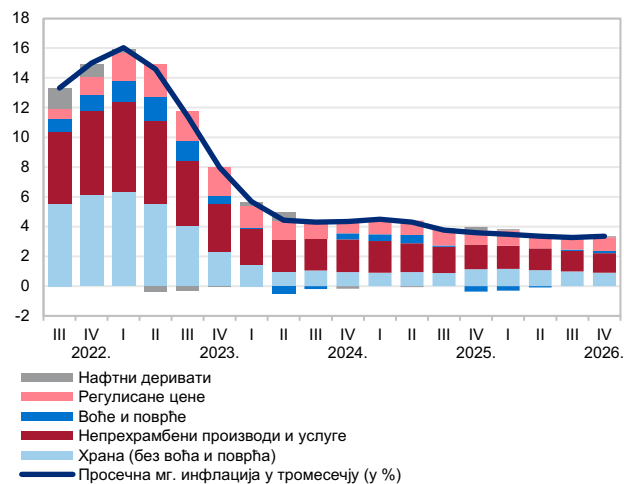
инфлацији требало би да се смањи са 2,2 п.п. у Т4 2024. на 1,3 п.п. у последњем тромесечју пројекције (Т4 2026). Неколико фактора ће деловати на смањење непрехрамбене инфлације у средњем року. Цене ове категорије производа у великој мери зависе од цена бројних увозних производа, пре свега из зоне евра. Као и у претходној пројекцији, увозна инфлација је фактор чије ће дејство током хоризонта пројекције бити дезинфлаторно. Такође, 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 у негативној зони, па по овом основу не очекујемо притиске на непрехрамбену инфлацију. Такође, притисци се не очекују ни по основу трошкова међународног контејнерског транспорта, на шта указују показатељи који га прате.

Пројектовани допринос **цена нафтних деривата** мг. инфлацији у овој години нешто је већи него у нашој претходној пројекцији због виших цена нафтних деривата, које су последица не толико претпостављене више светске цене нафте у овој години, колико јачања америчког долара. Долар је недавно достигао највишу вредност икада забележену, номинално мерено на бази заступљених валута у трговини САД. Ипак, у складу с претпоставком о кретању светске цене нафте, која ће се, према фјучерсима, током хоризонта пројекције постепено смањивати, цене нафтних деривата не би требало да знатније утичу на кретање инфлације. Њихов мг. допринос ни ове године не би требало да пређе 0,2 п.п. у Т1 и Т4, када очекујемо да ће бити највећи. Након тога, очекујемо да ће допринос ове компоненте инфлације бити нула или благо позитиван (0,1 п.п.) до краја периода пројекције.

Када су у питању **цене хране (без воћа и поврћа)**, очекујемо да ће се њихов допринос мг. инфлацији до краја периода пројекције кретати око 1 п.п. 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 до краја периода пројекције. Тај притисак ће се временом смањивати, али ће остати позитиван до краја периода пројекције, због виших светских цена примарних пољопривредних производа, посебно појединих берзанских производа (кафе и какаоа), које су достигле рекордне нивое. С друге стране, знатнији раст цена хране током периода пројекције

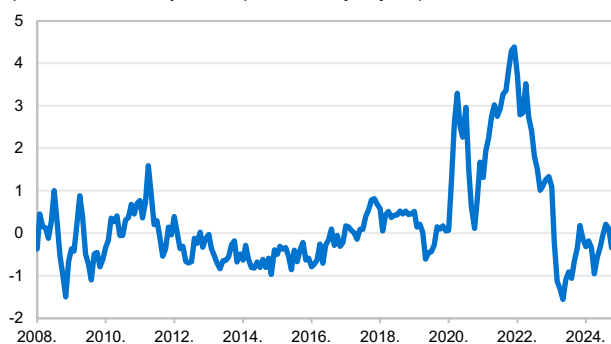
Графикон V.0.40. Доприноси мг. инфлацији по компонентама

(просечне мг. стопе, у п.п.)



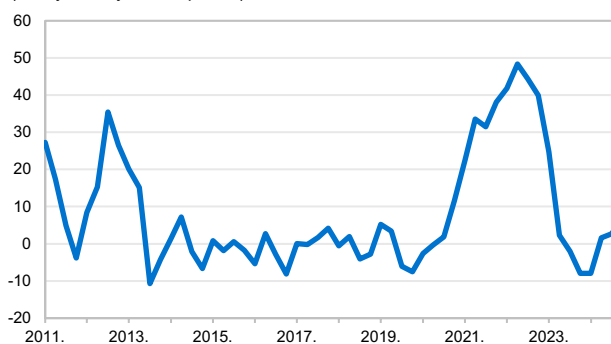
Графикон V.0.41. Притисци у глобалним ланцима снабдевања

(индекс, исказано у стандардним девијацијама)



Графикон V.0.42. Јаз реалних маргиналних трошкова у производњи хране

(одступање у % од тренда)



ограничаваће нижа увозна инфлација и инфлациона очекивања, као и успоравање раста реалних зарада.

Због неповољних временских прилика током лета, **цене воћа и поврћа** забележиле су раст у последњем тромесечју 2024, који је нешто већи него што смо очекивали у претходној пројекцији. Тај раст ће утицати на позитиван допринос цена воћа и поврћа м.г. инфлацији у П1 ове године. Након тога, с доласком нове пољопривредне сезоне, претпостављамо да ће се цене воћа и поврћа с релативно високог нивоа постепено вратити свом дугорочном тренду (који одговара расту цена непрехрамбених производа и услуга). У складу с тим, допринос цена групе воће и поврће м.г. инфлацији требало би да буде негативан крајем 2025. и почетком 2026. године, а да се након тога па да краја периода пројекције креће око нуле.

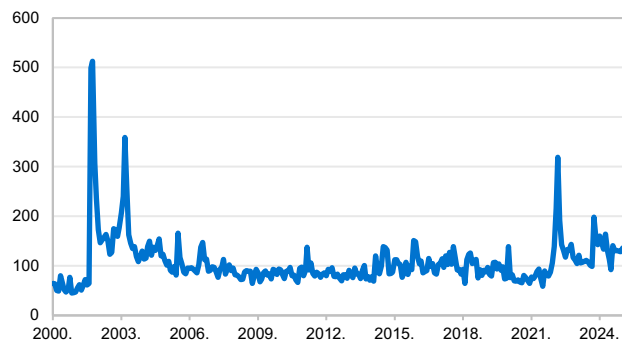
У новој пројекцији нема промена када су у питању **регулисане цене** – очекујемо њихово слично кретање као и у претходној пројекцији, тј. раст од око 5% у овој и наредној години. То ће резултирати благим смањењем доприноса регулисаних цена м.г. инфлацији с просечна 1,2 п.п. у 2024. на 1 п.п. и 0,9 п.п. у овој и наредној години, респективно.

Ризици пројекције

Када су у питању фактори из међународног окружења, ризици остварења наше нове пројекције инфлације и БДП-а и даље се односе пре свега на геополитичке тензије, протекционистичке мере и изгледе за глобални привредни раст, као и њихов утицај на светске цене енергената и других примарних производа. 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 се у случају инфлације у највећој мери односе на кретање цена воћа и поврћа, док је за БДП од посебне важности род житарица. Укупно посматрано, ризике пројекције инфлације за ову и наредну годину оцењујемо као симетричне, док ризике пројекције раста БДП-а оцењујемо као благо изражене наниже.

Геополитички ризик је и даље један од важних извора неизвесности на робним и финансијским тржиштима, а пре свега конфликт на Блиском истоку и у Украјини, где су могуће све опције. С једне стране, уколико дође до његове ескалације, то би могло да ограничи понуду и утиче на раст светских

Графикон V.0.43. Индекс глобалног геополитичког ризика (у п.п.)



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

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, започето примирје на Блиском истоку и могућност мировних преговора Русије и Украјине дају наду да би се геополитичка ситуација могла знатније поправити чак и у кратком року, па ценимо да су **ризични пројекције инфлације и БДП-а по основу евентуалне ескалације геополитичких тензија симетрични**.

Иако је светска привреда избегла рецесију, **глобална економска активност** могла би бити слабија него

Табела V.0.6. 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
Интензивирање геополитичких тензија и 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.	↕	↕
Изгледи за глобални привредни раст	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 база 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.	↓	↑
Фрагментација светског тржишта и протекционистичке мере	Повећање фрагментације тржишта и нове протекционистичке мере утицали би на раст глобалне инфлације, с негативним ефектима на домаћу инфлацију и БДП.	↓	↑
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 смиревања 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.

што смо претпоставили у основном сценарију. Упркос смањењу референтних каматних стопа, монетарне политике готово свих централних банака још увек су рестриктивног карактера, што би могло имати већи и постојанији утицај на тражњу него што се очекује. Такође, контракција у сектору некретнина у Кини могла би бити дубља и трајнија него што се очекује, упркос донетим стимулативним мерама економске политике, што би, с обзиром на значај Кине у светској трговини, могло да има глобалне ефекте. 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. С друге стране, глобални привредни раст могао би бити и 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 **ризичи пројекције инфлације и БДП-а по основу глобалног привредног раста и екстерне тражње нешто израженији наниже.**

Упркос напретку у смањењу глобалне инфлације, бројни изазови још увек постоје, а пре свега **перзистентнија базна инфлација, нарочито у зони евра.** Цене производа су се у великој мери стабилизовале, 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 пребацивати веће трошкове зарада на потрошаче. **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. Сматрамо да је то мање вероватно, **па по основу глобалне инфлације ценимо да су ризици по инфлацију асиметрични навише, а по БДП асиметрични наниже.**

Ризици су асиметрични на исти начин и када је у питању интензивирање трговинских тензија, фрагментација тржишта и увођење нових протекционистичких мера. Увођење нових протекционистичких мера могло би да изазове раст глобалне инфлације и поремећаје у трговинским токовима и ланцима снабдевања, с негативним ефектима на домаћу инфлацију и БДП.

У зависности од глобалне пољопривредне сезоне, а имајући у виду и ризике по глобални привредни раст, с једне стране, и ризике од геополитичких тензија и протекционистичких мера, с друге стране, ценимо да су **ризиви 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. С друге стране, **способност Србије да привуче СДИ** могла би се испоставити већом од очекиване, посебно у условима добијеног инвестиционог рејтинга, 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 **ризиви 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 10.000 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 понуду јесењих култура. 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 **ризици на 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, **доноси одлуке о будућој монетарној политици од састанка до састанка**. 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.

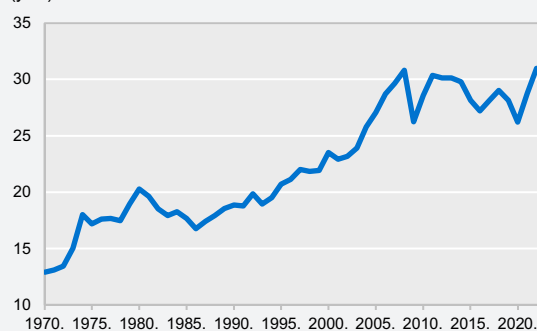
Осврт 5: Протекционизам на глобалном нивоу и његови ефекти

Светска привреда је све више изложена негативним утицајима јачања протекционистичких мера на глобалном нивоу. Тренд глобализације, који је од деведесетих година значајно обликовао светску трговину, замењен је трендом деглобализације међународног тржишта, што се огледа у **порасту трговинских баријера и ограничења**. Поред тога, опада степен интеграције светске привреде, јачају национални пројекти и у први план се истиче безбедност производних ланаца, а не, као некад, уштеде у трошковима. Сведоци смо да измештање производње у земље с нижим трошковима рада све чешће уступа место стратегијама усмереним на враћање производних капацитета у матичне земље, уз образложење да се тиме јача домаћа индустрија и побољшава платнобилансна неравнотежа. С тим у вези, у овом осврту настојали смо да објаснимо ефекте таквих политика на глобална економска кретања.

Интензивирање протекционистичких мера постало је израженије након пандемије вируса корона, када је настала потреба за већом контролом над стратешким индустријама и снабдевањем, као реакција на ризике нестабилности тржишта и прекиде у глобалним ланцима снабдевања. Пораст трговинских баријера и ограничења додатно је подстакнут након избијања сукоба у Украјини, који је довео до повећане нестабилности на енергетским тржиштима и израженијих геополитичких тензија. Санкције које су Русији увеле западне земље допринеле су још већој фрагментацији глобалних трговинских мрежа, што је навело многе земље да појачају протекционистичке мере како би економске ризике свеле на минимум и заштитиле своје стратешке секторе. Такође, пример јачања протекционизма забележен је у области аутомобилске индустрије, када је ЕУ одлучила да повећа царине на увоз електричних аутомобила из Кине, истичући да настоји да заштити домаћу производњу и одржи конкурентност на тржишту. Најновији пример су царине од 25% које је почетком фебруара увела нова администрација у САД на робу својих најважнијих трговинских партнера – Мексика и Канаде (изузетак су енергенти из Канаде, који ће бити оптерећени нижом царином од 10%), као и додатна царина од 10% на постојећу царину којом је оптерећен увоз робе из Кине. Убрзо су погођене земље донеле противмере, а САД најавиле повећање царина и према ЕУ. Ипак, примена донетих мера одложена је за сада за крај фебруара.

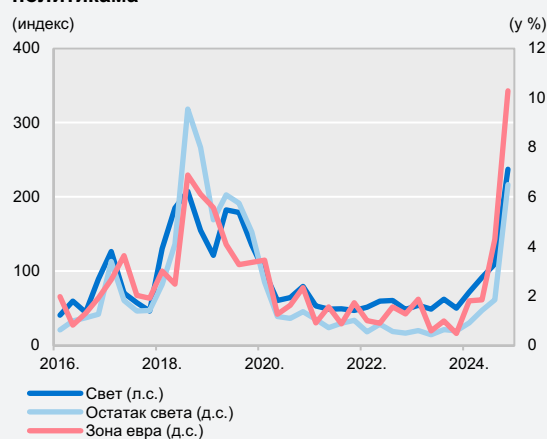
У складу с променама у економској политици САД с доласком нове администрације и противмерама погођених земаља, може се очекивати додатно јачање протекционизма у наредном периоду, што ће се у већој или мањој мери одразити на готово све земље света. С обзиром на то да протекционизам утиче на цене, економску

Графикон О.5.1. Учешће глобалног извоза робе и услуга у глобалном БДП-у (у %)



Извор: Светска банка.

Графикон О.5.2. Неизвесности у трговинским политикама



Извор: ММФ WEO (јануар 2025).

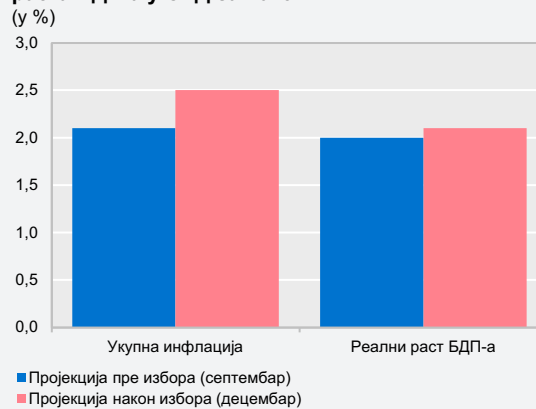
Напомена: Мере неизвесности су индекс (п.с.) и проценат (д.с.). Индекс се заснива на вестима и квантитативно утврђује медијску пажњу за одређену тему, при чему вредност 100 одговара 1% новинских чланака који помињу ту тему. Процент, који је дат за зону евра и остатак света, заснива се на подацима из анкета и представља проценат фирми које помињу неизвесност у трговинској политици на својим састанцима.

активност, запосленост, зараде и добит, последице могу бити комплексне и тешко их је проценити. ФЕД је својим децембарским пројекцијама сигнализирао да ће успорити процес ублажавања монетарних услова током 2025. године, при чему је ревидирао навише пројекцију инфлације за 2025. за 0,4 п.п., а пројекцију реалног раста БДП-а за 0,1 п.п.

Већина анализа указује на то да би повећање царина могло да утиче на успоравање светског привредног раста, док би ефекат на појединачне земље зависио од степена њихове отворености. Раст протекционизма би се у највећој мери одразио на индустријске производе, а мање би утицао на сектор услуга. У том контексту, поред ефекта на САД, ефекат би био знатан и на Кину, као значајног светског извозника, док би ефекат на европске земље требало да буде мањи, с обзиром на велики удео услужног сектора у структури њихових економија.

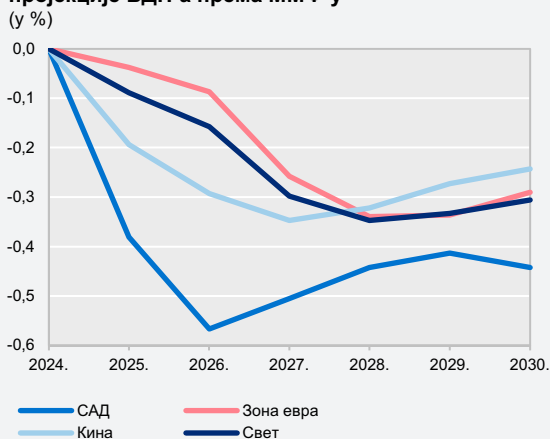
Колики би могли бити трошкови прилагођавања када су у питању индустријски производи зависи од могућности да извозници (односно увозници) погођених земаља у релативно кратком року нађу алтернативна тржишта продаје (односно снабдевања). Тако би, на пример, у Кини смањена тражња из САД приморала извознике да траже алтернативна тржишта, али је мало вероватно да ће их лако наћи под непромењеним тржишним условима, што ће смањити њихову профитабилност, производњу, запосленост и инвестиције. С друге стране, веће царине могу да воде не само мањем извозу земље према којој су уведене већ и мањем извозу земље која их је увела. Растући протекционизам у САД могао би да помери тражњу ка домаћим фирмама, што му је и циљ, али је тешко проценити у којој мери је то могуће постићи. Код увозних производа који немају директне супституте у домаћој производњи, што је чест случај када се ради о високоспецијализованим производима, **нема ефекта супституције између домаће и стране производње, барем не у кратком и средњем року, што изазива раст њихових цена.** Ако се ради о потрошним добрима, то погађа потрошаче, а ако се ради о производима који се користе у производњи, то умањује конкурентност домаћих предузећа, што може имати негативне последице на њихов извоз и економску активност. Поред тога, раст цена ће захтевати реакцију монетарне политике, која ће

Графикон О.5.3. Ревизија пројекција инфлације и раста БДП-а у САД за 2025.



Извор: ФЕД (септембар и децембар 2024).

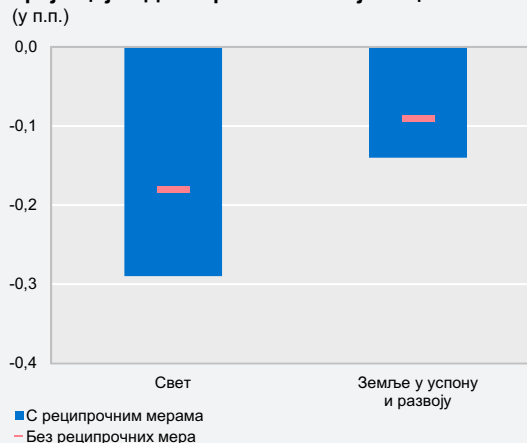
Графикон О.5.4. Ефекат повећања царина на пројекције БДП-а према ММФ-у



Извор: ММФ *WEO* (октобар 2024).

Напомена: Овај графикон приказује утицај повећања царина за 10% између САД, зоне евра и Кине, као и САД и остатка света, на пројекције БДП-а из основног сценарија, у коме нема повећања царина.

Графикон О.5.5. Ефекат повећања царина на пројекције БДП-а према Светској банци



Извор: Светска банка *GEP* (јануар 2025).

Напомена: Овај графикон приказује утицај повећања царина за 10 п.п. између САД и остатка света на пројекције БДП-а из основног сценарија, у коме нема повећања царина.

бити рестриктивнија него што би иначе била, што ће се додатно одразити на производњу и запосленост. Када су у питању треће земље, међу којима је и Србија, ефекат на њихову спољнотрговинску позицију, економску активност и инфлацију зависи од њихове повезаности са земљама које примењују или су против њих усмерене трговинске рестрикције.

Према оцени ММФ-а из октобра,¹ повећање трговинских баријера на глобалном нивоу, које укључује повећање царина од 10% на трговинске токове између САД, зоне евра и Кине, као и на увоз САД из осталих делова света, што обухвата приближно четвртину глобалне трговине робом, утицало би на успоравање раста БДП-а ових региона. У кратком року, ефекти повећања трговинских баријера највише би се одразили у САД (нижи раст него у основном сценарију за 0,4%), затим у Кини (0,2%), док би у зони евра и глобално посматрано ефекат био минималан. Међутим, у средњем року, ефекти би постали приметни и у зони евра, где би раст БДП-а био нижи за око 0,3%, у односу на основни сценарио, колико би износили и у Кини и на глобалном нивоу, док би ефекат на САД био нешто јачи (0,4%). **Слична очекивања има и Светска банка**, која је у свом јануарском извештају² истакла да би, у случају повећања царина у САД према остатку света за 10 п.п., глобални раст био нижи за 0,2 п.п. у односу на основни сценарио, док би у земљама у успону и развоју ефекат био нешто слабији (0,1 п.п.). Међутим, ако би се увеле реципрочне мере од стране других земаља, глобални БДП би био нижи за 0,3 п.п. у односу на основни сценарио, док би за земље у успону и развоју ефекат био незнатно већи него у сценарију без реципрочних мера.

Тешко је проценити у ком смеру ће се даље развијати односи између светских привреда када је реч о протекционистичким мерама и какви би били потенцијални ефекти на појединачне земље, као и на светску привреду. Као последица ових мера, глобални трговински токови могли би се фрагментирати и формирати нови трговински блокови, што би довело до застоја у ланцима снабдевања и знатнијег смањења светског извоза. Стога, према оценама релевантних светских институција, као и Народне банке Србије, **јачање протекционизма тренутно представља значајан ризик остварења економских пројекција, због чега је и потребна опрезност у вођењу монетарних политика централних банака, па и Народне банке Србије.**

¹ ММФ *WEO* (октобар 2024).

² Светска банка *GEP* (јануар 2025).

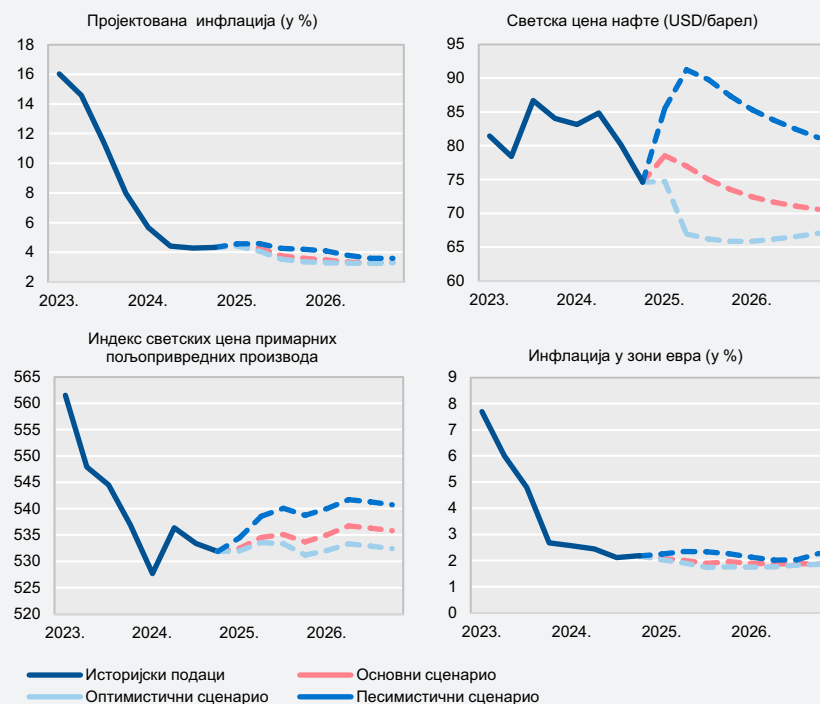
Осврт 6: Алтернативни сценарији пројекције

У оквиру основног сценарија пројекције полазимо од претпоставке да се у наредном периоду неће значајније заоштрили геополитички односи и да ће се цене енергената на светском тржишту кретати благо опадајућом путањом у хоризонту пројекције, у складу с фјучерсима. Такође, претпостављамо да протекционизам на глобалном нивоу неће даље ојачати, односно да се неће увести нове царине, што ће допринети постепеном опоравку светске трговине. С обзиром на значај трговинских токова за привредни раст, очекивани опоравак трговине требало би да допринесе постепеном убрзању глобалне економске активности, посебно у земљама са израженим учешћем извоза у БДП-у.

Овакве претпоставке заснивамо на чињеници да, иако је у претходној години дана геополитичка ситуација била изразито напета, њен директан утицај на светску привреду за сада остаје ограничен. С тим у вези, цене контејнерског транспорта се од јула 2024. године крећу доминантно силазном путањом, док се индекс застоја у ланцима снабдевања, према индексу њујоршког ФЕД-а, током целе године налазио на нивоу историјског просека или благо испод њега. Поред тога, светска цена нафте типа брент, која у великој мери одређује кретање цена осталих примарних производа, током 2024. године остала је релативно стабилна. Највиша цена од 93 долара по барелу забележена је у априлу, док се на најнижем нивоу, од 71 долара по барелу, налазила у септембру, што представља најужи распон кретања цене нафте на нивоу године од 2003, према подацима Америчке енергетске информативне агенције (EIA). Стабилности цене нафте допринела је повећана производња у земљама које нису чланице OPEC+, као и још увек ниска тражња, док су у супротном смеру деловали смањена производња земаља чланица OPEC+ и интензивирање геополитичких ризика.

Насупрот основном сценарију, у песимистичном сценарију полазимо од претпоставке да ће се у наредном периоду даље заоштрили геополитички сукоби, што би резултирало растом цена енергената и примарних пољопривредних производа. Поред тога, с обзиром на то да релевантне међународне институције јачање протекционизма на глобалном нивоу препознају као један од највећих ризика за економске изгледе, у овом

Графикон О.6.1. Претпоставке алтернативних сценарија и ефекти на домаћу инфлацију



Извор: НБС.

сценарију узимамо у обзир могућност даљег ширења трговинских баријера. Након повећања царина у САД на робу из Кине, Мексика и Канаде, као и противмера погођених земаља, постоји ризик од даљег ескалирања трговинских тензија, укључујући и увођење додатних трговинских баријера између САД и ЕУ. Раст протекционизма могао би пореметити ланце снабдевања, уз ризик од фрагментације глобалне трговине и формирања нових трговинских блокова, што би, према проценама ММФ-а и Светске банке, успорило раст глобалног БДП-а и појачало инфлаторне притиске. **Када је у питању Србија,** потенцијални индиректни утицај могао би да потекне од евентуалног успоравања раста ЕУ и зоне евра, што би, преко канала извозне тражње, могло да утиче на успоравање привредног раста Србије. Процењује се да би део производа који би били оптерећени билатералним царинама могао да заврши на европском тржишту и да врши притисак на смањење цена и профитабилност европских фирми и тиме утиче на одлагање неких одлука о инвестирању у повећање производње. Комплексни трговински односи ЕУ са САД и Кином отежавају предвиђање ефеката на ЕУ, а тиме и на Србију.

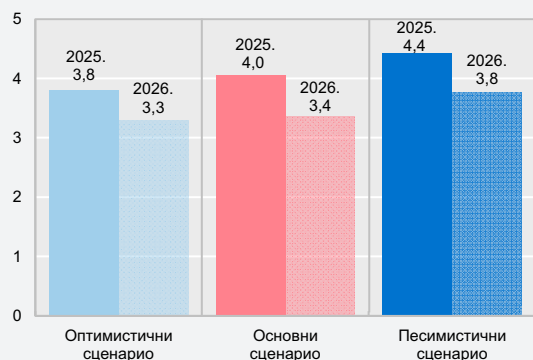
Узимајући претходно наведено у обзир, у песимистичном алтернативном сценарију претпоставили смо да би цена нафте до краја 2025. године могла порастати на око 88 долара по барелу, док би до краја 2026. била смањена на 78 долара по барелу. У том случају би цене примарних пољопривредних производа, чије кретање је у великој мери корелисано са светским ценама нафте, према нашој претпоставци, на крају 2025. биле више за око 7% него на крају 2024, а затим у 2026. за 3% више. Материјализација заоштравања геополитичких односа и јачања протекционистичких мера одразила би се на раст економске активности у зони евра, која је наш најзначајнији спољнотрговински партнер, а који би у овом сценарију био нижи него у основном сценарију за по 0,2 п.п. у 2025. и 2026. години. Такође, сличан ефекат би био и на инфлацију у зони евра, која би у 2025. и 2026. години била виша за 0,3 п.п. и 0,2 п.п., респективно, него у основном сценарију. Према нашој процени, последице таквог сценарија на Србију биле би **виша просечна инфлација него у основном сценарију за по 0,4 п.п. у 2025. и 2026.** Директан ефекат потицао би од виших цена нафтних деривата на домаћем тржишту, а индиректан од повећаних трошкова у производњи хране и више инфлације у зони евра, преко виших увозних цена.

Услед повећаних инфлаторних притисака уследило би вероватно и додатно заоштравање монетарних политика, што би се, уз повећане трошковне притиске, глобалну фрагментацију и раст премије ризика, негативно одразило на глобални привредни раст. Нижа екстерна тражња и заоштрени глобални финансијски услови негативно би деловали и на домаћу економску активност и преко нижег извоза, али и инвестиција и потрошње, што би делом ипак ублажило инфлаторне притиске. Укупно посматрано, **ефекат овог сценарија на домаћи БДП био би мањи раст од пројектованог у основном сценарију за по око 0,3–0,4 п.п. у 2025. и 2026. години.**

Имајући у виду смиривање геополитичких тензија на Блиском истоку, као и примирје између Хамаса и Израела из јануара, у овом осврту смо креирали и **оптимистичан сценарио, у којем претпостављамо да ће се у наредном периоду ублажити геополитичке напетости.** Ово би се у највећој мери одразило на ниже цене енергената од очекиваног и ниже трошкове транспорта, што би заједно подстакло раст глобалне трговине и економске активности.

Графикон О.6.2. Ефекти различитих претпоставки алтернативних сценарија на просечну инфлацију у 2025. и 2026.

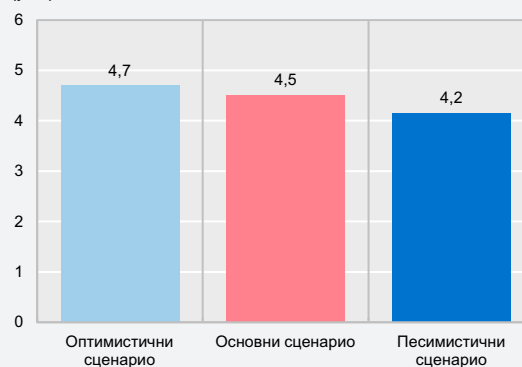
(у %)



Извор: НБС.

Графикон О.6.3. Ефекти различитих претпоставки алтернативних сценарија на раст БДП-а у 2025.

(у %)



Извор: НБС.

У оптимистичном сценарију смо претпоставили да би светска цена нафте до краја 2025. била смањена на око 66 долара по барелу, а затим би се задржала на готово непромењеном нивоу током 2026. Нижа цена нафте утицала би на пад светских цена примарних пољопривредних производа, тако да би оне крајем 2025. биле за 0,8% ниже него на крају 2024, док би у 2026. порасле за око 1,1%. Поред тога, у овом сценарију смо претпоставили да ће инфлација у зони евра успоравати брже од очекивања, тако да у 2025. у просеку износи 1,9%, а у 2026. години 1,8%, док би раст БДП-а зоне евра у истом периоду био за по 0,1 п.п. виши него у основном сценарију. У том случају **просечна инфлација у Србији у 2025. и 2026. била би нижа него у основном сценарију за 0,2 п.п. и 0,1 п.п.**, респективно, услед нижих светских цена примарних производа и ниже инфлације у зони евра. Нижа инфлација у зони евра одразила би се на брже попуштање монетарних услова од очекиваног, што би утицало на раст производне активности, као и опоравак екстерне тражње. То би даље утицало на већи домаћи привредни раст за по око 0,2 п.п. него у основном сценарију, чему би допринели и нижи инфлаторни притисци и нижа премија ризика.

Табела А
Показатељи екстерне позиције Србије

	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	2023.	I 2024.	II 2024.	III 2024.	IV 2024.
ПОКАЗАТЕЉИ ЕКСТЕРНЕ ЛИКВИДНОСТИ (у %)																	
Девизне резерве / увоз робе и услуга (у месецима)	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	6,7	7,2	7,2	7,3
Девизне резерве / краткорочни дуг	299,9	237,3	268,6	294,0	256,4	234,0	202,1	210,9	275,6	228,1	249,6	244,7	401,1	417,6	437,0	465,4	
Девизне резерве / БДП	32,7	31,1	29,5	28,8	27,9	26,7	24,4	25,2	27,8	27,5	29,4	30,6	33,1	32,4	34,9	35,1	35,7
Отплата дуга / БДП	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	9,4	9,0	7,8	
Отплата дуга / извоз робе и услуга	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	17,1	17,1	14,9	
ПОКАЗАТЕЉИ ЕКСТЕРНЕ СОЛВЕНТНОСТИ (у %)																	
Спољни дуг / БДП	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	59,3	61,1	60,2	
Краткорочни дуг / БДП	10,9	13,1	11,0	9,1	10,9	11,4	12,1	11,9	10,1	12,1	11,8	12,5	8,3	7,8	8,0	7,6	
Спољни дуг / извоз робе и услуга	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	110,6	114,8	114,3	
ПОКАЗАТЕЉИ ИЗПОЖЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКОМ РИЗИКУ (у %)																	
Девизне резерве / М1	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	171,3	179,1	183,4	168,2
Девизне резерве / примарни новац	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	214,7	221,5	231,5	199,6
СТЕПЕН ОТВОРНОСТИ ЕКОНОМИЈЕ (ИЗВОЗ + УВОЗ) / БДП																	
	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	114,0	111,0	112,7	107,8
МЕМОРАНДУМ: (у млн евра)																	
БДП ¹⁾	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	18.779	20.491	20.655	22.110
Спољни дуг	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	45.607	48.070	48.475	
Сервисирање спољног дуга	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	1.757	1.850	1.604	
Девизне резерве НБС	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	24.942	27.507	28.280	29.295
Краткорочни дуг ²⁾	612	455	196	99	303	672	844	1.401	1.925	1.585	1.612	2.405	742	633	895	931	
Биланс текућих трансакција	-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	-461	-901	-2.022	-1.824
КРЕДИТНИ РЕЈТИНГ (промена рејтинга и изгледа)																	
	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	2024.				
	Март	Авг.	Јул	Јан.	Дец.	Јан/март/ Јун/дец.	Март/дец.	Дец.	Септ/дец.	Мај	Март/дец.	Јун	Авг./окт.				
<i>S&P</i>	BB /стабилан	BB- /негативан				BB- /позитиван	BB /стабилан	BB /позитиван	BB+ /позитиван	BB+ /стабилан	BB+ /позитиван	BB+ /стабилан	BBB- /стабилан				
<i>Fitch</i>		BB- /негативан		B+ /стабилан	B+ /позитиван	BB- /стабилан	BB /стабилан		BB+ /стабилан				BB+ /позитиван				
<i>Moody's</i>			B1 /стабилан			B1 /позитиван	Ba3 /стабилан		Ba3 /позитиван			Ba2 стабилан	Ba2 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. процена је НБС.

²⁾ По оригиналној рочности.

Напомене:

1. РЗС је извршио ревизију података о БДП-у за период 1995–2023. године, што је утицало на промену учешћа макроекономских показатеља у БДП-у.

2. Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.

3. 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.

4. 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. дати су према специјалном систему трговине.

5. Сервисирање спољног дуга не укључује превремену отплату дуга.

Табела Б
Основни макроекономски показатељи

	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	2023.	I 2024.	II 2024.	III 2024.	IV 2024.
Реални раст БДП-а (у %)¹)	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	4,7	4,2	3,1	3,3
Потрошачке цене (у % у односу на исти месец претходне године)²)	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	5,0	3,8	4,2	4,3
Девизне резерве НБС (у млн евра)	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	24.942	27.507	28.280	29.295
Извоз робе и услуга (у млн евра)³)	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	10.277	10.848	10.719	11.124
– стопа раста у % у односу на претходну годину	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	2,4	6,0	5,1	5,4
Увоз робе и услуга (у млн евра)³)	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	11.134	11.891	12.567	12.711
– стопа раста у % у односу на претходну годину	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	1,5	8,4	15,9	8,1
Текући рачун платног биланса⁴) (у млн евра)	-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	-461	-901	-2.022	-1.824
у % БДП-а	-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	-2,5	-4,4	-9,8	-8,3
Незапосленост по Анкети (у %)⁵)	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	9,4	8,2	8,1	
Зараде (просечне за период, у еврима)⁶)	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	816,0	832,8	827,6	851,5
Републички буџетски суфицит/дефицит (у % БДП-а)⁷)	-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	-0,9	2,0	-0,4	-8,9
Консолидовани фискални резултат (у % БДП-а)⁸)	-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	-0,8	2,1	-0,2	-8,5
Јавни дуг Републике Србије (централни ниво државе, у % БДП-а)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	44,3	46,5	46,5	47,4
Курс динара према долару (просек у периоду)	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	107,89	108,72	106,56	109,65
Курс динара према долару (крај периода)	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	108,69	109,52	104,87	112,44
Курс динара према евр у (просек у периоду)	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	117,19	117,11	117,04	117,00
Курс динара према евр у (крај периода)	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	117,14	117,05	117,08	117,01
МЕМОРАНДУМ:																	
БДП (у млн евра)⁹)	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	18.779	20.491	20.655	22.110

¹) У сталним ценама претходне године. Податак за Т4 2024. 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 (ВРМБ). 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

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 ESA 2010. Податак за Т4 2024. процена је НБС.

⁶) Ревидирани подаци од 2011. године (спроведене су две ревизије – ревизија у след у напређења методологије и постписна 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 прерачуна динарских зарада у евре коришћен је просечни курс RSD/EUR у посматраном периоду. Податак за Т4 2024. просек је два месеца.

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

Напомене:

1. РЗС је извршио ревизију података о БДП-у за период 1995–2023. године, што је утицало на промену учешћа макроекономских показатеља у БДП-у.
2. Подаци су подложни кориговању према званичним изворима.
3. Извор за податак о стопи незапослености је *Анкета о радној снази* РЗС-а.
4. Извор за податак о јавном дугу је Министарство финансија.

Списак графикана и табела

Графикони

II.0.1.	Кретање референтне и просечне репо стопе	8
III.0.1.	Доприноси основних компонената ИПЦ-а мг. динамици инфлације	11
III.0.2.	Динамика инфлације – укупне, базне и <i>trimmed mean</i>	11
III.0.3.	Доприноси компонената мг. базној инфлацији	12
III.0.4.	Доприноси основних компонената ИПЦ-а тромесечној инфлацији	12
III.0.5.	Доприноси по групама намене потрошње мг. динамици произвођачких цена	18
III.0.6.	Доприноси изабраних компонената мг. стопи раста увозних цена у динарима	18
III.0.7.	Текућа инфлација и инфлациона очекивања 12 месеци унапред	18
III.0.8.	Перципирана и очекивана инфлација становништва	19
III.0.9.	Очекивана инфлација за две године унапред	19
IV.1.1.	Операције Народне банке Србије – повлачење ликвидности	21
IV.1.2.	Кретање каматних стопа	21
IV.1.3.	Крива приноса на секундарном тржишту државних ХоВ	22
IV.1.4.	Кретање каматних стопа на нове динарске кредите и депозите	22
IV.1.5.	Показатељи премије ризика	23
IV.1.6.	Дефицит текућег биланса и нето прилив СДИ	24
IV.1.7.	Структура финансијског биланса	25
IV.1.8.	Кретање курса динара и трансакције Народне банке Србије на девизном тржишту	25
IV.1.9.	Кретање курса динара и евра према долару	26
IV.1.10.	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	28
IV.2.4.	Доприноси мг. расту кредита привреди	28
IV.2.5.	Структура новоодобраних кредита привреди, по величини предузећа	29
IV.2.6.	Доприноси мг. расту кредита становништву	29
IV.2.7.	Промена кредитних стандарда привреди и допринос фактора	30
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	31
IV.3.1.	Доприноси мг. стопи раста БДП-а, расходна страна	32
IV.3.2.	Извоз и увоз робе и услуга	33
IV.3.3.	Кретање показатеља екстерне тражње за извозом Србије	33
IV.3.4.	Кретање главних компонената увоза	34
IV.4.1.	Показатељи активности сектора услуга	38
IV.4.2.	Доприноси мг. стопи раста индустрије	38
IV.4.3.	Показатељи грађевинске активности	39
IV.5.1.	Мг. стопе раста просечне нето зараде	43
IV.5.2.	Номиналне нето зараде по делатностима	43
IV.5.3.	Структура мг. раста укупне формалне запослености	43
IV.5.4.	Кретање регистроване незапослености	44
V.0.1.	Доприноси глобалном привредном расту по економским групама	46
V.0.2.	Доприноси компонената стопи раста реалног БДП-а зоне евра	46
V.0.3.	Пројекције раста БДП-а зоне евра за 2025. и 2026.	47
V.0.4.	Доприноси компонената стопи раста реалног БДП-а у региону средње и југоисточне Европе	48
V.0.5.	Доприноси компонената стопи раста реалног БДП-а у САД	48
V.0.6.	Динамика раста БДП-а Русије и Кине	48
V.0.7.	Динамика укупне инфлација	49

V.0.8.	Пројекција укупне инфлације по економским групама	49
V.0.9.	Допринос компонената хармонизованог ИПЦ-а мг. инфлацији у зони евра	49
V.0.10.	Пројекције укупне и базне инфлације у зони евра	50
V.0.11.	Кретање мг. инфлације за изабране земље средње и југоисточне Европе у претходној години дана (закључно с децембром)	50
V.0.12.	Допринос компонената ИПЦ-а мг. инфлацији у САД	51
V.0.13.	Консолидовани биланс Евросистема	52
V.0.14.	Стопа на депозитне олакшице и инфлација у зони евра	52
V.0.15.	Укупна актива ФЕД-а	52
V.0.16.	Неизвесност и ризици пројекције референтне каматне стопе ФЕД-а	53
V.0.17.	Кретање референтних стопа по земљама	53
V.0.18.	Принос на десетогодишње обвезнице земаља зоне евра	54
V.0.19.	Кретање курсева одређених националних валута према долару	54
V.0.20.	Претпоставка о кретању светске цене нафте типа брент	55
V.0.21.	Европска цена природног гаса	55
V.0.22.	Европска цена струје	56
V.0.23.	Цене изабраних производа на светском тржишту	56
V.0.24.	Индекс светских цена хране	57
V.0.25.	Претпоставка о кретању цена примарних пољопривредних производа	58
V.0.26.	Фискални резултат и јавни дуг сектора државе	59
V.0.27.	Пројекција раста БДП-а	60
V.0.28.	Реални раст БДП-а и компонената, расходна страна	60
V.0.29.	Доприноси реалном расту БДП-а	60
V.0.30.	Стопа раста приватне потрошње и њених извора	61
V.0.31.	Кретање инвестиција у основне фондове	61
V.0.32.	Реални раст извоза и увоза	63
V.0.33.	Доприноси реалном расту БДП-а, производна страна	63
V.0.34.	Пројекција текућег рачуна и СДИ	63
V.0.35.	Пројекција инфлације	65
V.0.36.	Реална каматна стопа	65
V.0.37.	Развој пројекција БДП-а и инфлације зоне евра за 2025.	66
V.0.38.	Пројекција раста потрошачких цена	66
V.0.39.	Пројектовано кретање производног јаза	66
V.0.40.	Доприноси мг. инфлацији по компоненатама	67
V.0.41.	Притисци у глобалним ланцима снабдевања	67
V.0.42.	Јаз реалних маргиналних трошкова у производњи хране	67
V.0.43.	Индекс глобалног геополитичког ризика	68

Табеле

IV.1.1.	Каматне стопе на нове кредите – по наменама и валутној структури	23
IV.1.2.	Кредитни рејтинг	24
IV.3.1.	Кретање главних показатеља и извора потрошње домаћинства	32
IV.3.2.	Показатељи кретања инвестиција	32
IV.4.1.	Доприноси мг. расту БДП-а	38
V.0.1.	Пројекције реалног раста БДП-а	45
V.0.2.	Пројекције реалног раста БДП-а по земљама региона	47
V.0.3.	Пројекције инфлације по земљама региона средње и југоисточне Европе	50
V.0.4.	Планирани капитални пројекти у оквиру програма „Скок у будућност – Србија Експо 2027”	62
V.0.5.	Најважније претпоставке пројекције	65
V.0.6.	Кључни ризици пројекције БДП-а и инфлације	69
Табела А. Показатељи екстерне позиције Србије		79
Табела Б. Основни макроекономски показатељи		80

Графикони у освртима

О.1.1.	Доприноси укупној инфлацији	13
О.1.2.	Динамика инфлације – укупне и <i>trimmed mean</i> мере базне инфлације	13
О.1.3.	Дистрибуција мг стопа раста ИПЦ-а у децембру 2023.	14
О.1.4.	Дистрибуција мг стопа раста ИПЦ-а у децембру 2024.	14
О.2.1.	Кумулативни просечни раст цена 58 типова производа за период јануар 2022 – децембар 2024. (укупно, најјефтинији и најскупљи)	15
О.2.2.	Месечна динамика кретања ИПЦ-а свих, најскупљих и најјефтинијих брендова	16
О.2.3.	Разлика између кумулативних стопа раста цена најјефтинијих и најскупљих брендова	16
О.2.4.	Месечна динамика кретања ИПЦ-а свих, најскупљих и најјефтинијих брендова за млечне производе, месне прерађевине, кафу и безалкохолна пића и кондиторске производе	17
О.3.1.	Структура текућег рачуна платног биланса	35
О.3.2.	Кретања на финансијском рачуну	36
О.4.1.	Доприноси рада, капитала и укупне факторске продуктивности БДП-у	41
О.4.2.	Доприноси рада, капитала и укупне факторске продуктивности производном потенцијалу	41
О.5.1.	Учешће глобалног извоза робе и услуга у глобалном БДП-у	73
О.5.2.	Неизвесности у трговинским политикама	73
О.5.3.	Ревизија пројекција инфлације и раста БДП-а у САД за 2025.	74
О.5.4.	Ефекат повећања царина на пројекције БДП-а према ММФ-у	74
О.5.5.	Ефекат повећања царина на пројекције БДП-а према Светској банци	74
О.6.1.	Претпоставке алтернативних сценарија и ефекти на домаћу инфлацију	76
О.6.2.	Ефекти различитих претпоставки алтернативних сценарија на просечну инфлацију у 2025. и 2026.	77
О.6.3.	Ефекти различитих претпоставки алтернативних сценарија на раст БДП-а у 2025.	77

**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		
10. април		
9. мај		
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, 12. 12. 2024.

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 од јуна смањена за укупно 75 базних поена и да се ефекти досадашњег ублажавања монетарне политике могу очекивати и у наредном периоду. Такође, Извршни одбор је нагласио да је, и поред повратка инфлације у границе циља и наставка њеног кретања у оквиру ових граница, неопходно наставити са спровођењем опрезне монетарне политике Народне банке Србије имајући у виду неизвесност у међународном окружењу, пре свега услед изражених геополитичких тензија и утицаја које оне могу имати на макроекономска кретања. 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. Иако се светска цена сирове нафте стабилизовала од средине октобра, захваљујући пре свега очекиваној слабој тражњи за нафтом, добрим залихама и расту производње на америчком континенту, неизвесност у погледу њеног кретања у наредном периоду и даље је присутна.

Инфлација у Србији налази се у границама циља ($3 \pm 1,5\%$) и у октобру је благо убрзала у односу на септембар на 4,5%. На то је утицао пре свега раст цена поврћа, који је због суше био већи од очекиваног. Смањена понуда пољопривредних производа на домаћем тржишту услед суше током летњих месеци и даље упућује на опрезност монетарне политике, истакао је Извршни одбор. Када је у питању базна инфлација, слично као у земљама региона, она је виша од укупне инфлације и у октобру је незнатно убрзала на 5,5%. У наредном периоду инфлација би требало да настави да се креће у границама циља, чему ће, пре свега, допринети и даље рестриктивни монетарни услови и нижа увозна инфлација. Очекује се да ће и базна инфлација успорити у наредном периоду и постепено се приближити укупној инфлацији.

Одлучујући о монетарној политици, Извршни одбор је имао у виду и да показатељи реалног сектора настављају да бележе позитивна кретања. Према подацима Републичког завода за статистику, потврђена је прелиминарна процена раста бруто домаћег производа у трећем тромесечју од 3,1% међугодишње, тако да је раст од почетка године износио 4,0% међугодишње, при чему је индустријска производња у периоду јануар–октобар 2024. године већа у односу на исти период прошле године за 3,3%. Таквој динамици индустријске производње допринео је већи обим производње у секторима рударства и прерађивачке индустрије, док је у енергетском сектору производња била нижа због смањеног хидропотенцијала у условима суше. Подстицај домаћој тражњи дали су реални раст зарада и смањење незапослености на 8,1%, према Анкети о радној снази за треће тромесечје 2024, као и текући инвестициони циклус подржан приливима по основу страних директних инвестиција и капиталних издатака државе. Домаћој тражњи доприносе и повољнији услови финансирања захваљујући ублажавању монетарне политике Народне банке Србије и Европске централне банке и по том основу убрзање кредитне активности на 7,2% међугодишње у октобру. Повољнији услови финансирања резултат су и ниже премије ризика земље услед повећања кредитног рејтинга Србије на ниво инвестиционог ранга од стране рејтинг агенције *Standard & Poor's*, што ће се одразити на даљи раст расположивог дохотка за инвестиције и потрошњу, а тиме и на привредни раст. С друге стране, опоравак тражње наших водећих трговинских партнера још увек је спор, с тим да се постепено убрзање очекује у наредном периоду, што ће, заједно с реализацијом инвестиција планираних програмом „Скок у будућност – Србија Експо 2027” и осталих инфраструктурних пројеката, допринети убрзању раста економске активности – са очекиваних 3,8% у овој години на распон 4–5% у наредне две године.

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 о томе да се обезбеди очување финансијске стабилности и повољних изгледа привредног раста.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће бити донета одлука о референтној каматној стопи одржаће се 10. јануара 2025. године.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 10. 1. 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 од јуна 2024. године смањена за укупно 75 базних поена и да се ефекти досадашњег ублажавања монетарне политике могу очекивати и у наредном периоду. Такође, Извршни одбор је нагласио да је, и поред повратка инфлације у границе циља и наставка њеног кретања у оквиру ових граница, неопходно наставити са спровођењем опрезне монетарне политике имајући у виду неизвесност у међународном окружењу, пре свега услед изражених геополитичких тензија и фрагментације светског тржишта. Оваква кретања би могла да утичу на глобално макроекономско окружење, трговинске токове и ланце снабдевања, с последицама на инфлацију и економску активност, а тиме и на монетарне политике централних банака. 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. Иако се светска цена сирове нафте стабилизovala од средине октобра, захваљујући пре свега очекиваној слабој тражњи за нафтом из Кине и доброј снабдевености светског тржишта, неизвесност у погледу њеног кретања у наредном периоду и даље је присутна. Неизвесност је присутна и у погледу кретања светске цене гаса, с обзиром на то да је Украјина забранила проток гаса преко њене територије из Русије ка Европској унији, након истека претходног споразума. Рекордне цене које су поједине прехрамбене сировине достигле на светским берзама због суше у земљама које су водећи произвођачи (какаоа због суше у западној Африци и кафе због суше у Бразилу) такође изазивају забринутост у погледу светских цена хране, као и смањена понуда пољопривредних производа на домаћем тржишту услед суше током летњих месеци.

Захваљујући ефектима монетарних мера Народне банке Србије, нижој увозној инфлацији, смањењу инфлационих очекивања и постепеном ишчезавању ефеката екстерних шокова, инфлација у Србији се од маја 2024. налази у границама циља ($3 \pm 1,5\%$) и у новембру је успорила на 4,3% међугодишње, где се, према процени Републичког завода за статистику, задржала и у децембру. Опадајућа путања инфлације у 2024. години постигнута је пре свега нижим ценама енергената и успоравањем прехрамбене инфлације, али и смањењем базне инфлације. Ипак, слично као у земљама региона, базна инфлација је тренутно виша и постојанија од укупне инфлације и креће се нешто изнад 5%. У наредном периоду инфлација би требало да настави да се креће у границама циља, чему ће пре свега допринети и даље рестриктивни монетарни услови и нижа увозна инфлација. Очекује се да ће и базна инфлација успорити у наредном периоду и постепено се приближити укупној инфлацији.

Одлучујући о монетарној политици Извршни одбор је имао у виду да је смањење инфлације у Србији остварено уз позитивна кретања показатеља у реалном сектору. Према процени Републичког завода за статистику, реални раст бруто домаћег производа у 2024. години износио је 3,9%. Тиме је бруто домаћи производ за преко 18% био већи од претпандемијског нивоа. Привредни раст у претходној години резултат је раста активности у индустрији, грађевинарству и услужним секторима. У оквиру индустрије важан је раст прерађивачке индустрије од 4,4% у 2024. години, који је остварен упркос ниској екстерној тражњи, пре свега из зоне евра. У складу с кретањима у реалном сектору, настављена су повољна кретања на тржишту рада, где се бележи даљи раст запослености, смањење незапослености и реални раст зарада од 9,2% у 2024, чиме је очувана куповна моћ становништва. Рекордан прилив страних директних инвестиција од преко 5 милијарди евра у 2024. години и високи капитални издаци државе подржавају повољне изгледе за раст економске активности у наредном периоду. Подршку домаћим приватним улагањима дају и повољнији услови финансирања захваљујући ублажавању монетарне политике Народне банке Србије и Европске централне банке и по том основу убрзање кредитне активности на 8,0% међугодишње у новембру. Повољнији услови финансирања резултат су и ниже премије ризика земље услед повећања кредитног рејтинга Србије на ниво инвестиционог ранга од стране агенције *Standard & Poor's*, што ће се одразити на даљи раст расположивог дохотка за инвестиције и потрошњу, а тиме и на привредни раст. С друге стране, опоравак тражње наших водећих трговинских партнера још увек је спор, с тим да се постепено убрзање очекује у наредном периоду, што ће, заједно с реализацијом инвестиција планираних програмом „Скок у будућност – Србија Експо 2027” и осталих инфраструктурних пројеката, допринети убрзању раста економске активности на распон 4–5% у овој години и наредне две године.

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 очувају финансијска стабилност и повољни изгледи привредног раста.

Наредна седница Извршног одбора на којој ће се разматрати нова пројекција инфлације и економске активности и донети одлука о референтној каматној стопи одржаће се 13. фебруара 2025. године.

Саопштење са седнице Извршног одбора, 13. 2. 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 се референтна каматна стопа налази на нивоу од 5,75% од септембра 2024. године, када је у текућем циклусу ублажавања монетарне политике смањена за 25 базних поена по трећи пут, након смањења у јуну и јулу исте године. Ефекти наведених смањења каматне стопе могу се очекивати и у наредном периоду. Извршни одбор је навео да је, и поред кретања инфлације у границама циља, неопходно наставити са спровођењем опрезне монетарне политике, имајући у виду услове у међународном окружењу. О комплексности тих услова говори чињеница да је глобална инфлација још увек генерално висока, док је истовремено привредни раст у многим земљама и регионима релативно спор. Ипак, највише забринутости и даље изазива непредвидивост макроекономских дешавања у међународном окружењу, пре свега раст геополитичких тензија, јачање протекционизма и фрагментације глобалног тржишта. У складу са оценама водећих релевантних институција, Извршни одбор је имао у виду да би нове протекционистичке мере могле да утичу на међународно макроекономско окружење, трговинске токове и ланце снабдевања, с последицама на инфлацију и економску активност, због чега је потребна опрезност у вођењу монетарне политике. Опрезност је такође потребна и због неизвесности у погледу кретања светских цена енергената и других примарних производа, као и појединих прехрамбених сировина, које су недавно достигле рекордне цене на светским берзама услед суше у земљама које су водећи произвођачи.

У складу с најавама Извршног одбора, међугодишња инфлација је наставила да се креће унутар граница дозвољеног одступања од циља и у децембру је износила 4,3%, што је и ниво око кога се стабилизовала током друге половине 2024. године. Опадајућа путања међугодишње инфлације током 2024. постигнута је пре свега успоравањем раста цена хране и енергената. Смањењу базне инфлације (индекс потрошачких цена по искључењу хране, енергије, алкохола и цигарета) допринели су мере монетарне политике Народне банке Србије, нижа увозна инфлација и инфлациона очекивања, као и постепено ишчезавање ефеката екстерних шокова. Ипак, као и у другим земљама региона, укључујући зону евра, базна инфлација се у другој половини године кретала изнад укупне инфлације и у децембру је износила 5,3% међугодишње. У наредном периоду инфлација би требало да настави да се креће у границама циља, с тим што ће се почетком ове године кретати на сличном нивоу као крајем 2024, а затим ће средином године успорити, чему ће допринети пре свега и даље рестриктивни монетарни услови и нижа увозна инфлација, као и долазак нове пољопривредне сезоне под претпоставком да ће бити просечна. Очекује се да ће и базна инфлација успорити у наредном периоду и постепено се приближити укупној инфлацији.

Разматрајући актуелна економска кретања, Извршни одбор је посебно истакао чињеницу да је смањење инфлације у Србији остварено уз задржана позитивна кретања у реалном сектору. Према процени Републичког завода за статистику, раст бруто домаћег производа у последњем тромесечју 2024. износио је 3,3%, а на нивоу целе године 3,9%. Посматрано на нивоу године, боља остварења у индустрији, пре свега прерађивачкој, као и у услужним секторима, више су него компензовала негативне ефекте суше на пољопривредну производњу. Позитиван допринос потекао је и од грађевинарства, захваљујући пре свега реализацији инфраструктурних пројеката планираних програмом „Србија – Експо 2027”. Убрзање раста економске активности очекује се и у овој години, подстакнуто растом домаће тражње, али не у мери у којој би то нарушило средњорочну ценовну стабилност. При томе, раст приватне потрошње засниваће се на већем расположивом дохотку и позитивним трендовима на тржишту рада, а раст инвестиција на повећаној профитабилности привреде у претходним годинама, очекиваном наставку високих прилива страних директних инвестиција, планираним капиталним

издацима државе у области саобраћајне, енергетске и комуналне инфраструктуре, као и повољнијим финансијским условима захваљујући досадашњем ублажавању 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 фебруарски Извештај о инфлацији с новим макроекономским пројекцијама, које ће детаљније бити представљене јавности на конференцији за новинаре 19. фебруара, 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 13. марта 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